

Virág Barnabás: Adósságleépítés? – Korábban soha nem látott mértékű adósságokat görget maga előtt a világ!

Immáron több mint 6 év telt el 2008. szeptembere óta, amikor is az amerikai jelzálogpiacról induló krízis globális válsággá szélesedett. A válság kitörését követően a válságkezelést támogató eszközök kialakítása mellett, a gazdasági szakemberek körében élénk vita zajlott a válságot követő kilábalási periódus várható alakjáról. A különböző scenáriók alapján V, W, U, L alakú pályák egyaránt elképzelhetőek voltak. Az eltérő növekedési várakozások ellenére azonban abban konszenzus mutatkozott, hogy a helyreállítási periódusban a válsághoz vezető, a globális gazdaság sérülékenységét meghatározó folyamatokban korrekció szükséges. Makrogazdasági szempontból a túlzott mértékű eladósodás csökkentése és a globális egyensúlytalanságok kiigazítása kapott kiemelt figyelmet. Az ún. „deleveraging” kifejezés szinte minden nyelvben általánosan használt és azonos jelentéssel bíró fogalommá vált. De vajon hol áll a világ a globális válságot meghatározó folyamatok kezelésében? Megszűntek a korábban a világot válságba sodró jelenségek, vagy változatlanul akut kockázatot jelentenek? Írásunk a *Magyar Nemzeti Bank 2014. évi Növekedési Jelentésének* megállapításait felhasználva ezekre kíván röviden választ adni.

A növekedést illetően jelenleg már határozottabban fogalmazhatunk. A világgazdaság közel felében a GDP szintje még jelenleg sem éri el a válság előtti szintet, miközben a magas munkanélküliségi és csökkenő beruházási rátákat látva egyre valószínűbb, hogy a gazdaságok potenciális kibocsátása és annak növekedési üteme is tartósan sérülhetett. Egyre több vélemény szerint a világnak egy tartósan alacsony növekedési periódusra is fel kell készülni.

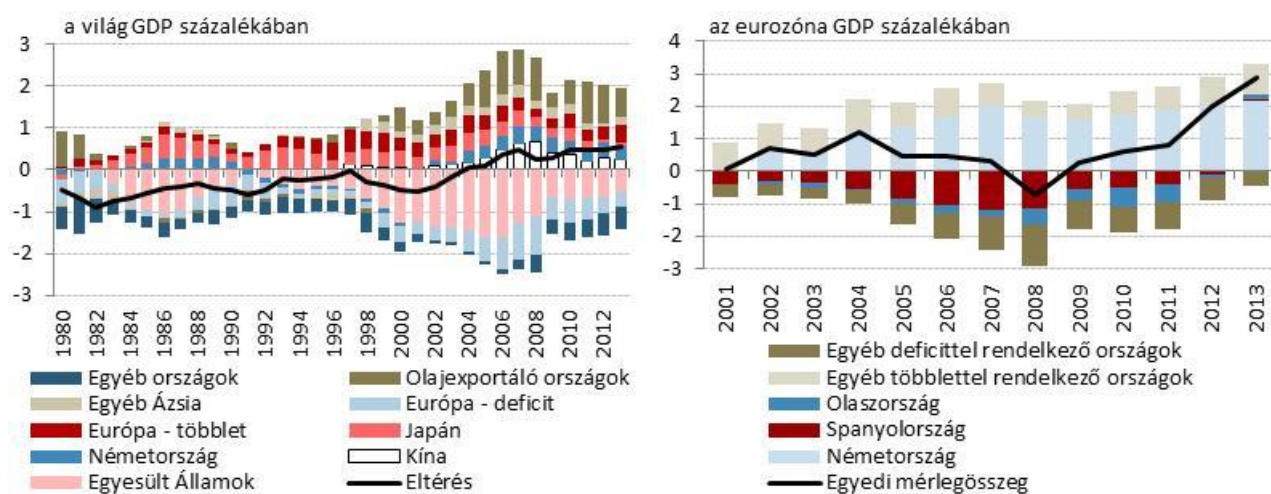
A válság globálissá szélesedésében meghatározó szerepe volt a pénzügyi piacok egyre mélyebb integráltságának és az egyes gazdaságokban tartósan eltérő finanszírozási helyzet kialakulásának. A gazdaság finanszírozását huzamosabb ideig, jelentős külső forrásból megvalósító országok a kockázatvállalási hajlandóság megváltozásával és finanszírozási környezet szigorodásával többnyire mély és tartós recessziót éltek át.

