



Félúton: külső eladósodás helyett erősödő belső finanszírozás

A magyar gazdaság finanszírozási helyzetének javulása

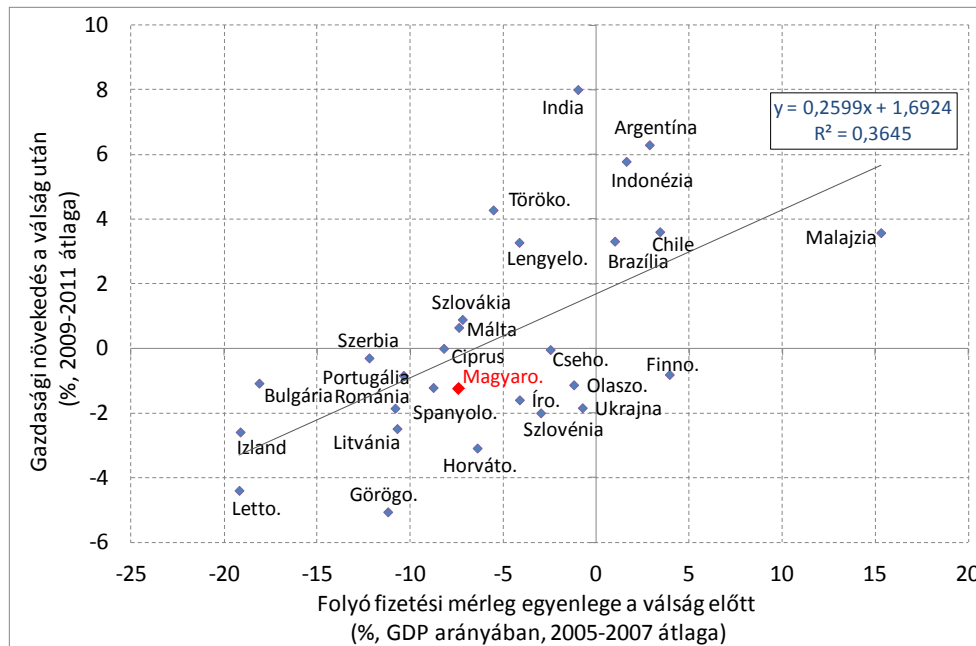
Dr. Balog Ádám – Palotai Dániel

1. BEVEZETÉS

A külső egyensúlytalanságok válság előtti nagysága jelentős szerepet játszott abban, hogy az egyes országok gazdasági teljesítménye miként alakult a 2008-as válság kitörését követően. A válság előtt az alacsony kamatok által biztosított forrásbőség és viszonylag nagymértékű kockázatvállalási hajlandóság jellemezte a piacokat. Ennek megfelelően sok országban jelentős külső egyensúlytalanság, a folyó fizetési mérleg számottevő mértékű hiánya volt megfigyelhető.

A pénzügyi válság kitörésekor a kockázatvállalási hajlandóság visszaesésével az egyes országok külső finanszírozhatósága jelentősen megnehezült, így a korábban növekedésüket erősen külső forrásokra alapozó gazdaságok súlyos reálgazdasági áldozatokat szenvedtek el. A gazdasági visszaesés mértéke a **válság kitörését követően** annál súlyosabb volt, minél **nagyobb folyó fizetési mérleg hiánnyal rendelkeztek az érintett országok** (1. ábra). A külső forrásbevonási lehetőségek beszűkülése a fogyasztási és beruházási kereslet erőteljes alkalmazkodását tette szükségessé. A belföldi felhasználás visszaesése egyidejűleg javította a folyó fizetési mérleg egyenlegének szempontjából döntő fontosságú külkereskedelmi egyenleget, illetve a magánszektor pénzügyi megtakarítását.

