

Fiskális, monetáris és makroprudenciális válságkezelés az EU-ban

Az európai országok 2020-ban a koronavírus-járványra válaszul jelentős mértékű gazdaságélénkítést hajtottak végre monetáris és fiskális politikai eszközökkel. Az euroövezeti tagországok jegybankmérlegei emelkedtek a legnagyobb mértékben 2020-ban, míg a régiós országok közül az MNB mérlege bővült leginkább a gyors válságkezelési programok hatására. A fiskális lépéseket illetően a diszkrecionális intézkedések hatása a régióban nagyobb mértékben járult hozzá a GDP-arányos deficit emelkedéséhez, mint az automatikus stabilizátorok, míg az északi, nyugati és délnyugati uniós országokban az automatikus stabilizátorok hatása magyarázza inkább a hiány növekedését. A fiskális és monetáris politikai intézkedések mellett fontos kiemelni, hogy a 2008-as pénzügyi válságot követően bevezetett makroprudenciális intézkedéseknek is köszönhetően az európai és hazai pénzügyi intézmények stabil működés, megfelelő tőke- és likviditási helyzet mellett nézhettek szembe az új válsághelyzettel.

Fiskális politikai lépések

Az Európai Unió GDP-arányos költségvetési hiánya 2020-ban 6,1 százalékponttal lett magasabb a koronavírus-járvány előtti utolsó, 2019. őszi előrejelzésekhez képest (1. táblázat). Ebből 3,5 százalékpontot magyaráz az automatikus stabilizátor hatás, azaz a recesszió negatív hatása az adóbevételekre és munkanélküli támogatásokra. A válságkezeléssel kapcsolatos diszkrecionális intézkedések egyenlegre gyakorolt hatása így további 2,6 százalékpontot tett ki. Az Unión belül azonban jelentős eltérések vannak azt illetően, hogy az egyenleg változása mekkora részben tulajdonítható az automatikus stabilizátoroknak és az intézkedéseknek a válság előtti utolsó prognózisokhoz képest.

A közép-kelet-európai országokban a diszkrecionális intézkedések nagyobb mértékben járultak hozzá a hiány növekedéséhez, mint az automatikus stabilizátorok. A visegrádi régió országaiban a válságkezelő intézkedések a GDP mintegy 4 százalékára rúgtak, míg a járvánnyal járó közvetlen gazdasági hatások további 2,2 százalékkal növelték a hiányt.

Az északi, nyugati és dél-nyugati uniós országokban az automatikus stabilizátorok hatása magyarázza főként az egyenleg eltérését. Ezeknek a hatása átlagosan 3,5

százalék volt, míg a válságkezelő intézkedéseké 2 százalék. Kelet-Közép-Európában tehát nagyobb volt a költségvetés válságkezelő lépéseinek volumene, mint az Unió más részein.

**1. táblázat: Jegybankmérlegek GDP-arányos változása 2020-ban, illetve az
ESA-egyenleg eltérésének felbontása a GDP százalékában
(2020-as tények a 2020-as évre vonatkozó 2019. őszi prognózishoz képest)**

	Jegybankmérleg változása*	ESA-egyenleg változása	Diszkracionális intézkedések egyenlegre gyakorolt hatása**	Automatikus stabilizátorok
Görögország	49,0	-10,7	-6,3	-4,4
Spanyolország	28,9	-8,8	-2,2	-6,6
Belgium	27,8	-7,1	-3,3	-3,8
Franciaország	26,6	-7,0	-2,0	-5,0
Olaszország	24,8	-7,2	-2,5	-4,7
Eurozóna	22,4	-6,3	-2,6	-3,7
Ausztria	22,2	-9,1	-5,7	-3,4
Ciprus	20,8	-8,3	-5,3	-3,0
Európai Unió	20,7	-6,1	-2,6	-3,5
Hollandia	19,5	-4,8	-2,2	-2,6
Portugália	17,8	-5,7	-1,9	-3,8
Észtország	17,0	-4,7	-1,9	-2,8
Magyarország	16,7	-7,1	-4,2	-2,9
Szlovákia	16,4	-5,0	-2,9	-2,1
Luxemburg	15,9	-5,5	-2,7	-2,8
Németország	15,9	-4,8	-2,5	-2,3
Finnország	15,5	-4,0	-1,8	-2,2
Lettország	14,9	-3,9	-2,1	-1,8
Horvátország	10,1	-7,4	-3,9	-3,5
Szlovénia	9,9	-8,9	-5,8	-3,1
Lengyelország	8,5	-6,8	-4,7	-2,1
Svédország	8,2	-3,2	-0,8	-2,4
Litvánia	5,5	-7,4	-5,8	-1,6
Csehország	3,9	-6,1	-4,0	-2,1
Málta	3,7	-11,1	-8,2	-2,9
Románia	3,6	-4,8	-3,1	-1,7
Írország	2,8	-5,3	-4,3	-1,0
Bulgária	0,6	-4,3	-3,1	-1,2
Dánia	0,1	-1,6	0,6	-2,2

