

**VARGA József**

**habilitált egyetemi docens**

**Kaposvári Egyetem Gazdaságtudományi Kar, Kaposvár**

**associate professor**

**University of Kaposvár Faculty of Economics, Kaposvár, Hungary**

**email: varga.jozsef@ke.hu**

## **A NEGATÍV KAMATLÁBAK KORA – A MONETÁRIS POLITIKA RITKA PILLANATAI**

### *AGE OF THE NEGATIVE INTEREST RATE – RARE MOMENTS OF THE MONETARY POLICY*

#### **ABSTRACT**

The negative interest rate, like zero-close, is an old-fashioned phenomenon in economic policy, which is increasingly involved in post-crisis monetary policy. Interest, as the time value of money, can only be positive in some macromodels, which is linked to the liquidity premium and the “impotence factor”. Anyone who wants to use money to buy goods in the present has to pay a premium to those who are willing to give up on it. At the same time, monetary practice has evolved in the opposite direction in several countries over the past period. One of the most spectacular appearances of the modern history of the negative “savings saver” interest rate is the negative rate imposed on the depositor at the central bank. The negative interest rate was used by the major banks, the ECB, the Swiss and Japanese central banks. After the crisis in 2007, the central banks of the developed world kept their standard rates close to zero for a long time after 2009. Following the crisis, the central bank’s rescue operation proved to be successful in the fact that the world economy did not collapse, no second serious economic crisis happened. The “success”, however, has a price: the fact that central banks can not raise interest rates because they would risk a recession instead of stagnation. This situation does not cause any problems, while the rise in inflation does not necessitate interest rate hikes. For a significant part of the world economy, there is no need to keep inflation threatened for some time, but the trend of interest rate rise has been observed in several countries.

**Kulcsszavak:** monetáris politika, alacsony kamatláb, negatív kamatláb, likviditási csapda, EKB

**Keynotes:** monetary policy, low interest rate, negative interest rate, liquidity trap, ECB

## 1. Bevezetés

Tanulmányomban az alacsony kamatlábak kérdését vizsgálom, beleértve és különösen a negatív kamatlábak kérdéskörét. A publikáció két alapvető kérdéssel foglalkozik. Először azt vizsgálom, hogy mi a likviditási csapda jelensége létezik-e, értelmes feltevés egyáltalán likviditási csapda konstrukciója. Erre a kérdésre igen a válasz, így a továbbiakban elemzem a likviditási csapda jellemzőit. A második kérdésfelvetés, hogy elméletileg és a jegybankok, valamint a kereskedelmi bankok gyakorlatában meddig csökkenhet az irányadó kamatláb? A negatív kamatláb felvállalásával a jegybanki elkötelezettség erősödött, miszerint hajlandók a kamatlábszintek csökkenésének folyamatát erősíteni.

## 2. A likviditási csapda jelenség

A likviditási csapda jelenségének megértéséhez első közelítésben azt állíthatjuk, hogy a kamatláb a pénz időértéke, így amikor ez negatívvá válik, lényegében a pénz időértékének negatívvá válásának vagyunk tanúi. Ugyanakkor, ahány ügylet, ahány gazdasági tranzakció, lényegében annyiféle kamattól képzelhető el, így a nemzetközi pénzügyi piacokon megfigyelhető ügyletek, és termékek vizsgálata mutatkozik célszerűnek. Így lehetőségünk van kialakulása szerint megkülönböztetni piaci kamatot, illetve policy döntésként létrehozott irányadó kamatot, valamint érzékelhetjük annak a korábban egyértelműnek gondolt definíciónak az egyre puhulását, ami a pénz pozitív időértékére vonatkozott.

Általánosabb megfogalmazásban a likviditási csapda az a nominális kamatlábnagyság, ahol a pénzkereslet végtelenül kamatrugalmatlanná válik, mert bárhogy nő a pénzmennyiség, az összes növekményt felszívja a spekuláció. Ez olyan alacsony nominális kamatláb (Keynes szerint ez 2% körüli), amelynél a gazdaság szereplői általában a kamatláb emelkedésére számítanak. Ezáltal a monetáris politika hatástalanná válik. Ilyenformán az elméletileg elképzelhető minimális kamatszint egyben egy csapda is: a mélypontra levő kamattal csak felfelé mozdulhat.

*„Az Európai Központi Bank (EKB) 0,05 százalékról 0 százalékra csökkentette irányadó kamattal csütörtöki kamattal döntő ülésén. A bank ezen felül [...] 2016. március 16-tól -0,3 százalékról -0,4 százalékra módosította az EKB-nál elhelyezett egynapos kereskedelmi banki betétekre felszámított büntetőkamattal. [...] Útjára indult a következő célzott, hosszú távú finanszírozási program, a TLTRO II. Ez azt jelenti, hogy a bankok kedvező feltételekkel juthatnak hitelekhez, az EKB közleménye szerint ezen hitelek kamatai akár olyan alacsonyak is lehetnek, mint a*

*betéti rátáé, azaz  $-0,4\%$ ! Más szóval még az EKB fizet azért, hogy felvegyenek tőlük hiteleket. A program áprilistól indul, 4 éves lejáratú hitelekkel.*"<sup>1,2</sup>

