

Regős Gábor,
a Századvég Konjunktúrakutató Zrt. makrogazdasági üzletágvezetője

E-mail: regos.gabor@szazadveg.hu

Molnár Dániel,
a Századvég Konjunktúrakutató Zrt. makrogazdasági elemzője, a Budapesti
Corvinus Egyetem doktorandusza

E-mail: molnar.daniel@szazadveg.hu

Horváth Diána,
a Századvég Konjunktúrakutató Zrt. makrogazdasági elemzője, a Budapesti
Corvinus Egyetem doktorandusza

E-mail: horvath.dia@szazadveg.hu

MAGAS HIÁNY – NÖVEKVŐ KAMATOK: HATÁS – ELLENHATÁS

Jelentős fordulatokat hozott a 2021-es év. A vakcinák, részben a nem elégséges oltási hajlandóság nyomán, nem tudták végleg megfékezni a koronavírus-járványt, a vírus újabb és újabb variánsok révén keserítette meg az életünket. Gazdasági fronton ugyanakkor a helyzet kedvezőbb, a gazdaságok a vártnál sokkal gyorsabb kilábalást mutattak. Míg Magyarország esetében a legtöbb elemző 2020 végén még azzal számolt, hogy további egy év kell majd a válság előtti kibocsátás eléréséhez, addig ez mindössze fél év alatt bekövetkezett. Uniós szinten is várhatóan még 2021 negyedik negyedévében visszatért a kibocsátás a válságot megelőző szintjére. Ez ugyanakkor nem jelenti azt, hogy a gazdaságok már kitűnő állapotban vannak, még nem minden ágazat érte el a válság előtti kibocsátási szintjét (ilyen például a turizmus). Emellett több ágazat is kínálati problémákkal, például alapanyaghiánnyal vagy munkaerőhiánnyal szembesül, de a kereslet gyors regenerációja nyomán az energiaárak

<https://doi.org/10.47630/KULG.2022.66.1-2.108>

is hirtelen megugrottak. A kilábalást tehát számtalan kockázat, újabb és újabb felbukkanó probléma övezi. Ezek közül mi most a költségvetések állapotára, a növekvő infláció nyomán szigorodó monetáris politikára, a kettő közti ellentmondásokra és az azokban rejlő globális kockázatokra világítunk rá.

A koronavírus okozta válság következtében megnövekedett az egyes országok költségvetési hiánya. Míg 2019-ben az Európai Unió tagországainak GDP-arányos deficitje mindössze 0,5 százalék volt, addig ez az érték 2020-ra 6,9 százalékra emelkedett. Ez nagyobb növekedés, mint a 2008–2009-es válság idején, amikor a hiány 2,0 százalékról 6,0 százalékra nőtt. Az egyenleg erőteljesebb romlásához több tényező is hozzájárult. Egyrészt a válság jellegéből adódóan 2020-ban szükség volt egyedi kiadásokra (például egészségügyi eszközök beszerzésére), másrészt a korlátozást vagy bevételkiesést elszenvedő ágazatok támogatására (például bértámogatásokra). Különbséget jelent még a két válság között, hogy 2020-ra a nemzetközi szervezetek felismerték a 2008–2009-es válság kezelésének kudarcát¹ (lásd Blanchard et al., 2010), így nem erőltették az egyensúlyi mutatók gyors helyreállítását. Ez pedig a kormányzatoknak szabad kezet adott, amit a fiskális politika maradéktalanul ki is használt.

A túlzott költségvetési hiány veszélyes dolog: a magasabb hiány növeli a finanszírozás költségét és hosszabb távon veszélyezteti az államadósság fenntarthatóságát. Ezt a piacok egy ideig tolerálhatják, azonban válság idején, amikor csökken a kockázatvállalási hajlandóság, a fiskális politika könnyedén olyan helyzetben találhatja magát, ahol a forrásszerzési lehetőségei egyik napról a másikra eltűnnek. Erre láttunk példát Magyarországon, amikor 2009-ben az államadósság finanszírozása csak a Nemzetközi Valutaalap és az Európai Bizottság segítségével volt megoldható. Említhetjük ugyanabból az időszakból Görögország esetét is, amelynél a piaci finanszírozásra történő visszatérés még jobban elhúzódott.