A finanszírozási pozíciók eltéréseit leginkább a folyó fizetési mérlegek egyensúlytalanságai azonosították. A válság kitörését követően a globális egyensúlytalanságok egyértelműen csökkentek. Általában megállapítható, hogy a korábban nagy hiányo-

kat felhalmozó országok a hiánycsökkentés, míg a többlettel rendelkező gazdaságok a szufficit mérséklése irányába mozdultak el. Ez az átrendeződés különösen erős volt Kína és az Amerikai Egyesült Államok esetében. Ugyanakkor érdemes megemlíteni, hogy az eurozónában inkább csak a deficitesek kiigazodása volt meghatározó, míg a versenyképesebb gazdaságok (főleg Németország és Hollandia) tovább növelték aktívumukat.

Az érintett gazdaságokban a külső egyensúly javulásának ára ugyanakkor főként a belső reálgazdasági egyensúly romlása, azaz a belső fogyasztás és beruházások tartós csökkenése, illetve a munkanélküliség emelkedése voltak. A kisebb reálgazdasági áldozatokat lehetővé tevő reálárfolyamok kiigazodásának hatása ugyanakkor mérsékelt maradt. Ennek az árfolyam-rendszerek kötöttségei (főleg az eurozónán belül), a munkapiaci merevségek (a nominális bérek lefelé nehezen változnak) és az alkalmazott árfolyam-politikákban egyre inkább megjelenő versengő motívumok egyaránt okai voltak.

Folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságok a világban és az eurozónában



Forrás: MNB Növekedési Jelentés 2014, IMF World Economic Outlook November 2014

A válság előtt megfigyelt tartós folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságok az állományi pozíciókban is jelentős és fokozatosan növekvő eltéréseket okoztak. Ellenében a folyó fizetési mérlegekkel a nettó adósságokat és követeléseket illetően 2008 óta kiigazodás nem történt. Ennek döntően három oka volt:

- (1) a folyó fizetési mérlegek kiigazodása többnyire csak a korábbi pozíciók szűkülését jelentette, miközben csak kevés gazdaságban történt meg az egyenlegek előjelének megváltozása, ami a nettó adósságpozíciók leépítésé-

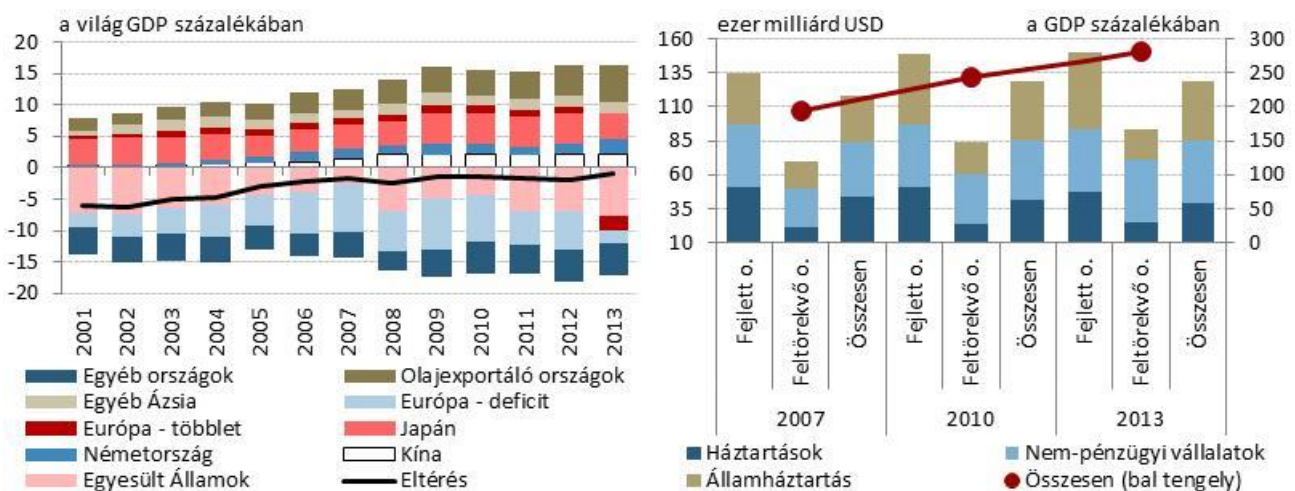
nek feltétele lett volna (érdemes megjegyezni, hogy Magyarország ez utóbbi országok közé tartozik);

(2) a lassuló gazdasági növekedés és csökkenő infláció általánosan hátráltatta a jövedelem arányos adósságműtatók javítását;

(3) végül több gazdaságban – ahol az adósságok egy része külföldi devizában volt denominálva – az árfolyamváltozások miatt átértékelődés is korlátozta az adósságok csökkentését.