A negatív, „megtakarítót büntető” kamatláb modernkori történetének egyik leglátványosabb megjelenése a jegybanknál elhelyezett betét után kiszabott negatív ráta. Negatív kamatláb 1971-ig főképpen csak a középkori aranymegőrzőknél elhelyezett aranyletétek és Silvio Gesell közgazdasági műveiben volt ismert, e jelenség csak ritkán fordult elő a kamattörténelemben.<sup>3</sup> Ennek leginkább két üzenete van: egyfelől a válságkezelés érdekében a jegybankok, így az EKB nem fél a kamatok negatívan tartásától sem, másrészt a mennyiségi lazítási programok által felduzzadt likviditás gazdaságba juttatása további támogatásra szorul. Ez a „büntetés” azonban csak a betétekre igaz, hiszen a hír második fele szerint az EKB pozitívan diszkriminálja a hitelt felvevő bankokat.

A likviditási csapda fogalmát sokan Keynesnek tulajdonítják, mint Koppány<sup>4</sup> kifejti: „Noha magát az elnevezést Robertson [1936] használta először, a likviditási csapda fogalmát (bár a maitól némiképp eltérő tartalommal) – mint a makrokonómiában oly sok mindent – hagyományosan John Maynard Keynes gazdaságelméletéből származtatjuk. Keynes szerint a jövővel kapcsolatos bizonytalanságból, valamint a likviditáspreferencia spekulációs motívumából adódóan a hosszú távú kamatlábnak létezik egy pozitív alsó határa, amely mellett a gazdaság szereplőinek pénztartási hajlandósága végtelenné válik.”

A nulla kamatláb közelébe került monetáris politika esetében a negatív kamatlábat jelölték meg eszközként, ha a konvencionális monetáris politikai eszköztár nem működőképes.<sup>5</sup> A mennyiségi lazítás (QE) programjai mellett a negatív kamatlábat a jelentősebb bankok közül az EKB, a svájci és a japán jegybank használta. Ez az eszköz a kereskedelmi bankok szabad tartalékaira (azaz a kötelező tartalék feletti betétekre) vonatkozott (kivéve az EKB TLTRO II. programja, amely egy megfelelő mértékű hitelexpanzió esetén a refinanszírozási kamatlábakat érinti.) Ez c. p. a kereskedelmi bankrendszer szabad tartalékainak leépítésére ösztönzi, amely állampapír-vétel, bankközi kihelyezés és ügyfélhitelezés formáját öltheti.

A likviditási csapda fennállására utal az értékpapírpiacok működése is. Amennyiben az USA nem csökkenti a dollárkibocsátását, ez a többletpénz nagyrészt a spekulánsokhoz jut, akik ezt megpróbálják elhelyezni a pénzügyi piacokon. Ennek következtében a kötvénypiac kereskedési volumene emelkedik. Ugyanez a helyzet a részvény-, arany- és egyéb piacokon. A következmény: áremelkedés, de csak ezeken a piacokon. Nézzük meg példaképpen a német részvénypiacot!

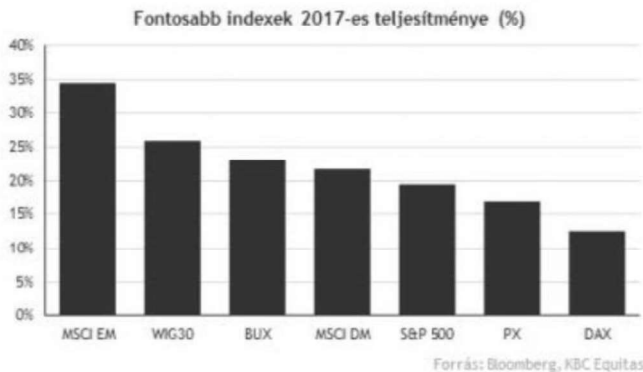
**1. ábra: A DAX változása 1990–2016 között**  
**Figure 1.: Change of Dax between 1990 and 2016**



Forrás: <http://investinghaven.com/screening/bullish-dax-stock-market-index-forecast-2017/>

A 2009 utáni trendvonalak a részvényárak egyértelmű emelkedését mutatják. Ez a növekedés egészen napjainkig tart, példaképpen bemutatom a fontosabb indexek 2017. évi teljesítményét (2. ábra). Hasonló a helyzet az arany- és nyersanyagpiacokon, kivéve, ha a politikai érdekek és technológiai újítások mást diktálnak, mint például az olaj esetében.

**2. ábra: Néhány index 2017. évi teljesítménye (növekedés az előző év %-ában)**  
**Figure 2.: Efficiency of some indexes in 2017 (growth in percentage of the previous year)**



Forrás: KBC Equitas hírlevél 2018. január 2.