A koronavírus okozta válságban ugyanakkor nem tapasztaltunk sem érdemi hozamemelkedést, sem finanszírozási problémákat. Ebben szerepe van a jegybankok eszközvásárlási programjainak, amelyek stabilizálták az állampapírok iránti keresletet és alacsonyan tartották a hozamokat a megnövekedett kínálat és a turbulens piaci környezet ellenére is. A fiskális lazítások finanszírozásában így nem volt semmilyen számottevő fennakadás, a kormányzatok egymás után jelenthették be a különböző

¹ Blanchard, O., Dell’Ariccia, G., & Mauro, P. (2010). Rethinking macroeconomic policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(1), 199–215. Letölthető: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>

gazdaságélénkítő csomagjaikat, anélkül, hogy esetleges negatív piaci reakciótól kellett volna tartaniuk.

A jegybanki beavatkozások, illetve a piaci stabilitás eredményeként tehát a hozamok az előző válsággal szemben alacsonyak maradtak. Hogy csak néhány példát említsünk: a magyar ötéves állampapír hozama a 2007. végi 7,4 százalékos szintjéről 2009 márciusára 12,7 százalékra emelkedett, míg a 2019. végi 1,2 százalékról 2020 októberére csak 1,8 százalékra növekedett. A romániai hozam a 2007. végi 8,4 százalékról 2008 novemberére 14,0 százalékra nőtt, miközben a 2019. végi 4,2 százalék után a legmagasabb havi érték 2020-ban az áprilisi 4,1 százalék volt. A görög hozamoknál a látványos emelkedés csak később, a szuverén adósságválság idején, 2011–2012-ben következett be: 2012 márciusára a hozam 60 százalék fölé nőtt. Ezzel szemben a görög ötéves hozam 2020-ban is végig alacsonyan alakult, legmagasabb értéke az áprilisi 1,6 százalék volt. Természetesen az előző válság idején is akadtak olyan országok, ahol az állampapírok hozamai nem emelkedtek érdemben: ilyen például Lengyelország, ahol a 2007. decemberi 6,1 százalékos hozam után az átlagos havi hozam 2008-ban és 2009-ben is 7 százalék alatt maradt.

A vírusválság során tehát az egyes országokban jellemzően megnőtt a költségvetési hiány értéke – még ha ennek mértéke különböző volt is. Ez nem is jelent első ránézésre problémát, az anticiklikus gazdaságpolitika természetes velejárója. Nem mondhatjuk azonban, hogy kockázatot sem hordoz magában a megemelkedett hiány. Az olcsó finanszírozás fiskális alkoholizmusra adhat okot, azaz a kormányzatok akkor is költhetnek, amikor azt a vírushelyzet már nem indokolná, amikor már le lehetne építeni az adósságot. Továbbá a magas hiány olyan szempontból is kockázatot jelenthet, hogy a vírushelyzet súlyosabbá válásával, például egy újabb variáns megjelenésével, amikor megint fiskális impulzusra lehet szüksége a gazdaságnak, már nem marad mozgástér a költségvetésben.

Az eszközvásárlások nyomán a válság időszakában az országok tehát olcsón tudtak eladósodni és éltek is ezzel a lehetőséggel. A kilábalással párhuzamosan azonban váratlan fordulat következett be – az infláció meredek emelkedésnek indult. Az infláció gyorsulása kapcsolatban áll a kialakult válsághelyzettel, illetve az abból való kilábalással, ugyanakkor bizonyos szempontból mégis szokatlan: egy gazdasági válság idején jellemzően nem a növekvő infláció miatt kell aggódni. A gyors helyreállítás, illetve a fiskális és monetáris eszközökkel magas szinten tartott kereslet, valamint az ezzel lépést tartani nem tudó kínálat több termék esetében hiányhoz, így áremelkedéshez, az energia (áram, gáz, olaj) esetében pedig szintén az árak növekedéséhez vezetett. Ennek eredményeként 2021 végén az eurózóna inflációja jócskán

a jegybanki cél fölött, 5,0 százalékon alakult. Több tagországé (Észtorszáé, Litvániáé) a 10 százalékot is meghaladta, de az Egyesült Államokban is elérte a pénzromlás a 7 százalékot. Ez a jegybankokat lépésre kényszerítette és lépésre kényszeríti mind a mai napig. Ennek mértéke eltérő: míg a régiós jegybankok markánsabb kamatemelésbe kezdtek, addig az Európai Központi Bank, illetve a Fed még csak ébrednek, irányadó rátáikat nem emelték, bár eszközvásárlási programjaik leépítését már megkezdték (az EKB esetében még csak szóban). Várhatóan azonban az irányadó kamatok is előbb-utóbb emelkedni kezdenek. Ez az államadósság finanszírozását két irányból is érinti: egyrészt a piaci kamatok növekedésén keresztül emelkedik az állampapírok kamata is, másrészt pedig az eszközvásárlási programok leépítése mérsékli a keresletet.

