

Koroknai Péter – Kuti Zsolt – Tóth Daniella

Jelentősen mérséklődött a kamategyenleg hiánya

Magyarországon a rezidensek által elkölthető jövedelem összege elmarad az országban megtermelt jövedelemtől. Korábbi cikkünkben bemutattuk a különbség egyik legfontosabb tényezőjét, a profitegyenleget, míg mostani cikkünkben a jövedelemegyenleget meghatározó másik tényezőt, a kamategyenleg alakulását vesszük alaposabb vizsgálat alá. A kamategyenleg a 2000-es években jelentős hiányt mutatott Magyarországon, ám a 2008-as világgazdasági válság óta ebben számottevő változás állt be. Érdemes megvizsgálni, hogy ez a tendencia a gazdaság belső folyamatainak eredménye vagy esetleg nemzetközi hatások állnak a mutató csökkenése mögött, illetve, hogy európai összehasonlításban hogyan viszonyul egymáshoz a profit- és a kamategyenleg.

A belföldi szereplők által elkölthető jövedelmek és a megtermelt GDP közötti különbség leginkább a profitegyenleg és a kamategyenleg hiányának tudható be. A kamategyenleg nemzetgazdasági szinten a külföldnek nyújtott és az onnan kapott hitelek utáni kamatok egyenlegét jelenti. A jövedelemegyenleg tehát a közvetlentőke-befektetésekhez kapcsolódó profit nagyságán túl egy gazdaság nettó eladósodottságának mértékétől, az adósságszolgálathoz kapcsolódó kamatkidadások, illetve a kamatbevételek összesített egyenlegétől is nagyban függ, ezért utóbbi alakulását is érdemes alaposabban megvizsgálni. **Cikkünkben** előbb szemügyre vesszük a **nettó kamatkidadás csökkenése mögötti tényezőket, majd összevetjük azt az európai országokban tapasztalható tendenciákkal.** Ezután az európai országok viszonylatában megvizsgáljuk a profit- és kamategyenleg összefüggését az egyes országcsoportokban, a hazai kontextust is fókuszba helyezve.

A kamatkidadás csökkenését a külső adósság csökkenése és a kamatszint mérséklődése is támogatta

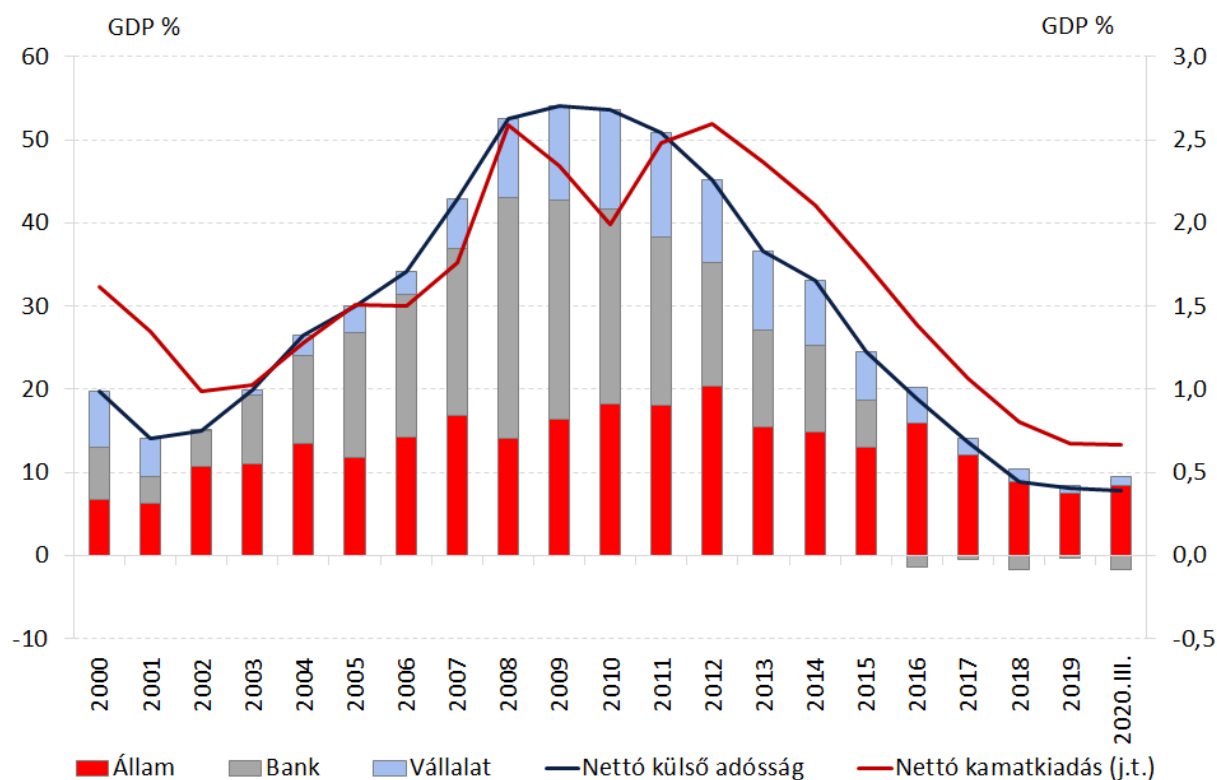
A külső eladósodottság csökkenésével párhuzamosan a 2009-es válság óta jelentősen csökkent a magyar gazdaság által külföldre fizetett nettó kamategyenleg. A 2000-es évek elejétől minden szektorban folyamatosan és nagymértékben emelkedett Magyarország nettó külső adóssága. A 2008-as pénzügyi válság azonban gyors alkalmazkodásra készítette a gazdaság szereplőit: először a bankok, majd a vállalatok és az állam is csökkentette külső adósságát, amellyel párhuzamosan megindult a kamatkidadások mérséklődése is (1. ábra). **A külső**