A közgazdasági irodalom használja az ún. kockázatkerülési csapda fogalmát. Ennek mechanizmusa hasonló a likviditási csapdához, azonban csak az alacsony kockázatú eszközök körében értelmezhető. A kockázatkerülési csapda ezek alapján a likviditási csapda egy speciális esetének tekinthető. „Az elmúlt években a nagy jegybankok nulla közeli kamatszintje és egyéb monetáris lazító lépései ellenére globálisan alacsony infláció és egyes térségekben deflációs aggodalmak jellemezték a gazdasági környezetet, miközben a reálgazdasági aktivitás visszafogott maradt. Bár a jelenség tünetei hasonlóak a likviditási csapda-szituációhoz, mégis fontos különbségek azonosíthatók, amelyek arra utalnak, hogy más tényezők is állhatnak a háttérben. A szakirodalomban feltűnő, egyik új típusú megközelítés az alacsony kockázatú eszközök strukturális túlkeresletét azonosítja mögöttes tényezőként, amelyet a válságban ciklikushatások is súlyosbítottak.<sup>6</sup>

### 3. A negatív kamatláb elméleti lehetetlensége

A fenti elemzések azt mutatják, hogy a negatív kamatok közgazdaságilag ritkán, de kialakulhatnak a gazdaságban. Ugyanakkor jegybanki és banki oldalról a különös óvatosságot lényegében egy közös érvelés magyarázza. A szokásos magyarázat szerint a negatív kamatláb egyszerűen azért nem lehet hatékony, mert a nulla kamatozású készpénz kiszorítaná az ilyen pénzügyi termékeket, ami végső soron a kereskedelmi banki számla-pénzrendszer megszűnését okozná. Amennyiben a gazdasági alanyok számára megéri már pusztán készpénzt felhalmozni, ez a banki betétállomány készpénzzé alakulását eredményezné, a gazdasági alanyok a pénzüket bankszámláikról leemelnék és otthon őriznék. Hasonló logika, hogy negatív (irányadó) kamat aligha épülhet be szervesen a pénzrendszerbe, hiszen negatív kamatláb mellett a reálgazdaság szereplőinek korlátlan lenne a hitelkereslete, a kereskedelmi bankoknak pedig értelemszerűen nulla lenne a hitelkínálata, ami hasonlóképpen a pénzrendszer alapjainak megszűnésével lenne egyenértékű.

A lakossági betétekre kivetett érdemi negatív betéti kamat esetében üzletpolitikai megfontolásból érdemes a technikai nulla közelében tartani a kamatot: a pénztőke csökkenése vélhetően sok embert elriasztana a banki ügyletektől a lakosság esetében, ami jutalék- és díjbevételeken keresztül nagyobb veszteséget jelentene, mint az, hogy esetlegesen minimális veszteséget szenved a bank ezen betétek jegybanki vagy értékpapír-piaci elhelyezése során. Bár mind az inflációval korrigált reálkamat, mind pedig a banki díjak és költségek levonása után maradt nettó kamat ettől még összességében negatív lehet, hatása korántsem olyan

drámai, mint egy egyértelműen negatív lakossági betéti kamatnak. A banki hitelezés során ugyanezt megmutathatjuk: a bank nyilván nem fog negatív kamatra kiadni hitelt, hiszen a kockázatmentes adósnak sem éri meg így hitelt nyújtani, még ha a likvid eszközök tartása egyébként minimálisan költségesebb is.

A példákban utalunk a mértékek szerepére, valamint arra, hogy érdemi negatív kamatláb hogyan hathatna a teoretikus esetekben. Abban az esetben, ha a likviditás tartása negatív kamatláb mellett valósulhat meg csak, elképzelhető, hogy a szereplők máshogy döntenek. Ezzel felvetődik, hogy a negatív kamatlábak terjedésének lényegében csak addig szab gátat a közgazdasági racionalitás, ameddig a monetáris politika transzmissziója nem működik. Amennyiben a jegybankok kamatláb-szintje teljes egészében átmenne a gazdaságba, a gazdasági szereplőknek nem érné meg, hogy máshogy döntsenek.

#### **4. A 2007. évi válságból való kilábalás ára: az alacsony kamatlábszint kialakulása**

A 2007. évi pénzügyi válság gödréből hosszú ideig nem sikerült kilábalni. Kína és más ázsiai országok gyors fejlődésével egy ideig tartott még a világgazdaság globális növekedése. Napjainkban éppen fordítva, a fő veszély jelenleg a kínai növekedés lassulása. A válság ciklikus megjelenése arra enged következtetni, hogy a válságok rendszerszintűek. A Nemzetközi Valutaalap kutatói 124 rendszerszintű bankválságot, 208 pénzválságot és 63 államadós-ság mulasztási epizódot azonosítottak 1970 és 2007 között. És az előző 300 évben 48 súlyos válság volt. Az okok szisztematikusak és a szisztematikus okok szisztematikus megoldásokat igényelnének.<sup>7</sup>

A fejlett világ jegybankjai a 2007–2008. évi válságot követően 2009 után hosszú ideig nulla százalékos közelében tartották mértékadó kamatlábaikat. A válságot követő jegybanki mentőakció annyiban sikeresnek bizonyult, hogy a jegybanki és költségvetési politika hatékonyan akadályozta meg a belső piacok és a világgazdaság összeomlását, ennek következtében nem alakult ki egy második súlyos gazdasági világválság.<sup>8</sup> A sikernek azonban ára van: az, hogy a jegybankok sokáig nem tudtak és most is csak óvatosan tudnak kamatlábat emelni, mert ezzel kockáztatnák, hogy a gazdaságban recesszió lépjen fel. Az 1929–1933. évi válság és az ezt követő monetáris szigorítás tanulmányozása azzal a tanulsággal jár, hogy a monetáris szigorításnak ez az útja a gazdasági növekedés szempontjából igen kockázatos. Ez a helyzet addig nem okoz problémát, míg az infláció emelkedése nem teszi szükségessé a kamat-

lábemelést. A világgazdaság jelentős részén egy ideig még nem kell tartani az inflációs veszélytől, de a gazdasági növekedés felfutásával már középtávon ez reális veszéllyé válhat. Virág<sup>9</sup> szerint a világnak tartósan alacsony kamatlábkörnyezetre kell felkészülnie.