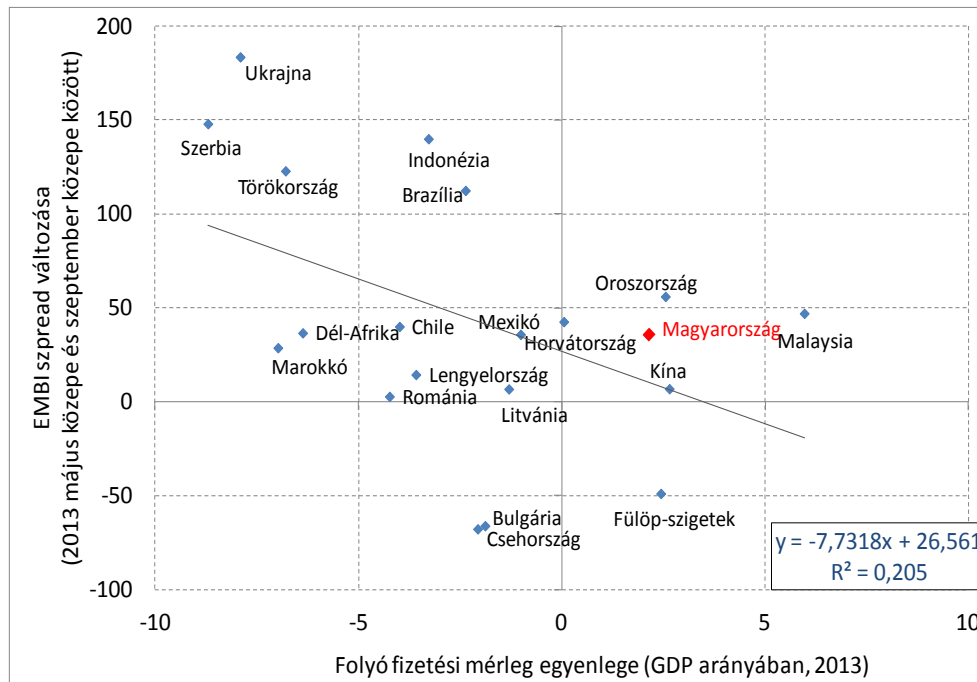
1. ábra: Feltörekvő és periféria országok válság előtti külső egyensúlya és válságot követő gazdasági növekedése



Forrás: Eurostat

Az elmúlt hónapok tapasztalatai azt mutatják, hogy a befektetők számára a gazdaságok külső egyensúlyi pozíciója továbbra is kiemelten figyelt makrogazdasági mutató. A válság kitörése után bekövetkezett kényszerű alkalmazkodási folyamat mellett a főbb jegybankok egyre nagyobb mértékű likviditásnövelő programokat indítottak el – ezek fokozatos kivezetésének felvetése ugyanakkor újra felhívta a figyelmet az egyes országokban jelenlévő egyensúlytalanságokra. A Fed eszközvásárlási programjainak kivezetésével kapcsolatos aggodalmak erősödése erős kilengéseket okozott a feltörekvő piaci eszközárakban. Ám míg egyes országok esetében ez erőteljesen ment végbe, addig máshol – köztük Magyarországon is – relatíve gyengén éreztette hatását. A feltörekvő országok közti differenciálást és az országok pénz- és tőkepiacain kiváltott negatív reakciókban tapasztalt eltéréseket több tényező együttesen okozta (pl. elérhető reálkamat, növekedési kilátások változása), de ezek közül a folyó fizetési mérleg hiánya volt az egyik kiemelt faktor, amely ismét a piaci figyelem középpontjába került az időszak során. A feltörekvő piaci eszközeladási hullámban azok az országok szenvedték el a legnagyobb árfolyam-leértékelődést, ahol a folyó fizetési mérleg hiánya is számottevő volt (2. ábra).

