

Komlóssy Laura:

Pénzügyi ciklusok a feltörekvő piacokon – jól ismert folyóba léphet a világgazdaság?

A válság kitörése után a globális növekedés döntő részét a feltörekvő országok adták, emiatt a befektetők egyre nagyobb aggodalommal figyelik az ezen gazdaságok lassulásáról szóló híreket. A feltörekvő gazdaságok a strukturális lassulás mellett a fejlett országok válság előtti pénzügyi ciklusához hasonló trendet követtek az elmúlt években. Elemzői vélemények szerint az elmúlt évek eladósodáson alapuló növekedése hozzájárult a külső sérülékenység emelkedéséhez, ami a Fed közelgő szigorítási ciklusa miatt fokozhatja a kockázatokat. A feltörekvő gazdaságok sérülékenysége, valamint a gazdaságpolitikai tartalékok országonként eltérőek, így az esetleges turbulencia is más-más mértékben érintheti majd az egyes országokat. Összességében azonban elmondható, hogy a legnagyobb feltörekvő országok lassulása gazdasági súlyuknál fogva az egész világgazdaságot visszafoghatja.

A válságot megelőzően a fejlett országokban az erőteljes hitelezés ingatlanpiaci buborékhoz, majd globális válsághoz vezetett

A fejlett országokban a nyolcvanas éveket követően fokozatosan sikerült elérni az árstabilitást és látszólag egyre kiegyensúlyozottabbá tenni a növekedést. A látszólagos makrogazdasági stabilitás ugyanakkor elfedett strukturális gyengeségeket, miközben az eladósodással járó növekedés hozzájárult a globális egyensúlytalanságok minden korábbinál nagyobb mértékű felépüléséhez. A pénzügyi liberalizáció és a globalizáció erősödésének köszönhetően a megtakarítások jellemzően a feltörekvő országokból a fejlett országokba áramlottak. A pénz- és tőkepiacok szoros összekapcsolódása a kockázatokat világszinten terítette szét.

2008 előtt a globális pénzpiacokat alacsony kamatkörnyezet, likviditásbőség és visszafogott hitelkockázati felárak jellemezték. A folyamat lehetővé tette a hitelezési feltételek lazulását, amivel párhuzamosan a hitelezés dinamikusan bővült, és az ingatlanok valamint számos más pénzügyi eszköz árai nem fenntartható módon emelkedtek. Amikor az ingatlanok ára hirtelen esni kezdett, a buborék kipukkadt és a nemteljesítő hitelek mögötti elértéktelenedő fedezetek jelentős banki veszteségekhez vezettek, globális szintű válságot eredményezve.

