

Kálmán Péter- Oláh Zsolt:

Adósságcsapda felé sodródnak a világ vállalatai?

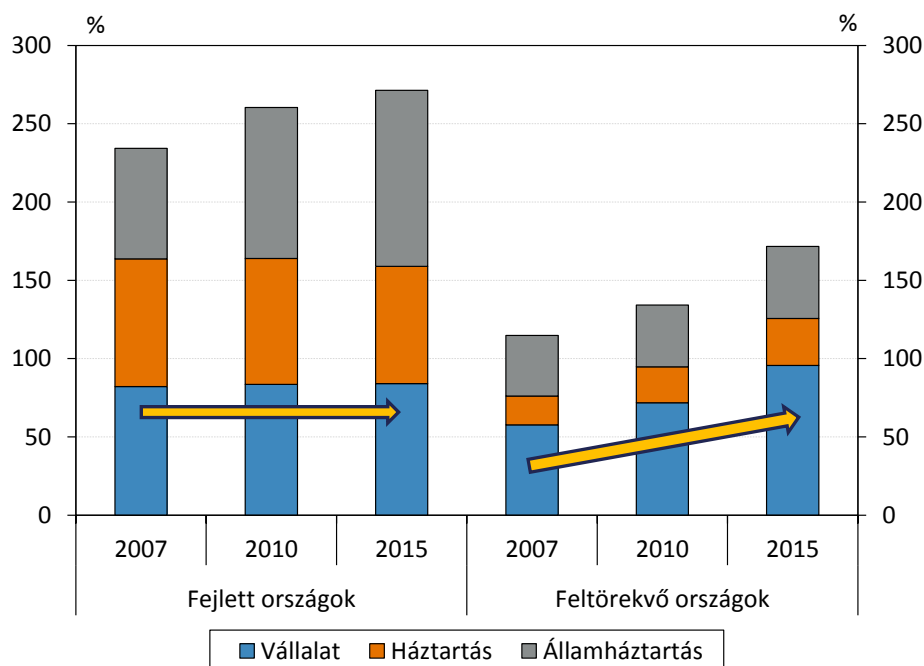
A válságot követően a világ nagy jegybankjai a kamatok csökkentésével és a pénzkínálat növelésével igyekeztek enyhíteni a hitelezés visszaesése, valamint a deflációs félelmek okozta károkat. Az alacsony hozam- és kamatkörnyezetben a vállalatfinanszírozási szerkezet egyre inkább eladósodottság felé tolódott el. A gazdasági szereplők túlzott kockázatvállalása hosszú távon azonban akár újabb problémák melegágyává is válhat. Az alábbi cikkben ennek jeleit járjuk körbe a globális kötvény- és részvényt piacok tendenciáit vizsgálva.

Az alacsony kamatkörnyezet hozzájárul a deflációs kockázatok kivédéséhez, de hosszabb távon a kockázatvállalási hajlandóság túlzott emelkedéséhez vezethet

A válság kitörése óta a nagy jegybankok a kamatok csökkentésével, illetve a likviditás növelésével ellensúlyozzák a magánszektor mérlegalkalmazkodási folyamatát (ún. *de-leveraging*), valamint a hitelezési folyamatok és a reálgazdaság közötti negatív visszacsatolás elmélyülését (ún. *akceleratorhatás*). Az alacsony hitelkamatok rövid távon hozzájárulhatnak a deflációs kockázatok kivédéséhez és a kóros „hitelnélküliség” kezeléséhez. Hosszú távon fennmaradó alacsony kamatkörnyezetben azonban a hitelezők és befektetők kockázatvállalási hajlandósága szélsőségesen megnőhet, és portfólióik összetételében megnövekedhet a kockázatosabb eszközök aránya. Ez a folyamat hitel- és eszközár-buborékok kialakulásához, a kockázatos hitelezés széles körű elterjedéséhez, valamint a gazdasági szereplők túlzott eladósodásához vezethet. Mindezt egy esetleges kockázati felár emelkedés tovább fokozhatja az adósságszolgálati terhek és a vállalati csődök számának növekedésén keresztül.