Forrás: Európai Bizottság, EKB

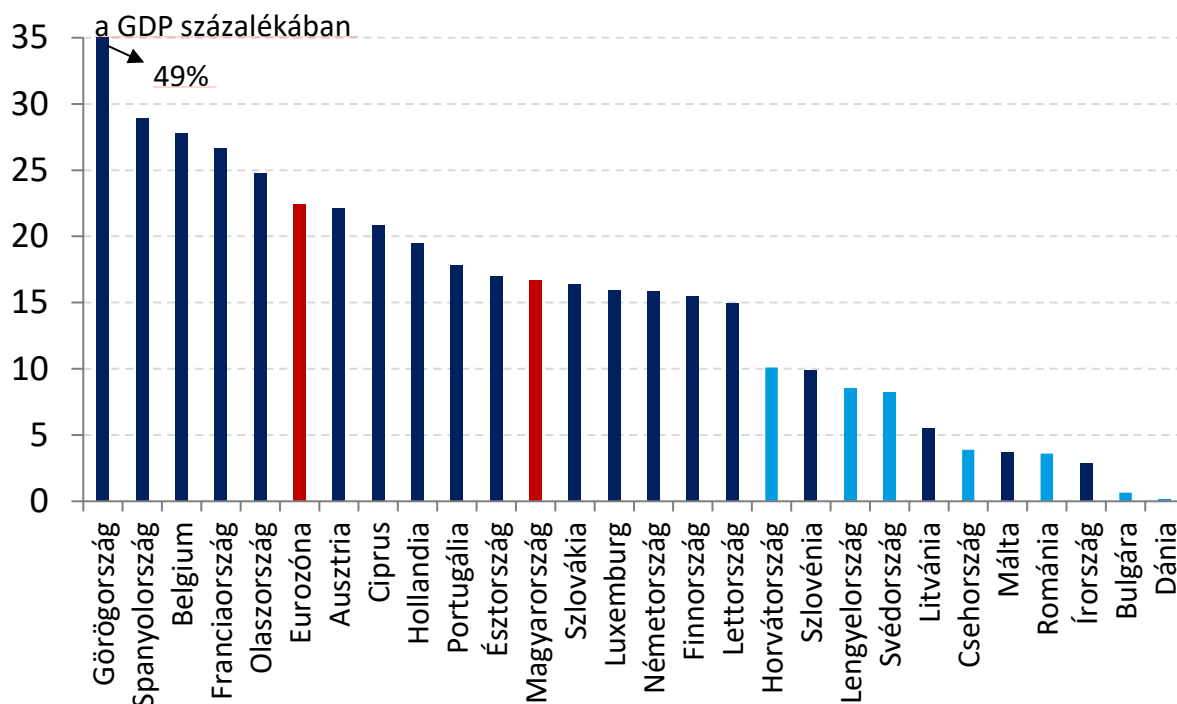
Megjegyzés: *Az eurózóna esetében az egyes tagországok mérlegbővülését az EKB által publikált havi, konszolidált pénzügyi kimutatásból számoltuk, amely a mérlegváltozást szétbontja az EKB és a nemzeti tagjegybankok között. Az EKB egyes műveleteit ugyanis sok esetben nem az EKB, hanem a nemzeti jegybankok hajtják végre, így az ezekből eredő változások megjelennek a tagjegybankok mérlegeiben is.

**A diszkrecionális intézkedések oszlop az ESA-egyenlegek változása és az automatikus stabilizátor oszlopok különbségeit tartalmazza. Az automatikus stabilizátorok oszlop az Európai Bizottság által számolt, 2020. évre vonatkozó ciklikus komponens változását mutatja a 2019. őszi és a 2021. tavaszi prognózisok között. Az ESA-egyenleg változása oszlop az ESA szerinti költségvetési egyenlegek 2020-as évre vonatkozó 2019. őszi prognózisai és a 2021 tavaszán publikált, 2020. évi tények közötti különbségeket mutatja. A diszkrecionális intézkedések oszlop az előző kettő oszlop különbségeit mutatja.

