

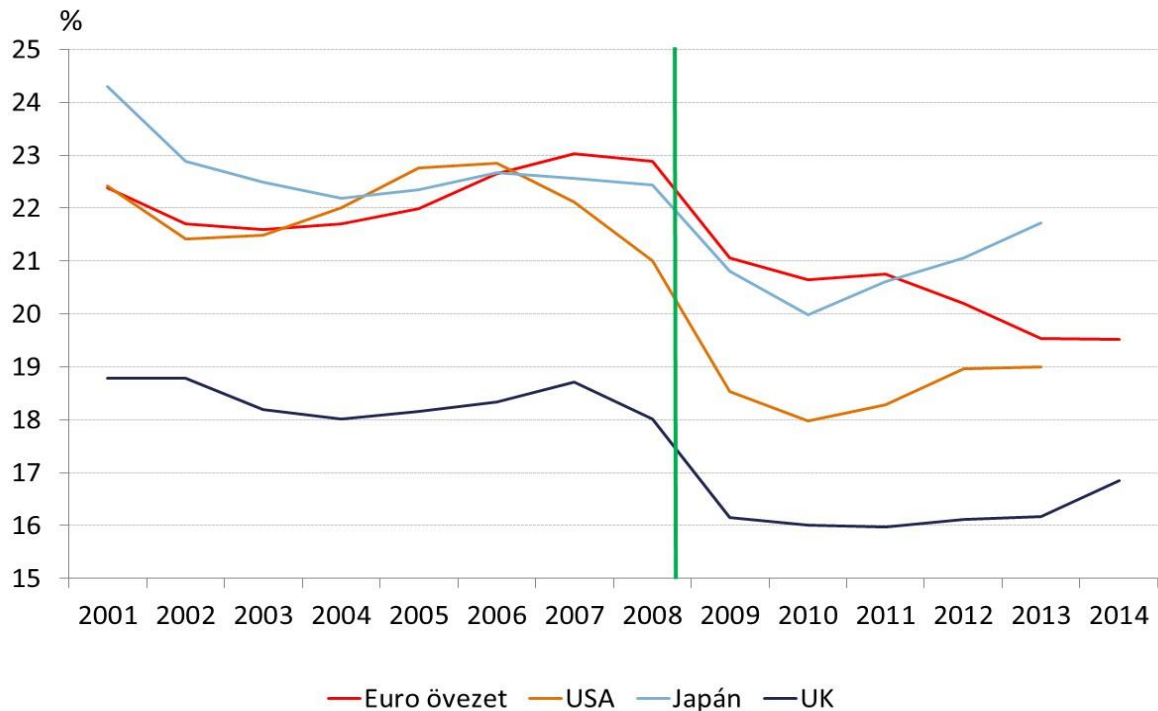
Szalai Zoltán:

Hol maradnak a türelmes befektetők? - A globális növekedés hosszú távú kilátásai

A beruházási tevékenység hét évvel a pénzügyi válság 2007/2008-as kitörését követően is visszafogott maradt a fejlett országokban. Ebben a válság utóhatásain túl hosszabb távú pénzügyi piaci problémák is szerepet játszanak. A beruházások döntő hányadát megvalósító nagyvállalati szektor rendelkezik a szükséges pénzügyi forrásokkal, de a vállalati döntéshozók rövid távú nyereségérdekeltsége, a fokozódó kockázatkerülés és a makrogazdasági bizonytalanság okozta magas elvárt megtérülési ráták miatt tartózkodnak a hosszú távú elkötelezettségek vállalásától. Az aggregált keresleti kilátások lényeges javulása, a támogató gazdaságpolitika melletti hiteles elkötelezettség és a vállalati vezetők pénzügyi ösztönzőinek megváltoztatása nélkül továbbra sem számíthatunk erőteljesebb beruházási aktivitásra.

