

A NEGATÍV KAMATLÁB-POLITIKA ALKALMAZÁSÁNAK EDDIGI TAPASZTALATAI¹

EXPERIENCES OF APPLYING NEGATIVE INTEREST RATE POLICY SO FAR CZECZELI VIVIEN²

A hagyományos közgazdasági elméletek többnyire általánosan elutasították a negatív nominális kamatlábak gyakorlati alkalmazásának lehetőségét. Ám az utóbbi években bebizonyosodott, hogy a kamatok nullás alsó korlátja valójában átléphető. Az elméleti szinten megfogalmazott veszélyek a valóságban meglehetősen visszafogott hatásokkal bírnak. Az euróövezet, Dánia, Svájc, Svédország és Japán példája azt igazolja, hogy a negatív kamatlábak nem eredményeznek végtelen pénzkeresletet. A monetáris politika transzmissziós mechanizmusa nem tér el jelentősen a normál körülmények között megfigyelhetőtől. A kockázatok, a bankrendszer szintjén megnyilvánuló esetleges negatív hatások, illetve a pénzügyi instabilitás veszélye azonban továbbra is fennáll. A tanulmány célja a problémakör komplex keretbe történő foglalása az elméleti és gyakorlati példák figyelembevételével.

Traditional economic theories generally rejected the possibility of implying negative nominal interest rates in practice. However, in the recent years it has become evident that the zero lower bound is not a binding constraint. The dangers, which are formulated at the theoretical level have in reality only moderate effects. The example of the euro area, Denmark, Switzerland, Sweden and Japan demonstrates that negative interest rates do not result in endless money demand. The monetary policy transmission mechanism does not differ significantly from that under the normal circumstances. However, possible negative effects at the bank sector level and the threat of financial instability can not be ignored. The purpose of the paper is to summarize the problem in a complex framework, taking into account theoretical and practical examples.

BEVEZETÉS

A 2008-as globális gazdasági válságot követően a monetáris politika működésében alapvető változások mentek végbe. A kamatlábak hosszú időn át nulla közeli szinten ragadtak meg. A jegybankok a kamatláb nullás alsó határának (ZLB, Zero Lower Bound) korlátai mellett kényszerültek gazdaságösztönző tevékenységeiket kifejteni. A kamatláb-csatorna beszűkülését követően

¹ A mű a KÖFOP-2.1.2-VEKOP-15-2016-00001 azonosítószámú, „A jó kormányzást megalapozó közszolgáltat-fejlesztés” elnevezésű kiemelt projekt keretében működtetett Ludovika Kiemelt Kutatóműhely keretében, a Nemzeti Közszerzői Egyetem felkérésére készült. A kézirat szerkesztőségünkbe 2018. januárjában érkezett.

² Tanársegéd, Nemzeti Közszerzői Egyetem.

a nem konvencionális monetáris politikai intézkedések vették át a főszerepet, ezzel egyidejűleg az irányadó kamatláb megszűnt az elsődleges jegybanki eszközként funkcionálni.

Ám az intézkedések reálgazdasági szinten érzékelhető sikeressége némileg korlátozott volt. A központi banki erőfeszítések ellenére tartósan gyenge gazdasági növekedés, illetve alacsony inflációs mutatók voltak jelen. Mindezen problémák a válságkezelés időszakának lezárta után is aktív gazdaságpolitikai beavatkozást követeltek meg. Különösen igaz ez az euróövezet térségére. A problémakör ugyancsak megnyilvánult Japánban, ahol azonban hangsúlyosabb szerepet játszott az ország több évtizede fennálló sajátos gazdasági helyzete.

A nulla közeli, illetve historikusan alacsony kamatlábak már önmagukban is egy újszerű feltételrendszert teremtettek meg. A jegybanki inflációs célokkal összhangban a defláció veszélyének elhárításáért folytatott küzdelem ugyanakkor továbbra is prioritást élvezett. A költekezés tartósan alacsony szintje, így a gyenge aggregált kereslet a hitelezés ösztönzésének szükségességére hívták fel a figyelmet. E folyamatok eredményeképpen egyes központi bankok átlépték a kamatláb eddig alsó korlátjának vélt határát, vagyis negatív tartományba csökkentették a kamatlábat. Az intézkedés logikája a megtakarítások szintjének visszafogásán, illetve a pénz alternatív felhasználásának ösztönzésén alapul. Amennyiben az emberek számára kamatfizetési kötelezettséget jelent pénzüsszegeik megtakarításként történő elhelyezése, úgy profitálabb lehet számukra minden más felhasználási lehetőség, így a pénz elköltése is. Mindazonáltal a negatív kamatlábak nem kizárólag a jegybank által meghatározott alapkamat szintjén realizálódtak. Egyes esetekben az egynapos betéti kamat csúszott a negatív tartományba, mint például Magyarországon a BUBOR vagy HUFONIA kamatok.

A negatív kamatláb alkalmazása a nemzetközi folyamatok következtében tovagyűrűző hatásokat is generál. Miután az Európai Központi Bank (EKB) 2014-ben elkötelezte magát a negatív kamatláb használata mellett, más országok sem tudták magukat függetleníteni a lejátszódó folyamatoktól. Dánia és Svájc példája igazolja e fenti állítást, mely országok az árfolyamhatások, illetve kamatláb-különbségek következtében szintén arra kényszerültek, hogy kamatlábukat a negatív tartományba csökkentsék.

A fentiekkel összhangban a cikk első egységében a negatív kamatláb-politika (Negative interest rate policy, NIRP) kérdésköre kerül a középpontba, ideértve a témakör hagyományos megközelítéseit, valamint az utóbbi évek tapasztalatait, amikor már az elméleti sikot meghaladva, több gyakorlati példa (eurózóna, Dánia, Svédország, Svájc, Japán esete) is felmutatható. A kérdéskör aktualitásából fakadóan, a hatások több tekintetben még visszafogottak és mérsékeltek. A hagyományos megközelítések által felvázolt félelmek mindezülig nem igazolódtak be. Mindazonáltal szem előtt kell tartani a negatív kamatlábakkal asszociálható kockázatokat, veszélyeket, illetve az egyéb tovagyűrűző hatásokat, amelyek fontos tényezőként szolgálnak a jövőre nézve. A tanulmány célja a problémakör komplex keretbe történő foglalása az elméleti és gyakorlati példák figyelembevételével.

1. A NEGATÍV KAMATLÁB-POLITIKA

A negatív kamatláb, számos más intézkedéshez hasonlóan, a nem konvencionális intézkedések tárházát bővíti. Kérdésköre abban a gazdasági helyzetben került napvilágra, amikor a gazdasági feltételek az USA-ban 2014-ben már lehetővé tették az eszközvásárlások fokozatos visszahúzását (tapering), illetve 2015 decemberében az irányadó kamatláb 25 bázispontos emelését. Ezek a monetáris szigorítás első jelentős mérföldkövei az Amerikai Egyesült Államokban.

Ugyanebben az időben Európában és Japánban továbbra is reálgazdasági problémák voltak jelen. Az inflációs adatok tartósan gyengének mutatkoztak és hosszú távon elmaradtak annak célértékétől. Ahogy arra Ábel et al. [2014] is rávilágít, a defláció egyik csatornája, amin keresztül visszafoghatja a gazdasági aktivitást, a reálkamatlábak növekedése. Ennek hatására a magánszektor kereslete, fogyasztása, és a beruházások visszaesése recessziót okoz, majd ismételtén maga után vonja az árszínvonal csökkenését.

Ebben a tekintetben fontos különbséget tenni a nominális és a reálkamatlábak fogalma között. Az első egyenlet alapján matematikailag könnyen belátható, hogy a reálkamatláb szintje a nullás kamatkörnyezet ellenére számos esetben meghaladhatja a nominális kamatláb szintjét, amennyiben az infláció a negatív tartományban mozog.

$$r = i - \pi \quad (1)$$

Mindezek függvényében fontos szem előtt tartani, hogy önmagában a negatív kamatlábak jelenléte nem teljesen újszerű. Reálértelemben véve korábban is előfordultak negatív kamatlábak, amikor az infláció szintje meghaladta a nominális kamatláb értékét. Ami tehát az utóbbi évek tekintetében egyedülálló, az a negatív *nominális* kamatláb.

A negatív kamatok iránti motiváció kapcsán lényeges mozzanat, hogy mivel a központi bank által kínált kamatláb rendszerint alacsonyabb, mint a pénzüpiaci kamatláb, ezért a bankok rendszerint nem szívesen tartanak a minimum követelményeken túlmutatóan tartalékokat a központi banknál. Ám amikor a pénzügyi kockázat megemelkedik, és a pénzüpiaci kamatok alacsonyabbak lesznek (mint ahogy az a válságot követően történt), a legtöbb kereskedelmi bank magasabb tartalékokat helyez el a központi banknál. Ez gyakran a hitelezés befagyásával jár együtt. A többlettartalékokra kivetett negatív kamatlábak mögött húzódozó gondolatok kiindulópontja tehát, hogy a bankok rákényszerüljenek többlettartalékaik csökkentésére. Ekkor a rendelkezésre álló tartalékaikat hitelként helyezik ki ahelyett, hogy magukra vállalják a negatív kamatok okozta többletköltségeket. A cél tehát a hazai kereslet hitelezésen keresztül történő ösztönzése [Barua-Majumdar, 2016].