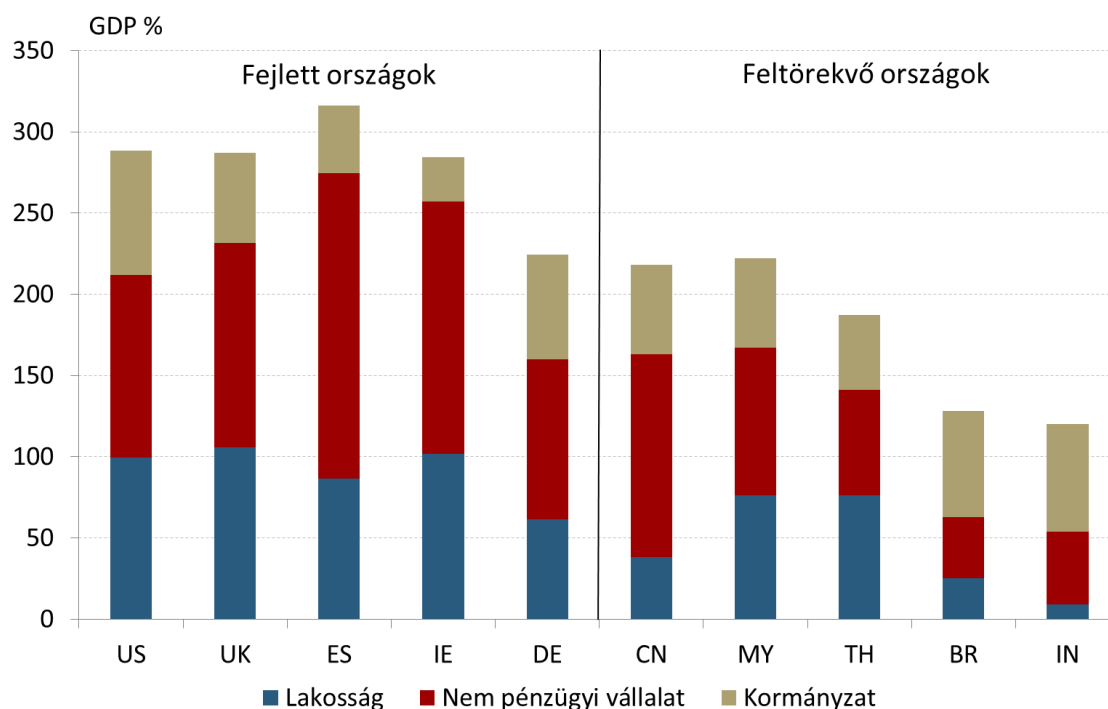
A feltörekvő országokban a válságot követő növekedés jelentős adósságállomány emelkedéssel társult

A válságot megelőző években a feltörekvő országokat gyors növekedés és alacsony eladósodottság jellemezte. A legtöbb gazdaság relatív fejlettségi szintről indulva erős tőkefelhalmozásra, vezető technológiák gyors átvételére és a szinte korlátlan mértékben bevonható olcsó munkaerőre alapozva dinamikus növekedési pályát valósított meg. Az elmúlt évtizedben azonban már ezen gazdaságokban is jelentkeztek strukturális korlátok. Ezek leginkább a demográfiai trendek romlásában és a termelékenység-növekedés lassulásában jelentkeztek (leginkább ezen tényezők állnak

az ún. közepes fejlettségi csapda jelenség hátterében is). A globális pénzügyi válság következtében romló nemzetközi konjunktúra további kockázatokat okozott a feltörekvő országok növekedési ütemében. A növekedési dinamika lassulására reagálva a nagy feltörekvő országok jelentős monetáris és fiskális lazítást hajtottak végre. A lazuló monetáris kondíciók és az alacsony fejlett piaci kamatkörnyezet mellett megforduló globális tőkeáramlás egy hitelciklus elindulásának, majd fokozatos felfutásának kedvezett. A feltörekvő országokban a magánszektor hitelállományának növekedése – szemben az amerikai vagy az európai példával, ahol leginkább a lakossági szektor adósodott el – főként a vállalati szegmenshez volt köthető (1. ábra). A szektorális különbség ellenére ugyanakkor ez esetben is megfigyelhető, hogy az alacsony finanszírozási költségek mellett egyre kevésbé produktív beruházások valósultak meg.

A legnagyobb mértékű hitelezés az ázsiai régióban, azon belül is különösen Kínában történt. A globális válság miatti export-kiesést számos feltörekvő országban a beruházások növelésével próbálták ellensúlyozni, ami a vállalati eladósodottság nagyarányú növekedéséhez vezetett. Kína mellett Törökországban, Brazíliában és Chilében is jelentősen nőtt a vállalati szektor GDP arányos adóssága. Az építőipari cégeken kívül (főként Kínában és Latin-Amerikában) az olaj- és gázipar ágazatok növelték jelentősen a tőkeáttételüket. Miközben a vállalati adósságráták gyors ütemben növekedtek, kockázatosabb beruházások is nagyobb arányban kerültek megvalósításra.