Az inflációs veszély kiindulhat például a béрпиac feszültségeiből. Világgazdasági szinten az USA, európai szintén például Magyarország a munkaerő relatív hiánya következtében jelentős béremelés elé néz. (Magyarország esetében ez a folyamat már 2016-ben elkezdődött.) Ilyen helyzetben a jegybankárok vagy a recessziót kockáztatva kamatlábat emelnek, vagy hagyják elszabadulni az inflációt. Bár úgy tűnik, hazánk esetében a béremelés inflációt generáló hagyományos csatornáit legalábbis rövidtávon nem a klasszikus séma szerint működnek. Ha ez bekövetkezik és a jegybankárok óvatossá lesznek, akkor könnyen elképzelhető, hogy a kamatlábak emelkedése az inflációt csak lassan fogja követni. Kialakul az inflációs irodalomban közismert lag-hatás (késedelmes alkalmazkodás). Az a különös helyzet áll elő, hogy a jegybankárok defláció miatti félelmükben törekszenek az infláció emelésére, ugyanakkor nem rendelkeznek eszközzel annak jövőbeli megfékezése érdekében.

Az utóbbi években a deflációtól félelem az, ami a monetáris politikát a válság utáni időszakban uralta és uralja. Ez a félelem még ma is tart, bár már felbukkannak az inflációtól félelem hangjai is. Ennek keretében a kamatlábak csökkenése már a nullszintet is elérte. A jelenlegi, eurozónát érintő negatív kamatlábak kialakulásának folyamata 2014. június 4-én indult el, amikor az EKB  $-0,1\%$ -ra csökkentette az overnight kamatlábat.<sup>10</sup> Mind az EBK, mind az MNB esetében a büntetőkamat célja az is, hogy az üzleti bankok ne overnight betétben parkoltassák a pénzt a jegybankban, hanem hitelessék ki egymásnak vagy fektessék hosszabb lejáratú eszközökbe.

A negatív kamatláb a kereskedelmi bankok kamatlábat sem hagyta érintetlenül. A bankrendszer egyes szereplői a negatív kamatláb hatásait részben ügyfeleire hárította: „Az első bank, amely az euróövezetben negatív kamatot hirdetett meg látra szóló – akár lakossági, akár vállalati – betétekre, a német Deutsche Skatbank volt 2014. november elején. A dél-német szövetségi hitelintézet  $-0,25$  százalékos (éves) kamatot vetett ki az 500 ezer euró feletti látra szóló betétekre. A bejelentéskor kezdetben csak a 3 millió euró feletti betétekre vonatkozott az új feltétel, feltehetően azért, hogy az ügyfeleknek legyen idejük a pénzüket átcsoportosítására. A bank így kommentálta a lépést: Nem áll módunkban tovább fizetni a jelenlegi kamatkörnyezet miatt felmerülő költségeket.”<sup>11</sup>

Kedvezőtlen gazdasági környezet, így rossz növekedés és esetlegesen negatív infláció, illetve az ezekre való várakozások mind csökkentik a

pénz időértékét, így a kamatlábat is mérséklük. A gyenge konjunkturális folyamatok óvatosságra készíthetik a lakosságot, ami a pénz időértékét csökkenti: ha mindenki meg akar takarítani, egységnyi megtakarítás hozama vélhetően alacsonyabb lesz. Kínálati oldalról, az eladók nem tudnak árat emelni és ezzel egyidőben a készletek leépítését szeretnék elérni.

A bankrendszernek gondot okoz az alacsony, sőt, negatív kamatkörnyezet (3. ábra), melyet a német bankok esetével jellemezhetünk. Egyrészt a mennyiségi lazítás (QE) során a bankrendszer tartalékállománya nő. Az egyes bankok törekedhetnek az állományok leépítésére, a bankrendszer egésze azonban nem tud ettől megszabadulni („forró krumpli” esete). Ekkor a negatív kamatlábak a bankrendszerre kivetett adóként funkcionálnak. Másrészt a forrásköltségek szintje nem csökkent olyan mértékben és olyan gyorsan, mint ahogyan a hitelkamatok visszaestek, a kamatmarzs csökkenése különösen az újonnan kihelyezett hiteleknél szembetűnő. A német bankrendszerben a 2003-ban meglévő 2,2 százalékos kamatmarzs 2014 végére 0,5 százalékra, vagyis kevesebb, mint negyedére szűkült az új hiteleknél, ez jelentősen rontotta a bankok profitabilitását, ami miatt lépéskényszerbe kerültek.

