

Havi elemzés – szeptember

Orbán Gábor: a tőkeáttétel nem vész el, csak átalakul...

Az Amerikai Egyesült Államok gazdaságát úgy ismertük, mint a világ legnagyobb bankját. Ez a gazdaság már jó ideje azzal foglalkozott, hogy a világ minden tájáról begyűjtötte a tőkét, és külföldön újra befektette azt magasabb kockázat és jóval magasabb hozam mellett. Ez az „üzleti modell” tette lehetővé, hogy az USA pozitív eredményt mutathasson fel folyó fizetési mérlegének jövedelem egyenlegében, jóllehet az ország a világ többi részével szemben nettó hitelfeltevő volt.

A hatalmas tőkeáttétel alkalmazásával az Amerikai Egyesült Államok gazdasága mára a világ legnagyobb fedezeti alapjává vált. Legkésőbb 2005-re ez az üzleti modell túl messzire ment, a belföldi gazdaság pedig erősen túlhevült. Ezt a tényt sok éven keresztül elrejtette az a dezinflációs hatás, melyet a nagy feltörekvő gazdaságoknak a globális munkamegosztásba történő integrációja okozott. Az ebből eredő alacsony szintű és stabil termék- és szolgáltatásoldali infláció arra a hibás következtetésre vezette az amerikai monetáris politikát, hogy a monetáris kondíciók nem túlságosan lazák, holott ez volt a helyzet. A fiskális politikának, mely egy költséges és elhúzódó háborút finanszírozott, szintén expanziós hatása volt. A legtöbb eszközosztályban tapasztalható alacsony hozamszint a bankok, vállalatok és háztartások mérlegeinek inflációjához vezetett mind az USA-ban, mind pedig a világ többi részében.

Ilyen helyzetben érkeztünk el 2008. szeptember 7-éhez, amikor Hank Paulson pénzügyminiszter bejelentette, hogy államosítják a Freddie Mac és a Fannie Mae államilag támogatott jelzáloghitel-intézeteket, melyek a 12 trillió dolláros amerikai jelzálogpiac felét fedik le. Habár az állami szerepvállalás teljes mértéke még mindig nem ismert, annyi azonban már kiderült, hogy a kincstár 200 milliárd dollárt elérő tőkebefektetést biztosít a két államilag támogatott intézmény számára annak érdekében, hogy biztosítsa fizetőképességüket. Nagyon valószínűnek látszik, hogy a 200 milliárd dolláros lehetséges tőke kiegészítés, melyet a két intézmény garantálására szánnak, teljes egészében felhasználásra kerül. Az intézmények vezetőit tanácsadóként foglalkoztatják tovább, az állami „ügynökségeket” pedig gondnokság alá vették. Az intervenció célja, hogy megakadályozza a mérlegek jelentős mértékű romlását. Az amerikai kincstár végső célja, hogy a tőkeáttételt fokozatosan és higgadtan csökkentse, mivel ezt a folyamatot a piaci erők láthatólag nem tudták véghezvinni. Mivel a monetáris politikai jelzések, illetve a likviditási injekciók mindeddig elégtelennek bizonyultak, így közvetlenebb fiskális lépések megtétele válik majd szükségessé.

Milyen hatással van mindez a pénzpiacokra? Emelkedik a kincstárjegyek hozama és esik a dollár? Aligha. Ha az Amerikai Egyesült Államok egy tíz évvel ezelőtti feltörekvő ország lenne, akkor az IMF válságkezelő bizottságot állítana fel, és a monetáris és fiskális politikát, valamint a pénzügyi szektor elégtelen felügyeletét nevezné meg, mint a

probléma okait. Az IMF már kérné a helyi deviza leértékelését, a fiskális megszorításokat, esetleg nyugdíj- és egészségügyi reformot is. Minderre azonban nem lesz szükség az Amerikai Egyesült Államok esetében, legalábbis mindaddig, amíg az ország politikai és katonai hatalom marad (és ez nem képzelhető el egy nagyjából stabil gazdasági háttér nélkül), ami azért várhatóan egyelőre nem változik.

Van azonban egy hasonlóság a mai Amerikai Egyesült Államok, és egy válság sújtotta tíz évvel ezelőtti feltörekvő gazdaság között, mégpedig a morális kockázat. A külföldi központi bankok, az állami vagyonkezelő alapok és a nagy amerikai kötvényalapok örömmel látják, hogy szűkülnek a szpredek a jelzáloghitel-kitettségeiken. Emellett a megtett intézkedések egy jelentős bizonytalansági forrást szüntetnek meg, ebben az értelemben pedig rövidtávon még a részvénypiaci hangulatot is javíthatják. Ezzel együtt azonban nem valószínű, hogy a hitel- és a részvénypiac vonzóvá válna a hosszú távra befektetők számára, mivel a mérlegek korrekciójához sokkal többre van szükség, mint a lakóingatlanokhoz kapcsolódó hitelek normalizálódása, jóllehet ez a kérdés alkotja a probléma gyökerét. A globális gazdaság alapvető problémái tehát továbbra is súlyosak, az általános gyengeség pedig továbbra is rányomja majd a bélyegét a feltörekvő szegmensre is. Mivel az Amerikai Egyesült Államok most inkább fiskális fegyvereket használ, nem pedig az előzőleg már alkalmazott monetáris lazítást, a Freddie és a Fannie államosítása lehet, hogy erősíti majd a dollárt, ami a növekedéssel kapcsolatos aggodalmakkal párosulva nyomás alatt tarthatja a feltörekvő deviza- és részvénypiacokat. A feltörekvő gazdaságok kötvényeinek birtokosai talán az olaj és az élelmiszerek árának mérséklődéséből meríthetnek némi vigaszt.