

## **Virág Barnabás:**

### **Tartósan beköszönhet a negatív reálkamatok kora**

*A kamatok tekintetében a gazdasági szereplők döntéseit leginkább a reálkamat mértéke határozza meg, így ennek alakulása kiemelt jelentőségű a monetáris politika vitele szempontjából. A globális reálkamatok az elmúlt évtizedekben strukturális okokból számottevően csökkentek, amely tendenciát a 2008-ban kezdődő globális válság még inkább felerősített. Ezzel összhangban az alacsony inflációs környezetre és a válság következményeire reagáló jegybanki politikákban a minél alacsonyabb reálkamat elérése nem csak lehetségessé, hanem szükségessé is vált. Az MNB az elmúlt időszakban számos lépést tett a hazai reálkamat-szint csökkentésének irányába, amely egyre szélesebb piaci szegmens esetében akár negatív reálkamatok kialakulásához is vezetett. A Monetáris Tanács aktuális előretékintő üzenetével és a piaci várakozásokkal összhangban a hazai reálkamatok szintje a következő években akár még tovább süllyedhet, támogatva az inflációs cél fenntartható elérését.*

#### **Miért fontos a reálkamat a jegybankok számára?**

A jegybankok monetáris politikájuk alakítása során az irányadó kamat nominális szintjéről döntenek. Ugyanakkor a gazdasági szereplők viselkedését nem a nominális kamatszint, hanem leginkább annak inflációtól megtisztított mértéke, az ún. reálkamat befolyásolja. Ennek megfelelően a monetáris politika vitelében a reálkamatok megítélésének központi szerepe van. A csökkenő reálkamat esetén a háztartások és a vállalatok vonzóbbnak értékelik a jelenbeli fogyasztás és beruházás lehetőségét, így azok elhalasztása (megtakarítások formájában) helyett döntéseikkel már rövid távon élénkítik az aggregált keresletet (ez az ún. helyettesítési hatás). Szintén a gazdaság élénkülését eredményezi, hogy alacsonyabb reálkamatok mellett az eszközárak is növekedésnek indulhatnak, ami az ezzel párhuzamosan növekvő vagyoneértéken keresztül (akár pénzügyi eszköz, akár fedezet formájában) ösztönözheti a fogyasztási és beruházási célú kiadásokat (ún. vagyonha-tás).

Végezetül kis, nyitott gazdaságban a reálkamat eszközallokációra gyakorolt hatása is fontos tényező. A reálkamat csökkenése mellett a belföldi és külföldi eszközök közötti átcsoportosítás a nominális árfolyam leértékelődését okozhatja.

A válságot követő években erős dezinfláció kezdődött a globális gazdaságban. A gazdaságok széles körében az infláció mélyen a jegybanki célértékek alatt, többnyire 0 százalék közelében alakult. Az alacsony inflációs környezetben a jegybankok döntéseiben meghatározó- elemmé vált az aggregált kereslet (vagy számos esetben az árfolyam) reálkamatokon keresztül történő ösztönzése az inflációs célok elérése érdekében. Persze azt is érdemes megemlíteni, hogy főleg a fejlett gazdaságokban az alapkamat hamar elérte a nulla alsó korlátot, így a reálkamatok befolyásolásán keresztül folytatott gazdaságélénkítés gyorsan korlátokba ütközött.

#### **A különböző gazdasági szereplők számára más-más reálkamat lehet meghatározó**

Általánosan igaz, hogy a jelenbeli döntéseket a jövőre vonatkozó várakozások határozzák meg, így a reálkamat mutatók esetében az ún. előretékintő, inflációs várakozásokkal korigált értékek vizs-

gálata bír kiemelt jelentőséggel. Ezek megítélését azonban nehezíti, hogy ez egyes szereplők esetében a releváns reálkamat mértéke a döntési helyzet függvényében mind a számításhoz használt nominális kamat, mind az árszínvonal változását megragadó árindexek függvényében különbözhet.