**3. ábra: A jelzáloghitelek és betétek átlagos kamatlába a német bankrendszerben 2003–2014 között (%)**

**Figure 3.: The average interest rate on mortgages and deposits in German banking system between 2003 and 2014 (%)**



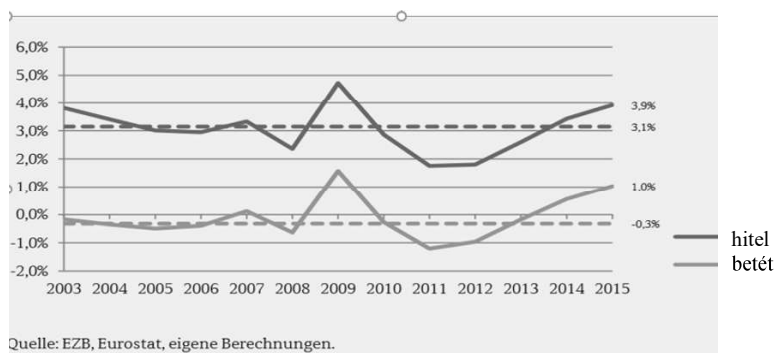
Forrás: Moody's, Bundesbank, Portfolio

Forrás: <http://www.portfolio.hu/finanszirozás/bankok/megcsapoljak-a-magyar-bankbeteteket-jonnek-a-negatív-kamatok.210330.html>



A 4. ábra szerint az euroövezetben kialakult hitel- és betéti kamatlábak hasonló problémákra utalnak.

**4. ábra: Inflációtisztított banki kamatlábak az euroövezetben – a tényleges és referencia-kamatlábak\***  
**Figure 4.: Inflation-purged bank interest rate in the euro area – actual and reference interest rates**



\* szaggatott vonal: referenciaértékek, folyamatos vonal: tényleges értékek  
 Forrás: Holzhausen–Sikova<sup>12</sup>

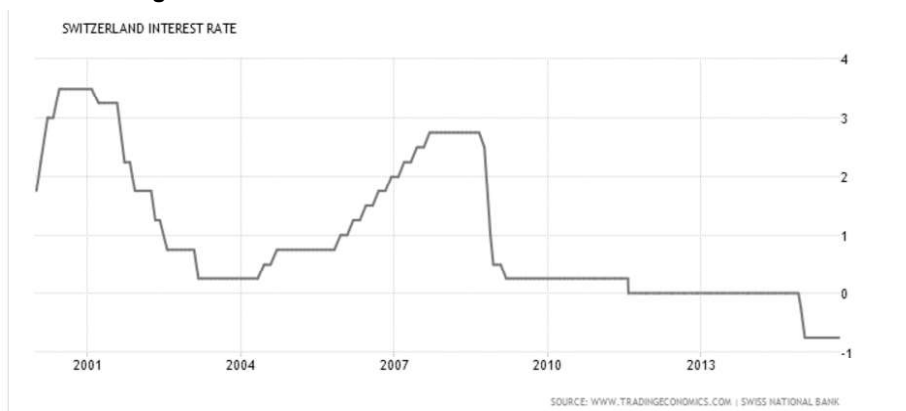
## 5. A negatív kamatláb gyakorlati lehetsége: likviditási csapdára utaló kamatlábak egyes világ gazdaságilag releváns országában

### 5.1. Svájc esete

A nulla közeli nominális kamatlábak alakulásának vizsgálatát Svájc-al érdemes kezdeni. A svájci jegybank az első olajválság után már alkalmazott negatív kamatlábat: a negatív kamatlábat 1972 és 1978 közötti időszakban használta Svájc a frank túlzott erőssége miatt. Negyedévenként 2, majd 3, végül pedig 10 százalékos volt a negatív kamatláb nagysága. Az intézkedés nem járt eredménnyel, 1973 és 1978 között a svájci frank reálértékben 29 százalékkal erősödött.<sup>13</sup>

Svájc gazdaságtörténete speciális, rendkívül stabil a gazdasága, hiszen sem az I., sem a II. világháború nem érintette. A spekulánsok, amikor megrendülnek a világ vezető valutái, mindig svájci frankban akarják tárolni vagyონukat. Emiatt jelentősen megnő a valutapiacokon a svájci frank iránti kereslet, ami felferi árfolyamát a többi valutához képest. A Svájci Jegybank rendelkezik megfelelő eszközrendszerrel a frank gyengén tartására: külföldi eszközök vásárlásával frankot ad el, ami lényegében a mérlegének felduzzadásához vezet. A 2011–2015 között alkalmazott feltételes intervenciók iránti elköteleződést annak költségeivel magyarázva szüntette meg 2015 januárjában, ezzel enyhe felértékelődési pályára állítva a frankot az euróval szemben.