Hét évvel a válság intenzív szakaszának kezdete óta a világgazdaság növekedési kilátásai még mindig visszafogottak. Elsősorban **a beruházások alacsony** szintje kelt aggodalmat (1. ábra). A beruházások hiánya hosszabb távon is érezteti a hatását az elkövetkező évek gazdasági teljesítményében, az életszínvonal alakulásában, a foglalkoztatási és demográfiai kihívásoknak való megfelelésben és a még mindig magas magán és közületi adósságok törlesztésének kockázataiban. A jegybanki döntéshozók **a kamatokat történelmileg példátlanul alacsony** - olykor **negatív** - szintre mérsékeltek, hogy – a pénzügyi szektor stabilizálása mellett - ezzel is megállítsák és megfordítsák a beruházások visszaesését. **Nem-szokványos** eszközökkel - úgynevezett mennyiségi lazítással - további támogatást nyújtottak a beruházások növeléséhez **a hitelezés ösztönzésével**. **Előretekintő** iránymutatással pedig arról is biztosították a gazdaság szereplőit, hogy az **alacsony kamatkörnyezet hosszabb távon** is fennmarad, legalább ameddig az infláció szilárdan a jegybanki célok közelébe nem emelkedik és a növekedés megbízhatóan önfenntartóvá nem válik.

1. ábra: Bruttó állóeszköz felhalmozás a GDP százalékában



Forrás: World Bank

Az elhúzó kilábalás láttán egyre többen teszik fel a kérdést, hogy vajon az alacsony beruházási tevékenység valóban csak a 2008/2009-es, a szakirodalomban **mérlegválságnak nevezet visszaesés utóhatása-e**, vagy más, már a válság előtt is jelenlévő tényezőkkel is kapcsolatos? A már huzamosabb ideje visszafogott beruházási tevékenység valóban részben az adósságválság következménye, mivel számos szereplő a mérlege kiigazítása érdekében megnövelte a megtakarítását, csökkentette a termékek és szolgáltatások iránti keresletét. Ugyanakkor többen felhívják a figyelmet arra is, hogy a fejlett régiókban a beruházások és a termelékenység növekedési üteme már a **válság előtt is lassulást mutatott**. Az MNB 2015-ös Növekedési jelentésében¹ szintén átfogóan bemutatja azokat a tényezőket, amelyek magyarázatul szolgálnak a lassuló globális növekedési és termelékenységi kilátásokra. Ezek között elsősorban olyan **reálgazdasági** folyamatokat találunk, mint például a népesség öregedése és a hosszabb oktatásban töltött idő miatt a munkaképes lakosság arányának csökkenése, az innovációs tevékenység lassulása, az innovációk összetételének eltolódása a végső fogyasztó felé, valamint a beruházási javak relatív árának csökkenése. A vitákban azonban az is kiderült, hogy a felsorolt **folyamatok endogének és megfelelő lépésekkel kedvezően befolyásolhatóak**.

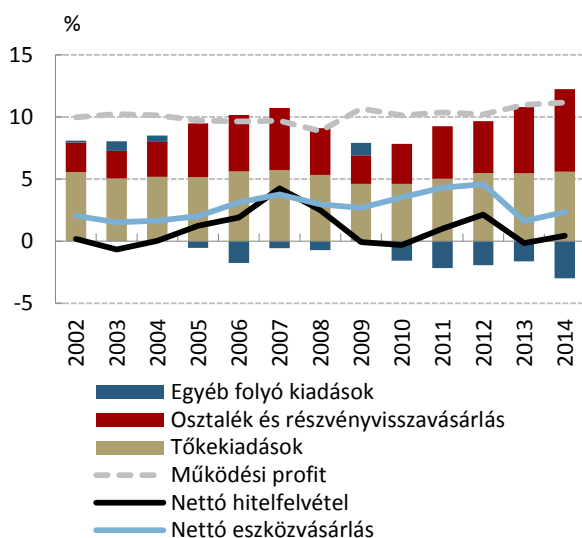
Vállalatfinanszírozás és – irányítás problémái