2. HAGYOMÁNYOS MEGKÖZELÍTÉSEK

A negatív kamatláb-politika problémakörének jelentőségét igazolja, hogy korábban a közgazdászok többnyire általánosan egyetértettek abban, hogy a kamatláb nem sülyedhet nulla alá. Ellenkező esetben ugyanis sérülne a racionális közgazdasági felfogás. A hitelező, miközben lemond pénzének jelenbeli felhasználásról, gyakorlatilag a hitelfelvevő kamatköltségének átvállalására kényszerül. A kölcsönző mindeközben előnyben részesülhet, esetleg extra bevételre tehet szert.

Korábban az volt az általános közgazdasági felfogás, hogy a kamatláb alsó határa a nullánál van. Hicks [1937] megállapítása szerint a kamatok nullás alsó küszöbértékének logikája alapján, egyensúlyi állapotban a nulla nominális kamatot biztosító készpénz jelenléte kizárja a negatív kamatlábak létezését.³ Ennek oka, hogy célravezetőbb készpénzt tartani, mint alacsonyabb ráták

³ Hasonló gondolatokat fogalmaz meg Krugman [1998]. Modellje feltételezése alapján a pénzkereslet egy fontos jellemzője, hogy a készpénzt helyezi előtérbe. A készpénz tulajdonsága, hogy bizonyos tranzakciók lebonyolításához nélkülözhetetlen, ezért kiemelt szerepet tudhat magáénak. Amint ez a korlát megszűnik érvényesülni, a nominális kamatláb nullához közelít. Tovább azonban nem tud csökkenni, mivel az egyen a nulla kamatot biztosító készpénztartást preferálja az alacsonyabb bevételt jelentő hitelezéssel szemben.

mellett hitelként kihelyezni azt. Ha a pénztartás költségét figyelmen kívül lehet hagyni, akkor nullánál alacsonyabb kamatláb mellett mindig profitálabb a készpénztartás a hitelezéssel szemben. Következésképp a kamatlábnak mindig pozitívnak kell lennie. Rognlie [2016] azonban felhívja a figyelmet arra, hogy a pénztartás költsége sosem hagyható figyelmen kívül. Ugyanezt a gondolatot erősíti Anderson-Liu [2013], vagyis, hogy a valutatartás sem költségmentes. Ellophatják, fizikailag károsodhat, nagy mennyiség esetén drága megóvni. Bonyolult lehet jelentős összegű és távoli tranzakciók megvalósítására használni. Nagyobb tétel esetén kormányzati ellenőrzés alá vonhatják. A készpénz tehát nem biztosít egy logikus elven nyugvó nullás küszöböt a piaci kamatoknak.

A hagyományos megközelítést alapul véve a szakirodalom szerint a negatív kamatlábak végtelen pénzkeresletet eredményeznek. Eggertsson-Woodford [2003] megközelítése alapján a reál pénzegenlegek egy hasznossági függvényt írnak le. Amikor az egyenlegek meghaladják a telítettségi pontot, a pénzből származó határhaszon pontosan nulla lesz. Ebben az esetben a kamatok ismételten elérhetik a nullás szintet, de nem eshetnek alá. Feltételezve, hogy a vagyon készpénzben és kötvényben való tartása helyettesíthető egymással, illetve e két eszköz közül a kötvények fizetik az alacsonyabb kamatot, akkor nulla határhaszon mellett megállíthatatlan pénzváltási hullám következhet be.

Érdemes ugyanakkor megjegyezni, hogy a kamatok nullás korlátjának eltávolítása nem teljesen új keletű gondolat. E megközelítések azonban még nem elsősorban a kamatok negatív tartományba való csökkentésére irányultak. A rövid vagy hosszú lejáratú nominális kamatok csökkentését célzó, a pénz adóztatását középpontba helyező akadémiai viták a 19. századig nyúlnak vissza. A gondolat atyjának Silvio Gesell nevezhető, aki a gazdasági válságok leküzdésének érdekében egy időszakos adó kivetését javasolta a pénzre, mely elősegítené az aggregált kereslet ösztönzését.

Az adóközpontú felfogás az utóbbi években is megnyilvánult, ebben az esetben azonban már konkrétan a negatív kamatlábakkal való azonosítása kapcsán. Waller [2016] a negatív kamatlábakat egyszerűen a bankok tartalékaira kivetett adóként interpretálja, amit értelemszerűen valakinek mindenképp meg kell fizetnie. Mindezek alapján három lehetséges kimenetel határozható meg. Egyrészt, a bankok dönthetnek úgy, hogy nem hártják tovább az adót, vagyis vállalják, hogy alacsonyabb adózás utáni profitra tesznek szert. Ez részvényáraik csökkenését és gyengébb mérlegpozíciót eredményez. Másik lehetőség, hogy a bankok továbbhárítják költségeiket a betétesekre. Ekkor alacsonyabb betéti kamatot fizetnek, vagy díjakat szednek be az ügyfeleik bankban elhelyezett betétjei után. A betétesek jövedelme így csökken, ez pedig alacsonyabb költsékezést eredményez. Harmadik lehetőség, hogy a bankok a hitelt felvevőkre hártják tovább az adót azáltal, hogy magasabb kamatot vetnek ki a hitelekre, vagy más, hitelfolyósításhoz kapcsolódó díjakat szabnak ki. Ez ismét költségesebbé teszi a vásárlások hitelfelvétellel történő finanszírozását. A felsorolt lehetőségek közül egyik sem a fogyasztói költsékezés ösztönzésére utal, ahogy az valamennyi adó esetében elmondható. A negatív kamatláb keresletöztönző hatása tehát nem teljesen egyértelmű.

3. NEGATÍV KAMATLÁB-POLITIKA A GYAKORLATBAN

A kamatok nullás szint közelébe történő csökkentésének már korábban is az volt a célja, hogy egyrészt olcsó pénzzel lássák el a gazdaságot, másrészt pedig, hogy visszafogja a megtakarítások szintjét. A nulla közeli kamatok alacsony ösztönzőt nyújtanak a megtakarítások irányába, s ez a belső fogyasztás, illetve a gazdaság növekedését idézné elő. A valóságban azonban a kamatok nullára történő csökkentése nem eredményezte a háztartások költsékezésének növekedését. A monetáris

politika olyan helyzettel szembesült, amikor nem tudott elég alacsony reálkamatot biztosítani ahhoz, hogy a fogyasztás és a beruházás ne essen vissza. E jelenség a zérókamat-paradoxon elnevezéssel jellemezhető. Kutasi [2010] négy lehetséges magyarázatot emel ki arra, hogy milyen tényezők állhatnak e folyamat mögött. Egyrészt fontos a jegybank oldaláról megmutatkozó elégtelen, illetve nem megfelelő időben történő reakció a gazdasági változásokra. Japán, illetve az USA esetében is folyamatosan újabb kiigazítás, illetve kamatcsökkentés vált volna indokolttá. Ugyancsak kiemelendő, hogy a kereskedelmi bankok számára biztosított ingyen pénz sem válik automatikusan ingyen pénzzé a háztartások és a vállalatok számára, illetve a bankközi hitelpiacon sem. Gazdasági lassulás esetén ugyanis a gazdasági szereplők csődkockázata emelkedhet. Ez egyrészt a megrendelések visszaesését eredményezheti, másrészt pedig akár a háztartási és vállalati hitelek növekedésében is realizálódhat. Harmadik tényező, hogy a kedvezőtlen kilátások miatt a háztartások akár minimális betéti kamatok mellett is hajlandóak megtakarítani, hogy felkészüljenek a szűk esztendőkre. Negyedik tényezőként emelhető ki a defláció. A fogyasztás csökkenése, így az árupiaci kereslet visszaesése az árak csökkenését eredményezi, ami pedig deflációs spirálhoz vezethet.

Bár korábban a döntéshozók általánosan elzárkóztak a negatív kamatlábak implementálásától, mára a korábban kialakult elméleti felfogás a tapasztalati példákkal összhangban némileg megváltozott, és a korábban napvilágra kerülő elméletek részben relevanciájukat veszítették. Ez utóbbi gondolatmenetet képviseli Rognlie [2016], aki kutatásai során arra a következtetésre jutott, hogy a nullás alsó határ csak egy speciális esetben hatékony, amikor a készpénzkereslet végtelenül rugalmas lesz nullánál. Ez az eset azonban nem konzisztens a negatív kamatok mellett érzékelt legutóbbi tapasztalatokkal. Egy likviditási csapda⁴ esetén a negatív kamatok sokkal kedvezőbb kimenetelt eredményezhetnek más intézkedésekhez viszonyítva. A ZLB előretékinő iránymutatásokkal képes csökkenteni a likviditási csapda legrosszabb következményeit, ám valójában a negatív kamatok biztosítják az elsődlegesen legjobb megoldást. A negatív kamatlábak akkor a leghasznosabbak, amikor a készpénzkereslet viszonylag rugalmatlan. Mindezek függvényében hasznos kiegészítő intézkedések lehetnek a pénzkeresletet korlátozására irányuló egyéb lépések is.

