

Kéz a kézben? – A Covid- válság a fiskális és monetáris politika szorosabb együttműködését okozta

A koronavírus-járvány következtében 2020-ban a fiskális és monetáris politika közötti összhang felértékelődött. A fiskális élénkítés következtében növekvő államadósság miatt romló finanszírozási környezetet a jegybankok laza monetáris politikája ellensúlyozta. A magyar monetáris politika a válság évében célzott, hibrid megoldással járult hozzá az állampapírpiac stabilizálásához. A támogató monetáris politika a következő években is fennmaradhat az eurozónában, ami továbbra is kedvező finanszírozási környezetet teremthet a fiskális politika számára. Az alacsony kamatszint előnyös a tagországok számára, az eurozóna tagsággal kapcsolatban azonban számos költség és kockázat ellensúlyozhatja ezt.

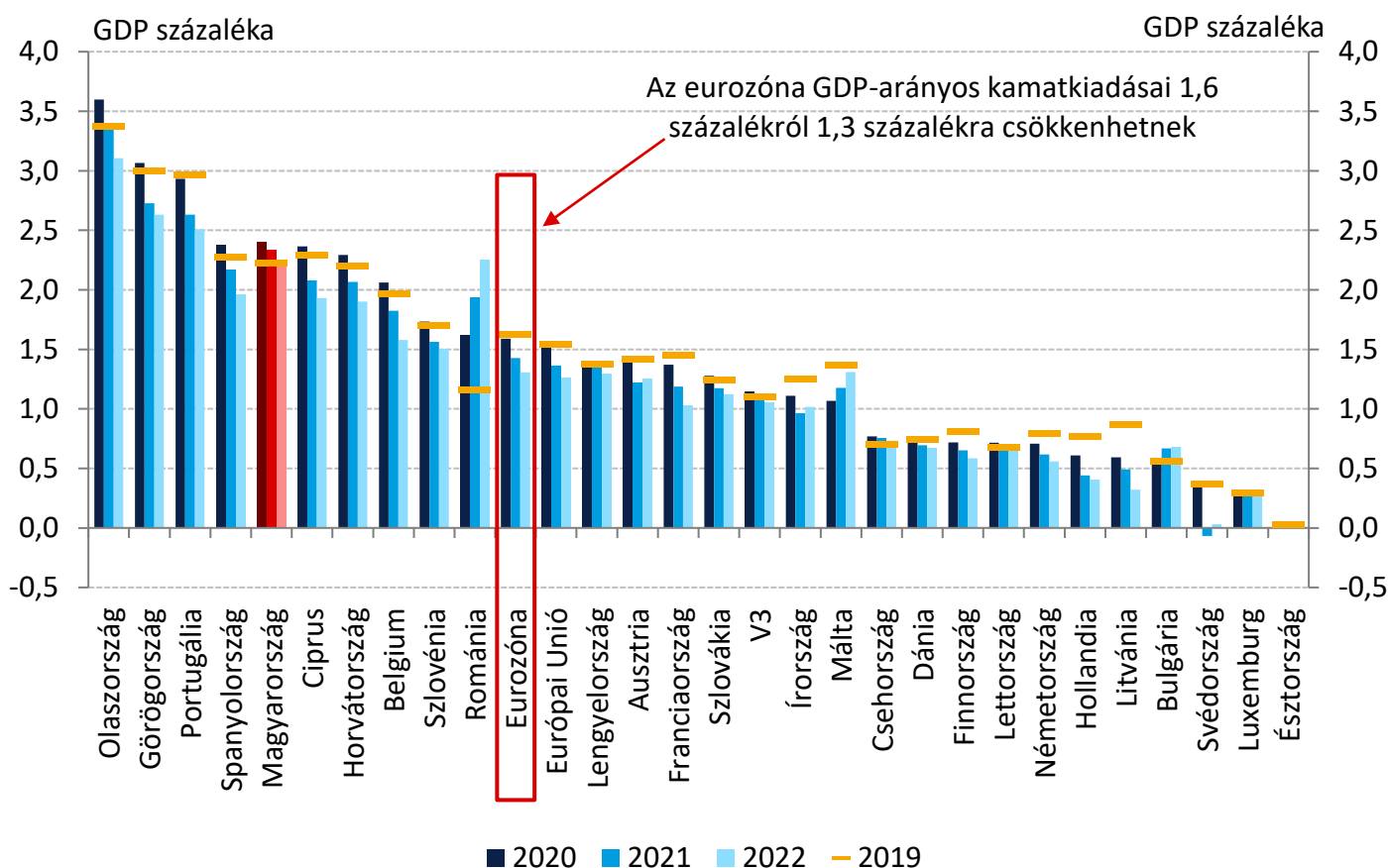
A fiskális élénkítés az államadósságok növekedését okozta az egész EU-ban, a kamatkidadások azonban jellemzően mégsem emelkednek