A reálgazdasági szereplők globális eladósodottsági folyamatait vizsgálva megállapítható, hogy a válságot követően a fejlett országokban jellemzően az államadósságok növekedése, míg a feltörekvő országokban elsősorban a nem-pénzügyi vállalatok GDP-arányos adósságának emelkedése volt jellemző. Utóbbi főként néhány nagyobb, elsősorban nyersanyag- és energiahordozó exportőr országot érintett (Brazília, India, Kína, Chile, Mexikó, Oroszország). A háztartások esetében a fejlett országokban az adósságok leépülése, míg a feltörekvő országokban növekvő hitelfelvétel figyelhető meg. Az alacsony kamatkörnyezet okozta likviditásbőség másik hatása, hogy a feltörekvő piaci kötvénykibocsátók eltolódtak a devizakibocsátások (főként USD és EUR) irányába.

1. ábra: GDP arányos eladósodottság a fejlett és a feltörekvő országokban szektoronként



Forrás: BIS.

A feltörekvő piaci vállalati kötvénykibocsátás főként Kínában nőtt érdemben, míg a fejlett piaci nem befektetési kategóriájú kötvényszegmens utóbbi évekbeli felfutása is hordozhat kockázatokat

Az alacsony hozamkörnyezet és a lassuló növekedés következtében nemcsak a részvény, hanem a kötvénypiac felértékelődését tapasztalhattuk az elmúlt években. Ráadásul nemcsak a szuverén, de a vállalati kötvényszegmens is egyre népszerűbbé vált a befektetők és kibocsátók körében. A teljes vállalati kötvénykibocsátás a relatíve magas évi 2000 milliárd dolláros szinten stabilizálódott. 2016 első félévében a vállalati kötvénypiac globálisan 1183 milliárd dollárral nőtt, amiből a magasabb kockázatú, befektetésre nem ajánlott úgynevezett „high yield” szegmens 240 milliárd dollárt (20 százalék) tett ki. A feltörekvő piacokon belül a kínai kötvénykibocsátások felfutása volt számottevő az elmúlt években. 2016 első félévében már a teljes vállalati kötvénypiac 15 százalékát adták a kínai kibocsátások (a korábbi 6-8 százalékos részarányhoz képest).

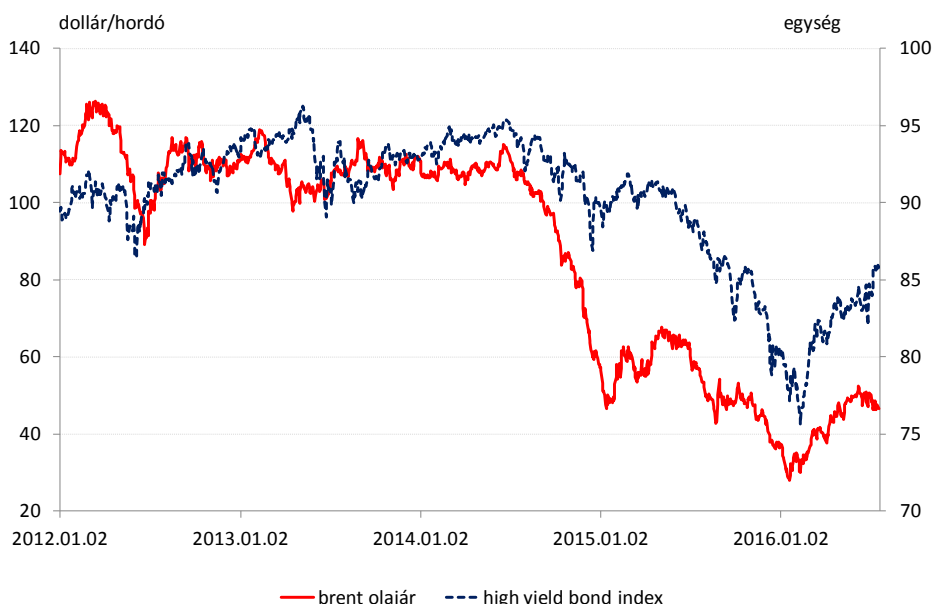
A high yield szegmens elmúlt 5-6 évben megfigyelt népszerűsége az alacsony hozamkörnyezet okozta hozamvadászat magatartásra vezethető vissza. A 2011-es visszafogett évet követően folyamatosan emelkedett a kibocsátások volumene, amely 2014-ben elérve a 620 milliárd dollárt, idén az első félévben pedig 240 milliárd dollárt tett ki. Piaci elemzések szerint továbbá az utóbbi néhány évben a high yield kötvénykibocsátá-

sokban egyre kisebb arányt képviselnek a vállalati működéshez kötődők (bár még mindig ez a legmagasabb részarányú), viszont a felvásárlás-célú kibocsátások jelentősége megnövekedett. Az is szembetűnő, hogy a tőkeáttételes részvényvásárlások (LBO) aránya jóval elmarad a válság előtti szintekhez viszonyítva.