A kamatlábak nulla alá történő csökkentése azért is tekinthető indokoltnak, mivel ennek hiányában a továbbra is alacsony infláció korlátozza a reálráták további süllyedését. Ebből az következik, hogy a továbbra is magas reálkamatok nem tudják elősegíteni a magas adósságterhek csökkenését és támogatni az aggregált keresletet [Jobst-Lin, 2016].

Fontos ugyanakkor azt is szem előtt tartani, hogy a negatív kamatlábak alkalmazása egy bizonyos pont után korlátokba ütközhet. Egyrészt abban a tekintetben, hogy milyen mértékben csökkenthető a kamatláb értéke, másrészt pedig, hogy milyen időtávon maradhat negatív. Nem megfelelő esetben a gazdasági szereplők jelentősen növelhetik készpénzállományukat, kedvezőtlen hatásokat generálva. Becslések alapján a küszöbérték, amely mellett jelentősen megemelkedne a készpénz iránti kereslet, (-)75 bázisponttól (-)200 bázispontig terjedő intervallumban mozog. Ez az érték az egyes országok tekintetében eltérő lehet. Befolyásoló tényező például az is,

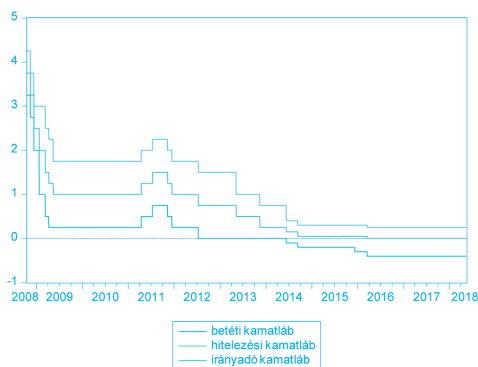
⁴ A likviditási csapda Keynes [1965] eredeti meghatározása szerint a jövőhöz köthető bizonytalanság, valamint a likviditáspreferencia spekulációs jellemzőiből kiindulva a hosszú lejáratú kamatlábnak létezik egy pozitív alsó határa, amely mellett a gazdaság szereplőinek pénztartási hajlandósága végtelenné válik. Ebben a helyzetben a monetáris politika részéről megvalósított kamatláb csökkentések, és így az aggregált kereslet ösztönzését célzó expanzív lépések hatástalanok maradnak [Koppány, 2007].

hogy mi a legmagasabban denominált bankjegy értéke. Ez a fizikai tárolási korlátok miatt fontos. Ugyanakkor ennél jelentősebb tényezők lehetnek a politikai, gazdasági, és társadalmi korlátok. Gyenge támogatottságot élvezhet az intézkedés, ha az emberekben azt az érzetet kelti, hogy megadóztatják őket [Viñals et al., 2016].

3.1. A NEGATÍV KAMATLÁBAK ALKALMAZÁSÁNAK MOTIVÁCIÓI - ESETTANULMÁNYOK

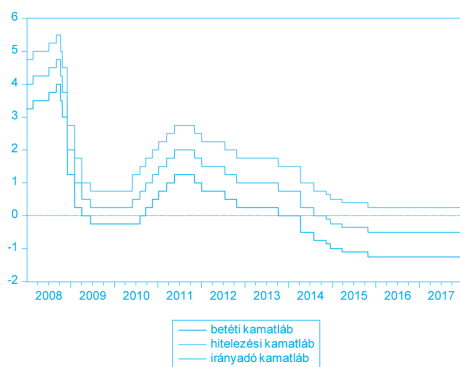
A negatív kamatláb alkalmazásának gyakorlati megvalósulását szemlélteti az 1-4. ábra az euróövezet, Svédország, Dánia, és Svájc példáján keresztül. Jelenleg (2019 végén) a legalacsonyabb kamatlábbal (-0,75) Svájc és Dánia rendelkezik, majd az euróövezet betéti kamatlába (-0,5) majd Svédország (-0,25), illetve Japán (-0,1). Elmondható továbbá, hogy az utóbbi időszakra vonatkozóan az euróövezeti és a svéd kamatlábak kapcsán érvényesül a kamatláb szimmetriája, vagyis a betéti és hitelezési kamat egyforma távolságra van az irányadó kamatlábtól. E két példa esetében a hitelkamatok egyelőre meghaladják a nullás értéket, míg Svájc esetében például a teljes célsáv negatív tartományban mozog.

1. ábra: Euróövezeti kamatlábak



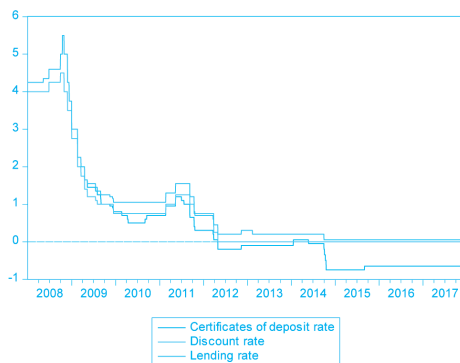
Forrás: ECB

2. ábra: Svéd kamatlábak



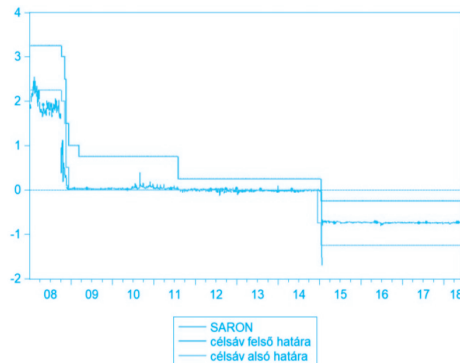
Forrás: Sveriges Riksbank

3. ábra: Dán kamatlábak



Forrás: Danmarks Nationalbank

4. ábra: Svájci kamatlábak



Forrás: SNB

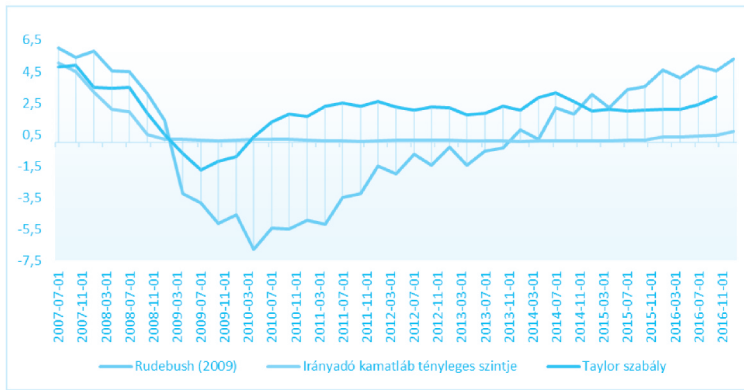
Összehasonlításként: az USA példája a negatív kamatlábaktól való távolmaradást igazolta, illetve a kamatemelési ciklusában jár, jelenleg 1,75%-os kamattal. Az USA-ban 7 évig tartották az irányadó kamatlábat a nullás szint közelében. Az elméleti megközelítést alapul véve, megvizsgálva az irányadó kamatláb Taylor-szabály szerinti szintjét azonban látható, hogy a negatív kamatláb alkalmazása az USA esetében sem lett volna teljesen indokolatlan. A 2. illetve 3. egyenlet a Taylor-szabályt, valamint annak egy alternatív megközelítését írja le. Ugyanezt szemlélteti a 5. ábra grafikusán, kiegészülve a Federal Reserve (Fed) irányadó kamatlábjának tényleges szintjével. Látható, hogy a matematikai meghatározás már utal a negatív kamatlábak relevanciájára.

$$\text{Taylor-szabály: } i_t = \pi + r^* + 0,5 * (\pi - \pi^*) + 0,5 * (y - \bar{y}) / \bar{y} * 100 \quad (2)$$

$$\text{Rudebush (2009): } i_t = 2,1 + 1,3 * \pi - 2,0 * \text{NAIRU} \quad (3)$$

ahol, π = infláció; az r^* = egyensúlyi reálkamatláb (2%-os szinten rögzítve); y = reálGDP, \bar{y} = reálGDP potenciális szintje; π^* = célinfláció (2%-os szinten rögzítve); a NAIRU pedig a munkanélküliségi rés.