A tartósan ható tényezőkről szóló vitákban azonban háttérbe szorultak a nagyvállalati **vezetők pénzügyi ösztönzéséről** és a **tőkepiaci befektetők magatartásáról** folyó viták. A közelmúltig úgy

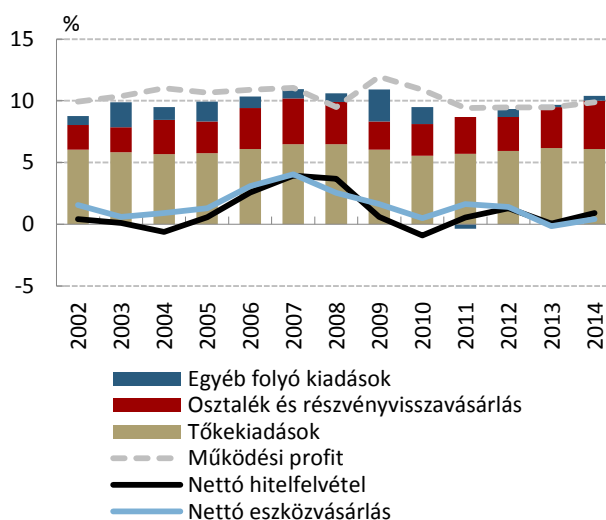
¹ MNB (2015), I. fejezet (1.1 A tartós stagnálás mellett szóló érvek), illetve Csontos-Szalai (2015).

tűnhetett, hogy az olcsó finanszírozással és idővel a mérlegalkalmazkodással a legfontosabb feltételek biztosítottak ahhoz, hogy a beruházások **automatikusan** elérjék legalább a válságot megelőző szintjüket. Az OECD új rendszeres éves kiadványát, az először 2015-ben megjelent **OECD Business and Finance Outlook**-ot² olvasva azonban azt találjuk, hogy ez koránt sincs így. A vizsgált fejlett országbeli nagyvállalatok a beruházási kiadásaik fedezéséhez nem szorulnak külső forrásbevonásra. Az árbevétel-arányos **nyereségük elegendő** volt a szándékolt **beruházásaik finanszírozására**. Márpedig ez az a vállalati kör, amely nagyjából az összes beruházások nyolcvan százalékát megvalósítja.³ A forrásaik lehetővé tették azt is, hogy jelentős mértékben képesek legyenek osztalékfizetésre, sőt maradt a saját részvényeik visszavásárlására is. Az USA vállalatok esetében a leginkább megfigyelhető ez a folyamat, de jellemző az európai nagyvállalatokra is (2. ábra 3. ábra).

2. ábra USA vállalatok kiadásai és bevételei a nettó értékesítési árbevétel százalékában



3. ábra: Az európai vállalatok kiadásai és bevételei a nettó értékesítési árbevétel százalékában



Forrás: OECD (2015)

Továbbá mind az amerikai, mind az európai nagyvállalatok rendre **egy és két ezer milliárd dollár, illetve euro közötti likvid pénzügyi megtakarítást** tartanak nagyon alacsony kamatozású bankbetétben és hasonló megtakarítási formákban.⁴ Ez is azt jelzi, hogy **az alacsony beruházási aktivitás oka nem egyszerűen a finanszírozási források hiánya**.

A beruházási döntésekben a forrásköltség mellett a másik fontos meghatározó tényező az **elvárt megtérülési ráta**.⁵ Azokat a projektek nem valósítják meg, amelyekről nem várható, hogy biztosít-

² OECD (2015).

³ A közepes- és kisvállalatok esetében a külső és saját forrásellátottság jóval kedvezőlenebb lehet, de ez a vállalati kör a beruházások csak kis részét valósítja meg. Esetükben a foglalkoztatásban játszott meghatározó szerep indokolhatja az alkalmazkodó gazdaságpolitikát.

⁴ Association of Financial Professionals (2015), Bryant and Jones (2015), Tett (2015).

