

A negatív kamat mítosza és az első tapasztalatok



CZELLENG ÁDÁM,

a GKI Gazdaságkutató Zrt. kutatásvezetője

Az elmúlt két évtizedben a kamatok globálisan csökkentek. Sokáig csak elméleti megfontolás volt a negatív kamat, de 2012 közepén Dánia elérte és átlépte a zérus kamatszintet. Ma már az 100 ezermilliárd dollár értékű kötvénypiac 10 százaléka negatív hozamú kötvényeket tartalmaz. A befektetésre ajánlott európai kötvények negyede ilyen, sőt már a vállalati kötvénypiacon is elkezdtek terjedni ezek az értékpapírok.

A negatív kamatok melletti érvelés szerint a központi bank „megbírsáolja” a nála többletlikviditást elhelyező kereskedelmi bankot, aminek hatására a bankok a többletet nem a központi banknál helyezik el, hanem megpróbálják hitelbe adni a háztartásoknak és a vállalatoknak. A pénzből a háztartások fogyasztása megnő, és a vállalatok több beruházást valósítanak meg, ezzel serkentve a növekedést és élénkítve az inflációt.

A közgazdasági szakma sokáig úgy érvelt a negatív kamatok ellen, hogy a zérus alatti kamatok hatására a kereskedelmi bankok ráterhelik a negatív kamatok az ügyfelekre (háztartások és vállalatok), ezért az emberek tömegesen vennék ki megtakarításaikat a bankokból, ennek következtében pedig összedőne a pénzügyi rendszer.

A negatív kamatoknál adódik a kérdés, hogy mihez képest negatívak. A nulla kitüntetett szám, hiszen ez alatti kamattal a befizetett összegnél kevesebbet kap vissza a befektető. De a nominális kamatok nem sokat mondanak. Ami számít, az a reálkamat: a nominális kamat és az infláció különbsége. Ha az infláció 3 százalék, és a bank 1 százalékos kamatot fizet, akkor igazából a reálkamat negatív, hiszen az év végén a befektetett pénzünk vásárlóértéke 2 százalékkal csökken.

A jelenség deflációs környezetben válik komplikálttá, hiszen 2 százalékos defláció esetén a 0 százalékos befektetés 2 százalékos reálkamatot jelent. Ezért a negatív kamatok csak akkor jelentenek „bírságot” a betéteken, ha a kamat mértéke meghaladja a defláció mértékét. A 0 kamattal azért van mégis kitüntetett szerepe, mert a készpénz is egy 0 kamatozású eszköz, így az ez alatti kamatozású eszközök komparatív kedvezőlenebbek a készpénztartásnál, még akkor is, ha reálkamatot biztosítanak. Például, ha 5 százalékos defláció, és mínusz 3 százalékos kamatot biztosít egy értékpapír, akkor 2 százalékos reálkamat, de a készpénztartás mellett a reálkamatunk 5 százalékos. Ezért a monetáris politika mozgásterét a készpénz – melynek „kamata” nem módosítható – jelentősen korlátozza. Miért vásárolnak a befektetők mégis negatív kamatozású kötvényeket a készpénz helyett? Azért, mert a készpénz tartása és őrzése költséges, valamint a negatív kamatozású értékpapírok is biztosíthatnak több-lethozamot, ha a kamatok tovább csökkennek. Attól pedig, hogy az ilyen eszközöktől nem tudnak szabadulni a befektetők, jelen helyzetben nem kell tartani, hiszen a jegybankok a piaci szereplők mellett/helyett biztosítják a piac likviditását.

Egy pénzügyi eszköz nominális kamata három komponensből áll össze: az infláció, a kockázat, valamint az elvárt hozam. A reálkamat a kockázatot és az elvárt hozamot foglalja össze, így a reálkamat egy normálisan funkcionáló gazdaságban nem lehet negatív, máskülönben nem megfelelően működik a pénz- és tőkepiac.

