

dr. Várpalotai Viktor

Az eladósodás ára – fenntartható növekedés a globális pénzügyi válság tükrében

A gazdasági elemzők az aktuális növekedési folyamatok értékelése mellett kiemelt figyelmet szentelnek a hosszabb távú növekedési lehetőségek vizsgálatának. A kereslet-kínálat ingadozása ugyanis azt eredményezi, hogy a gazdaság aktuális teljesítménye átmenetileg meghaladhatja hosszabb távú trendjét, máskor pedig elmaradhat attól. Ugyanakkor több éves távlatban a hosszú távú növekedési lehetőségek határozzák meg a gazdaság teljesítményét. Emiatt kitüntetett kérdés a növekedés vizsgálatakor, hogy az aktuális növekedési folyamat mennyiben van összhangban a hosszabb távú növekedési lehetőséggel, azaz mennyiben fenntartható? Egy növekedési pályát akkor nevezhetünk fenntarthatónak, ha a gazdasági folyamatok nem eredményeznek olyan feszültségeket, amelyek később a gazdaság teljesítményének korrekcióját teszik szükségessé. A gazdasági növekedés fenntarthatóságát a globális pénzügyi válság kitörése előtt is számos szempontból elemezték. Így vizsgálták, hogy a hitelállományok emelkedése, melyet többnyire a pénzügyi szektor fejlődésének jeleként értékeltek, támogatja-e a hosszútávon is fenntartható növekedést? Fenntartható-e egy ország gazdaságának növekedése, ha a fizetési mérleg hiányán keresztül külső hitelekből finanszírozzák? A hosszú éveken keresztül stabilan alacsony infláció egyben a gazdaság túlfűtöttségének hiányát és így a korrekció szükségtelenségét bizonyítja-e?

A felvetett kérdésekkel kapcsolatban a globális pénzügyi válság kitörése előtt a közgazdászok többsége megnyugtatóan vélekedett. Az országok széles körében megfigyelhető gyors ütemű hitelállomány-növekedést többnyire olyan pénzügyi mélyülésnek tekintették, mely a gazdaság erőforrásainak jobb allokációjához vezet és így a növekedést hosszútávon is támogatja azáltal, hogy elősegíti a megtakarítások beruházások felé csatornázását, a kockázatok megosztását, hatékonyabbá téve a gazdasági szereplők közti információáramlást, a hitelezők projekt-monitorozási képességét, és mindezek révén erősítve az áruk és szolgáltatások mind intenzívebb áramlását. Alapvetően ebből az értékelésből következett, hogy a válság előtti hitelezési-buborékot, amely általában az eszközárak gyors emelkedésével is járt, nem tartották különösebben veszélyes folyamatnak. Épp ellenkezőleg, a kevésbé fejlett országok esetében, ahol a kétezres évek elején a GDP arányos hitelállományok és sok esetben az ingatlanárak is alacsonyak voltak, a hitelezés és az ingatlanárak felfutását

egy egyensúlyi felzárkózási folyamat részének tekintették. A hitelezés felfutásával az országokon belüli megtakarítások növekedése általában nem tudott lépést tartani, így szükségszerűen külső források finanszírozták a hitelezést, magas fizetésimérleg-hiányokat eredményezve.

A kialakuló magas fizetésimérleg-hiányokat, és növekvő pályára álló külső adósságokat a likviditásbőség időszakában éveken át különösebb fenntartások nélkül, azaz a valós kockázatokat alulárzva finanszírozták a pénzügyi piacok. Felzárkózó országok esetében ebben szerepet játszhatott a növekedélmélet érvelése is, mely szerint a felzárkózás és a külső finanszírozás természetes módon összekapcsolódhat. Általánosan megfigyelhető ugyanis, hogy az országok közötti fejlettségbeli különbségek mögött a tőkeállományok eltérő mértéke áll. Ezért egy kevésbé fejlett ország felzárkozásához szükségesnek tűnik, hogy tőkeállományát minél nagyobb mértékben bővítse. Az ehhez szükséges beruházások finanszírozását azonban pénzügyileg nyitott országok esetén nem csak a belső megtakarítások fedezhetik, hanem külső források is. Az érvelés szerint a fizetési mérleg hiánya, vagyis a külső finanszírozás olyan forrás lehet, amelynek révén a tőkefelhalmozás és vele együtt a gazdaság felzárkózása is gyorsítható. A válság előtti növekedési modell fenntarthatóságának hitét az infláció stabilan alacsony szintje is erősítette. Egy széles körben elfogadott közgazdaságtani összefüggés szerint az alacsony infláció egyben a gazdasági növekedés fenntarthatóságának indikátora. Eszerint ha nincs inflációs nyomás, akkor nincs túlfűtöttség a gazdaságban. Ha nincs túlfűtöttség, akkor korrekcióra sincs szükség, azaz a növekedés fenntartható.