1. ábra: A fejlett és feltörekvő országok adósságállománya



Forrás: OECD, McKinsey Global Institute: Debt and (not much) deleveraging, February 2015

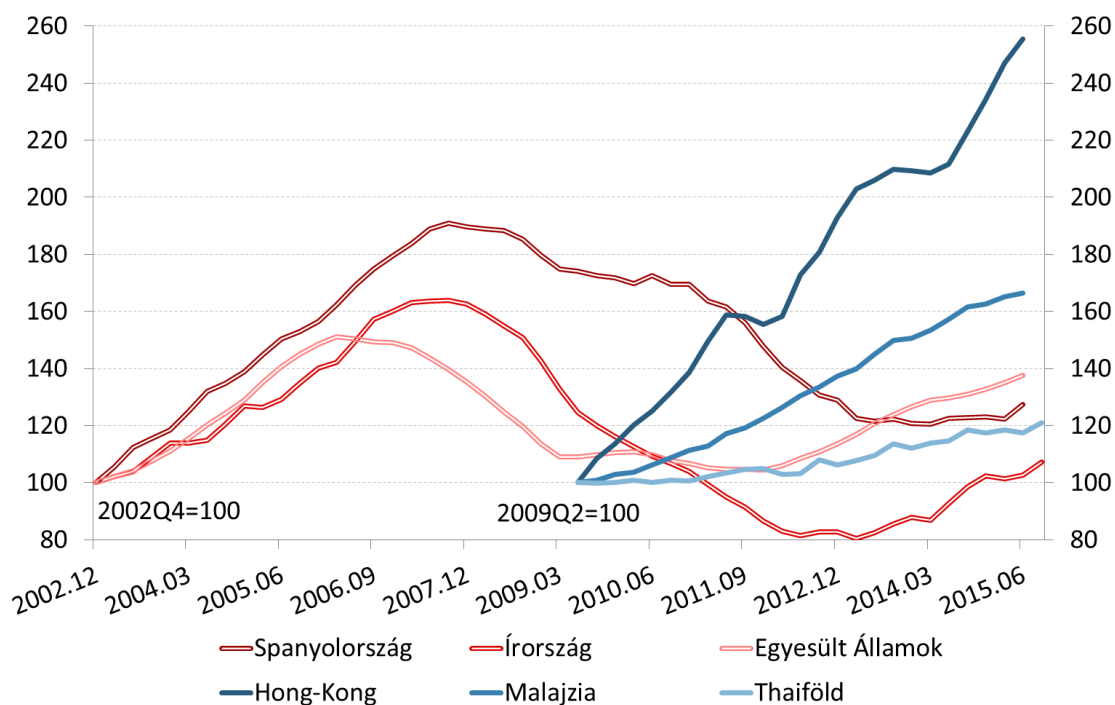
Megjegyzés: Egyesült Államok (US), Egyesült Királyság (UK), Spanyolország (ES), Írország (IE), Németország (DE), Kína (CN), Malajzia (MY), Thaiföld (TH), Brazília (BR), India (IN)

A feltörekvő piaci országokban különösen a magánszektor devizában fennálló adósságállománya növekedett a válságot követő években

Mindeközben a tőkeáramlás iránya megfordult, az amerikai hozamok esése a feltörekvő piacokra vonzotta a befektetőket. A válság előtti években a dollárban történő eladósodás elsősorban a fejlett országokra volt jellemző. 2009 után azonban a külső eladósodás szerepe a dinamikus fejlődő országokban is megnőtt, különösen a magánszektor számára nyílt vonzó lehetőség dollárkötvények kibocsátására, valamint dollárban denominált hitelfelvételre. Szembetűnő, hogy mindez elsősorban nem az egyébként is nagyobb mértékben dollarizálódó gazdaságokra volt jellemző, hanem leginkább olyanokra, ahol felértékelődési tendenciák érvényesültek (pl. Brazília, Kína, Törökország). Ugyanakkor a devizában denominált államadósság aránya csökkent a válságot követő években.