2. ábra: Feltörekvő országok folyó fizetési mérleg egyenlege és EMBI szpredjének változása



Megjegyzés: Az EMBI szpred változását a tapering bejelentése és késleltetésének bejelentése között számítottuk. Forrás: Eurostat, Bloomberg

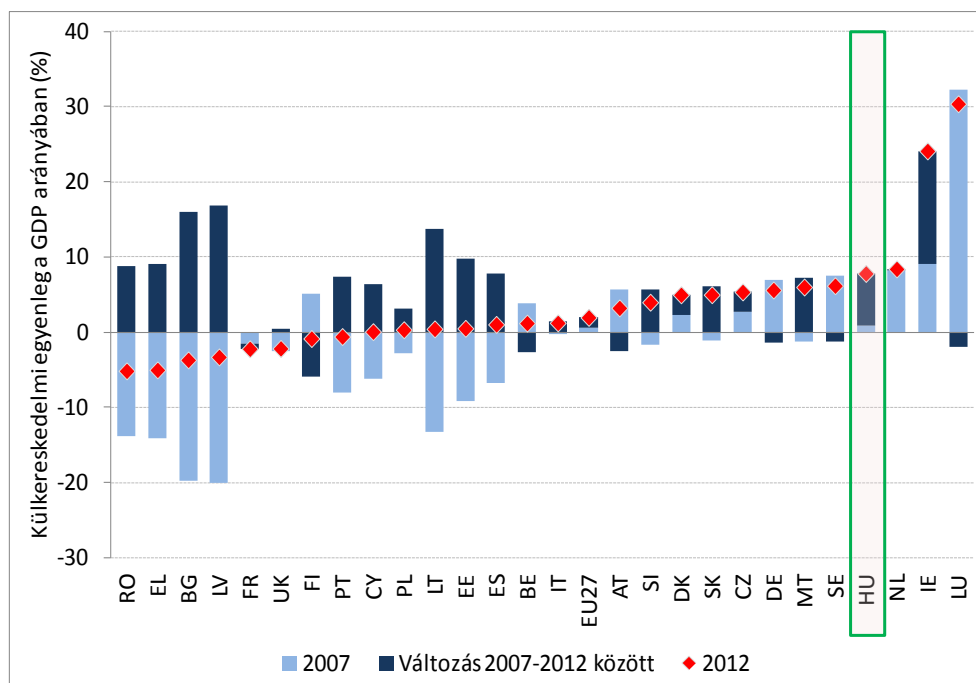
A fenti két - a közel múltból hozott - példa is megfelelően érzékelteti, hogy a külső egyensúlyi pozíció alakulása - különösen turbulens piaci környezetben - kiemelt fontosságú egy-egy gazdaság helyzetének megítélésében. A folyó fizetési mérleg hiánya alapvetően két dolgot mutathat. A *reálgazdasági megközelítés* szerint a hiány abból fakad, hogy adott időszakban a gazdaság belső felhasználása (fogyasztás, beruházás) nagyobb a megtermelt jövedelemnél, így a fogyasztás és beruházás finanszírozására külső források bevonására van szükség. A *finanszírozási megközelítés* szerint a hiányt az okozza, hogy a hazai gazdasági szereplők nettó pénzügyi megtakarítása negatív – ami jellemzően úgy alakul ki, hogy a vállalatok és az államháztartás finanszírozási igénye nagyobb volt, mint a lakosság pénzügyi megtakarítása. Vagyis folyó fizetési mérleg hiánya esetén a gazdaság nettó hitelfeltevő: a jövedelmet meghaladó belső felhasználást külső forrásokból kell finanszírozni.

A magyar gazdaságot a válság előtti években súlyos külső és belső egyensúlytalanság jellemezte. Ezzel párhuzamosan a gazdaság növekedését gyors és fenntarthatatlan eladósodás finanszírozta. Egyensúlyi mutatóink a válság óta eltelt években jelentősen és tartósan javultak. Elemzésünkben röviden áttekintjük, hogy a befektetői értékítéletekben aktuálisan meghatározó szerepet játszó folyó fizetési mérlegben a válság kitörése óta eltelt években – először a reálgazdasági, majd a finanszírozási oldalra koncentrálva - milyen alapvető folyamatok zajlottak.