A nettó eszköz pozíciók mellett a bruttó adósságok helyzetét is érdemes megvizsgálni. A világ gazdaságainak bruttó adósságai a válság óta szinte töretlenül tovább emelkedtek. Bár a fejlett gazdaságokban a magánadósságok növekedése megállni látszik, ám az államháztartás adósságai részben a bankmentő csomagok, részben a válság hatásait enyhítő anticiklikus költségvetési politikák következtében tovább növekedtek. Eközben a feltörekvő országokban, kihasználva a globális alacsony kamatkörnyezetet, elsősorban a magánszereplők eladósodottsága növekedett több esetben az árnyék-bankrendszeren keresztül. Összességében hat évnyi alkalmazkodás komoly reálgazdasági és társadalmi költségei ellenére a világ gazdaságainak az adósságok helyzetét illetően nem sikerült előrelépni.

A világ gazdaságainak nettó és bruttó adós pozíciói



Forrás: MNB Növekedési Jelentés 2014, IMF World Economic Outlook November 2014

Jogosan merülhet fel a kérdés, hogy mi következhet mindezen folyamatokból az aktuális gazdasági környezet és a várható növekedési kilátásokat illetően:

- a 2008-s válság előtt kiemelt kockázati tényezőként kezelt, folyó fizetési mérlegekben megjelenő egyensúlytalanság globálisan mérséklődött. Ugyanakkor

egyres régiókban (főleg az eurozónában) ennek szerkezete változatlanul fenntarthatósági problémákat mutat.

- az áramlási - ún. flow - típusú egyensúlytalanságok csökkenésével szemben továbbra is jelentős állományi – ún. stock – típusú egyensúlytalanságok jellemzik a világot. Ezek következtében a befektetői hangulatban jelentkező esetleges megingások továbbra is jelentős növekedési következményekkel járhatnak az érintett gazdaságokban.
- a válság egyik fontos tanulsága, hogy miközben a folyó fizetési mérleg túlzott hiánya továbbra is tünete lehet fenntarthatatlan folyamatoknak, a modern pénzügyi rendszer és a tőkeáramlás folyó fizetési mérleget jóval meghaladó bruttó tőkeáramlások a korábbinál is nagyobb figyelmet követelnek. Nem elegendő a fizetési mérlegnek csak a folyó tranzakciókat számszerűsítő folyó egyenlegét nyomon követni, hanem egyre nagyobb hangsúlyt érdemelnek a fizetési mérleg tőke és pénzügyi mérlegében zajló folyamatok is. Ide tartoznak a tőketranzakciók (mint például a közvetlen tőkeberuházás) vagy a hitelnyújtás (például közvetlenül a bankrendszereken keresztül, vagy kötvények vásárlásával).
- a globálisan töretlenül emelkedő bruttó adósságok jelentős fenntarthatósági kockázatokat jelentenek, különösen amennyiben ez a nominális GDP alacsony növekedésével is párosul. Az adósságok növekedésével párhuzamosan a megtakarítók mérlegeiben is emelkedett az adósság-típusú eszközök (pl. államkötvények) részaránya. A folyamat végeredményeként az egyre erőteljesebben globalizálódó pénzpiacokon a gazdaságoknak a pénzpiaci hangulat és/vagy a kamatciklus megváltozásával szembeni érzékenysége magas. Ezen kockázatokra reagálva a világ jegybankjai a jövőben is lépéseik lehető legtranszparensabb és körültekintő bemutatására törekcszenek.
- végezetül a magas adósságok a fogyasztási és beruházási döntésekre is érdemi hatással lehetnek. Az eladósodott – jellemzően magasabb fogyasztási hajlandósággal rendelkező – szereplők adósságterheik megfelelő csökkentéséig visszafogják fogyasztási keresletüket. A beruházási döntésekre a magas adósságok okozta bizonytalanság miatt elvárt kockázati felárak és a mérsékeltebb keresleti kilátások egyaránt negatív hatással lehetnek.

Az aktuálisan is magas adósságok a világgazdaság jövőjének egyik legnagyobb kihívását jelenthetik. A jelenlegi mérsékelt növekedési kilátások és alacsony inflációs várakozások mellett időről-időre felszínre kerülhetnek a magas adósság szintek mi-

atti fenntarthatósági problémák. Ezzel összhangban az adósságok jelentékenyebb csökkenéséig az érintett gazdaságok kilábalása még hosszú ideig törékeny maradhat.

(A cikk a Magyar Nemzeti Bank 2014. évi Növekedési Jelentésének 1. fejezetében bemutatott elemzések legfontosabb megállapításai alapján készült)

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2014. november 26-án.”