Az EKB már két éve alkalmaz negatív kamatokot, mégsem érződik azok jelentős hatása, hiszen az inflációt nem sikerült beindítani, és minimális gazdasági növekedést tud felmutatni az eurózóna; közben fokozódott a bankok fizikai készpénz tartása. Egyes országokban a betéti kamatokon kieső jövedelmet ráterheltek az ügyfelekre, így éppen ellentétes hatást – kamatonövekedést – ért el a negatív betéti kamat. A negatív kamat az eszközportfólió ártrendezését eredményezte, így komoly robbanást eredményezett a kockázatos eszközök és az áruk, főleg az arany piacán. A negatív kamat komoly stabilitási kockázatot, hiszen rontja a bankrendszer jövedelmezőségét, és a megnövekedett eladósodottság miatt tovább növekedne a nem teljesítő hitelek Európában amúgy is nagy aránya, ha a monetáris politika normalizálna. Nem beszélve az eladósodott európai országokról. Összességében azt mondhatjuk, hogy a negatív kamatok hatásai olyan, nagyon komplex mechanizmusokon keresztül hatnak, melyek még nem teljesen tisztázottak. Éppen-séggel egy világszerte közgazdasági, pénzügyi kísérlet zajlik, melynek tapasztalatait évek múlva tudjuk leszűrni.



A Brexit-pártiak ünnepelelnek, és lehet, hogy nem is alaptalanul

FOTÓ: AFP

A Brexit nem is annyira magas költségei



DANIEL GROS,

a Center for European Policy Studies igazgatója

A Brexit-referendumnak alig volt tartós hatása, eltekintve a font gyengülésétől és a brit kamatok csökkenésétől. A pénzpiacok a népszavazás után pár hétig felbolydultak, azóta azonban ismét visszatértek a rendes kerékvágásba. A fogyasztói kereslet sem változott. Még meglepőbb, hogy a befektetések mértéke is változatlan maradt annak ellenére is, hogy nem lehet tudni, miként alakulnak a szigetország gazdasági kapcsolatai az EU-val. Eltűntek volna a Brexit várható költségei?

Nem teljesen. Valójában az Egyesült Királyság, ahogy azt előre jelezték, tényleg elveszítheti a GDP 2-3 százalékát a Brexit miatt. Ezt a veszteséget azonban az európai közös piacból való kilépés és nem maga a népszavazás okozza, illetve a károk várhatóan hosszú időszak alatt elaprózva jelentkeznek. Ha a kilépés egy tízéves folyamat keretében zajlik le, akkor a veszteségek ezen időszak alatt fokozatosan fognak megjelenni, ami évente átlagosan a GDP 0,2-0,3 százalékát fogja kitenni. Ez nagyon jó hír lehet az Egyesült Királyság számára. A gyengébb fontnak köszönhetően erősödhet az ország versenyképessége az export terén, ami ellensúlyozhatja a veszteségeket és az átmenetileg valószínűsíthetően visszaeső beruházásokat.

Más tényezők is várhatóan enyhítik a Brexit káros hatásait. Az elmúlt két évtizedben az Egyesült Királyság úgy alakította át gazdaságát, hogy az addig nem látott specializációt eredményezett a szolgáltató szektorban. Az 1990-es évek közepén az árucikkek exportja háromszor jelentősebb volt, mint a szolgáltatásoké, illetve a brit export többsége az EU-ba ment. Mára azonban az export jórészt a szolgáltatások kivételét jelenti, és döntően nem az uniós piacokra irányul.