2. REÁLGAZDASÁGI FOLYAMATOK

A külkereskedelmi egyenlegünk nemzetközi összehasonlításban is erős aktívumot mutat. A nettó export a válságot megelőző évekig negatívan járult hozzá a növekedéshez, tükrözve a mindhárom gazdasági szektor belső felhasználása miatti erős importnövekedést. A külkereskedelmi mérleg az erős export növekedés és a költségvetési kiigazítások miatt lassuló belföldi kereslet eredményeképpen 2006-tól lassan javulni kezdett, majd a válság 2008-as kitörését követően a folyamat gyorsulást mutatott. A külkereskedelmi többlete az elmúlt negyedévekben elérte a GDP 6-8 százalékát, amely az Európai Unión belül is magasnak számít (3. ábra).

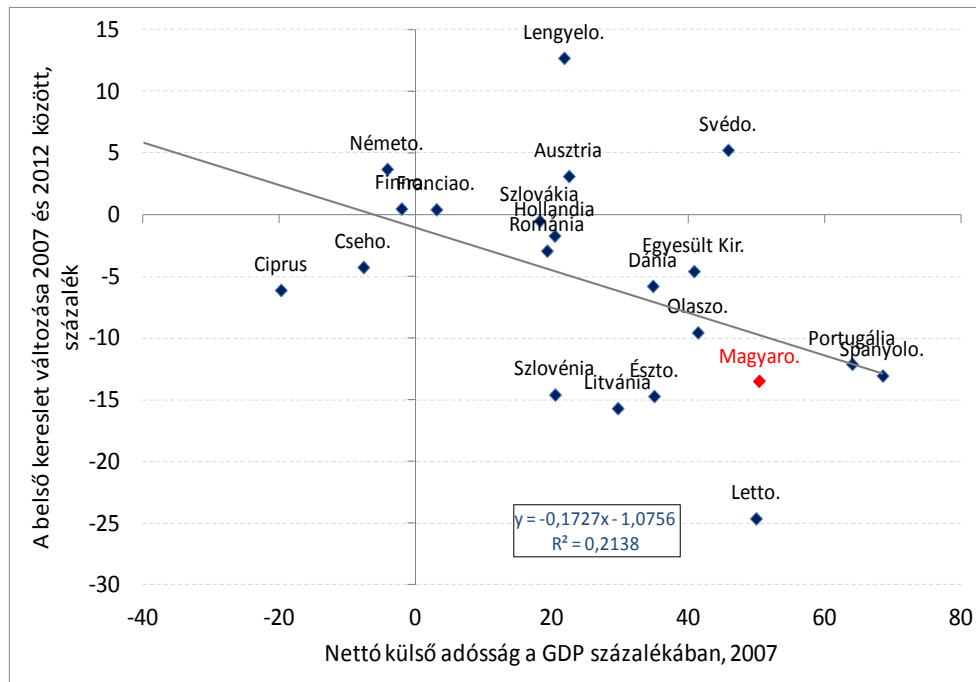
3. ábra: A külkereskedelmi egyenleg a válság előtt és a válságot követően az Európai Unió országaiban



Forrás: Eurostat

A külkereskedelmi mérleg javulása nagyobb részben az import alkalmazkodásának volt köszönhető, melyet elsősorban a belső kereslet csökkenése magyarázott. A válságot megelőzően mindhárom gazdasági szektor (állam, lakosság, vállalatok) jelentős mértékű adósságot halmozott fel, növelve a gazdaság importigényét. A válságban emiatt szükségszerűen megindult ezen adósságok csökkentése, ami még jelenleg is zajlik. A gazdasági szereplők jövedelmük jelentős hányadát fordítják adósságszolgálatra, ezért fogyasztási és beruházási kiadásaik számottevően csökkentek. A válság alatt a belső kereslet annál nagyobb mértékben csökkent, minél nagyobb volt a válságot megelőzően a külső eladósodottság (4. ábra).