**5. ábra: A svájci kamatláb alakulása 2000–2016 között**  
**Figure 5.: Switzerland interest rate between 2000 and 2016**

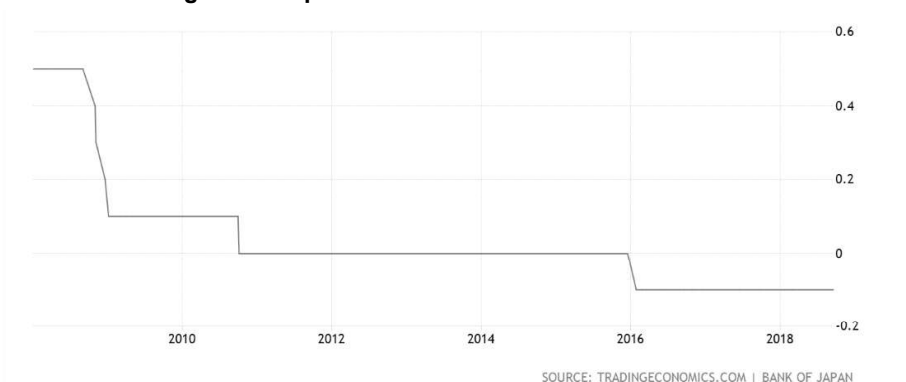


Forrás: <http://www.tradingeconomics.com/swiss-national-bank>

## 5.2. A japán negatív kamatláb

A vizsgálatot Japánban célszerű folytatni. Ozsvald-Pete<sup>14</sup> elemzése szerint a nullára redukált kamatláb Japánban a japán gazdaság 1991-es összeomlása után jelent meg. Negatív kamatláb (-0,1%) Japánban 2016 januárjában alakult ki (6. ábra). A japán válság egyes tanulságai az egész világra kiterjeszthetők. A japán bankszektor válsága korántsem egyedi jelenség, az elmúlt húsz év során számos fejlett országban volt hasonló pénzügyi krízis.

**6. ábra: Japán kamatlába 2008–2018 között**  
**Figure 6.: Japan interest rate between 2008 and 2018**



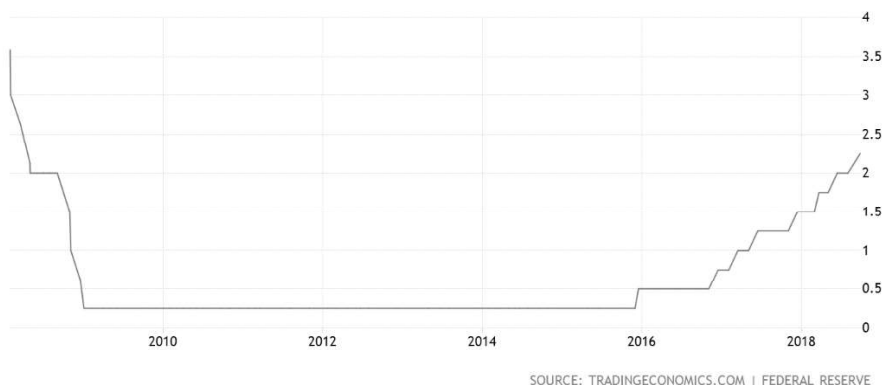
Forrás: <https://tradingeconomics.com/japan/interest-rate>. Letöltés: 2018. 10. 07.

A témával foglalkozó kutatók kimutatták (Krugman,<sup>15</sup> Tanweer<sup>16</sup>), hogy a pénzügyi válságoknak a keletkezése és stabilizálása is meglepően sok közös vonást mutat. A pénzügyi szektor deregulációja és liberalizációja, expanziós hitelkihelyezés, gyors GDP-növekedés és a vagyoneszközök árának „buborékosodása”, majd recesszió, mélyen lecsökkent eszközárak, a hitelforrások „bedugulása” mind-mind ismerős állomásai ennek a folyamatnak. Nem japán sajátosság az sem, hogy a bankválság elhúzódik: Olaszországban például nyolc évig, Norvégiában és az Egyesült Államokban hét évig tartott.<sup>17</sup>

### 5.3. A FED, a Bank of England és az ECB kamatlábpolitikája

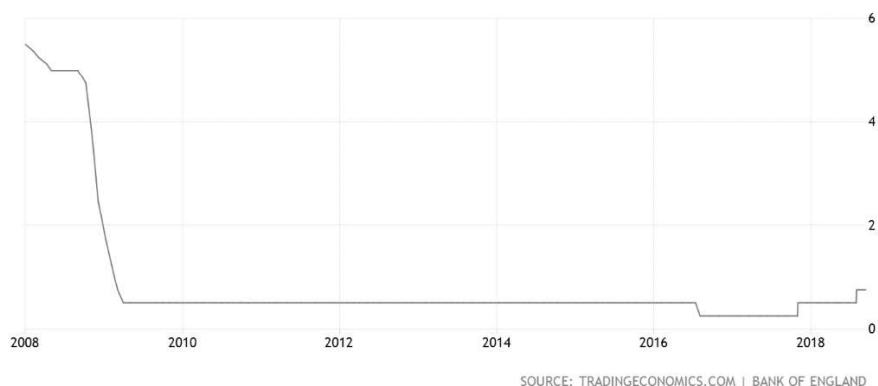
A fejlett világ jegybankjai a 2007-es válságot követően 2009 óta nulla százalék közelében tartják mértékadó kamatlábaikat. Nézzük meg néhány meghatározó jegybank jellemző kamatlábjának alakulását. Az USA jegybankjának szerepét betöltő FED az utóbbi tíz évben negatív kamatlábat nem alkalmazott. Alacsony kamatláb jellemezte az USA monetáris politikáját 2010 és 2016 között, ezután fokozatos kamatlábemelkedés következett be (7. ábra).