5. ábra: A Fed irányadó kamatlába, és annak alternatív szintjei



Forrás: Federal Reserve adatai alapján saját számítások

Fontos megjegyezni, hogy a valóságban a jegybankok nem követnek ilyen explicit módon meghatározott szabályrendszert, és döntéseiket számos más tényező befolyásolja egyidejűleg. Bár az ország távolmaradt a negatív kamatláb alkalmazásától, Yellen egy 2016-os beszédében arra utalt, hogy nem utasítják el egyértelműen teljesen a negatív kamatlábak alkalmazásának lehetőségét. A negatív kamatlábak szükségességének gondolata kapcsán Tokic [2016] a hozamgörbe szpred jelentőségére hívja fel a figyelmet. E mutató a nominális hosszú és nominális rövid lejáratú kamatlábak közötti különbséget fejezi ki. Általánosságban, a szélesedő hozamgörbe szpred kreditexpánzió keresztül ösztönzi a gazdasági növekedést, míg a szűkülő visszafogja azt a hitelezés alacsonyabb szintje miatt⁵. A központi bank

⁵ Mivel a bankok a rövid lejáratú rátán kölcsönöznek forrásokat, és a hosszú lejáratú rátán hiteleznek, a bankok profitja emelkedik, ahogy a hozamgörbe szpred szélesedik. Ez ösztönzi a banki hitelezéseket és a gazdasági növekedést. Ehhez hasonlóan, ahogy a hozamgörbe laposodik, a bankok hitelezési hajlandósága csökken, ami negatívan érinti a gazdaságot.

tehát képes befolyásolni az üzleti ciklust a hozamgörbe szpred hatékony menedzselésével. Az eddigi tapasztalatok alapján a Fed irányadó kamatlába általában megközelítőleg 2,5%-kal alacsonyabb, mint a 10 éves lejáratú államkötvény által nyújtott kamat. Ez az érték megfelelő a hitelezés ösztönzése és a gazdasági növekedési ciklus számára. A Fed a fenti logika alapján akkor kényszerülne a rövid lejáratú kamatok negatív tartományba történő csökkentésére, ha a hosszú lejáratú kamatok jelentősen 2% alá esnének. Ellenkező esetben a szűk hozamgörbe szpred következtében a hitelezési feltételek nagyon szigorúak lennének, és a növekedési fázis újraindítása is akadályokba ütközne.

Visszatérve a negatív kamatlábat gyakorlatba ültető központi bankokra: megállapítható, hogy bár a negatív kamatlábat adaptálása valamennyi ország esetében más, nem konvencionális intézkedések kiegészítőjeként szolgált, azok eltérő motivációkra vezethetők vissza [Bech-Malkhozov, 2016]. Míg az EKB és a BOJ fő aggodalmát az alacsony infláció, esetleg defláció miatti reákkamatláb-emelkedés jelentette, s később ugyanezzel a problémával szembesült Svédország is, addig más, euróövezeten kívüli országok, mint Dánia és Svájc, ettől eltérő problémákat tapasztaltak. Ezen országok negatív kamatlábak melletti elköteleződésének célja az eurózónához viszonyított kamatláb-különbségek miatti megemelkedett tőkebeáramlások megfékezése volt. A tőkebeáramlások növekvő volumene, főként az eurózána szuverén adósságválsága idején, éles valuta felértékelődéshez vezetett ezekben az országokban. Mindez megnyilvánult a romló exportversenyképességükben is.

EURÓZÖVEZET

Az EKB 2014 júniusában -0,1%-ra, majd 2016 áprilisában -0,4%-ra csökkentette a betéti kamatlábat. Az Európai Központi Bank tehát a kötelező tartalékráta által előírt összegben túlmutatott többletlikviditásra vet ki negatív kamatot.

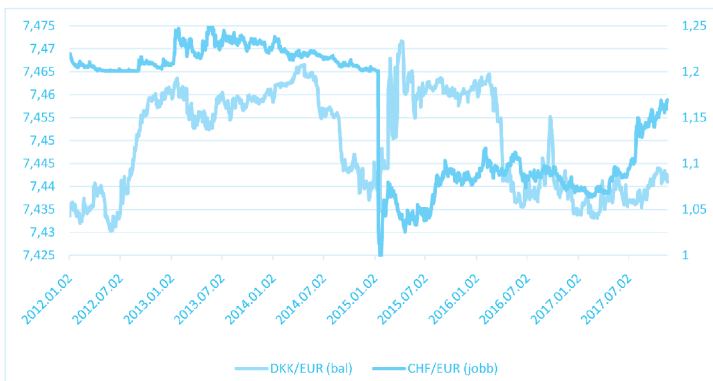
Fontos ugyanakkor figyelembe venni, hogy mivel az EKB csak a többletlikviditásra vet ki negatív kamatot, így annak alkalmazása további egyenlőtlenségekhez vezethet az euróövezeten belül. A negatív betéti kamatláb alkalmazásának közvetlen költsége magasabb lehet azokban az országokban, ahol a bankok jelentős többlettartalékokkal rendelkeznek. Az eurózáonában már hosszabb ideje fennálló egyensúlytalanságok, illetve a tőkeáramlások iránya miatt nagy mennyiségű többletlikviditás van jelen a folyó fizetésimérleg-többlettel rendelkező országokban [Jobst-Lin, 2016]. Németország és Hollandia területén így tehát erőteljesebben érződhetnek a negatív kamatlábak tovaágyűrűző hatásai. Nem szabad megfeledkezni arról sem, hogy a központi bank eszközvásárlási programja, vagyis a mennyiségi lazítás szintén hozzájárult az övezeten belüli egyenlőtlenségekhez e téren. Jobst-Lin [2016] rámutat arra, hogy a program emiatt olyan központi gazdaságokban generált többletlikviditást, ahol a nemzeti részesedés az eszközvásárlások arányában magasabb volt. Ide sorolható többek között Franciaország⁶. Mindezen folyamatok a többletlikviditás nagyon egyenlőtlen elosztásához vezettek, eltérő módon érintve a bankokat az eurózána egyes területein.

⁶ Az eszközvásárlásokat az egyes nemzeti központi bankok EKB-nál való részesedésük alapján valósítják meg. Ezek a tőkerészesedések az egyes országok GDP és népességarányaik alapján kerülnek meghatározásra. Mindez biztosítja, hogy a kormányok kötvényvásárlásai monetáris politikai céloknak legyenek alárendelve, és ne bizonyos országok finanszírozási szükségleteinek enyhítését szolgálják [Annunziata, 2015].

SVÁJC, DÁNIA, SVÉDORSZÁG

A válságot követő, alacsony kamatokkal jellemezhető globális trendtől Svájc sem tudta magát függetleníteni. Az ország valójában mindig alacsonyabb kamatokkal rendelkezett kereskedelmi partnereinél, így az eurózóna országaihoz viszonyítva is. Mindez tükrözi az országban jelenlévő alacsonyabb inflációt, a politikai stabilitást, illetve a fenntartható fiskális politikát és hiteles monetáris politikát. E tényezők kedvelt befektetési célponttá tették a svájci frankot, s globális bizonytalanságok időszakában menedékvalutaként (safe haven) szolgált. A válság mélyülésekor a kamatláb-különbség eddigi szintje nyomás alá helyeződött, melyhez nagymértékben hozzájárult az EKB erőteljes monetáris lazítása is. A frank felértékelődése az importár-infláción keresztül a fogyasztóiár-index csökkenésében is megnyilvánult, veszélyeztetve a központi bank inflációs céljának teljesülését. Rontotta továbbá az export versenyképességet, így a hazai növekedést is negatívan érintette. A negatív kamat alkalmazása tehát segít az euróövezethez viszonyított kamatláb-különbség helyreállításában, illetve enyhíti a svájci frankra helyeződő nyomást. Negatív kamatok nélkül az infláció és a gazdasági növekedés Svájcban alacsonyabb lenne [Zurbrügg, 2016]. Az SNB 2015 januárjában -0,75%-os szintre csökkentette a kamatlábát, mellyel a legalacsonyabb értéket tudhatja magáénak.

6. ábra: A dán korona és a svájci frank euróhoz viszonyított árfolyama



Forrás: ECB

A Dániában lejátszódó folyamatokra jelentős hatással voltak a svájci, és az eurózónában történt események. 2015-ben az SNB eltörölte az euróhoz viszonyított árfolyamküszöbét, majd egy héttel később az EKB bejelentette eszközvásárlási programjának jelentős kibővítését, vagyis a mennyiségi lazítás elindítását. Mindez azt eredményezte, hogy nagymértékű tőkebeáramlás indult meg Dániába. Az országban a negatív kamatláb alkalmazását tehát a korona árfolyamára ható felértékelődési nyomás indukálta. A folyamatokat szemlélteti a 6. ábra, melyen jól kivehető a dán korona árfolyamában történő hirtelen felértékelődési nyomás 2015 elején, illetve a svájci frank ellentétes irányú mozgása.