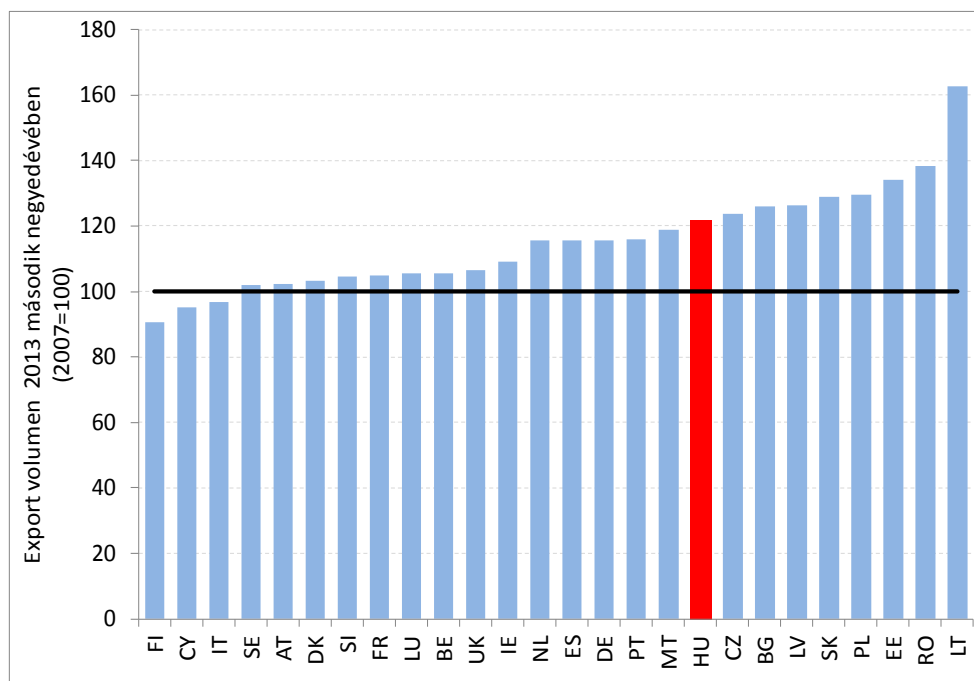
4. ábra: A nettó külső adósság a válság előtt és a belső keresleti tételek alakulása a válság alatt



Forrás: Eurostat

A folyó fizetési mérleg alkalmazkodása idején a gazdaság növekedési lehetőségeit alapvetően az export bővülése határozza meg. A magas eladósodás mellett a válság kitörését követően a belföldi kereslet nem vagy csak korlátozott mértékben támogathatja az érintett gazdaságok felzárkózását. Az exportvezérelt növekedés korlátját jelenti azonban, hogy a pénzügyi válság a világgazdaság egészének teljesítményét visszavetette, a magas adósságból fakadó keresleti problémák a világ több meghatározó gazdasági régiójában egy időben, szinkronizáltan jelentkeztek. A gyenge nemzetközi keresleti környezet ellenére exportunk 2013-ra már 20 százalékkal meghaladta a válság előtti szintet, ami az Európai Unió átlagánál kedvezőbb teljesítmény (5. ábra). A képet némileg árnyalja, hogy egyelőre a régiós országok többsége hazánknál is nagyobb növekedést tudott felmutatni. Ebben azonban szerepet játszhatott a hazai ipar szerkezetváltása. Az elektronikai szektorban működő vállalatok globális piaci részesedésének jelentős mérséklődése miatt a szektor termelőkapacitásai az utóbbi években számottevően csökkentek. Ennek hatásait a kiépült új autóiipari kapacitások termelésének felfutása még csak fokozatosan tudta ellensúlyozni. Az átalakulási folyamat az idei évre befejeződhet, aminek hatása az export határozottabb élénkülésében is jelentkezhet.