Összességében a feltörekvő országok egy nagyobb csoportja a válság kezdete óta hasonló pénzügyi ciklust járt be, mint a fejlett gazdaságok a pénzügyi válság kitörése előtt. Adósságállományuk jelentősen növekedett. Az eladósodást a historikusan olcsó finanszírozási lehetőségek és a fejlett országok jegybankjainak mennyiségi lazításából származó jelentős globális likviditás támogatták. Bár az emelkedő beruházási aktivitás következtében többségük a válságot követően is magas növekedési rátát ért el, azonban a sok esetben infrastrukturális és ingatlanpiachoz köthető beruházások produktivitása hosszabb távon elmaradhat a termelő kapacitásokétól. Ugyancsak sok a hasonlóságot tapasztalhatunk az eszközárak alakulásában: a részvénypiaci indexek vagy az ingatlanárak gyors emelkedése hasonlóan a fejlett országok válság előtti tapasztalataihoz több feltörekvő gazdaságban is érzékelhető volt az elmúlt években (2. ábra).

2. ábra: Ingatlanárak alakulása a fejlett és feltörekvő országokban



Forrás: BIS

A felépült adósságok következtében a feltörekvő országok sérülékenysége jelentős mértékben nőtt

A strukturális növekedési képesség lassulása mellett felépülő magas adósságok érdemben veszélyeztethetik a növekedés fenntarthatóságát. Az átalakuló demográfia trendek következtében csökkenő munkaképes korúak aránya, a beruházások korlátozottabb növekedése, valamint a termelékenység mérséklődése következtében a gazdaság lassulás tartósabb folyamat lehet. Emellett a felhalmozott adósságok elhúzódó leépítése lassíthatja a feltörekvő gazdaságok növekedési modelljének belső keresletre történő átállását.

A Fed várható kamatemelése különösen érzékenyen érintheti azokat az országokat, amelyek nagy folyó fizetési mérleg hiánnyal rendelkeznek és jelentősen nőtt a dollárban denominált adósságuk. A magasabb amerikai kamatok és az erősebb dollár miatt kisebb lehet a tőkevonzó képességük, és az árfolyamra irányuló leértékelődési nyomás az infláció emelkedését okozhatja. Az infláció emelkedésének fékezése és a tőkekiáramlás lassítása miatt megemelkedő kamatok növelhetik a gazdaságok adósságszolgálati és finanszírozási költségeit. Emellett a nyersanyagexportőr országok esetében az alacsony nyersanyagárak tovább mélyíthetik a növekedési problémákat.

Természetesen a feltörekvő gazdaságok fundamentumaik, sérülékenységi mutatóik, gazdaságpolitikai tartalékaik és mozgásterük alapján nem tekinthetők homogén csoportnak. A legsérülékenyebb csoportba azok a gazdaságok tartoznak, melyek magas eladósodás mellett, az utóbbi években jelentősen növelték dollárban denominált adósságukat és folyó fizetési mérlegük aktuálisan is nagyobb mértékű deficitet mutat. Ezen országokban súlyos turbulenciák mutatkozhatnak, amennyiben a Fed szigorítása erős piaci reakciókat vált ki. A kevésbé sérülékeny csoportba azok a gazdaságok tartoznak, melyek bár érdemben eladósodottak, azonban folyó fizetési mérlegük többletet mutat, és megfelelő gazdaságpolitikai tartalékokkal rendelkeznek egy negatív forgatókönyv kezelésére. Egy piaci korrekció ezekben az országokban nem járna súlyos következményekkel, de a gazdasági növekedés tartós és jelentős lassulása esetükben is reális veszély lehet. Végül a harmadik csoportba azon feltörekvő gazdaságok sorolhatóak, amelyekben vagy nem épültek fel fenntarthatatlan egyensúlytalanságok, vagy a globális válság kitörése óta tendenciaszerűen csökkentették kitettségeiket, így összességében ellenállóbbakká váltak a külső pénzügyi sokkokkal szemben. Szerencsére az aktuális elemzések szerint Magyarország ma már leginkább az utóbbi csoportba sorolható.

„Szerkesztett formában megjelent a Napi.hu oldalon 2015. december 29-én.”