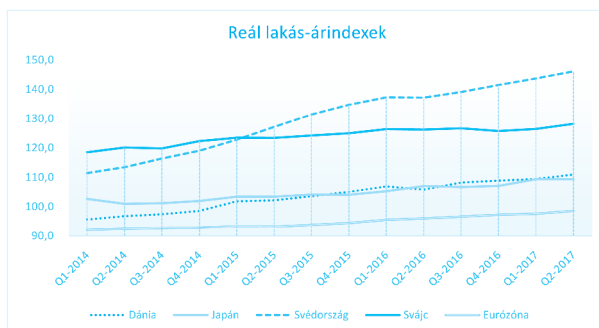
Mivel a dán korona $\pm 0,25\%$ -os sávban lebeg az euróval szemben, a Danmarks Nationalbank először a devizapiacra próbált interveniálni külföldi valuta vásárlásával és korona eladásával, vagyis a korona kínálatának növelésével. Ez az intervenció azonban korlátozott eredményeket ért el. Elegendhetlenné vált tehát a kamatláb csökkentése. Kiegészítő intézkedésként szolgált továbbá, hogy a központi bank javaslatára ideiglenesen felfüggesztették a kormányzati kötvények kibocsátását is,

hogy csökkentsék a korona alapú eszközök kínálatát [Danmarks Nationalbank, 2015]. Dániában jelenleg -0,65% szinten áll a kamatláb, mélypontját 2015 februárjában érte el, akkor -0,75% volt.

Dániában és Svájcban tehát a negatív kamatlábak alkalmazásának fő motivációja az árfolyamra helyeződő felértékelődési nyomás megfékezése volt. A negatív kamatlábak árfolyamokra kifejtett hatásainak vizsgálatakor azonban fontos figyelembe venni számos egyéb, a külső keresletet befolyásoló tényezőt. Árfolyam-leértékelődés következhet be azért, hogy kevésbé vonzó befektetési célponttá válik a negatív kamatlábat alkalmazó ország. A tőke a magasabb hozamot biztosító lehetőségek felé terelődik. A szélesedő reál szpred különbözőségei miatt lefelé ható nyomást fejtenek ki a valutára. Ám a más országokban jelenlévő magasabb infláció, illetve inflációs várakozások ellensúlyozhatják ezt a hatást. A negatív kamatlábak aggregált keresletre kifejtett ösztönző hatása, illetve az emelkedő eszközárak reálértelemben ugyancsak kiegyenlíthetik az árfolyamokra helyeződő leértékelődési nyomást [Jobst-Lin, 2016]. Összességében a negatív kamatláb-politika képes elősegíteni a hazai valuta leértékelődését, ezáltal elősegítheti az adott ország exportvezérelt kilábalását. Ám ha valamennyi ország egyidejűleg alkalmaz közel azonos mértékű negatív reálkamatlábát, akkor ez kompetitív leértékeléseket okoz. A lejátszódó folyamatok pedig a partnerek ellehetetlenítését eredményezhetik [Arteta et al., 2016]. E folyamatok valójában a currency war, azaz a valutaháború mai formáját testesítik meg.

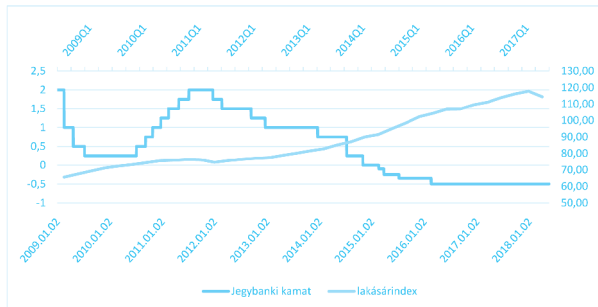
Svédországban elsősorban a gyenge inflációs adatok tették szükségsszerűvé a negatív kamatláb-politika alkalmazását. Az ország kapcsán érdemes megjegyezni, hogy valójában meglehetősen magas GDP növekedési rátával rendelkezik. Az erőteljes monetáris lazítás e téren tehát nem feltétlenül lett volna indokolt, illetve a gazdaság túlfűtöttségének veszélye is felmerült. Mindez azt vetítette előre, hogy Svédországban némiképp magasabb az intézkedéssel asszociálható kockázati szint, valamint a nem szándékolt hatások eredményezte negatív következmények veszélye is. Ez részben felvetheti a jövőbeni instabilitás kérdését, illetve a buborékképződés lehetőségét. Ahogy az a lakásárindexek grafikonjáról (7. ábra) is leolvasható Svédországban sokkal erőteljesebb növekedés figyelhető meg a lakásárak emelkedésében a többi vizsgált ország adataihoz képest. Ez részben alátámaszthatja a fenti állításokat is. S bár a folyamatok nem szűkíthetők le pusztán a két mutató közti kapcsolat alakulására a 8. ábra mégis szemléltet bizonyos összefüggést.

7. ábra: Reál lakásárindexek



Forrás: OECD

8. ábra: Svédország jegybanki kamata és a lakásárindex kapcsolata



Megjegyzés: a jegybanki kamat a bal oldali tengelyhez, míg a lakásárindex a jobb oldali tengelyhez kapcsolható
 Forrás: Sveriges Riksbank, Eurostat

JAPÁN

Japán esetében a negatív kamatláb politika elindításakor az üzleti hangulat javulása, illetve az emberek deflációs gondolkodásmódjának átalakulása késlekedni látszódott. Az olajárakban bekövetkező tartós csökkenés szintén negatívan érintette az infláció alakulását. Annak érdekében, hogy a 2%-os inflációs cél iránti lendületet fenntartsák, a BOJ 2016. január 29-én egy új, hármas stratégia mellett kötelezte el magát: a 2013-ban elindított minőségi és mennyiségi lazítási (qualitative and quantitative easing, QQE) programját negatív kamatokkal egészítette ki.

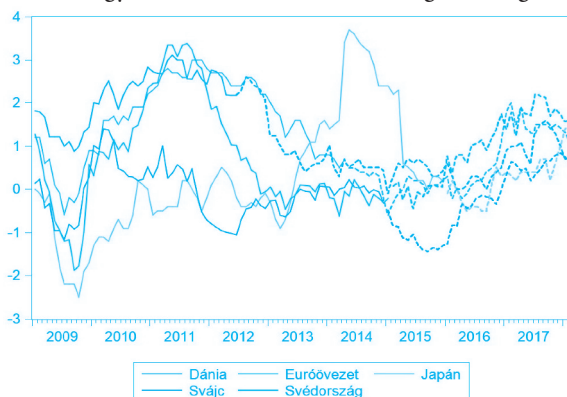
Bár az eszközvásárlások kibővítésének még tág tere lett volna, világossá vált, hogy a 2%-os inflációs cél elérése sokkal elhúzódóbb folyamatnak ígérkezett, mint ahogy azt eredetileg várták volna. Az európai tapasztalatok, illetve Európai Központi Bank példája megmutatta, hogy a QE és a negatív kamatlábak együttes alkalmazása a gyakorlatban megvalósítható és működik. Figyelembe kell ugyanakkor venni, hogy a pénzügyi feltételek eltérőek Japán és Európa között. Japánban a központi banknál elhelyezett folyószámla-egyenlegek relatív mérete sokkal nagyobb, mint Európában. Ha a teljes folyószámla-egyenlegre negatív kamatot alkalmaznának, a pénzügyi intézményeknek jelentős terheket kellene viselniük. Ebben az esetben fennáll a kockázat, hogy a negatív kamatlábak valójában kedvezőtlen hatással bírnak a pénzügyi közvetítőrendszer működésére. Figyelembe véve mindezt, egy olyan többszintű rendszert fogadtak el, ami jól illeszkedik a japán rendszerhez. A már meglévő egyenlegekre továbbra is a 0,1%-os kamat maradt érvényben, 0%-os kamat maradt a jegybanknál kötelező jelleggel tartott eszközökre, és más hitelezéskészítéshez kapcsolódó tartalékokra, viszont negatív (-0,1%) kamat került kivetésre a központi banknál elhelyezett minden újabb tartalékegység után, vagyis a tartaléknövekményekre. Ez a rendszer valójában enyhíti az intézkedés súlyát [Kuroda, 2016].

Ha azonban kicsit kitekintünk, akkor azt láthatjuk, hogy több tekintetben is párhuzamok figyelhetők meg a japán gazdaság és az eurózána helyzete között. Az idősödő társadalom, illetve a népességnövekedés hanyatlása, az alacsony termelékenységi szint, a magas adósságráták, valamint a hitelállomány csökkentés elhúzódó időszaka az euróövezetben és Japánban egyaránt jelen vannak. A felsorolt problémák kapcsán kiemelhető a szekuláris (vagy tartós) stagnálás fogalma, melyet az utóbbi években Summers [2014] hozott be ismételten a közgazdasági gondolkodás színterére. Coeuré [2015] szerint az elmélet annak lehetőségét vetíti előre, hogy a természetes kamatrátá tovább süllyedhet, vagyis a negatív tartományba kerül. Japánban már az 1990-es években tartós, lefelé ható nyomás helyeződött a reálkamatláb természetes szintjére. A monetáris

politika semlegességének megőrzése érdekében egy ilyen környezetben tartósan alacsony, vagy negatív reálkamatokra van szükség. A strukturális reformok jelentősége ugyanakkor szintén kiemelt fontosságú. A segítségükkel történő gazdaságösztönzés, illetve a beruházási kereslet emelése hozzájárulhatna ahhoz, hogy a semleges ráta magasabb lehessen [Coeuré, 2015].