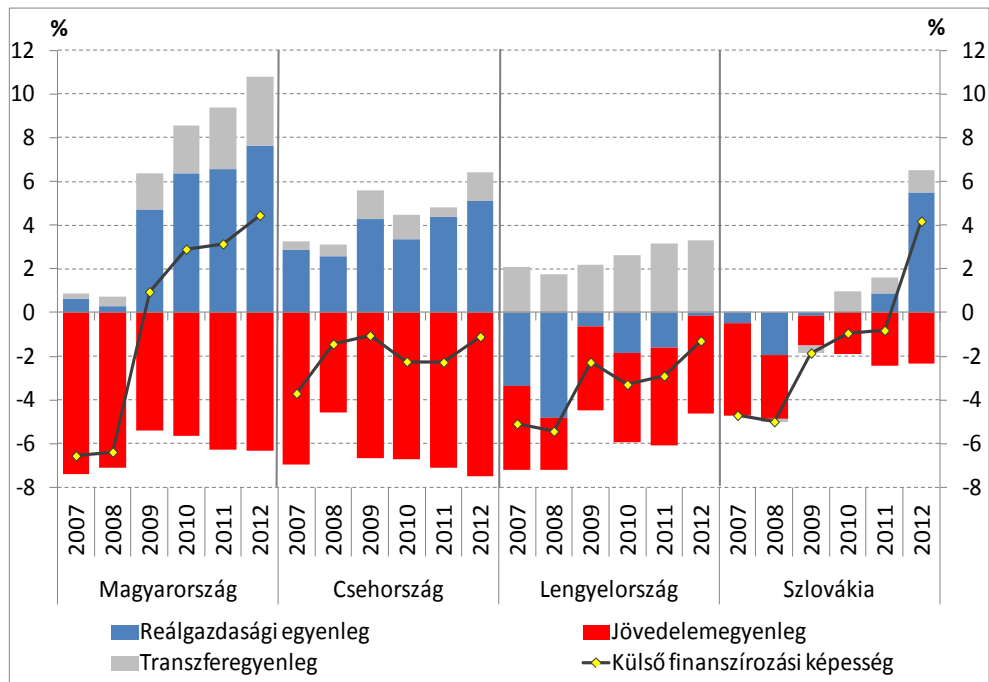
5. ábra: Az export volumene 2013 második negyedében
(2007=100, GDP szerinti export)



Forrás: Eurostat

A külső finanszírozási képesség javulásához a külkereskedelmi folyamatok mellett a **jövedelemegyenleg hiányának csökkenése, illetve az EU-transzferek növekedése is hozzájárult**. A válság hatására visszaesett a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmezősége is, amit a költségvetési egyensúly stabilizálása érdekében bevezetett válságadók is csökkentettek. A csökkenő tulajdonosi jövedelmek nagyobb mértékben mérsékeltek a jövedelemegyenleg hiányát, mint amekkora mértékben emelkedett a korábban felhalmozott adósság kamatterhe. A fenti tényezők hatására a jövedelemegyenleg hiánya a GDP mintegy 1 százalékával maradt el 2012-ben a válság előtt jellemző szinttől. Ezen kívül az EU-transzferek beáramlása is erősödött, 2007-2012 között a GDP 1 százalékáról 4 százalékra. A külkereskedelmi egyenleg nagymértékű javulása mellett tehát ezen tényezők is hozzájárultak a magyar gazdaság külső finanszírozási képességének emelkedéséhez, amely így jóval nagyobb mértékű volt, mint más visegrádi országokban. Ennek köszönhetően a GDP arányában mért megtakarítói pozíció is Magyarországon volt a legnagyobb 2012-ben (6. ábra).