**7. ábra: A FED-kamatlába**  
**Figure 7.: Interest rate of FED**



Forrás: <https://tradingeconomics.com/united-states/interest-rate>. Letöltés: 2018. 10. 07.

Az európai gazdaság számára releváns ECB-kamatlábak a 9. ábrán láthatók. 2016 márciusa óta az ECB irányadó kamatlába nulla százalék. Az EKB mérlegében két negatívan kamatozó jelentős tétel található. Az egyik az eszközvásárlási program keretében vásárolt értékpapír-állománya, melynek vásárláskori hozama – a szabályok szerint – az egynapos betéti kamatot meghaladó kell, hogy legyen, viszont így nem szükségszerűen pozitív. A másik a célzott hiteltendere, az LTRO és a TLTRO. Ezek aukcionált hitelek, melyek kamatlába negatív is lehet.

**8. ábra: Az Egyesült Királyság kamatlába****Figure 8.: UK interest rate**

Forrás: <https://tradingeconomics.com/united-kingdom/interest-rate>. Letöltés: 2018. 10. 07.

**9. ábra: Az ECB kamatlába****Figure 9.: Interest rate of ECB**

Forrás: <https://tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate>. Letöltés: 2018. 10. 07.

Mindkét esetben az biztosítja a folyamatok zökkenőmentességét, hogy a kicsi negatív eszközoldali tételeket, még negatívabb forrásoldali elem – nevezetesen az egynapos betét – ellensúlyozza. Tulajdonképpen ez a negatív kamatlábak működési mechanizmusának kulcsa, hogy a bankrendszer a negatív kamatlábak rendszerét áthárítja-e a végső megtakarító csoportra. Amennyiben igen – mint az ECB esetében látjuk –, a bankrendszer nem szenved el jövedelemzsugorodást, a terhet a végső megtakarítók viselik.

## 6. Összefoglalás

A publikáció végén fel kell tennünk a kérdést, hogy az alacsony (negatív) kamatlábak rendszere a monetáris politikai logika eredménye-e vagy új paradigmáról beszélhetünk? Ha bármilyen oknál fogva megindul a gazdaság növekedése, arra kamatemeléssel reagál a jegybank. A negatív kamatok alkalmazása viszont növelheti a jegybank hitelességét, hiszen a korábbi félelmével leszámolva akár negatív kamatok is vezethet be és csak a kereskedelmi banki versenyen múlik, meddig marad ki a reálgazdaság ebből.

A kiút szempontjából közömbös, minek nevezzük a jelenleg fennálló gazdasági helyzetet (likviditási csapdának vagy kockázatkerülési csapdának). A lényeg, hogy ki lehet-e és hogyan ebből a csapdahelyzetből? Véleményünk szerint, rendszerszintű problémáról van szó, amelyet a pénzügyi rendszer gyökeres, a pénzteremtés és világgazdasági szintű eladósodás jelenlegi gyakorlatának újragondolásával lehetne megoldani.

## JEGYZETEK/NOTES

1. A hír többek között a <http://www.elemzeskozpont.hu/az-ekb-nullara-csokkentette-az-alapkamatot> weblapon jelent meg.
2. Ezzel párhuzamosan 2016 márciusában a magyar jegybank is negatívra csökkentette az overnight kamatlábat. (<http://www.elemzeskozpont.hu/12-ra-vagta-az-mnb-az-iranyado-kamatlabat>)
3. Bánóczy János (2016) Népi Pénz a közösségekért. Magánkiadás.
4. Koppány Krisztián: Likviditási csapda és deflációs spirál egy inflációs célt követő modellben – a hitelesség szerepe, *Közgazdasági Szemle*, LIV. évf., 2007. november, 975. oldal.
5. A negatív kamatláb mellett nem-konvencionális eszközök használatán a jegybank mérleg bővítését (menyiségi lazítást), illetve összetételének változtatását és a hosszú távra vetített laza monetáris politikára vonatkozó várakozások kialakítását értjük.
6. Horváth, D.–Szini, R. (2015): A kockázatkerülési csapda – Az alacsony kockázatú eszközök szűkösségének pénzügyi piaci és makrogazdasági következményei, *Hitelintézeti Szemle*, 14. évf. 1. szám, 2015. március.
7. Kennedy, M.–Lietaer, B.–Rogers, R. (2012): *People Money – The promise of regional currencies*, Triarchy Press.
8. Lentner Csaba (2016): A gazdasági válság hatása a globális, uniós és hazai szabályozási környezetre. In: Auer Ádám, Papp Tekla (szerk.) *A gazdasági világválság hatása egyes jogintézményekre Magyarországon és az Európai Unióban: Interdiszciplináris és jogösszehasonlító elemzés*. Budapest: Nemzeti Közszolgálati Egyetem, pp. 45–84.
9. Virág Barnabás (2016): Új utak, új normák – lehetőségek és kihívások alacsony kamatkörnyezetben. *MKT Közgazdász-vándorgyűlés*. 2016. szeptember 17.