Ennek eredményeképpen, az árucikkek uniós belső piaca jelenleg jóval kevésbé fontos az Egyesült Királyság számára, mint más EU-tag-államoknak. Az a tény egyértelműen hozzájárult a Brexit-szavazáshoz, hogy az Egyesült Királyság ma erősebben támaszkodik a világgazdaságra, mint az EU belső piacára. Ez minimalizálta azt az áldozatot, amit az Egyesült Királyságnak meg kell tennie azért, hogy az olyan kényes kérdésekben, mint a bevándorlás visszaszerezze az ellenőrzést. Az a nézet is szerepet játszott a Brexit-referendumban, hogy Nagy-Britannia saját maga jobban hozza tud férni a világgazdasághoz, mint az EU részeként. Természetesen a külkereskedelmi egyezmények ratifikálása jóval könnyebb lesz Nagy-Britannia, mint az EU számára, amelynél 30 parlament (beleértve a regionális képviselő-testületeket is) jóváhagyására van szükség. A szigetország azonban nem tud betölteni majd annyira befolyásos szerepet a tárgyalásokon, mint az EU.

Hasonlóképpen az Egyesült Királyságnak nem kell tartania attól sem, hogy az EU-ba irányuló szolgáltatásexportját visszaveti majd a Brexit, mivel az EU belső szolgáltatási piacát amúgy

sem lehet nyitottnak tekinteni. Egy jelentős kivétel azonban van, ez pedig a pénzügyi szolgáltatások kérdése. Jelenleg a pénzügyi szolgáltatások a teljes brit szolgáltatásexport mintegy harmadát fedik le. Az iparág sikere pedig részben a brit EU-tagság eredménye. A brit gazdaság specializációja, illetve a pénzügyi szolgáltatások fontossága válság akkor indult el, amikor liberalizálták a tőke mozgását az 1990-es évek uniós belső piaci programja során.

A pénzügyi szektorban természetesnek tekinthető az a tendencia, hogy központok jönnek létre, és London az angol nyelv, a hatékony jogrendszer, a rugalmas munkaerőpiac és a viszonylag fejlett szabályozórendszer miatt jelentős előnyöket tudott felkínálni. Ha ehhez hozzávesszük azt, hogy az uniós szabályozás értelmében egy londoni székhelyű bank szerzte az EU-ban közvetlenül értékesíthette szolgáltatásait, akkor a City pénzügyi szolgáltató szektorának növekedése magától értetődő volt, mint ahogy az is, hogy a londoniak nagy többsége a Brexit ellen szavazott.

A valóság mégis az, hogy azon előnyök többsége, amelyek Londont egy pénzügyi szolgáltatási központtá tették, megmaradnak a Brexit után is. A szolgáltatások uniós engedélyezési rendszerének elvesztését pedig EU-n belüli leányvállalatok felállításával lehet ellensúlyozni. London pénzügyi szolgáltatási iparága így túlélheti a Brexitet, bár az nem valószínű, hogy meg tudja őrizni korábbi dicsfényét.

Valójában mindegy, hogy miként állapodik meg Nagy-Britannia a kilépés feltételeiről az EU-val, a szigetországnak feltehetően meg kell változtatnia növekedési modelljét, amit más lépések mellett a feldolgozóipar felélesztésével lehetne megvalósítani. A brit feldolgozóipar évtizedeken át tartó visszaesésének ismeretében ezt könnyebb mondani, mint megvalósítani. Ha azonban az ország nem hajtja végre ezt az átalakítást, akkor a Brexit hosszú távú költségei lényegesen magasabbak lehetnek, mint ahogy azt a jelenlegi előrejelzések mutatják.

A pénzügyi szolgáltatások expanziója – ami kevés, de igen jól fizető állást hoz létre – a jövedelmi egyenlőtlenségek növekedéséhez járul hozzá, amely jelenség hangsúlyosabban van jelen a szigetországnak, mint máshol az EU-ban. Ez az egyenlőtlenség szerepet játszott a globalizációval és az elittel szembeni frusztráció kialakulásában, ami aztán győzelemre segítette a Brexit-párti tábor. Ebben az értelemben a brit EU-tagság egyik legfőbb gazdasági előnye váltotta ki azt, hogy a britek az EU-ból való kilépésre szavaztak. A kérdés az, hogy vajon a Brexit miatt szükségessé váló gazdasági változások mehozják-e azt a hasznot a brit munkavállalók számára, amelyet a kilépéspárti politikusok megígértek a kampány során. A válasz távolról sem egyértelmű.