6. ábra: A visegrádi országok GDP-arányos külső finanszírozási képessége



Forrás: Eurostat

3. FINANSZÍROZÁSI FOLYAMATOK

A külső finanszírozási képesség válság után bekövetkezett javulásához mindhárom hazai szektor pénzügyi megtakarításának alakulása hozzájárult. A külkereskedelmi egyenleget javító folyamatok a magánszektor megtakarításaiban is tükröződtek: a fogyasztás visszaesése a lakosság, a beruházás csökkenése pedig a vállalatok finanszírozási képességének jelentős növekedésével járt együtt. Az ehhez kapcsolódó finanszírozási oldali – a reál gazdaságban végbemenő folyamatokkal párhuzamosan lezajló – folyamatokat a bankok hitelezésének leállása határozta meg: a forráshoz jutási lehetőségek szigorodásával a korábban jellemző nagymértékű nettó hitelfelvételt a hitelek visszafizetése követte. A válság által kikényszerített mérlegalkalmazkodás tehát az egyes szektorok pénzügyi megtakarításának növekedéséhez vezetett. Azt is fontos kiemelni ugyanakkor, hogy ezzel párhuzamosan a sikeres költségvetési konszolidáció eredményeként – az Európában jellemző trendekkel ellentétben – az államháztartás finanszírozási igénye is tartósan visszafogott maradt.

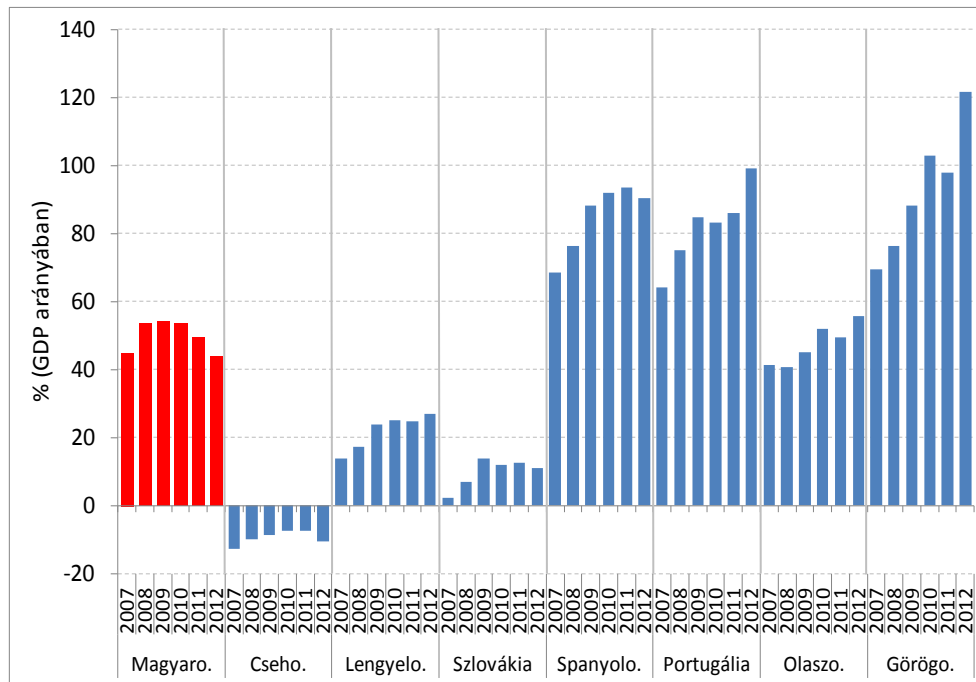
Az FDI-beáramlás folytatódása miatt a külső finanszírozási képesség döntően az adósságjellegű források kiáramlásával, és így az ország külső adósságának jelentős mértékű csökkenésével járt. A régiós országokhoz hasonlóan a közvetlentőke-befektetések nagysága elmaradt ugyan a korábban jellemző mértéktől, azonban a válság kitörését követően is történt FDI-beáramlás. Így a külső finanszírozási képesség elsősorban az adósságtípusú források kiáramlása mellett valósult meg: az összes szektornál megfigyelhető mérlegalkalmazkodás miatt a gazdasági szereplők igyekeztek törleszteni külföldi hiteleiket. Ez a

folyamat a bankrendszerben volt megfigyelhető a legmarkánsabban: a magánszektor nettó hiteltörlesztéseiből és az elhelyezett betétekből rendelkezésére álló forrásokat a bankok külső forrásaik csökkentésére fordították. Ennek eredményeképpen például a bankok külföldi forrásai a 2009-2012-es időszakban 20 milliárd eurót meghaladó mértékben csökkentek. A külföldi hitelek törlesztésének hatására a magyar gazdaság válság előtti sérülékenységében fontos szerepet játszó nettó külső adósság GDP-arányos értéke jelentősen csökkent: a 2008 végi 54 százalékos szintről 2013 júniusára 40 százalék alá. Fontos ugyanakkor azt is hangsúlyozni, hogy – a külső adósság jelentős devizaaránya miatt – a válság előtt jellemzőnél gyengébb árfolyam tompítja az adósságtípusú források kiáramlása alapján várható külső adósságráta-csökkenést.