10. <http://www.bankmonitor.hu/cikk/megtortent-a-lehetetlen-itt-a-negativ-kamat.htm>
11. Turzó Ádám Pál (2015): Megcsapolják a magyar bankbetéteket? – Jönnek a negatív kamatok. <https://www.portfolio.hu/finanszirozas/bankok/megcsapoljak-a-magyar-bankbeteteket-jonnek-a-negativ-kamatok.210330.html>. Letöltés: 2017. 10. 01.
12. Holzhausen, Arne - Sikova, Sabina (2015): Niedrigzinsen, Einkommen und Vermögen: Wer gewinnt, wer verliert. Working Paper Nr. 190. [https://www.allianz.com/v\\_1443391200000/media/economic\\_research/publications/working\\_papers/de/WPQEimpact.pdf](https://www.allianz.com/v_1443391200000/media/economic_research/publications/working_papers/de/WPQEimpact.pdf). Letöltve: 2018. 01. 25.
13. Csernátó Csaba – Galambos Péter (2011): Nincs fegyvere a kormánynak az erős frank ellen. <http://www.origo.hu/gazdasag/hirek/20110802-hogyan-mozgott-a-frank-es-a-forint-a-kormanyvaltas-ota.html>. Letöltés: 2018. 09. 12.
14. Ozsvald Éva–Pete Péter (2003): A japán gazdasági válság – likviditási csapda az új évezredben? Közgazdasági Szemle, L. évf. július–augusztus.
15. Krugman, Paul (1998): It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 137–205. o.
16. Tanweer, Akram (2016): Japan's Liquidity Trap. Working paper No. 862 Levy Economics Institute.
17. Ozsvald Éva–Pete Péter (2003)

## FELHASZNÁLT IRODALOM/REFERENCES

- Bánóczy János (2016) Népi Pénz a közösségekért. Magánkiadás.
- Csernátó Csaba–Galambos Péter (2011): Nincs fegyvere a kormánynak az erős frank ellen. <http://www.origo.hu/gazdasag/hirek/20110802-hogyan-mozgott-a-frank-es-a-forint-a-kormanyvaltas-ota.html>. Letöltés: 2018. 09. 02.
- Holzhausen, Arne–Sikova, Sabina (2015): Niedrigzinsen, Einkommen und Vermögen: Wer gewinnt, wer verliert. Working Paper Nr. 190. [https://www.allianz.com/v\\_1443391200000/media/economic\\_research/publications/working\\_papers/de/WPQEimpact.pdf](https://www.allianz.com/v_1443391200000/media/economic_research/publications/working_papers/de/WPQEimpact.pdf). Letöltve: 2018. 01. 25.
- Horváth, D.–Szini, R. (2015): A kockázatkerülési csapda – Az alacsony kockázatú eszközök szűkösségének pénzügyi piaci és makrogazdasági következményei, *Hitelintézeti Szemle*, 14. évf. 1. szám, 2015. március.
- M. Kennedy–B. Lietaer–R. Rogers (2012): *People Money – The promise of regional currencies*, Triarchy Press.
- Koppány Krisztián: Likviditási csapda és deflációs spirál egy inflációs célt követő modellben – a hitelesség szerepe, *Közgazdasági Szemle*, LIV. évf., 2007. november.
- Krugman, Paul (1998): It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 137–205. o.
- Lentner Csaba: A gazdasági válság hatása a globális, uniós és hazai szabályozási környezetre. In: Auer Ádám, Papp Tekla (szerk.) *A gazdasági világvál-*

- ság hatása egyes jogintézményekre Magyarországon és az Európai Unióban: Interdiszciplináris és jogösszehasonlító elemzés. Budapest: Nemzeti Közszerológálati Egyetem, 2016. pp. 45–84.
- Ozsvald Éva–Pete Péter (2003): A japán gazdasági válság – likviditási csapda az új évezredben? Közgazdasági Szemle, L. évf. július–augusztus.
- Tanweer, Akram (2016): Japan’s Liquidity Trap. Working paper No. 862. Levy Economics Institute.
- Turzó Ádám Pál (2015): Megcsapolják a magyar bankbetéteket? – Jönnek a negatív kamatok. <https://www.portfolio.hu/finanszirozas/bankok/megcsapoljak-a-magyar-bankbeteteket-jonnek-a-negativ-kamatok.210330.html>. Letöltés: 2017. 10. 01.
- Virág Barnabás (2016): Új utak, új normák – lehetőségek és kihívások alacsony kamatkörnyezetben. MKT Közgazdász-vándorgyűlés. 2016. szeptember 17.

### **Internetes hivatkozások**

- <http://www.bankmonitor.hu/cikk/megtortent-a-lehetetlen-itt-a-negativ-kamat.htm>.  
Letöltés: 2017. 03. 05.
- KBC Equitas hírlevél 2018. január 2. [hirlevel@kbcequitas.hu](mailto:hirlevel@kbcequitas.hu). Letöltés: 2018. 01. 10.
- <http://www.elemzeskozpont.hu/12-ra-vagta-az-mnb-az-iranyado-kamatlabat>.  
Letöltés: 2017. 03. 05.
- <http://www.elemzeskozpont.hu/az-ekb-nullara-csokkentette-az-alapkamatot>.  
Letöltés: 2017. 05. 08.