Ami kérdés tehát, az a magas hiányból való visszaút. A hiány leépítésére ösztönzőleg hat a szigorodó monetáris politika, azaz a növekvő kamatok miatt emelkedő forrásköltség. Ugyanakkor a hiány lefaragása és a normális szinthez való visszatérés, a fiskális politika alakulása, illetve az államadósság finanszírozása több kérdést is felvet, melyek a jövőbeni növekedési kilátásokra is hatással lehetnek. A legfontosabbak ezek közül a következők:

- A jegybanki eszközvásárlások elmúltával megmarad-e a stabil finanszírozás? Ez különösen azokban az országokban lehet probléma, amelyek magas GDP-arányos államadóssággal rendelkeznek, mint például Görögország vagy Olaszország. Várhatóan itt az EKB – korábbi jelzésének megfelelően – szükség esetén valamilyen formában fenntartja az eszközvásárlásokat. Itt tehát jól látszik a két eltérő cél: az olcsó adósságfinanszírozás és az infláció leszorításának a konfliktusa. Feltehetjük persze azt a költői kérdést, hogy ha a monetáris politikai döntéseket a fiskális politika befolyásolja, akkor mennyire állja meg a helyét a jegybanki függetlenség vagy az infláció elsődlegességének elve.
- Milyen ütemben sikerül leszorítani a hiányokat? Nem válik-e vonzóvá a túlzott költekezés? A költségvetési szabályok betartását az Európai Bizottság a járványhelyzetre tekintettel átmenetileg felfüggesztette, és még nem született döntés arról, hogy mikortól lépjenek ismét életbe. A jelenlegi bizonytalan gazdasági környezetben az óvatosság érthető, a hiányok túl gyors lefaragása a gazdasági teljesítmény szempontjából jelent kockázatot. További bizonytalanságot jelent a fiskális szabályokkal kapcsolatban, hogy egyre több helyről jelenik meg a reform szükségessége. Itt két tábor kezd kialakulni: egyrésztől azoké, akik a gazdasági kihívásokra tekintettel lazább

szabályozást szeretnének, másrésztől azoké, akik szigorítanak az eddig alkalmazott korlátokat, valamint szigorúbban be is tartatnák őket. Bármelyik tábor akarata érvényesül is, az nagyban befolyásolja majd a kontinensen a költségvetési fegyelmet és így az adósságpályát, valamint az abban rejlő kockázatokat.

- Mi lesz a sorsa a jegybankoknál felhalmozódott eszközállományoknak? Az eszközvásárlások befejezése még csak a probléma egy részét oldja meg, a jegybankmérlegek leépítése ettől teljesen eltérő helyzetet jelent. A pénzügyi válság során vásárolt eszközállomány leépítését a Fed már korábban megkezdte. A negatív hatások elkerülését azonban itt segítette, hogy a globális likviditás ekkor az EKB és a japán jegybank eszközvásárlásai nyomán nem mérséklődött és így a hozamok sem ugrottak meg hirtelen. Teljesen más lesz a helyzet, ha a világ legnagyobb jegybankjai egyszerre kezdik el csökkenteni a globális pénzkínálatot, úgy, hogy a mérlegükben szereplő, lejáró kötvényeket nem újítják meg a piacról. Ez várhatóan jelentős hozamemelkedést indukálna, amelyre nem biztos, hogy több ország kormánya fel lenne készülve. Alternatívaként persze felmerül, hogy a jegybankok nem építik le eszközállományukat, hanem azt az idők végezetéig a mérlegükben tartják. Ez természetesen megkímélné a gazdaságokat egy újabb sokkhatástól, azonban teljesen új helyzetet is teremtené: a fiskális és a monetáris politika viszonya végérvényesen megváltozna, illetve újabb ösztönző kerülne ki a rendszerből, amely a fiskális politikát a hiány leszorítására sarkalná. Ez a probléma azonban vélhetően nem a közeljövőben jelenik meg, inkább hosszabb távon.
- Meddig emelkedhetnek a kamatok? A megnövekedett adósságok és az emelkedő kamatok növelik az egyes államok kamatterheit. A kamatkiadások emelkedése mellett csak úgy mérsékelhető a hiány, ha más kormányzati kiadások háttérbe szorulnak, például elhalasztanak egyes beruházásokat, ami főképezőleg hathat a gazdasági teljesítményre, vagy a szociális kiadásokat mérséklük, ami viszont a társadalmi ellentéteket erősítheti fel.
- Milyen terhet rónak a 21. század kihívásai (digitalizáció, klímaváltozás) a költségvetésekre? Az ezekre adott válaszok is jelentős kormányzati költségezt tesznek szükségessé, ami szintén abba az irányba hat, hogy a költségvetési szigor középtávon nem tér vissza sem az Európai Unióban, sem az USA-ban. Mi lesz ennek a vége? Miből lehet finanszírozni ezeket a be-