A globális pénzügyi válságban nagymértékben és tartósan visszaeső gazdasági teljesítmény azonban fájdalmasan megcáfolta ezeket a vélekedéseket. A hitelállományok válság előtti felfúvódása nem feltétlenül a feladatait hatékonyabban ellátó, a megtakarításokat termelő beruházásokhoz áramoltató pénzügyi rendszer eredményének tulajdonítható. Épp ellenkezőleg, egyes gazdasági szegmensek, mint például az ingatlanpiac túlhevüléséhez köthető avagy egyszerűen csak fogyasztást finanszíroztak. Ráadásul ezek a hitelcélok nem tekinthetők produktívnak, azaz nem képesek a törlesztésükhöz szükséges jövedelmeket hosszabb távon kitermelni, nem járulnak hozzá a hosszú távú növekedéshez. A válság előtti túlzottan bizonyult hitelbőség nem vezetett a gazdaság erőforrásainak hatékony allokációjához sem. Egyes ágazatok, jellemzően a pénzügyi vagy ingatlanszektor elszívhatták a többi ágazat elől a képzett munkaerőt és olyan kapacitások kiépülését eredményezték, amelyek a hitelezési buborék kipukkanása után szükségtelennek bizonyultak. Mint ahogy a pénzügyi mérlegek felfúvódása sem, úgy a külső források igénybevétele sem feltétlenül

eredményezett növekedési többletet, mivel jellemzően nem a felzárkózást segítő termelő beruházásokat finanszírozták. Végezetül az inflációs nyomás ezzel együtt a gazdaság túlfűtöttségének feltételezett hiányát tekintve, megállapítható, hogy nem kapott kellő figyelmet az, hogy nemcsak hosszú távon állhat fenn a növekedés és pénzügyi folyamatok között kapcsolat, hanem már rövid távon is. A hitelezés felfutása egyidejűleg élénkíti a keresletet, így jelentős azonnali növekedési hatása van. Amint a hitelezés lendülete kifulladás, az általa indukált kereslet is eltűnik a gazdaságokból. A globális pénzügyi válság tehát megmutatta, hogy a hitelállományok túlzott növekedése nem támogatja a hosszú távú növekedést, nem fenntartható a nagymértékű fizetési mérleghiány és növekvő adósságból finanszírozott növekedés, és az alacsony infláció ellenére is lehetséges korrekciót eredményező jelentős gazdasági túlfűtöttség.

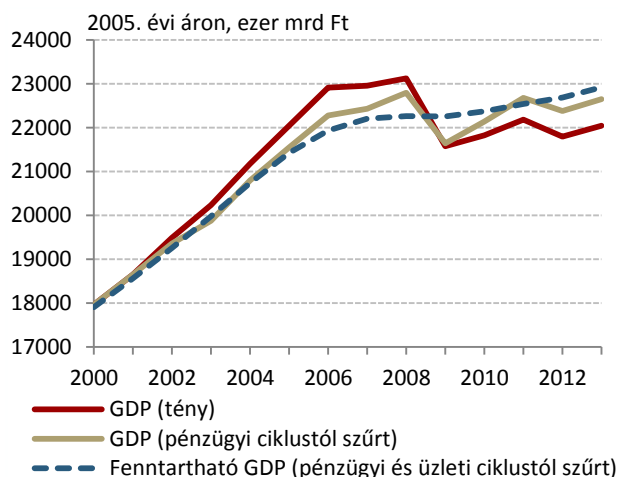
Magyarországot a felépült, részben devizában fennálló adósságállományok, a külső forrásokra való utaltság a pénzügyi piacok hangulatváltozásaival szemben különösen sérülékennyé tették. A globális pénzügyi válság következményeként elapadó finanszírozási források és emelkedő kockázati felárak, jelentős korrekcióra kényszerítették a magyar gazdasági szereplőit, nyilvánvalóvá téve a válság előtti növekedés fenntarthatatlanságát. A válság előtti magyar növekedés fenntarthatatlansága abban gyökerezett, hogy – hasonlóan számos országhoz – a gazdaságot a hiteleknek tulajdonítható kereslet túlfűtötté tette. Milyen mértékű volt a magyar gazdaság túlhevültsége? Mekkora növekedés volt fenntartható a válság előtt és az azt követő években?