A japán gazdaságban a monetáris politika évtizedek óta tartó meglehetősen korlátozott eredményességének egy másik fő oka a teljesen kamatrugalmatlan aggregált kereslet. E tényező a negatív kamatok sikerességét is mérséklék. Ez többek között az idősödő társadalommal, a konzervatív bankrendszerrel, a technológiai fejlesztések alacsony szintjével, a kis- és középvállalkozások alacsony növekedésével, a tőke alacsony határtermelékenységével, illetve a vállalati szektor alacsony befektetési kedvével magyarázható. A kamatrugalmatlan jövedelem létét igazolja továbbá, hogy a reálkamatláb változásoknak nem volt jelentős hatása a GDP részre. A Bank of Japan tehát az agresszív monetáris lazítás ellenére sem tudja kellőképpen ösztönözni a gazdaságot, illetve növelni az inflációt. Mindez arra enged következtetni, hogy a japán gazdaság problémái strukturális eredetűek. A megoldásokat tehát nem a kizárólag a monetáris politika területén kell keresni, az Abenomics növekedés stratégiái éppoly fontosak [Yoshino et al., 2017].

9. ábra: A fogyasztóiár-index alakulása a vizsgált országokban



Forrás: OECD alapján saját szerkesztés

A 9. ábra szemlélteti a vizsgált országok fogyasztóiár-indexét, illetve a szaggatott vonalak jelölik azt az időszakot, mely alatt az adott jegybank a negatív kamatpolitikát alkalmaz. Fontos ugyanakkor észrevenni, hogy az utóbbi évekre jellemző, szinte valamennyi országban megjelenő felfelé irányuló inflációs trend nem kapcsolható szorosan a negatív kamatlábak bevezetéséhez köthető időpontokhoz. E trend tehát nem kizárólag a kamathatas miatt indult el, jelentős szerepet játszott a konjunktúra ciklus alakulása, illetve a globális gazdasági feltételek javulása is. Amennyiben azonban ez a tendencia tartósan fennáll, úgy az mindenképp kedvező jövőbeni adatokra enged következtetni.

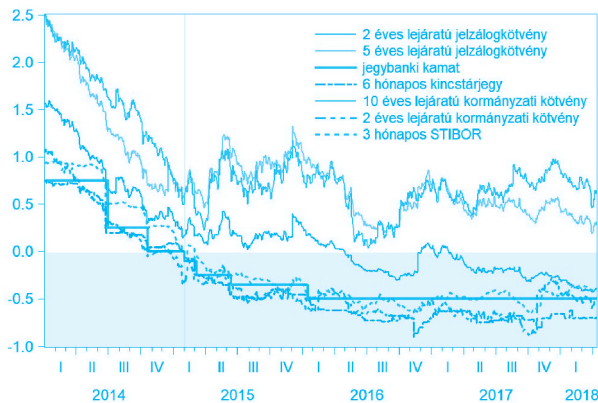
3.2. TRANZMISSZIÓS HATÁSOK NEGATÍV KAMATLÁBAK MELLETT

A negatív kamatláb-politika kapcsán felmerül a kérdés, hogy a monetáris politika transzmissziós mechanizmusa eltérő lehet-e, amikor az irányadó kamatlábadatban történő változások a kamatok negatív területre sodródását eredményezik. Demiralp et al. [2017] az euróöve-

zetre vonatkozó bankszintű adatokat felhasználva empirikusan közelítették meg a kérdést. Kutatásuk alapján megállapították, hogy a bankok viselkedése némiképp eltérő lehet negatív kamatlábak mellett. Az érintett bankok a külföldi kötvények magasabb szintű felvásárlásával reagáltak, több hitelt nyújtottak a nem pénzügyi magánszektorban, és csökkentették a nagykereskedelmi finanszírozásuk mértékét. Hasonló gondolatokat fogalmaz meg Khayat [2017]. Eredményei szintén azt mutatják, hogy a kamatláb negatív tartományba történő léptetése eltérő hatásokat vált ki, mint a kamatláb egyszerű, pozitív tartományba történő csökkentése. Negatív kamatok mellett a banki tőkeáramlások volumene és az árfolyam leértékelődések mértéke számottevőbb. A magasabb banki tőkeáramlások a kereskedelmi bankok számára lehetővé teszik, hogy a központi banknál elhelyezett tartalékaikat alternatív módon használják fel. Eszközeik egy része után így nem kényszerülnek kamatot fizetni. Amikor a tartalékok után fizetett kamatláb negatív, a növekvő tőkeáramlás ösztönzi a valuta leértékelődését is.

Megemlíthetők ugyanakkor a fentiekkel némileg ellentétes, illetve más szempontból kiinduló megközelítések. Arteta et al. [2016] szerint a monetáris politika transzmissziós csatornáin a negatív kamatláb-politika alatt többnyire hasonló a konvencionális monetáris politikai intézkedések mellett jelenlévővel. A negatív kamatláb-politika során jellemzően szintén a kamatláb, hitelezési és árfolyam-csatornán keresztül érvényesülnek a monetáris politikai hatások. Ezek azonban némileg korlátozottabbak lehetnek a nem szándékolt következmények miatt. Ilyen lehet a kamatláb csatorna esetében a már korábban említett tény, amennyiben a bankok vonakodnak attól, hogy költségeiket továbbhárítsák, s negatív kamatokot vessenek ki a betéteseikre. A kiskereskedelmi betéti ráták lefelé ható ragadósága korlátozhatja a hitelkamatok átviteli- (vagy tovagyűrűző-) hatásait. Végző soron a monetáris politika transzmissziós mechanizmusának gyengülése következhet be. Bech-Malkhozov [2016] a négy európai központi bank példáján keresztül vizsgálta a kamatlábcsökkentések negatív tartományba való átlépését. Megállapították, hogy a kamatlábak mérsékelten negatív szintje esetén a pénzpiaci rátákra való transzmisszió hasonló módon működik, mint a pozitív kamatok esetén.

10. ábra: Svéd kamatok



Forrás: Sveriges Riksbank alapján saját szerkesztés

A 10. ábra Svédország vonatkozásában emeli ki néhány fontosabb kamat alakulását. Az

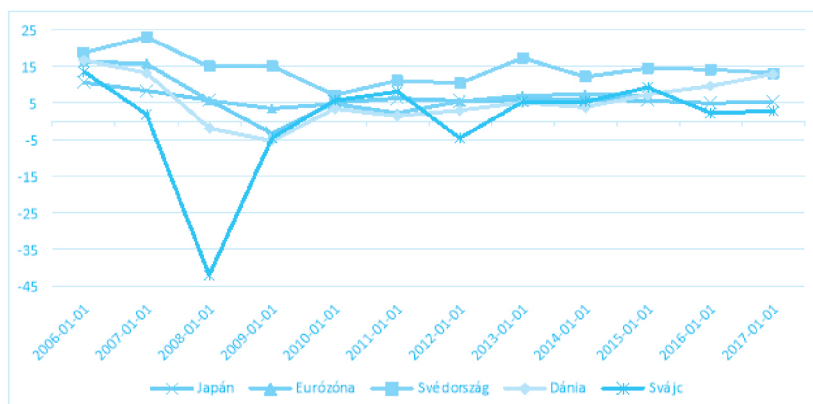
ábra alapján elmondható, hogy miután a jegybank 2015 februárjában a negatív tartományba csökkentette az irányadó kamatlábát, bizonyos mértékben gyengült a monetáris transzmisszió. A 2 és 5 éves lejáratú jelzálogkötvények hozamára nem, illetve csak csekély mértékben hatott a jegybanki kamat negatív tartományba történő eltolása. A 6 hónapos kincstárjegy és a 2 éves lejáratú kormányzati kötvény hozamának alakulása szépen követte a jegybanki alapkamat pályáját.

3.3. KOCKÁZATOK

A negatív kamatlábakkal asszociálható kockázatok, illetve kedvezőtlen hatások között elsőként említhetők meg a bankok bevételeit illető romló kilátások. Jobst-Lin [2016] szerint Európában a hosszabb időtávra előrevetített alacsony kamatlábak miatt már érzékelhetőek negatív hatások e téren. A betéti ráta értékének további csökkenése ugyanakkor újabb nyomást helyezhet a bankok részvényáraitra. Ennek oka, hogy a befektetők felülbírálnak a bankok jövőbeni bevételeire irányuló várakozásait, és a kedvezőtlenebb kilátások miatt eltávolodhatnak tőlük.

A dán, svéd, és az euróövezeti bankok ROE mutatóit szemlélteti a 11. ábra, mely az egyik legfontosabb jövedelmezőségi indikátor. A mutató az adózás utáni eredmény és a saját tőke átlagos állományának hányadosa. Látható, hogy 2014-et követően Dánia és Svédország esetében nem érzékelhető romló tendencia, míg az euróövezet esetében enyhe csökkenés figyelhető meg a ROE értékében. Ha ugyanis a kamatpolitika következtében a bankok profitabilitása, illetve jövedelmezősége romlott volna, akkor az a mutató értékében is megnyilvánult volna.