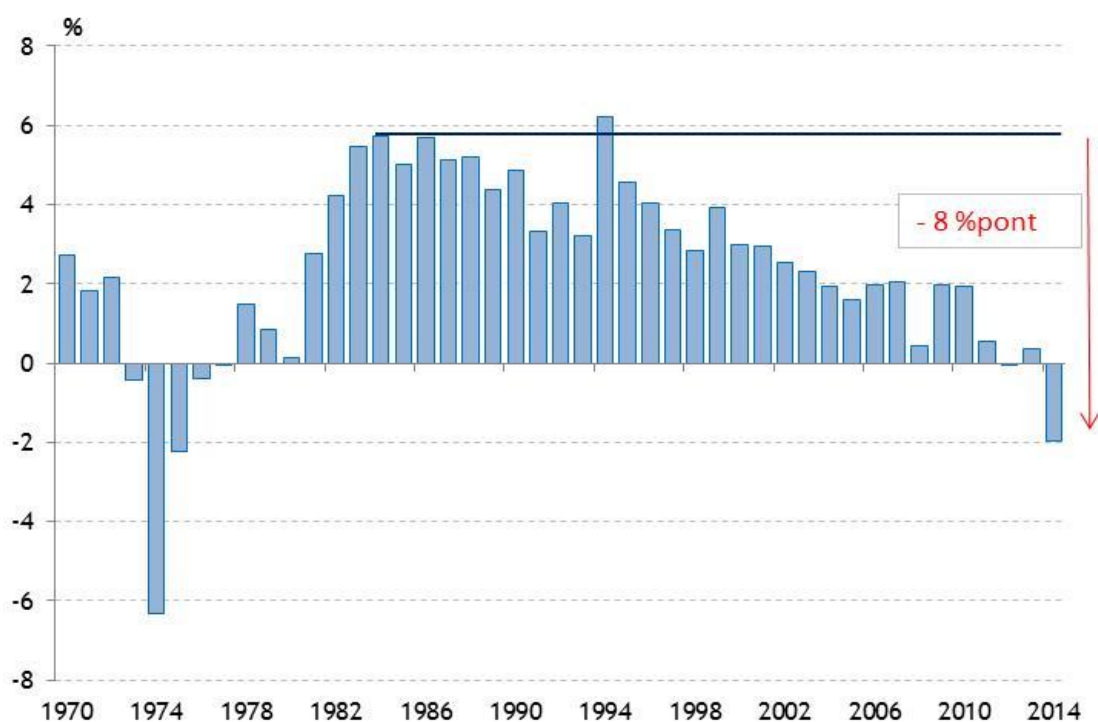
Míg egy megtakarítást mérlegelő háztartás számára a fogyasztói inflációval számított, jellemzően rövidebb betéti kamatokból és pénzpiaci hozamokból számított reálkamat értéke lehet releváns, addig egy beruházásban – és esetlegesen ahhoz kapcsolódó hitelfelvételben – gondolkodó vállalkozás számára már a gazdaságot általában jellemző árszint-változásokkal (erre a legjobb közelítés a GDP-deflátor értéke lehet) korrigált hosszabb távú hitelkamatokból számított reálkamat vagy reál tőkeköltség lehet meghatározó.

### **Az elmúlt 30 évben általános tendenciává vált a világban a reálkamatok csökkenése**

A reálkamatok alakulását a gazdaságok ciklikus változása és az arra reagáló jegybanki döntések mellett, hosszabb távú strukturális hatások is érdemben befolyásolják. Ez utóbbi hatások közül hosszú távon a demográfia, a termelékenység alakulása és a megtakarítási preferenciák változása a meghatározó. Az elmúlt évtizedekben strukturális oldalról – különösen a fejlett gazdaságokban – mind a demográfiai tendenciák romlása, mind a termelékenység egyre lassabb növekedése a reálkamatok csökkenése irányába hatott. A 2008-ban kezdődő majd globálissá szélesedő válság a megtakarítási motivációk felértékelődésével és a beruházás igény csökkenésével tovább mélyítette a folyamatot.

Végeredményként a reálkamatok az elmúlt harminc évben trendszerűen csökkentek. Ez a tendencia a pénzügyi válság első éveiben, a hirtelen bekövetkezett erőteljes dezinflációs hatások miatt átmenetileg megtorpant, de a jegybankok érdemi lazításait követően, a fejlett piaci reálkamat-szint újabb mélypontra süllyedt (1. ábra).

1. ábra A reálkamatok alakulása a világ legfejlettebb gazdaságaiban



Megjegyzés: a 2014-es adatokat a 10 éves állampapírhozamok és a piaci szereplők 1 éves inflációs várakozásai (Consensus Economics) alapján becsültük.