A high yield kötvények csődrátájának növekedése Amerika specifikus probléma volt eddig

A high yield kötvényeknek nagyobb a csődkockázata, mint a befektetésre ajánlott kategóriás kötvényeknek. Az USA-ban 2015-ben a csődarány 3,5 százalék volt, míg a Fitch előrejelzése alapján 2016-ban ez 6 százalékra emelkedhet. A tengerentúli csődráta megugrásának oka azonban szinte teljes egészében az energia és bányászati szektor kockázatosságának megnövekedésére vezethető vissza, ezeket leszámítva azonban stabilan 1-2 százalékos csődráta jellemzi az amerikai piacot. Az energiaszektor problémáit jól tükrözi, hogy ebben a szegmensben 2016-ra 94 százalékkal csökkent a kibocsátási aktivitás. Az olajár csökkenése és tartósan alacsony szintje számos palaolaj termelő cég csődjéhez vezetett, így az elmúlt időszakban az olajárfolyam és a high yield kötvénypiaci index közötti korreláció szorosnak mutatkozott: az olajár-eséssel párhuzamosan a kötvényárfolyamok is érdemben csökkentek (2. ábra).

2. ábra A Brent olajár (bal skála), és az iboxx magas hozamú kötvény ETF árfolyamának alakulása (jobb skála)*



**Amerikai high yield kötvényekből álló tőzsdén jegyzett befektetési alap*

Forrás: Bloomberg

A high yield kötvénykibocsátások tehát ugyan lassulnak és egyelőre a csődráták sem magasak, de egy kockázati felár megugrás következtében a csődráták növekedhetnek,

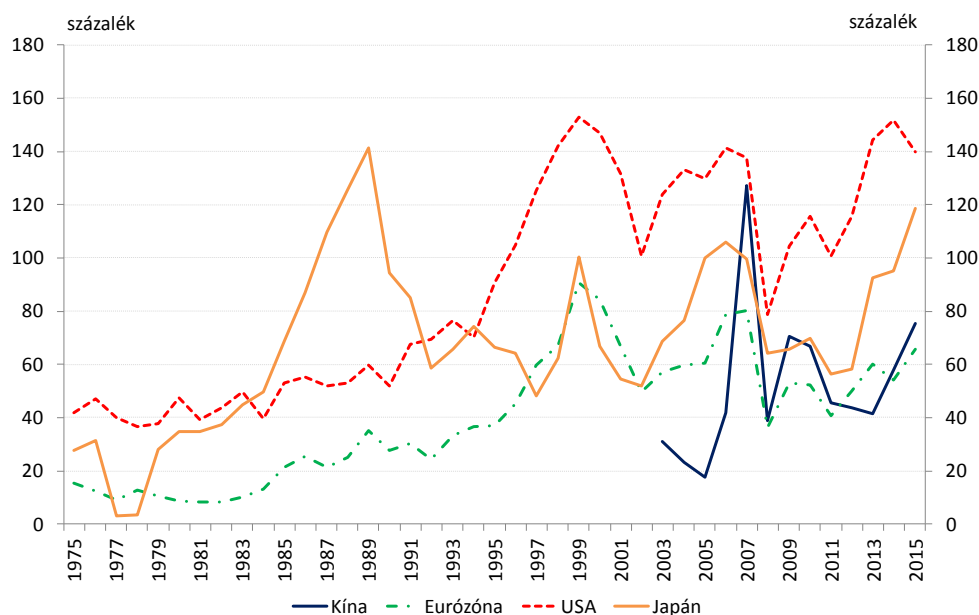
és ez negatív hatással van a globális kockázatvállalási hajlandóságra is, ezért érdemes e piacot figyelemmel kísérni.

Egyes részvénytársági értékeltséggel kapcsolatos mutatók utalhatnak túlértékeltségre, de ennek megállapításához szélesebb információs bázis szükséges

A fejlett jegybankok mennyiségi lazítási programjai nemcsak a kötvények, de a tőzsdeindexek árfolyam-emelkedésében is megmutatkoztak. Az EKB és a japán jegybank felől várható további monetáris lazítás, illetve az angolszász jegybankok Brexit-re adott és várható reakciója miatt a likviditásbőségben nem várható érdemi csökkenés.