A tavalyi évben a koronavírus-járvány hatására a fiskális és monetáris politika szerepe, valamint összhangjuk is felértékelődött. A korlátozó intézkedések negatív gazdasági hatásainak enyhítése érdekében az államok jelentős költségvetési lazításba kezdtek, és a recesszió következtében lassuló infláció miatt a jegybankoknak is lehetőségük nyílt a gazdaság, és az állampapírpiac stabilitásának támogatására.

A fiskális intézkedések következtében növekvő költségvetési deficit az államadósságok növekedését eredményezte, ugyanakkor a jegybanki programoknak a hozamok alacsony szinten történő stabilizálódása, és így a magasabb államadósság utáni kamatterhek szinten maradása lett a következménye. A koronavírus-járvány következtében 2020-ban az EU összes tagállamában növekedett a GDP-arányos államadósság-ráta. A tavalyi évben az Európai Bizottság legfrissebb prognózisa alapján az Európai Unióban 94 százalékra, míg az eurozónában mintegy 102 százalékra emelkedhetett a GDP-arányos államadósság, utóbbi közel 16 százalékpontos emelkedést jelent. Az alacsony hozamkörnyezet miatt az adósságok növekedése ellenére a kamatkidadások jellemzően nem emelkedtek. **A GDP-arányos kamatkidadások az eurozónában 2019 és 2022 között 0,3 százalékponttal, 1,6 százalékról 1,3 százalékra csökkenhetnek** az Európai Bizottság előrejelzése szerint, amit a megemelkedett adósságkibocsátás ellenére jelentősen mérséklődő állampapírhozamok magyaráznak.

Magyarországon a 2011 óta tartó adósságsökkenés tavaly megtorpant és a GDP-arányos államadósság átmenetileg 81 százalékra emelkedett, ezzel az EU-ban a középmezőnyben helyezkedik el. A hazai államadósság-ráta magasabb a régiós átlagnál. A horvát és szlovén adósságszintektől elmarad, azonban meghaladja a szlovák, lengyel, román és cseh szintet. Régióinkban általában kismértékben, Romániában azonban nagyobb ütemben emelkedtek tavaly a GDP-arányos kamatkiadások. A magyar kamatkiadások 2013 óta tartó csökkenő tendenciáját, 2020-ban átmeneti növekedés követte, ugyanakkor az Európai Bizottság előrejelzése szerint a kamatkiadások mérséklődése folytatódhat a következő években (1. ábra). A régió országai közül Romániában jelentős mértékben, több mint 1 százalékponttal emelkednek a GDP-arányos kamatkiadások 2019 és 2022 között, ami a mutató megduplázódását jelenti.