Monetáris politikai lépések

Az Európai Unióban az euroövezeti tagországok jegybankmérlegei emelkedtek a legnagyobb mértékben 2020-ban, míg a régiós országok közül az MNB mérlege bővült leginkább (1. ábra). A 2020-as évben a jegybanki mérlegbővülés tekintetében az euroövezeti tagországok vezetnek a rangsort, az övezet egészét tekintve ugyanis az EKB mérlege a GDP 22,4 százalékával bővült. A régiós országokat vizsgálva hazánkban emelkedett legnagyobb mértékben a jegybankmérleg. Az MNB mérlegfőösszege 2020-ban a GDP 16,7 százalékával bővült, míg a többi régiós ország esetében a mérlegbővülés 10 százalék alatt maradt. Az Európai Unió összes tagállamát vizsgálva Magyarország – számos euroövezeti tagországot is megelőzve – összességében a középmezőnyben helyezkedik el.

1. ábra: A jegybanki mérlegfőösszegek GDP-arányos változása 2020-ban az Európai Unió tagországaiban



Forrás: Saját számítás, jegybanki honlapok, EKB és Eurostat adatok alapján

Megjegyzés: Az euroövezeti jegybankok mérlegváltozásainak számítása során nettósításra került sor, azaz levonásra kerültek az euroövezeti tagjegybankok közötti elszámolási műveletek annak érdekében, hogy azok ne jelenjenek meg duplán a tagjegybankok mérlegeiben.

Az euroövezet esetében az EKB eszközvásárlási és refinanszírozási programjai, míg a régiós országokban jellemzően az állampapír-vásárlások állnak a mérlegbővülés háttérében. Az EKB és ezáltal az euroövezeti tagországok mérlege főként a 2020. márciusában indított vészhelyzeti eszközvásárlási program (PEPP) és a hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek (TLTRO III) keretében nyújtott hitelek eredményeként emelkedett. A koronavírus kedvezőtlen gazdasági hatásai miatt a régióban több jegybank, köztük az MNB, a lengyel, a román és a horvát jegybank is állampapír-vásárlási programot indított. Az MNB mérlegének emelkedéséhez az állampapír-vásárlások mellett egyéb programok, például a vállalati kötvényvásárlások, az NHP Hajrá! elindítása, valamint a fedezett hiteleszköz keretében nyújtott források is hozzájárultak.

Fiskális és monetáris politikai lépések összevetése

Az EU 27 országából 20 országban nagyobb mértékben nőtt a jegybank GDP-arányos mérlege, mint a költségvetés hiánya, azaz volumenében a monetáris politikai válságkezelés mértéke nagyobb volt, mint a fiskális politikáé. Érdeemes ugyanakkor megjegyezni, hogy a fiskális élénkítés bizonyos esetekben közvetlenebb módon fejtheti ki hatását a gazdaságban, mint a monetáris lazítás. Utóbbi főként azokban az országokban hathatott közvetlenebb módon, ahol a jegybankok célzott intézkedéseket vezettek be a koronavírus-járvány negatív hatásainak enyhítése érdekében. Az ESA-egyenleg változása mindössze 7 országban haladta meg a jegybankmérleg emelkedésének mértékét, melyek közül Dánia mellett három eurozóna tagország (Málta, Írország, Litvánia), illetve három további ország (Csehország, Bulgária, Románia) a régióknban helyezkedik el.

Amennyiben csak a költségvetés diszkrecionális válságkezelő intézkedéseit vizsgáljuk (az automatikus stabilizátorok nélkül), az csak 6 országban haladta meg a jegybankmérleg bővülését. Az euroövezeti tagországok esetében Máltán, Írországban és Litvániában volt a monetáris lépéseknél nagyobb a fiskális beavatkozás, míg a régiót tekintve Csehország és Bulgária kivételével minden országban a monetáris politikai lépések voltak nagyobb volumenűek.

Fiskális és monetáris politikai válságkezelés Magyarországon

A koronavírus nyomán kialakult gazdasági válságra az MNB gyors és célzott programokkal reagált, amelyekkel 2021. október elejéig összesen több, mint 10 ezer milliárd forintnyi forrást juttatott a gazdasági szereplők széles köréhez. A régiós összevetésben kiemelkedő mértékű jegybanki válságkezelés eredményeként sikerült elkerülni az elnyújtott helyreálláshoz vezető hitel nélküli kilábalást.