adósság 2012-től meginduló mérséklődésében szerepe volt annak is, hogy a magyar állam csökkenteni kezdte a külföldi devizaforrásokra való ráutaltságát, és helyette belföldi forintforrásokból, elsősorban a lakossági állampapírokra támaszkodva igyekezett kiadásait fedezni. Ebben nyújtottak érdemi támogatást a jegybanki programok is (pl. önfinanszírozási program, banki betétek mennyiségi korlátozása, jegybanki IRS-ek), amelyek révén a bankrendszer érdemi állampapír-keresletet támasztott, ezáltal hozzájárulva az állam belső forrásokból történő finanszírozásához, csökkentve annak külső kitétségét. A gazdaság GDP-arányos nettó külső adóssága így a 2010-ben jellemző 55 százalékról 2020 harmadik negyedévére 8 százalék alá csökkent.

A nettó kamategyenleg csökkenését az adósságállományok csökkenése mellett a hozamszintek mérséklődése is támogatta. A 2009-es válság hatására a globálisan meghatározó jegybankok korábban soha nem látott szintre mérsékelték az irányadó kamatokat, valamint mennyiségi lazítási programokba kezdtek. A globális likviditásbőség hatására a pénzügyi, állampapír-piaci hozamok is rekordalacsonyra – sok esetben negatív szintre – mérséklődtek. A dezinflációs hatások ellensúlyozására a Magyar Nemzeti Bank is jelentősen mérsékelte az alapkamatot, amely 2016-tól kezdve már tartósan 1 százalék alatt alakult. Továbbá olyan célzott gazdaságélénkítő programokat indított, amelyek olcsó finanszírozási forrást jelentettek például a vállalati szektor számára, és erősítették a monetáris transzmissziót, illetve érdekeltté tették a bankszektort az olcsó jegybanki likviditásnak a gazdaság felé közvetítésében. A tartósan laza hazai monetáris kondíciók által teremtett alacsony hazai hozamkörnyezet nagyban hozzájárult ahhoz, hogy a magyar gazdaság nettó kamatkiadása – amely a válság idején elérte a GDP 2,5 százalékát – 2020-ra historikusan alacsony szintre, a GDP 0,8 százaléka alá mérséklődött.

A csökkenéshez nagyban hozzájárult az is, hogy a válság alatt és után még érdemi külső adóssággal rendelkező a vállalati szektor 2017-re – részben a külföldi követeléseik növelésével – lényegében leépítette nettó külső adósságállományát. A bankok pedig, amelyek a válság alatt és után az államét is meghaladó mértékű nettó külső adósságállománnyal rendelkeztek, már 2016-tól nettó hitelezőkké váltak a külföld felé. Így 2020-ra a nemzetgazdaság nettó külső adóssága lényegében az államnál összpontosult, de a válság előtt jellemzőnél jóval alacsonyabb szintre csökkenve.