1. ábra: A költségvetés GDP-arányos kamatkiadásai

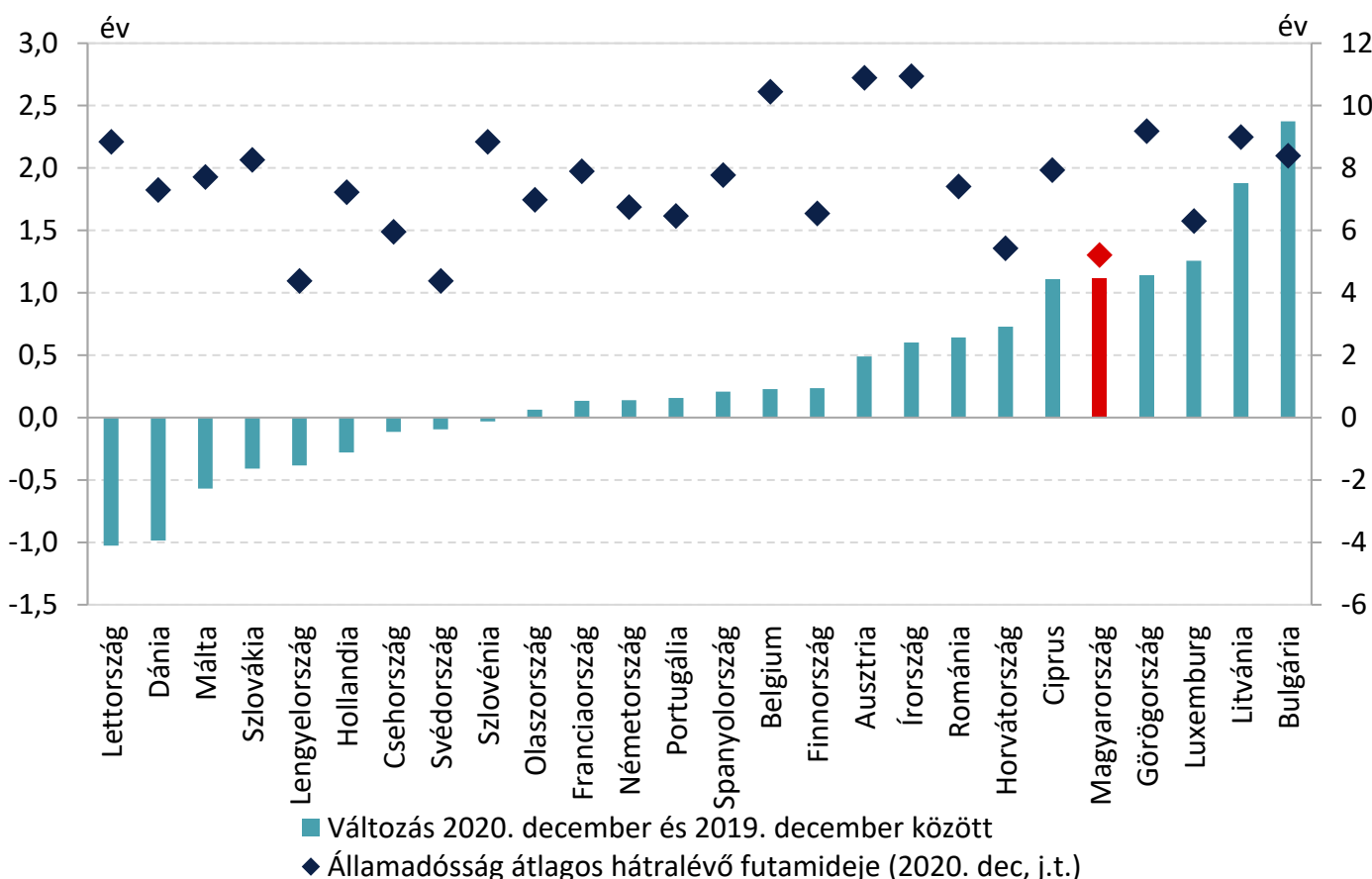


Forrás: Európai Bizottság

Hazánkban a kamatkiadások átmeneti növekedését elsősorban az államadósság emelkedése okozza, de a kamatkiadások növekedéséhez hozzájárul egy stabilabb adósságszerkezet irányába történő elmozdulás is. Az államadósság átlagos futamidejének növekedése ugyanis részben ellensúlyozta az alacsony

hozamkörnyezet kedvező hatását. A tavalyi évben a megújítási kockázat csökkentése érdekében az adósságkezelő növelte a hosszú futamidejű kötvények kibocsátásának mértékét, amit az MNB másodpiaci állampapír-vásárlásai is támogattak. **A hosszabb futamidejű adósságelemek hozamai azonban általában magasabbak, így az átlagos hátralévő futamidő növelése hazánkban a kamatkiadások emelkedésének irányába hatott.** A hosszabb kötvények előtérbe kerülésével, illetve a lakossági állampapírokon belüli szerkezeti átrendeződés – a rövidebb futamidejű papírok MÁP Pluszra történő lecserélése – miatt a **magyar államadósság átlagos hátralévő futamideje több mint 1 évvel, 5,2 évre emelkedett 2020-ban** (2. ábra). A magyar államadósság átlagos hátralévő futamideje Európai Unió összevetésben továbbra is alacsony (az eurózóna országaiban ez az érték 7 év felett van). **A visegrádi régióban ugyanakkor Magyarország kivételével valamennyi országban mérséklődött 2020-ban az átlagos hátralévő futamidő.**