A jegybanki állampapír-vásárlási program eddigi több, mint 3 ezer milliárd forintot meghaladó volumenével sikeresen stabilizálta az állampapírpiacot a turbulens pénzügyi környezetben és támaszt jelentett a megnövekedett egészségügyi és gazdaságvédelmi kiadások miatt megugró finanszírozási igény jelentkezésekor is. Emellett az MNB összesen 500 milliárd forintos osztalékbecsülettel is támogatta a költségvetést a járványkezelés időszakában.

A járvány berobbanásakor az akut likviditási feszültségek elkerülése érdekében a jegybank hosszú futamidejű hiteleszközével közel 2600 milliárd forintnyi forrással biztosította a hazai bankrendszer stabilitását. Emellett a jelzáloglevél-vásárlási

program mintegy 300 milliárd forintos vásárlásaival is erősítette a bankok forrásellátottságát.

Az NHP Hajrá! keretein belül az MNB 3 ezer milliárd forintnyi olcsó forrás nyújtásával segítette a hazai kis- és középvállalkozások működését a járvány legsúlyosabb időszakában. A nagyvállalatok finanszírozását pedig az NKP-hoz kapcsolódó jegybanki kötvényvásárlások közel 900 milliárd forinttal támogatták.

A hazai költségvetés az elmúlt évtizedben nagymértékű mozgásteret alakított ki, amelynek révén szintén erőteljesen tudta támogatni a gazdaságot a járvány negatív hatásaival szemben. A költségvetés GDP-arányos hiánya a tervezett 1 százalék helyett 8,1 százalékos lett 2020-ban. Ebből 2,9 százalékpontot a válság okozott az automatikus stabilizátorokon keresztül, valamint 4,2 százalékpontot a kormányzat válságkezelő lépései, ami a 10. legnagyobb összeg az Unióban. A válságkezelő intézkedések teljes összege ennél is nagyobb volt, de egy részét átcsoportosítással fedezték, így ezek nem növelték a hiányt. A jegybankmérleg ennél is számottevően nagyobb mértékben, a GDP 16,7 százalékával nőtt. A jelentős különbséget az okozta, hogy több tagországgal ellentétben az MNB nem pusztán az állampapír-piacon keresztül járult hozzá a stabilitáshoz és a válságkezeléshez, hanem a fent felsorolt, közvetlenebb intézkedésekkel is (Növekedési Hitelprogram Hajrá!, Növekedési Kötvényprogram, eredménybefizetés).

Makroprudenciális lépések

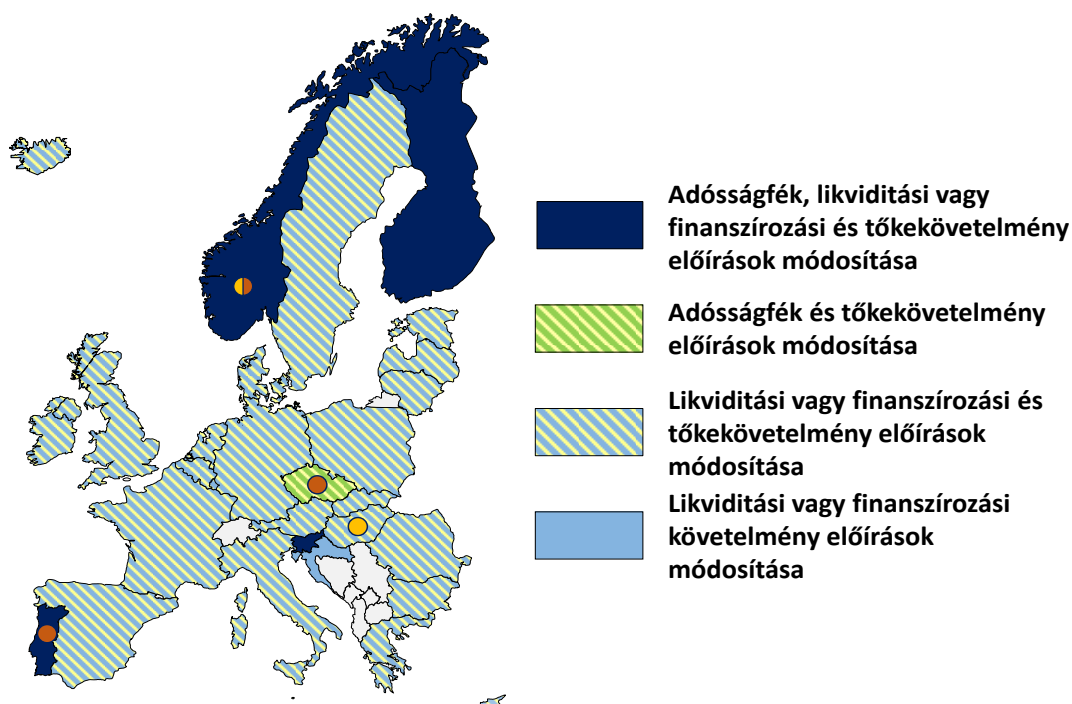
Az Európában a 2008-as válságot követően kiépült makroprudenciális keretrendszer biztosította, hogy az intézmények stabil működés, megfelelő tőke- és likviditási helyzet mellett nézhettek szembe az új válsághelyzettel. Az eszközöket a koronavírus-járvány hatásainak tompítására, a hitelezési tevékenység és a banki szolgáltatások fennakadásának megelőzésére is széles körben használták. A járványhelyzet kapcsán leginkább a tőke- és likviditási követelményeket csökkentették a szabályozó hatóságok, vagy átmenetileg tolerálták a szabályozói követelmények sértését a banki hitelezési kapacitás fenntartása érdekében. Egyes országok esetében ugyanezen célból az ügyfelek általi hitelfelvétel mértékét korlátozó adósságfék-szabályokon is lazítottak.