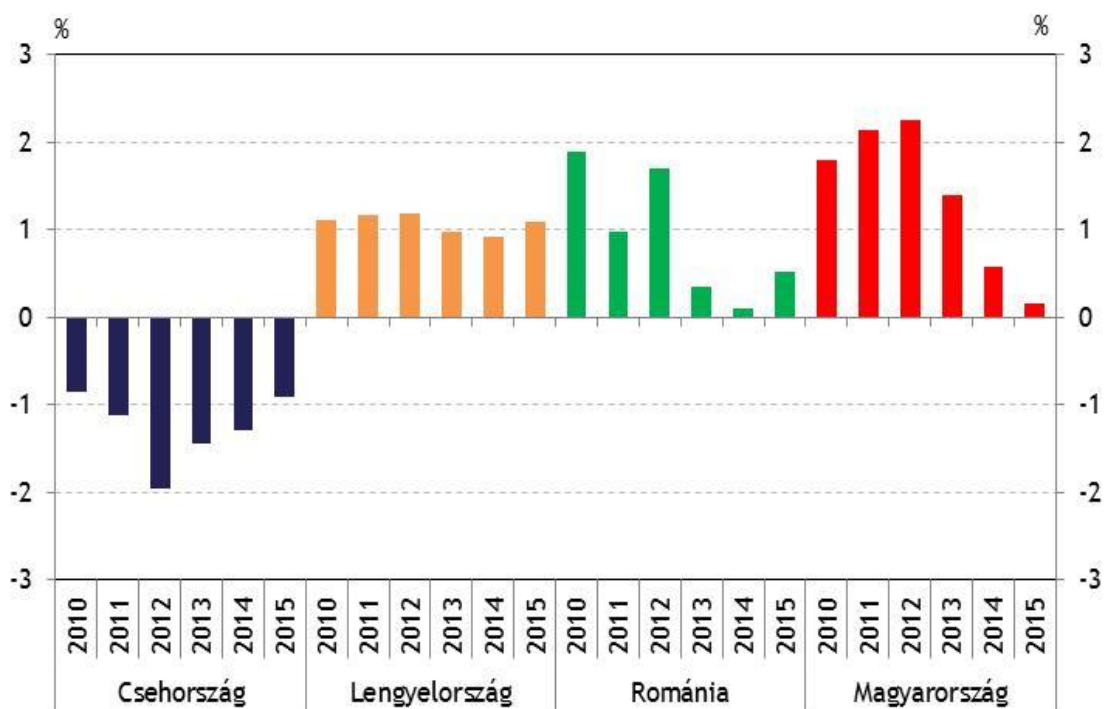
Forrás: IMF WEO 2014. április, Bloomberg, Consensus Economics

### **Az inflációs célkövető jegybanki mandátum alapján nemcsak lehetségessé, hanem szükségessé vált az erőteljes monetáris lazítás**

Az egyre erőteljesebb dezinflációs nyomásra reagálva eleinte a fejlett és a stabilabb fejlődő országok jegybankjai léptek, később azonban már a sérülékenyebb vagy a válság által eleinte kevésbé érintett országok is erőteljes lazítással reagáltak. A válság következményei és a hosszabb távon is jelentkező strukturális hatások a reálkamatok csökkentését nem csak lehetségessé, hanem szükségessé is tették a jegybankok számára. Ezzel összhangban a világ mind több gazdaságában akár negatív reálkamat-szint alakult ki. A tartósan alacsony inflációs környezet és a mérsékelt gazdasági növekedés előretekintve is a negatív reálkamat-szint fennmaradását valószínűsíti.

Mára szűkebb régióinkban is alacsony szintre csökkentek a reálkamatok, ugyanakkor a tendenciák némileg eltérőek: míg Csehországban már a válság első éveiben negatív tartományba került az előretekintő reálhozamok szintje, addig Lengyelországban az elmúlt években inkább stagnált a mutató. A válság kitörésekor a régió sérülékenyebb gazdaságaihoz tartozó Magyarország és Románia esetében a reálkamatok csak az elmúlt években sülyedtek a korábbi magas szintről nulla közelébe (2. ábra).

**2. ábra Előretekintő reálhozamok alakulása a régióban**



Megjegyzés: Az 1 éves előretekintő reálkamatot a piaci szereplők 1 éves inflációs várakozásai (Consensus Economics) és az 1 éves állampapír-hozamok különbségeként számítottuk.

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics alapján saját számítás.