2. ábra: Az államadósság átlagos hátralévő futamideje és változása az Európai Unió országaiban



Forrás: EKB

A jegybanki programok támogatják az alacsony hozamkörnyezet fennmaradását

A jegybanki eszközvásárlási programok jelentősen támogatták az állampapírpiaci hozamok tartós csökkenését. Az Európai Központi Bank tavaly kibővített eszközvásárlási programja következtében jelentősen csökkentek az állampapírpiaci hozamok, így jelenleg az eurozónán belül a hozamok jelentős része negatív tartományban alakul (3. ábra). A hozamok tagországok többségében tavaly **december 15-én érték el mélypontjukat, ekkor csak négy országban (Litvánia, Ciprus, Olaszország, Görögország) volt pozitív tartományban a 10 éves állampapírhozam.** A jelenlegi adatok alapján ezen országok mellett még Spanyolországban, Portugáliában, Szlovéniában, Írországban és Franciaországban pozitív a 10 éves hozam. Mindez azt is jelenti, hogy az EKB programja a mediterrán országok felárait is tudta mérsékelni, amelyek jelenleg a 2020-as válság előtti, vagy az alatti szinten alakulnak. **Az EKB vásárlásai** azonban nemcsak az eurozóna tagországok kötvénypiacára voltak hatással, hanem **tovagyűrűztek a teljes euróban kibocsátott kötvénypiacra.** Ezt jól mutatja, hogy a hazai 10 éves euro kötvény hozama a hasonló besorolású olasz hozamnál **alacsonyabb.** Továbbá **Lengyelország is negatív hozam mellett tudja finanszírozni magát euróban** a 15 évnél rövidebb futamidők esetében, ami kedvezőbb szinteket jelent több eurozónás tagország hozamánál is.

3. ábra: Az eurozónás és a régiós országok euro kötvényeinek hozamai

	2Y	5Y	7Y	10Y	15Y	30Y
Németország	-0,66	-0,55	-0,46	-0,25	-0,05	0,21
Hollandia	-0,63	-0,53	-0,40	-0,11	-0,08	0,30
Finnország	-0,65	-0,50	-0,35	-0,08	0,21	0,37
Lettország	-0,44	-0,37	-0,19	-	0,20	0,48
Szlovákia	-0,55	-0,39	-0,20	-0,05	-	0,71
Belgium	-0,64	-0,49	-0,28	-0,04	0,22	0,74
Lengyelország	-0,45	-0,25	-0,07	-0,03	0,46	0,67
Ausztria	-0,58	-0,40	-0,28	-0,02	0,18	0,51
Franciaország	-0,59	-0,48	-0,29	0,01	0,31	0,76
Írország	-0,54	-0,35	-0,19	0,12	0,29	0,73
Litvánia	-0,31	-0,24	-0,05	0,15	-	-
Szlovénia	-0,50	-0,29	-0,09	0,17	0,48	0,81
Portugália	-0,52	-0,15	0,12	0,33	0,71	1,31
Spanyolország	-0,39	-0,17	0,10	0,44	0,74	1,28
Ciprus	-0,26	0,09	-	0,43	0,68	1,19
Magyarország	-	0,11	0,34	0,71	1,18	1,73
Olaszország	-0,25	0,16	0,40	0,79	1,15	1,68
Görögország	-0,07	0,44	-	1,13	1,43	-
Románia	-	0,66	1,25	1,79	2,31	3,02

Forrás: Bloomberg

Megjegyzés: 2021.02.26-i értékek

A támogató monetáris politika a következő években is fennmaradhat az eurozónában: az EKB decemberi döntése értelmében 2022-ig folytathatja eszközvásárlási programját. A Bloomberg becslése szerint a központi bank a tavalyi évhez hasonlóan idén is az eurozónás tagországok nettó állampapírkibocsátásánál nagyobb mértékben vásárolhat kötvényeket. **Jövő év végére a tagországok államadósságának 32-36 százalékát birtokolhatja az EKB,** míg egyes tagországokban ez az arány meghaladhatja (Szlovákia, Szlovénia), vagy megközelítheti (Németország) az 50 százalékot.