⁵ "Hurdle rate".

ják az elvárt hozamot. Szakértői becslések szerint azonban az elvárt hozam nem csökkent érdemben, jelenleg is kb. 10-12, esetenként 15-20 százalék körül van.⁶ Eszerint **a kockázatmentes hozamok történelmi mélypontokra mérséklése nem eredményezte az elvárt megtérülési ráta hasonló mérséklődését.**

Egy másik kritikus fejlemény az utóbbi évtizedekben a pénzügyi befektetők **befektetési horizontjának rövidülése.** Ez szoros összefüggésben van a vállalati vezetők ösztönzési rendszerének alakulásával. A nagyvállalati vezetők saját vállalati részvénykompenzációja és a döntően portfólió szemléletű intézményi befektetők teljesítményértékelése egyaránt a rövidtávú nyereségre ösztönöz a hosszú távú növekedést támogató beruházások helyett.⁷ **A részvényesi érték menedzsment kompenzáció** eredeti elgondolása azon alapult, hogy a befektetők valódi tulajdonosként viselkednek. Mindketten a vállalat hosszú távú sikerében érdekeltek, a tőzsdei átláthatóságnak köszönhetően kellően informáltak, és ez együttesen arra ösztönzi őket, hogy azoknak a vállalatoknak a részvényeit tartsák, amelyek biztos jövőjét a hosszútávon nyereséges beruházásokkal biztosítják. A menedzserek érdeke akkor térhet el a tulajdonosokétól, ha az ösztönzésük nincs összhangban a részvényesekével. A második világháború után a szakirodalomban elterjedt **megbízott megbízott problémát feldolgozó irodalom** kimutatta, hogy a menedzserek a saját hatalmuk és kényelmük növelésében érdekeltek, ami sokszor nem ösztönöz az innovációra, sokkal inkább a vállalat méretének és vagyonának növelésére.⁸ Ezek ellenétesek a részvényesek érdekével, ezért kézenfekvő volt, hogy a **menedzserek ösztönzését** a vállalat **tőzsdei árfolyamának** alakulásához kössék.

A részvényesi érdek megközelítés nem a kívánt eredményt érte el. Először is a vállalati vezetőknek számos olyan eszközük van, amivel „karban tudják tartani” a részvények tőzsdei árfolyamát, de amelyek ellentétesek a vállalat hosszú távú nyereségességével. Ennek legfontosabb eszköze **a vállalatok saját részvényének visszavásárlása, az osztalékfizetési politika** és ezek forrásai, **a vállalatok eszközeinek eladása,** és a nyereség felhasználása a jövőt biztosító beruházások helyett az előbbiekben felsorolt célokra. Elvben a **részvényesek büntetnék** az ilyen menedzsereket, de a részvényesek nem tulajdonosként, hanem pénzügyi vagy **portfólió befektetőként** viselkednek: a rövidtávon nem teljesítő **részvényeket eladják és jövedelmezőbbekre** cserélik.⁹

A jelenlegi nagyon alacsony kockázatmentes kamatok mellett a pénzügyi befektetők csak a kockázatosabb értékpapír-befektetésekből, köztük a **részvényekből számíthatnak hozamokra,** amit az ügyfelek, **a végső megtakarítók** elvárnak tőlük. Ezért a rövidtávú hozamokra irányuló nyomás **szembe kerül a hosszabb távú növekedést biztosító magas beruházási** aktivitással, ami tovább **rontja a jövőbeni aggregált keresleti kilátásokat** és a beruházások várható jövedelmezőségét.

Innovációk finanszírozása: kockázat és hozam

⁶ A tőkeköltség súlyozott átlaga, WACC (weighed average cost of capital) Bryant and Jones (2015), Tett (2015), OECD (2015) 46. o.