1. ábra: A nettó külső adósság és a nettó kamatkiadás alakulása (a GDP arányában)



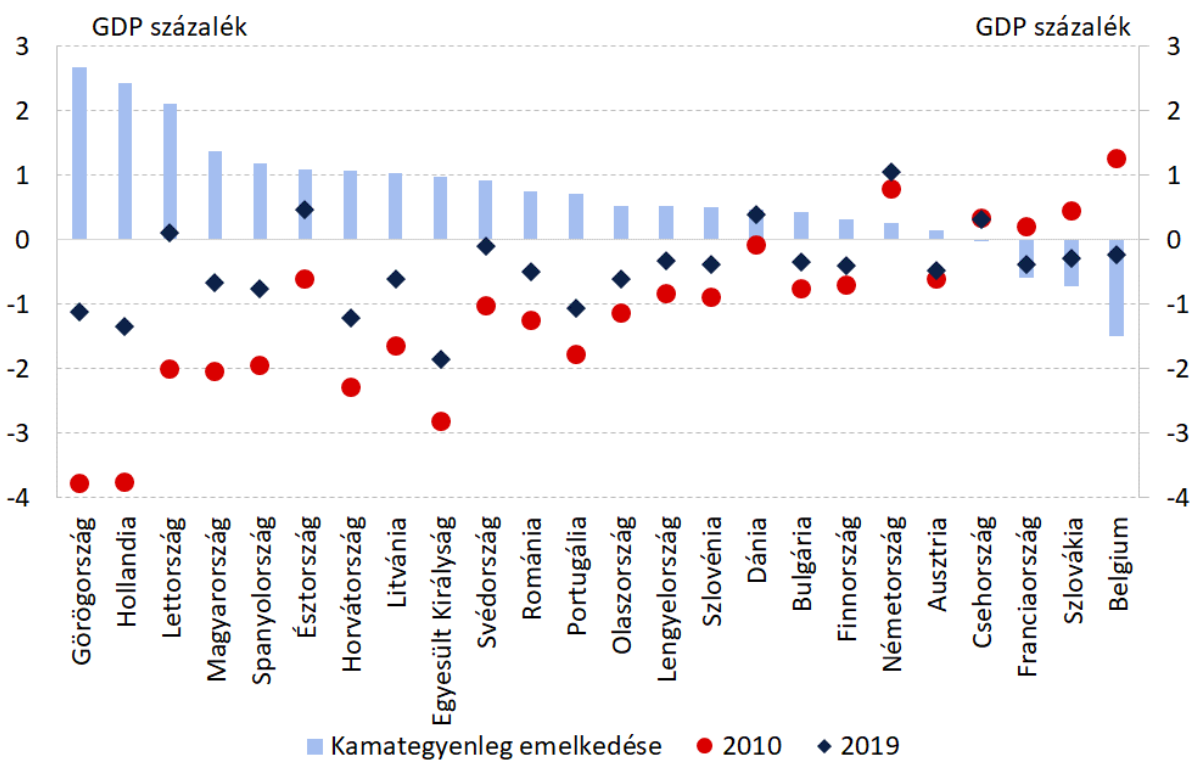
Forrás: MNB.

A kamategyenleg javulása nemcsak hazánkra jellemző, de Magyarországon kiemelkedő volt a mértéke