A magyar monetáris politika is sikeresen stabilizálta a hazai állampapírpiacot a válság évében. Az MNB az állampapírpiac stabilizálására hibrid megoldást alkalmazott: egyrészt a jegybanki mérlegen keresztül közvetlenül, másrészt a kereskedelmi bankoknak nyújtott likviditás segítségével közvetetten is növelte az állampapírpiaci keresletet. A jegybank az állampapír-vásárlásokon és a fedezett hiteleszközön keresztül 2020-ban a nettó forint állampapír kibocsátás 77

százalékának megfelelő likviditást nyújtott, ami körülbelül a GDP 7 százalékát jelentette, és közvetlenül, illetve közvetve az állampapírpiac stabilizálását támogatta. **A jegybank intézkedései hozzájárultak ahhoz, hogy a március közepi értékükről jelentősen csökkentek a forint állampapírhozamok, javult az állampapírpiac likviditási helyzete, és a megnövekedett kibocsátás ellenére stabil kereslet jellemezte az aukciókat.**

Vegyes eredményekkel jár az eurozóna tagság

Az eurozónában kialakult tartósan alacsony hozamkörnyezet kedvező finanszírozási feltételeket teremt a tagországoknak, azonban a tagsággal kapcsolatos költségeket, kockázatokat is érdemes megvizsgálni. Ezen tényezők közül kiemelendő az **önálló monetáris politika**, és ezzel a saját gazdasági és piaci szerkezethez illeszkedő célzott jegybanki eszköztár feladása, az aszimmetrikus sokkok nehezebb kezelése, a **Balassa-Samuelson hatáshoz köthető többletinflációs kockázat**, illetve az **alacsony reálkamatok nyomán kialakuló hitelboom**, ami pénzügyi instabilitásokhoz vezethet.

Az alacsony eurós hozamszint ráadásul a nem zóna tagországok kötvénypiacára is jellemző, igaz a tagországok ezt nagyobb mértékben tudják kihasználni. Az azonos hitelbesorolású országok euro kötvényeinek hozama lényegében megegyezik függetlenül attól, hogy zóna tagországok vagy sem. **A tagság előnye valójában abból fakad, hogy a tagországok a saját devizájukban teljesen mértékben ezen az alacsony hozamszinten adósodhatnak el. A zónán kívüli országok** azonban nem adósodhatnak el nagymértékben euróban, ez ugyanis **növelné a külső- és a devizaadósságot, vagyis az ország sérülékenységét**, és a kötvényhozamaik növekedését okozná.

A hozamelőny időben nem tekinthető stabilnak, az országspecifikus tényezők szerepe is jelentős. Az eurozóna tagsággal kapcsolatos elemzések szerint a 2008-as válságot követően az eurozóna tagság hozamelőnye csökkent. Az IMF 2015-ös tanulmánya¹ szerint a hozamkonvergenciából származó előnyök mérséklődtek a globális pénzügyi válság utáni időszakban. Wiegand (2017) tanulmánya² alapján az országgkockázatot mérséklő előny a 2008-2012 közötti elhúzódó válság következtében eltűnt. A válság után beinduló szabályozói és intézményi átalakítások

¹ IMF (2015): Euro adoption – Macroeconomic benefits and challenges. IMF Country Report No. 15/98, Selected Issues.

² Wiegand, J. (2017): The Re-Emerging Privilege of Euro Area Membership, IMF Working Paper, WP/17/162.

után azonban a tagsághoz ismét enyhe országkockázat-csökkenés köthető. Bhatt és szerzőtársai³ azonban a 2017-es tanulmányukban ismét arra a következtetésre jutottak, hogy a szuverén hozamokban felerősödött az országspecifikus tényezők súlya, azaz önmagában a zónatagság nem garancia a tartósan alacsony hozamkörnyezetre.

„Szerkesztett formában megjelent a Világgazdaság print/online oldalán 2021. március 11-én.”

³ Bhatt, V. – N. Kundan Kishur – Jun Ma (2017): The impact of EMU on bond yield convergence: Evidence from a time-varying dynamic factor model, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Volume 82, pp. 206-222.