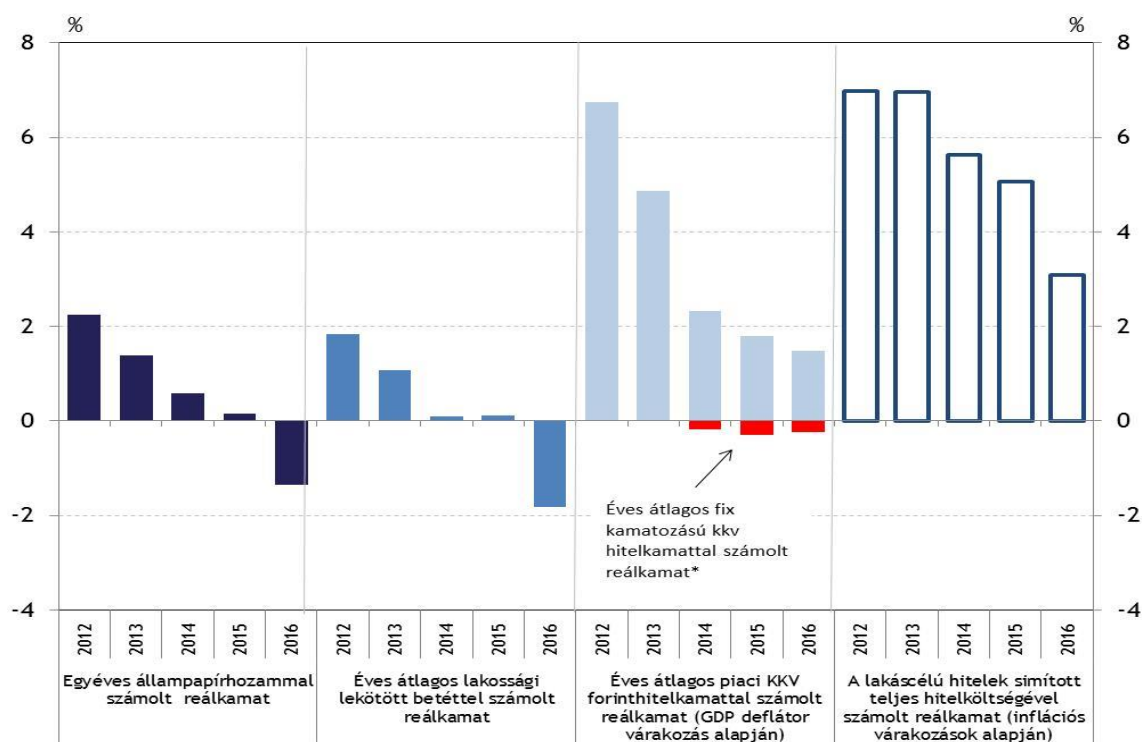
### **A hazai gazdaság egyre szélesebb szegmensében válik érzékelhetővé az alacsony reálkamat kereslet-ösztönző hatása**

Az elmúlt években az MNB kamatcsökkentési ciklusai, az Önfelújítási Program és a Növekedési Hitelprogram (NHP) a hazai reálkamatokban is jelentős csökkenést okoztak. Az intézkedések hatásai mind a bankközi-, mind az állampapír-piaci hozamok, valamint a vállalati és lakossági hitelkamatok mérséklődésében tetten érhető (3. ábra). A rövid pénzpiaci hozamokból és a lakossági betéti kamatokból számított reálkamatok az idei év második felében már negatív tartományban alakultak (érdemes megjegyezni, hogy a hosszabb távú állampapír-piaci árazásból számított reálhozam még továbbra is pozitív), míg a korábban kigazdálkodhatatlanul magas hitelkamatok is számottevően csökkentek. Ez utóbbiak közül a kkv-k beruházási aktivitása szempontjából meghatározó fix kamatozású forinthitelek (döntően NHP keretében folyósított) reálkamatai folyamatosan enyhén negatív tartományban alakultak.

Az alacsony reálkamat segítheti az árstabilitást jelentő 3 százalékos inflációs érték közép távú elérését és a gazdaság ennek megfelelő ösztönzését. A Monetáris Tanács aktuális előretekintő üzenetével és a piaci várakozásokkal összhangban a hazai reálkamatok szintje a következő években tovább süllyedhet. Ráadásul a jellemzően hosszabb távú, strukturális hatások által is erősen befolyásolt globális kamatkörnyezetben akár még huzamosabb ideig is negatív tartományban maradhat. Végezetül fontos azt is hangsúlyozni, hogy az alacsony kamatkörnyezetben a

makroprudenciális eszközök (pl. adósságfék szabályok) párhuzamos alkalmazása szabhat gátat a pénzügyi ciklus újbóli túllendülésének.

### 3. ábra: A különböző módszertannal számított előretekintő reálkamatok alakulása Magyarországon



*Megjegyzés: Az egyéves állampapírhozammal és az éves átlagos lakossági lekötött betéttel, valamint a lakáscélú hitelek simított teljes hitelköltségével számolt előretekintő reálkamat esetében a piaci szereplők 1 éves inflációs várakozásait (Consensus Economics) vettük alapul. Az éves átlagos piaci és fix kamatozású kkv hitelkammattal számolt előretekintő reálkamatot az adott évre vonatkozó GDP-deflátor előrejelzéssel korigáltuk.*

*\*Az éves átlagos fix kkv hitelkamat a piaci, az nhp, az egyéb állami támogatott és a refinanszírozott állomány kamatait tartalmazza.*

*Forrás: MNB, Consensus Economics, Bloomberg alapján saját számítás.*

*„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. november 2-án.”*