A nettó kamatkiadások csökkenése nemzetközi szinten általánosan megfigyelhető jelenség, a legtöbb európai országban a hazaihoz hasonló tendencia játszódott le – ugyanakkor Magyarországon javult az egyik legnagyobb mértékben a mutató. A 2009-es válság hatására a jelentős mértékű külső egyensúlytalanságot mutató uniós – jellemzően mediterrán – országok folyó fizetési mérlege nagymértékben javult, ami a kamategyenleg javulásának irányába hatott. Emellett az EKB a pénzügyi, majd az eurozóna adósságválságának hatására jelentős monetáris lazítási programot indított, amelynek a kamatcsökkentésen kívül része volt egy széleskörű euroövezeti eszközvásárlási program is. Utóbbi hatékonyan szorította le nemcsak az állampapírok, de a vállalati kötvények hozamát is a tagországokban, megteremtve a lehetőséget az eurozónás országok kamatkiadásainak mérséklődésére. **A korábban pozitív nettó kamategyenleggel rendelkező országok mutatója viszont jellemzően romlott ezen időszak alatt, vélhetően azzal összefüggésben, hogy az alacsony kamatkörnyezetben kamatbevételeik csökkentek.** A régiós országok közül Horvátország, Románia, Lengyelország és Szlovénia a kamategyenleg javulása

szempontjából az európai országok középmezőnyében, míg Csehország és Szlovákia a sor végén helyezkedik el (2. ábra).

2. ábra: A kamategyenleg változása az európai országokban 2010 és 2019 között



Forrás: Eurostat.

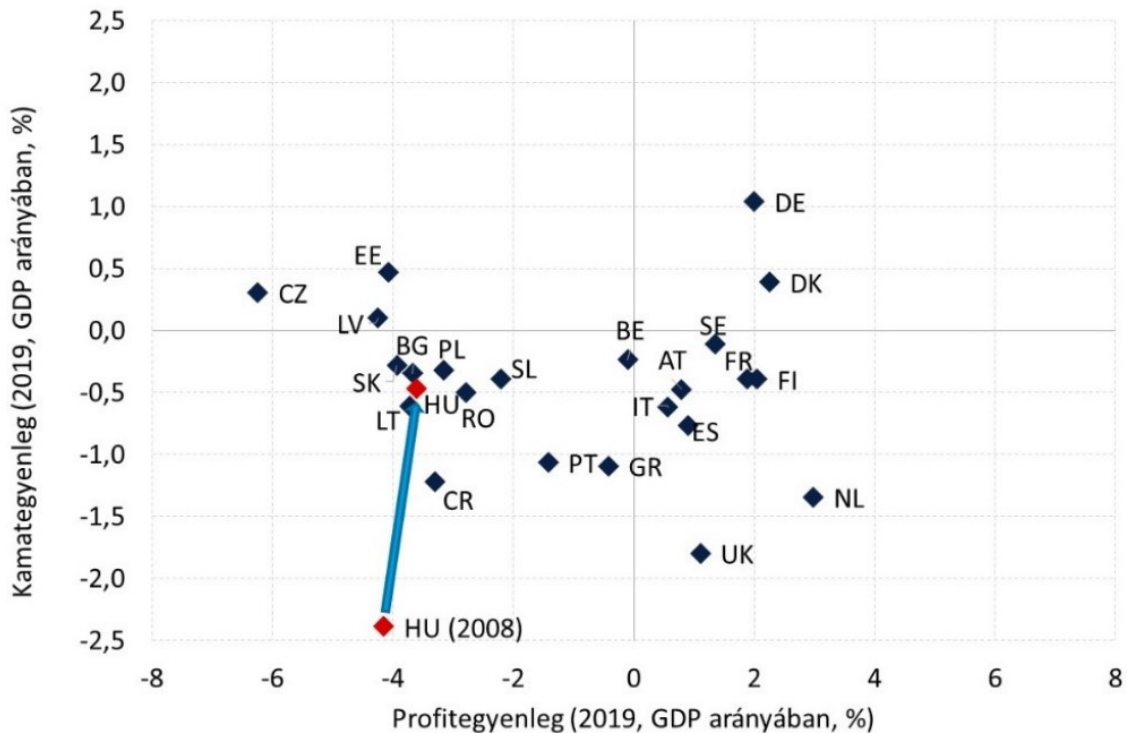
A kamat- és profitegyenleg viszonya az európai országokat négy csoportra osztja