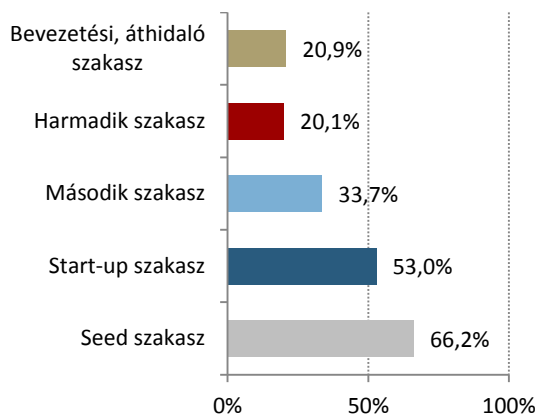
⁷ Lazonick (1992) és (2013). Ehhez a véleményhez csatlakozott a Bank of England főközgazdája, Haldane is. Haldane (2011).

⁸ Berle and Means (1936).

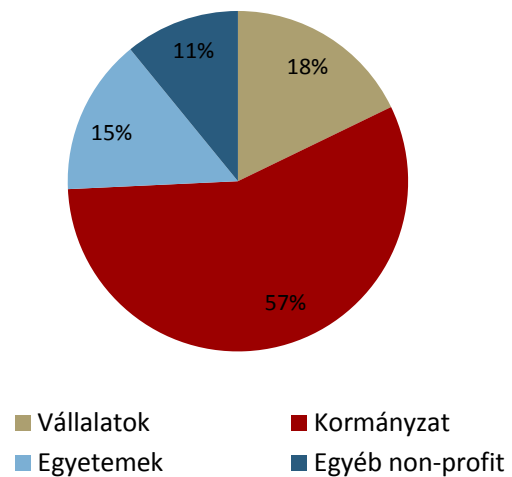
⁹ OECD (2015), 46. o.

A **türelmes befektetők** nem csak a bevezetett vállalatok piacáról hiányoznak, hanem az **innovációk finanszírozásából** is. Már a válságot megelőzően is, de a válság kitörése óta különösen, a **magántőke egyre kevésbé vállalja** az alapkutatásokkal járó **magas kockázatokat**¹⁰ (4. ábra 5. ábra). A közvélekedéssel szemben a legfontosabb innovációkat közvetlenül vagy közvetve állami finanszírozásnak köszönhetjük, miközben az innovatív vállalkozók és magánbefektetők egyre inkább a későbbi, kevésbé kockázatos fázisokra összpontosítanak.

4. ábra: A befektetés veszteségességének kockázatai a fejlesztési fázis függvényében



5. ábra Az alapkutatások finanszírozási forrásai 2008



Forrás: Mazzucato (2011).

Miközben **az államok vállalják a legnagyobb kockázatot**, a **részesedésük** a kereskedelmi sikerekből **meglehetősen kicsi**. A sikeres magánvállalatok, amelyek a piacra viszik a nagyon jelentős állami támogatással elért innovációk eredményeként kifejlesztett termékeket, egyre **kevesebb adót fizetnek**.¹¹ Ezzel azonban csökkentik azokat az állami forrásokat, amelyek a jövőbeni hasonló sikerek forrásai lehetnének. A jelenlegi gazdasági válságban azonban az államok is gyakran a fiskális kiigazítások során a legegyszerűbben ezeknek az innovatív kutatásoknak a finanszírozását csökkentették.

Következtetés

A fejlett gazdaságokban a példátlanul **alacsony jegybanki kamatok és nem-szokványos** gazdaságpolitika **sikeresen stabilizálták** a pénzügyi szektort. Ez önmagában azonban **nem bizonyult elegendőnek** ahhoz, hogy a vállalatok jövedelmezőségi kilátásait jelentősen javítsa, mert a megtérülési számításokban **a visszafogott aggregált kereslet és a makrogazdasági bizonytalanság magasan tartja az elvárt hozamokat**. Ezt erősíti a **pénzügyi befektetők és a vállalati vezetők rö-**

¹⁰ Mazzucato (2011), Mazzucato and Perez (2014), Mazzucato and Wray (2015).