A külső sérülékenység szempontjából különösen fontos rövid külső adósságok szintje is mérséklődött. A válság kitörését követően a kockázatvállalási hajlandóság csökkenése azzal a következménnyel is járt, hogy a gazdasági szereplők lejárató adósságukat csak rövidebb lejáratú forrásokból tudták megújítani. Ennek hatására Magyarország rövid külső adóssága – a hitelek visszafizetésének ellenére – még enyhén emelkedett is. 2011 közepétől ugyanakkor a gazdaság rövid külső adóssága is meredeken csökken, és az eredetileg éven belüli források állománya már jóval elmarad a válság kitörése előtt jellemző szinttől.

A magyar gazdaság külső adósságrátája elmarad ugyan a perifériás országokban jellemző értékektől, azonban továbbra is magasabb, mint a környező országokban – így a jelentős mértékű külső finanszírozási képesség ellenére további alkalmazkodásra lehet szükség. Az utóbbi időben a folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulása állt a befektetők fenntarthatóságot vizsgáló elemzéseinek középpontjában. Ugyanakkor az egyértelműen csökkenő trend ellenére Magyarország külső adósságrátái – bár jóval elmaradnak a perifériás országokban tapasztalt szinttől – továbbra is meghaladják a régiós országokban jellemző szinteket. A külső adósságráta csökkentése azért is különösen fontos, mert a nemzetközi összehasonlítások alapján a válság elején magasabb külföldi tartozással rendelkező országok válság alatti gazdasági növekedése elmaradt a kevésbé eladósodott országokétól.

7. ábra: A visegrádi és az eurozóna periféria országok GDP-arányos nettó külső adóssága



Forrás: Eurostat, régiós jegybankok

Össességében megállapíthatjuk, hogy a magyar gazdaságnak a válság előtti években mutatott erős külső forrásbevonásra épített növekedési modellje fenntarthatatlannak bizonyult. A válságban és az azt követő időszakban lecsökkent globális kockázatvállalási hajlandóság különösen sérülékennyé tette a magas külső egyensúlytalanságot felmutató gazdaságokat, míg a belső finanszírozási forrásokra építő gazdaságok ellenállóbbnak bizonyultak. A magyar gazdaság esetében a fenntarthatatlan külső egyensúlyi pozíció korrekciója - súlyos reálgazdasági költségek mellett – az elmúlt években megtörtént. Külső egyensúlyi többletünk nemzetközi összehasonlításban is jelentős, és az előrejelzések alapján a következő években is fennmaradó tényező maradhat, fokozatosan csökkentve a gazdaság magas külső eladósodottságából adódó sérülékenységet.

Középtávon a globális kockázatvállalási hajlandóság normalizálódásával a külső források elérhetősége ismét javulhat. Azonban levonva a 2008-as válság hazai és nemzetközi tapasztalatait egy fenntartható növekedési pálya eléréséhez a 2000-es években követett, gyors külső eladósodásra építő növekedési modell tartós korrekciója szükséges.

Finanszírozási oldalról ezen új növekedési modell legfontosabb tényezői: a fegyelmezett, alacsony hiány mellett elkötelezett fiskális politika fenntartása; a hazai megtakarításokat hatékonyan allokáló, versenyző pénzügyi közvetítő rendszer; a külső forrásbevonásban a fogyasztás helyett - a gazdaság hosszabb távú növekedési potenciálját javító - termelő-beruházások bővülésére építő fejlesztéspolitika; és a makro szintű kockázatok megfelelően monitorozó és kezelő szabályozói politika lehetnek.