A helyes válaszokhoz a globális pénzügyi válság fontos adalékokkal szolgált. A válságot megelőzően a fenntartható növekedés mértékének meghatározásához a gazdaságok szokásos ingadozását – a fellendülés és kismértékű megtorpanás pár évente bekövetkező váltakozását, az úgynevezett üzleti ciklust – vették alapul. Ez a régóta megfigyelhető ingadozás a gazdasági szereplők számára elérhető erőforrások (jellemzően tőke és munka) időben váltakozó kihasználtságát eredményezi. A válságot megelőző számítások a fenntartható növekedés mértékét ezért kizárólag a gazdasági erőforrások alakulásához kötötték, megtisztítva kihasználtságuk ingadozásától. A globális pénzügyi válság rámutatott azonban arra, hogy az üzleti ciklusok mellett a pénzügyi ciklusok figyelembe vétele is elkerülhetetlen a fenntartható növekedési folyamatok értékelésekor. Ugyanis az erőforrások alakulására és szektorok közti elosztására a pénzügyi folyamatok is hatnak, miközben hosszabb távon a pénzügyi folyamatok sem szakadhatnak el a gazdaság fundamentumaitól. Emiatt a válság a fenntartható növekedésről alkotott képbe a rendelkezésre álló erőforrások alakulása mellett a pénzügyi folyamatok fenntarthatóságát is beillesztette. A pénzügyi ciklusok

jellemzően hosszabbak – akár egy évtizeden át fűtik a gazdaságot – és nagyobb amplitúdójúak az üzleti ciklusoknál, ezért a pénzügyi fenntarthatóságot is szem előtt tartó fenntartható növekedési pályára vonatkozó becslések a korábbi számításokkal összevetve az aktuális kibocsátási szinttől tartósabban és nagyobb mértékben eltérő növekedési lehetőségeket azonosítanak. A pénzügyi folyamatok figyelembe vétele azért is fontos, mert a pénzügyi egyensúly szükségességét figyelmen kívül hagyó becslések számottevően torzíthatnak: a pénzügyi egyensúlyt megbontó, eladósodási időszakban a valósnál magasabbnak, míg a pénzügyi egyensúlyt helyreállító, a felhalmozott túlzott adósságokat leépítő időszakban alacsonyabbnak mutathatják a fenntartható növekedési pályát.

A Magyar Nemzeti Bank nemrég megjelent Növekedési Jelentésében már ezt az új, pénzügyi folyamatokat is figyelembe vevő megközelítést alkalmazta a magyar gazdaság fenntartható növekedési pályájának számszerűsítésekor. Az eredmények szerint a magyar gazdaság a válság előtti időszakban a pénzügyi egyensúlyt megőrző, így fenntartható növekedést jelentő ütemet meghaladó mértékben bővült, míg ennek következményeként a pénzügyi egyensúly helyreállítására tett erőfeszítések miatt a kilábalási periódusban a válság következményeként egyébként is lassuló egyensúlyi növekedési lehetőségektől elmaradva gyarapodott. Magyarország hosszú távon is fenntartható lehetőségeihez képest a 2002–2007 közötti időszakban az eladósodáshoz köthető többletkereslet miatt átlagosan évi 0,4–0,5 százalékkal gyorsabban növekedett. A megbomlott pénzügyi egyensúly helyreállítására tett erőfeszítések következményeként, melyet a devizadósságok terheinek megnövekedése és a globális kereslet szűkülése is súlyosbított, a 2009–2013 közötti periódusban a gazdaság kínálati lehetőségeihez képest évente 1,2–1,5 százalékkal alacsonyabb növekedést figyelhettünk meg. Ez a növekedési veszteség például a tavalyi évet tekintve egyben azt is jelenti, hogy amennyiben a válság előtt nem halmozódtak volna fel a túlzott mértékű hitelállományok, és így szükségtelen lenne az elmúlt években megfigyelhető kényszerű adóssagleépítés, akkor Magyarország GDP-je 2013-ban a megfigyelthez képest több mint 800 mrd Ft-tal magasabb lehetett volna.

Az aktuális és fenntartható kibocsátás Magyarországon



Forrás: MNB Növekedési Jelentés 2014

Magyarországtól a válság előtti évek eladósodása tehát nagy árat követelt. A válság előtti egy egységnyi többletjövedelemért a válságot követően közel két egységnyi jövedelemről kellett lemondanunk. Az elmúlt években növekvő beruházási ráta és munkaerőpiaci aktivitás nem párosult a pénzügyi egyensúlyi mutatók romlásával, így a magyar gazdaság 2005-ben megtorpant fenntartható növekedési pályája újból fokozatosan erősödni tudott. Amennyiben az élénkülő munkaerőpiaci és beruházási folyamatok tartósak bizonyulnak, akkor a magyar gazdaság várhatóan finanszírozási szempontból is fenntartható módon folytathatja a 2000-es évek derekán megakadt felzárkózást Európa fejlettebb gazdaságaihoz.

(A cikk a Magyar Nemzeti Bank 2014. évi Növekedési Jelentésének 3. fejezetében bemutatott elemzések legfontosabb megállapításai alapján készült)

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2014. december 1-jén.”