¹¹ Mazzucato and Wray (2015).

vidtávú szemlélete. A gyorsabb növekedéshez elengedhetetlen robusztus beruházási tevékenységhez a válság következményeinek kezelésén túl **stabil aggregált keresleti kilátásokra, a makro-gazdasági politika tartósan és kiszámíthatóan támogató irányultságára, a vállalati és tőkepiaci vezetők ösztönzési rendszerének reformjára és az alapkutatások stabil támogatására van szükség.**

Irodalom

- Association of Financial Professionals (2015): *AFP 2015 Liquidity Survey Report*, <http://www.afponline.org/press/2015-AFP-Liquidity-Report/>
- Berle, A. and G. Means (1936): *The Modern Corporation and the Private Property* (2nd edition Harcourt, Brace and World, New York 1967)
- Bryant, Ch. and C. Jones (2015): ECB Quantitative Easing: Failure to spark. Despite cheap credit and low interest rates, many companies say it is too early to spend, *Financial Times*, 7 September, <https://next.ft.com/content/619b139c-3ce4-11e5-8613-07d16aad2152>
- Csontos, O. és Szalai Z. (2015): Az alacsony inflációs környezet és a visszafogott beruházási aktivitás lehetséges magyarázatai, in: *Hitelintézeti Szemle*, december, <http://hitelintezetiszemle.hu/letoltes/2-csontos-szalai.pdf>
- Haldane, A. (2011): *The Short Long*. Speech by Andrew G. Haldane, Executive Director, Financial Stability, and Richard Davies 29th Soci t  Universitaire Europ enne de Recherches Financi res Colloquium: New Paradigms in Money and Finance? Brussels, <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2011/speech495.pdf>
- Long, Kimberly (2015): *Corporates hold on to cash in low-yield environment*. *Euromoney*, 27 August. <http://www.euromoney.com/Article/3483613/ChannelPage/8959/AssetCategory/9544/Corporates-hold-on-to-cash-in-low-yield-environment.html?copyrightInfo=true>
- Lazonick, W. (1992): „Controlling the Market for Corporate Control: The historical significance of the managerial capitalism”. *Industrial and Corporate Change*, 1 (3):445-488. <http://web.uconn.edu/ciom/CorpControl92.pdf>
- Lazonick, W.(2013): “The Financialization of the U. S. Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained”. *Seattle University Law Review*, Vol. 36:857, 2013, pp. 857-909., <https://www.conference-board.org/retrievefile.cfm?filename=The-Financialization-of-the-US-Corporation.pdf&type=subsite>
- Mason, J. W. (2015): *Disgorge the Cash: The disconnect between corporate borrowing and investment*. Roosevelt Institute, <http://rooseveltinstitute.org/disgorge-the-cash-the-disconnect-between-corporate-borrowing-and-investment-1/>
- Mazzucato, M. (2011): *The Entrepreneurial State*, Demos, http://www.demos.co.uk/files/Entrepreneurial_State_-_web.pdf
- Mazzucato, M. – Wray R. (2015): *Financing the Capital Development of the Economy: A Keynes-Schumpeter-Minsky Synthesis*. Jerome Levy Institute of the Bard College, Working Paper No. 837, May, http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_837.pdf
- OECD (2015): *Business and Finance Outlook 2015*, http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-business-and-finance-outlook-2015_9789264234291-en
- Summers, L. H. (2014): „U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound”. *Business Economics*, Vol. 49. No. 2., February, <http://larrysummers.com/wp-content/uploads/2014/06/NABE-speech-Lawrence-H.-Summers1.pdf>
- Tett, G. (2015): *The US economy is infested with zombie corporate cash*. *Financial Times*, 13 August, http://www.ft.com/intl/cms/s/0/00f5849e-41b4-11e5-b98b-87c7270955cf.html?ftcamp=published_links%2Frs%2Fmarkets_gillian-tett%2Ffeed%2F%2Fproduct#axzz3jzWOCUKI
- World Bank (internet): World Development Indicators, <http://databank.worldbank.org/data/home.aspx>

“Szerkesztett változatban megjelent az Mfor.hu oldalon 2016.  prilis 11- n.”