A járvány hatásainak mérséklésére hozott lazító intézkedéseket a legtöbb ország továbbra is fenntartja, de néhol a korábbi előírásokat visszaállító lépések is megindultak. Az anticiklikus tőkepuffer (CCyB) rátákon az EU-s országok többsége a 2020. tavaszi feloldó döntések óta nem változtatott. Aktuálisan mindössze 5

országban – Bulgáriában, Csehországban, Luxemburgban, Norvégiában és Szlovákiában – van effektív anticiklikus tőkepuffer-követelmény, valamint Csehország és Norvégia 2022-re további emeléseket jelentett be. Norvégiában és Portugáliában a koronavírus-járvány enyhülésével az adósságfék szabályok alóli kivételeket jelentő lazításokat 2020 őszén visszavonták. Az enyhítések szélesebb körű kivezetése azonban a bankrendszer válságot követő kilábalásban és a gazdaság újraindításában betöltött kiemelt szerepére tekintettel a legtöbb esetben 2022-ben vagy azt követően várható csak.

Az MNB is több, a banki hitelezési kapacitás fenntartását célzó makroprudenciális lépést hozott a nemzetközi lépésekkel összhangban, kellő időben bevezetve azokat. Az ideiglenesen csökkenő, illetve szabadon felhasználható tőkekövetelmények a hazai hitelezésre fordítható szabad tőkeállományt több mint kétszeresére növelték, amivel több ezer milliárd forint összegű addicionális hitelnyújtás lehet finanszírozható. A járványhelyzet körüli bizonytalanság és a kilábalás várható ütemezése miatt a hazai rendszerszinten jelentős intézményekre (O-SII) vonatkozó tőkepuffereket csak 2022-től kezdődően, fokozatosan kell újra felépíteniük a bankoknak. Az MNB a hazai devizafinanszírozáshoz kapcsolódó makroprudenciális előírások átmeneti szigorításáról is döntött 2020 tavaszán a tőkepiaci bizonytalanságra tekintettel, de 2020 őszén a kockázatok csökkenésével párhuzamosan visszaállította ezeket eredeti formájukba.

2. ábra: A koronavírus-járvány hatásainak enyhítése érdekében hozott makroprudenciális intézkedések az EGT országokban (2021. augusztus)



Forrás: MNB, ESRB

Megjegyzés: A térképen bemutatott intézkedések lazító jellegűek, ezeken kívül Magyarországon és Bulgáriában szigorító intézkedések is történtek a likviditás és finanszírozás terén. Magyarország esetében ezek már visszaállításra kerültek, Bulgária esetében még mindig érvényben vannak. A térképen körökkel jelöltük a lazító járványintézkedések bevezetése óta meghozott visszaállító lépéseket (világosbarna a bejelentett, sötétbarna a már életbe lépett visszaállító intézkedés).

„Szerkesztett formában megjelent a Napi.hu oldalon 2021. november 17-én.”