11. ábra: Dánia, Svédország, és az euróövezet ROE mutatói



Forrás: ECB

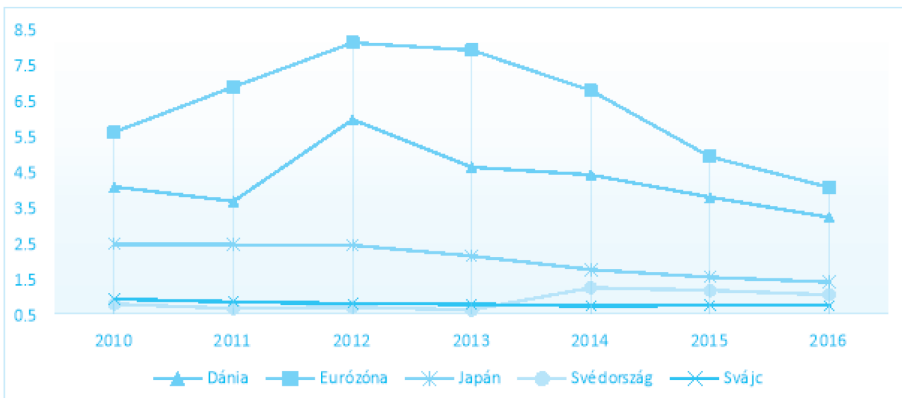
Coeur [2012] szerint a negatív kamatlábak következményeként olyan fontos közvetítő szereplők tűnhetnek el az üzleti szinterről, mint például a pénzügyi alapok. A kereskedelmi bankok szintén veszélybe kerülhetnek. Üzleti modelljük elvesztheti profitabilitását, amint a hazai és a külföldi befektetők többszámú alternatív befektetések felé terelnek, és profitálóbb piaci szegmensek felé fordulnak. Egy pénzügyi válságban ez a hitelezés beszűkülésével járhat együtt.

A kereskedelmi bankoknak ugyanis erőteljesebb finanszírozási versenyben betéti állományuk megőrzése érdekében változtatlanul kell tartaniuk a betéti rátát. A csökkenő hitelkamatok, változatlan betéti kamatok mellett pedig érzékenyen érintik a bankok profitabilitását.

Gros [2016] szerint viszont egyelőre nem egyértelműek az alacsonyabb kamatok bankok profitabilitására kifejtett hatásai. Fontos tényező lehet e szempontból az adott bank üzleti modellje, a versenyhelyzet erőssége, illetve az általános gazdasági környezet. Bár az empirikus elemzések többsége pozitív kapcsolatot vél felfedezni a kamatláb értéke és a bankok profitja között, más befolyásoló tényezőkről sem szabad megfeledkezni. A kedvező időszakokra általában magasabb kamatok jellemzőek, a hitelezés iránti kereslet magas, a veszteségek alacsonyak. Mindemellett a tapasztalatok alapján a bankok profitabilitása nem romlott jelentősen azokban az országokban, amelyek elsőként adaptálták a negatív rátákat. Mindez arra enged következtetni, hogy az alacsony banki profitabilitás nem kizárólag az alacsony kamatokra vezethető vissza. Fontos tényező a gyenge gazdaság, mely eleve alacsonyabb hitelkereslethez, és így alacsonyabb banki profitokhoz vezet. Ugyancsak kiemelendő az utóbbi időben felmerülő általános megtakarítási többlet, illetve az ennek okaként meghatározható alacsony befektetési szint. Fontos továbbá a vissza nem fizetett hitelek aránya.

A nem teljesítő hitelek alakulását szemlélteti a 12. ábra. Látható, hogy Svájc rendelkezik a legkedvezőbb értékekkel, azonban az euróövezet egészére nézve a mutató még mindig elég magasnak tekinthető. Fontos ugyanakkor megemlíteni, hogy az euróövezeten belül 10% fölötti értékekről beszélhetünk Ciprus, Görögország, Írország, Olaszország, Portugália esetében, mely jelentős szerepet játszik a mutató magas értékében. Közvetkezésképp tehát megállapítható, hogy rengeteg tényező fejt ki egyidejűleg hatását, és ezek a folyamatokat különböző irányokba terelhetik az egyes országok vonatkozásában.

12. ábra: A nem teljesítő hitelek aránya a teljes hitelállományhoz viszonyítva



Forrás: Világbank

A túlzottan laza monetáris irányvonal és a negatív kamatok egy negatív következménye lehet a tőzsdépiacok túlfűtöttsége, illetve esetlegesen egy eszközár buborék kialakulása, melyhez a túlzott kockázatvállalás is hozzájárul. A 13-16. ábrák néhány tőzsdeindex alakulását szemléltetik az euróövezet, a svéd, a dán és a japán jegybanki kamatok függvényében. Szinte valamennyi

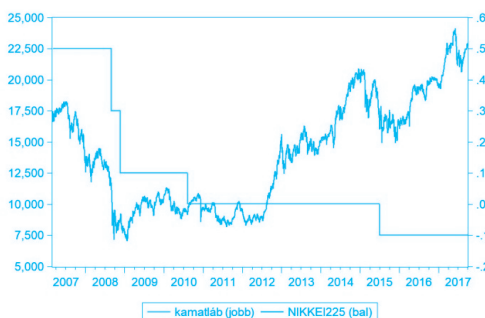
esetben megfigyelhető a tőzsdeindex felfutása az intenzív kamatcsökkentések, illetve a kamatláb negatív tartományba történő mozdítását követően. Ez további veszélyeket jelenthet hosszú távon a pénzügyi stabilitásra.

13. ábra Euro Stoxx 50 index (bal) és az EKB kamatlába (jobb) közötti kapcsolat



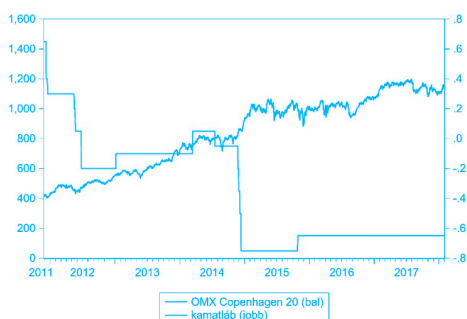
Forrás: Nasdaq Nordic, ECB

15. ábra OMX Copenhagen 20 index és a dán jegybanki kamat kapcsolata



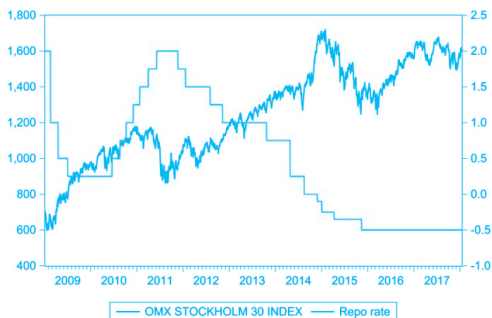
Forrás: Nasdaq Nordic, DNB

14. ábra OMX Stockholm 30 index és a svéd jegybanki kamat kapcsolata



Forrás: Nasdaq Nordic, Sveriges riksbank

16. ábra: Nikkei225 index és a japán jegybanki kamat kapcsolata



Forrás: BIS, Tradingeconomics, Yahoo

Fontos aspektusa lehet tehát a tartósan alacsony, illetve negatív kamatlábaknak, hogy a magasabb hozamszerzés reményében túlzott kockázatvállalásra ösztönöznek. Ahogy a bankok kamatmarzsa szűkül, úgy korábbi profitszintjük fenntartása érdekében előfordulhat, hogy elkezdenek kockázatosabb ügyfeleknek is hiteletet nyújtani. A bankok nagyobb arányban hagyatkoznak az olcsóbb, de bizonytalanabb nagykereskedelmi finanszírozásra [Vinals et al., 2016]. A folyamatok következtében a bankszektor is kockázatosabbá válhat. A bankok kockázatosabb eszközökkel próbálják helyettesíteni a biztonságos eszközeiket, mivel ezeken esetleg magasabb hozamot realizálhatnak. Amennyiben a negatív kamatok következményeként nő a nem fizetőképességű ügyfeleknek nyújtott hitelek aránya, úgy a központi bank valójában a bankszektor által vállalt kockázat szintjét növeli. Mindez a pénzügyi stabilitást illetően is problémákat vethet fel. Ezek a kockázatok azonban nem kizárólag a negatív kamatokkal asszociálhatóak, hanem általánosságban véve jellemezhetik a túlzottan expanzív monetáris politikát. Mindezen kockázatokat várható hasznosságuk függvényében kell értelmezni, vagyis, hogy mikor érik el sikerüket a kockázatokat kiváltó

intézkedések, mikor várható az infláció visszatérése, mikor érvényesülnek az árfolyamhatások. Fontos észrevenni, hogy ebben a tekintetben fellelhető egy trade-off, vagyis átváltás a pénzügyi és a makroökonómiai stabilitás között. A központi bankoknak úgy kell irányítani a negatív kamatokat, vagy általánosságban valamennyi nem konvencionális intézkedést, hogy azok potenciális negatív hatása kisebb legyen, mint az általa szerezhető pozitív hatások [Blot-Hubert, 2016].