ruházásokat? Megoldásként itt is felmerült már a jegybankok erőteljesebb szerepvállalása (zöld célok), ez azonban, ha megint a pénzkínálat növelésével (zöld eszközvásárlással, zöld növekedési hitelprogrammal) valósul meg, ismételten az infláció leszorítása ellen hat. Emellett a jegybanki kettős célrendszer bevezetése ronthatja a jegybankok hitelességét és a monetáris eszközök hatásosságát is.

- Mi lesz az inflációval? A jegybankok esetében a helyzetet tovább bonyolítja, hogy az alapvető céljuk az infláció célon tartása lenne, és ebben a tekintetben egyetlen jegybank bizonyítványa sem valami fényes az utóbbi időszakból. Az infláció átmenetiségének hangsúlyozása már kikopott ugyan a kommunikációból, azonban a helyzetértékelés továbbra is azt mutatja, hogy a monetáris döntéshozók nem számítanak arra, hogy a mostani magasabb áremelkedés, beépülve a várakozásokba, tartósan fennmaradhat. Amennyiben a helyzetértékelésük hibás, az két lehetőséget hagy számukra: egyrészt elengedik az inflációt és tovább támogatják a fiskális politikákat világszerte, ezzel teljesen elveszítve az elmúlt évtizedekben kiépített hitelességüket, vagy egy, a korábbinál sokkal agresszívebb szigorítási ciklusba váltanak át. Utóbbi a fiskális politikát is kényszerpályára vinné, a kormányzatoknak a hiányok gyors lefaragására kellene átállniuk, így csökkentve az államadósságokat és a kamatkiadásokat. Ez ugyanakkor a kilábalást és a hosszú távú gazdasági növekedést fékezne, a fentebb is kiemelt területeken (digitalizáció, klímaváltozás) kitűzött célok elérését pedig megnehezítené vagy akár el is lehetetlenítené.

Összességében véve tehát a koronavírus-válságra adott válaszok nemzetközi viszonylatban magas hiányokat eredményeztek, amelyek a válság idején, alacsony inflációs közegben nem jelentettek problémát. A kilábalás elindulásával ugyanakkor szükségessé vált a fiskális politika konszolidálása, amit tovább fokoz az emelkedő infláció nyomán szigorodó monetáris politika és az ennek eredményeképp növekvő kamatok. A magas hiányok és a nagy államadósság jelentős kockázati tényezőket jelentenek, amennyiben azok a piacokról nem finanszírozhatók tovább, annak komoly gazdasági áldozatai lesznek. Azonban a kitűzött távlati célok, a digitalizáció előmozdítása, illetve a klímaváltozás visszafordítása, a zöld átmenet az államháztartások részéről jelentős ráfordítást igényelnének, ami pedig a kormányzati költségek növelését tenné szükségessé. Vagyis a válság eredményeképp az államháztartások „két tűz közé kerültek”: egyszerre szembesülnek a hiány és államadósság leépíté-

sének szükségességével, valamint a 21. század céljainak eléréséhez elengedhetetlen befektetések finanszírozásának igényével. Ugyanígy nehéz helyzetbe sodródott a monetáris politika. A válság nyomán érthető módon bevezetett lazító intézkedések a kilábalás során visszaütnek: a jegybankok vagy elkezdnek harcolni az emelkedő infláció ellen, vagy tovább támogatják a költségvetési hiányok és az államadósságok finanszírozását. Ebben a helyzetben kerül előtérbe a jegybankokkal szembeni azon elvárás, hogy kivegyék a részüket a klímaváltozás elleni harcból. Mindez érdemben átalakíthatja a monetáris politika keretrendszerét, mindezt úgy, hogy a legutóbbi gyökeres átalakulásra mindösszesen egy évtizede került sor.