Miközben a fejlett országok tőzsdeindexei rendre rekordmagasságokba emelkednek, a vállalatok jövedelemtermelő képessége kevésbé mutat ezzel együttmozgást (jóllehet a vállalati jövedelmezőség csak egy a tőzsdeindex áralakulásának faktoraiból). Az tőzsdei árazások alapján túlértékeltségre hivatkozó elemzők a P/E (nyereségarányos értékeltség) mutatók historikusan magas szintjét, vagy éppen a piaci kapitalizáció GDP-hez mért arányának dinamikus növekedését emelik ki számos egyéb mutató mellett. Utóbbi egy adott ország tőkepiaci fejlettségét is tükrözheti, ugyanakkor a dinamikák alakulásából az esetleges túllövésére is következtethetünk.

3. ábra Hazai cégek piaci kapitalizációja a GDP arányában



Forrás: Világbank

Ezek a mutatók ugyanakkor nem elégségesek annak eldöntésére, hogy részvénytársági buborékról van-e szó vagy sem, az viszont kijelenthető, hogy az alacsony hozamkörnyezet hozzájárult a részvényindexek emelkedéséhez és indokolt ennek kockázati vizsgálata.

Az amerikai részvény-visszavásárlások megugrása kisebb kockázatokat tükröz, mint a válság előtt

Az utóbbi időszakban fókuszba került, hogy az amerikai vállalatok tőkeszerkezetük átrendezése céljából saját részvényeket vásárolnak, ami hozzájárul a részvényárfolyamok emelkedéséhez. Az empirikus tények tanúsága szerint viszont a jelenség kisebb és koncentráltabb, mint 2008-ban volt. A vállalatok ugyanis döntően szabad pénzeszközöikből, nem pedig hitelből vásárolnak saját részvényeket (a válság előtti időben a szabad cash flow több mint 140 százalékát fordították erre, jelenleg jóval kevesebbet, csak 60 százalékot). A tranzakciók volumene inkább fokozatosan, nem pedig ugrásszerűen emelkedik, a legnagyobb amerikai vállalatok a forgalomban levő részvényeik állományának 3 százalékát vásárolták az elmúlt időszakban, ami a tőzsdei kapitalizáció miatt nagyjából megfelel a hosszú távú átlagnak.

A nemzetközi piacokon megfigyelhető kockázatok Magyarországon közvetlenül nem relevánsak

A Magyarországon működő nem pénzügyi vállalatok adóssága 2009-ig a nemzetközi trendekhez illeszkedve emelkedett, ami főként a vállalatok hitelállományának növekedésében tükröződött. A válságot követően azonban a fejlődő országokban megfigyelttel ellentétben csökkent a vállalatok hitelállománya. A magyarországi nem pénzügyi vállalatok adósságkepzése nagyobb részben a jövedelmek emelkedéséhez, kisebb részben pedig az alacsonyabb beruházásokhoz köthető. Továbbá 2015-ben már szektoron belüli aszimmetria jellemezte a vállalati hitelezést, míg ugyanis nagyvállalatok hazai pénzügyi intézményektől felvett hitelállománya mérséklődött, addig a kis- és közepes vállalatoknál a hitelállományának növekedése volt megfigyelhető.

A nem pénzügyi vállalatok kötvényállományának jelentős része (háromnegyede) egy nagyvállalathoz kapcsolódik, így nem beszélhetünk érdemi hazai piacról és jelentős ilyen kötvényoldali eladósodásról sem. A magyar részvény-visszavásárlásokat vizsgálva pedig azt mondhatjuk, hogy bár minden évben alkalmazták egyes vállalatok, de volumenük összességében csekély volt, továbbá a visszavásárlások dinamikája sem követi az amerikai tendenciákat.

Összefoglalva megállapítható, hogy a vállalati kötvénypiac általános bővülése mellett megnövekedett a nem befektetési kategóriájú kötvényszegmens jelentősége. Bár ennek kiterjedtsége nem jelentős, a kockázati prémiumok emelkedésével ugrásszerűen megnövekedhetnek a vállalati csődök. Az amerikai piacon megfigyelhető részvény-visszavásárlások bővülése a gyengébb növekedési várakozásokra utal, de a magasabb vállalati készpénzállomány következtében nem tükröz akkora kockázatot,

mint a válság előtt. Magyarországon közvetlenül nem relevánsak e kockázatok, ugyanis egyrészt nem beszélhetünk a vállalatok túlzott mértékű eladósodásáról, másrészt a részvény-visszavásárlások volumene elhanyagolható mértékű. A folyamat a hazai eszközök megítélésére csak áttételesen, egy globális hangulatromlás esetén hathat kedvezőtlenül.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2016. augusztus 18-án.”