A negatív kamatlábak kapcsán szintén szót kell ejteni a tovagyrúzó, illetve nemzetközileg érzékelhető hatásokról is. A főbb központi bankok által folytatott, meglehetősen alkalmazkodó monetáris irányvonal továbbra is fenntartja a kockázatosabb, ám magasabb hozamot ígérő külföldi eszközök iránti keresletet. A NIRP bejelentéseket követően ennek megfelelően a feltörekvő és fejlett országok valutái felértékelődtek, a kötvény szpredek csökkentek és a részvényárak emelkedtek. A hatások tehát hasonlóak voltak a QE bejelentésekre adott reakciókhoz. A NIRP más, nem konvencionális intézkedésekhez hasonlóan pozitív hatással lehet ezen országok pénzügyi feltételeire a tovagyrúzó hatások által. Mindazonáltal ismételten fontos figyelembe venni, hogy pénzügyi stabilitási kockázatok is kialakulhatnak. A hazai gazdaságok sérülékenysége, illetve a tőkebeáramlások megemelkedett szintje további zavarokhoz vezethet [Arteta et al., 2016].

ZÁRÓ GONDOLATOK

A krízist követő időszakról napjainkig a monetáris politika működésének meghatározó mozanata a nem konvencionális intézkedések szerepének felértékelődése. Mindazonáltal nem lehet egyértelműen állást foglalni ezen intézkedések teljes sikeressége mellett. Bár önmagában a monetáris politika nem kényszeríthető valamennyi probléma teljes körű kezelésének megvalósítására, és több területen érezhetőek a gazdasági fellendülés elindulásának jelei, az utóbbi néhány év mégsem adott indokot a monetáris politikai normalizálódás megvalósulására. Az eurózónában a mennyiségi lazítás továbbra is folytatódik, és a kamatlábak több ország tekintetében negatív irányban átlépték a korábban átléphetetlennek vélt nullás határt.

A negatív kamatlábakkal asszociált korábbi félelmek, miszerint az végtelen pénzkereslethez vezet, illetve a technikai megvalósíthatóság akadályaiba ütközik, ma már relevanciájukat veszítették. A tapasztalatok alapján a gyakorlatban ezek a problémák nem nyilvánultak meg, és nem érezhetőek jelentősen eltérő reakciók a kamatlábak pozitív tartományon belüli elmozdulásához viszonyítva. A negatív kamatláb-politika eredményességét igazolja, hogy sikerült hatékonyan menedzselnie Svájc és Dánia esetében az árfolyamváltozások kedvezőtlen hatásait. A svájci frank, illetve a dán korona árfolyamárát érintő felfelé ható nyomás mérséklődött. Svédország tekintetében az infláció kezd visszatérni a 2%-os célértékéhez, illetve az eurózóna esetében is érzékelhetőek a javulás jelei.

Mіндеzen pozitív hatások azonban nem engednek szemet hunyni a potenciális, esetleg csak a jövőben felmerülő kockázatok és veszélyek felett, melyek a pénzügyi stabilitást, illetve a bankrendszer működését is negatívan érinthetik. Mindez arra enged következtetni, hogy a monetáris politikai intézkedések mellett kiemelt hangsúlyt kellene fektetni a strukturális reformok elindítására, illetve a megfelelő fiskális politikai irányvonal meghatározására. A felmerülő kihívásokat csak ezek együttesen képesek megfelelően kezelni.

A jövőbe tekintve ugyancsak fontos a monetáris politikai normalizálódás jelentőségének figyelembe vétele. A negatív kamatlábak alkalmazása ezzel ellentétes irányvonalat képvisel. A monetáris szigorítás halogatása fontos kockázatokot vethet fel a pénzügyi és gazdasági stabilitás

terén egyaránt. Idővel tehát a monetáris politikának fel kell készülnie a normál működéshez történő visszatérésre, és késznek kell lennie egy esetleges jövőbeni sokk megfelelő kezelésének biztosítására is.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Annunziata, M. (2015). The ECB's QE decision. *VoxEu*. Forrás: <http://voxeu.org/article/ecb-s-qe-decision>
- Ábel, I., Lehmann, K., Motyovszki, G., & Szalai, Z. (2014). Deflációs félelmek a fejlett gazdaságokban. *MNB szemle*, 7-18.
- Anderson, R., & Liu, Y. (2013. január). How Low Can You Go? Negative Interest Rates and Investors' Flight to Safety. *The Regional Economist*.
- Arteta, C., Ayhan Kose, A. M., Stocker, M., & Taskin, T. (2016). Negative interest rate policies: Channels and consequences. *VOX CEPR's Policy Portal*. Letöltés dátuma: 2007. november 22., forrás: <http://voxeu.org/article/negative-interest-rate-policies-channels-and-consequences>
- Arteta, C., Kose, A. M., Stocker, M., & Taskin, T. (2016). Negative interest rate policies: sources and implications. *Centre for Economic Policy Research*.
- Barua, A., & Majumdar, R. (2016). Impact of negative interest rates: Living in the unknown. *Global Economic Outlook: 2nd Quarter 2016*, 58-70.
- Bech, M., & Malkhozov, A. (2016. március). How have central banks implemented negative policy rates? *BIS Quarterly Review*.
- Blot, C., & Hubert, P. (2016). NEGATIVE INTEREST RATES: INCENTIVE OR HINDRANCE FOR THE BANKING SYSTEM? *European Parliament*.
- Coeuré, B. (2012. február 19.). Central banks and the challenges of the zero lower bound. *European Central Bank*. Letöltés dátuma: 2017. augusztus 26., forrás: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120219.en.html>
- Coeuré, B. (2015 május 18.). How binding is the zero lower bound? ECB. Letöltés dátuma: 2017. november 5., forrás: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150519.en.html>
- Cœuré, B. (2016. július 28.). Assessing the implications of negative interest rates. *European Central Bank*. Letöltés dátuma: 2017. november 20., forrás: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160728.en.html>
- Danmarks Nationalbank. (2015). Monetary Review 2nd quarter. 55-67.
- Demiralp, S., Eisenschmidt, J., & Vlassopoulos, T. (2017. május). Negative interest rates, excess liquidity and bank business models: Banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area. Letöltés dátuma: 2017. november 20., forrás: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2941377
- Gros, D. (2016). LOW RATES = LOW BANKS' PROFITS? *European Parliament*.
- Jobst, A., & Lin, H. (2016). Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area. *IMF Working Paper WP/16/172*.
- Khayat, G. A. (2017). The impact of setting negative policy rates on banking flows and exchange rates. *Economic Modelling*. Forrás: <http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2017.03.009>

- Koppány, K. (LIV. évf., 2007. november). Likviditási csapda és deflációs spirál egy inflációs célt követő modellben – a hitelesség szerepe. *Közgazdasági Szemle*, (974–1003. o.).
- Krugman, P. R. (1998). It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*.
- Kuroda, H. (2016). Introduction of "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate". *Bank of Japan*. Forrás: https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2016/data/ko160203a1.pdf
- Kutasi, G. (2010/1). Az amerikai kamatpolitika a 2007–2009-es válságban. *Pénzügyi Szemle*, 84-101. Forrás: https://www.penzugyiszemle.hu/documents/pu-szemle-10-1pdf_20170817161641_38.pdf
- Rognlie, M. (2016. július). What Lower Bound? Monetary Policy with Negative Interest Rates.
- Tokic, D. (2016). Negative interest rates: Causes and Consequences. *Journal of Asset Management*, Vol. 18, 4, 243–254.
- Viñals, J., Gray, S., & Eckhold, K. (2016. április). The Broader View: The Positive Effects of Negative Nominal Interest Rates. *IMF Blog*. Letöltés dátuma: 2017. november 20., forrás: <https://blogs.imf.org/2016/04/10/the-broader-view-the-positive-effects-of-negative-nominal-interest-rates/>
- Waller, C. J. (2016. május). Negative Interest Rates: A Tax in Sheep's Clothing. *Federal Reserve Bank of St. Louis*. Letöltés dátuma: 2017. november 20., forrás: <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2016/may/negative-interest-rates-tax-sheep-clothing>
- Yoshino, N., Hesary, F., & Miyamoto, H. (2017 január). The effectiveness of Japan's negative interest rate policy. *Asian Development Bank Institute*, Working Paper 652. Forrás: <https://www.adb.org/publications/effectiveness-japan-negative-interest-rate-policy>
- Zurbrügg, F. (2016 november). Negative interest rates: necessary from a monetary policy perspective – but with what risks for the banks? *Swiss National Bank*. Forrás: https://www.snb.ch/en/mmr/speeches/id/ref_20161124_zur/source/ref_20161124_zur.en.pdf