Copyright: Project Syndicate, 2016
www.project-syndicate.org

VILÁGGAZDASÁG

Előfizetéssel kapcsolatban hívható telefonszám:

489-1195

mediaworks
Content first

Főszerkesztő: **Mezősi Tamás** ■ Vezető szerkesztők: **Szabó Márta, Várkonyi Iván** ■ Szerkesztők: **Herman Bernadett, Hornyák József** (Vélemény), **Kriván Bence** ■ Főmunkatársak: **Csabay Károly, Diószegi József, Vitéz F. Iboya** ■ Kiadványszerkesztők: **Katona Csaba, Lovas Bence** ■ **Mediaworks Hungary Zrt.** ■ **Rónai Balázs** vezérigazgató ■ **Madarász János** országos napilapüzletigazgató ■ **Kiadó és szerkesztőség:** 1082 Budapest, Futó utca 35-37. Telefon: 489-1195; fax: 489-1169; e-mail: vginfo@vg.hu; központi e-mail: vg@vg.hu ■ **Door Tamás** értékesítési és marketingigazgató ■ **Hirdetések felvétele:** 460-2529; e-mail: hirdetes@mediaworks.hu ■ **Ügyfélszolgálat:** 06-40-510-510; e-mail: ugyfelszolgalat@mediaworks.hu ■ **Előfizetési díj:** 1 évre 90 000 Ft, fél évre 45 000 Ft, negyedévre 22 500 Ft, egy hónapra 7 500 Ft ■ **Előfizetésben terjeszti a Magyar Posta Zrt. Hírlap Üzletága** ■ Árus terjesztés: **Lapker Zrt.** ■ ISSN 0042-6148 ■ Nyomdai előállítás: **Mediaworks Hungary Zrt.** ■ e-mail: nyomda@mediaworks.hu ■ Felelős vezető: **Bertalan László** nyomdai igazgató ■ **Munkaszám:** 443 000 ■ **Nyomás napja:** 2016. szeptember 13. ■ A Világgazdaság bármely részének másolásával, terjesztésével, az adatok elektronikus tárolásával és feldolgozásával kapcsolatos minden jog fenntartva. Értesítéseket átvenni csak a Világgazdaságra hivatkozva lehet. A lapban közölt táblázatok adatait tájékoztató jellegűek, amelyekért felelősséget nem vállalunk. A Világgazdaság és a Világgazdaság Online tartalmait (fotók, írott anyagok vagy azok részletei) a kiadó írásbeli vagy elektronikus dokumentumban foglalt engedélyével közzétehető a nyilvánosságához.

Tájékoztatók Olvasóinkat, hogy a különböző versenyeken, játékokon, akciókon, szavazásokon, rejtvénypályázatokon stb. részt vevők által személyesen, írásban, telefonon, SMS-ben, interneten, e-mailben megadott személyes adatok nyilvántartásunkba kerülnek. Az adatokat megadva Olvasóink hozzájárulnak ahhoz, hogy azok felhasználásával a Társaságunk érdeklődésébe tartozó cégek (Mediaworks Hungary Zrt., Népszabadság Zrt., Primus Népszabadság Médiakepzési Kft.), amelyek az adatok feldolgozását is végzik, előfizetés megrendelésüket teljesítsék, akciókra, kiadványokra és egyéb szolgáltatásainkra felhívják az Olvasók figyelmét. Az érintettek felvilágosítást kérhetnek az általunk kezelt személyes adataik köréről, felhasználásuk módjáról és céljáról, és bármikor kérhetik azok helyesbítését, felhasználásuk korlátozását, illetve törlését.