A fejlettséggel párhuzamosan magasabb lehet egy gazdaság profitegyenlege – ilyen összefüggés ugyanakkor nem állítható fel a kamategyenleggel kapcsolatban, hiszen a kamategyenleg számos fejlettebb országban is negatív értéket mutat. A profitegyenlegtől eltérő mintázat alapvetően két tényezőre vezethető vissza. Egyrészt az országok többségében a külföldi követelések kamata (a követeléseken belül jelentős részt képviselő devizatartalék kockázatmentes eszközökbe történő fektetése miatt) jellemzően alacsonyabb, mint az adott ország által felvett hitelek kamata, ami **negatív kamategyenleg kialakulásának irányába hat**. Másrészt a fejlettség növekedésével a **vállalatok részesedésjellegű finanszírozásával szemben előtérbe kerül az adósságtípusú finanszírozás** – ez azzal a következménnyel járhat, hogy a fejlettebb országokban a **pozitív profitegyenleg mögött jelentős mértékű tőkebefektetés húzódik meg**, ugyanakkor ezek az országok **nettó külső adóssággal** rendelkeznek.

A kamategyenleg szintjét a profitegyenleggel együtt ábrázolva az európai országok alapvetően négy csoportba sorolhatók (3. ábra):

- 1. Az Európai Unióhoz 2004-ben vagy azután csatlakozó országokban jellemzően a profit- és a kamategyenleg is nettó kiadást mutat. Ennek megfelelően ebben a negyedben helyezkedik el Magyarország is, a lengyel, szlovák, román és bolgár gazdasággal együtt. Ezen országok egyenlegei nagyon hasonló értéket mutattak 2019-ben: mindegyikük esetében nagyjából a GDP 3-4 százalékát tette ki a profitegyenleg hiánya, míg a kamategyenleg hiánya a GDP 0,3-0,5 százaléka körül alakult. Szintén ebben a negyedben található a szlovén és horvát gazdaság is – előbbit a visegrádi országokénál alacsonyabb (-2 százalék körüli) profitegyenleg, utóbbit magasabb (-1 százalékot meghaladó) kamategyenleg jellemzi. Magyarország ugyanakkor a 2008-as szinthez képest, amikor a régiós országoknál egyértelműen kedvezőtlenebb volt hazánk kamategyenlege, jelentősen javított a mutató értékén, és a profitegyenleg hiányát is mérsékelni tudta.**
- 2. Számos fejlett gazdaság (pl. Ausztria, Franciaország, Spanyolország, Finnország, Hollandia) úgy realizál bevételt profitegyenlegén, hogy közben a nettó kamategyenlege negatív – vagyis makrofinanszírozási szempontból nézve részben külföldi hitelekből finanszírozza a közvetlentőke-kifektetéseit.**
- 3. Elenyésző azon országok köre (Németország és Dánia) ahol mind a profit-, mind a kamategyenleg javítja a jövedelemegyenleget, és így a folyó fizetési mérleg egyenlegét is.**
- 4. Végül a negyedik csoportba néhány olyan ország került (Csehország, Észtország és Lettország), ahol az alacsony külső adóssághoz képest magas devizatartalék ahhoz vezetett, hogy a profitegyenleg jelentős hiányával szemben a kamategyenleg enyhe többletet mutat.**

3. ábra: A GDP-arányos profit- és kamategyenleg viszonya 2019-ben



Forrás: Eurostat, MNB.

A kamategyenleg javulását követheti a profitegyenleg javítása

A válság után a **magyar gazdaság** jelentős külső finanszírozási képességgel rendelkezett, ami a kamategyenleg nagymértékű csökkenéséhez vezetett. A **folyó fizetési mérleg többletbe fordulásából származó forrásokat Magyarország külső adósságának csökkentésére fordította**, aminek hatására a gazdaság GDP-arányos **nettó külföldi kamatfizetése látványosan csökkent**. Eközben a gazdasági növekedést támogató FDI-beáramlás mellett a **profitegyenleg hiánya csak enyhén mérséklődött**, azaz itt van még tér a további javulásra. Ez többek között a hazai **tőkebefektetések növelésével, az onnan befolyó profit emelkedésével**, és ily módon a profitegyenleg hiányának mérséklésével érhető el. Összességében tehát a **kamat- és profitegyenleg hiányának csökkenésén keresztül számottevően javítható egy ország jövedelemegyenlege**, amely a kedvező folyó fizetésimérleg-folyamatokhoz történő hozzájárulása mellett zárhatja a hazánkban megtermelt és a belföldi szektorok által elkölthető jövedelem közötti rést is.

„Szerkesztett formában megjelent a portfolio.hu oldalon 2021. február 17-én.”