

**Havi elemzés – Április****Orbán Gábor: Áprilisi capriccio**

Áprilisi elemzésünkben a nemzetközi befektetői hangulat ingadozásainak fő mozgatórugójával foglalkozunk, amellet érvelve, hogy az agresszív kormányzati beavatkozás szükséges, de nem elégséges feltétele a kockázati étvágy tartós emelkedésének.

Az utóbbi hónapban világszerte számottevően javult a hangulat a pénzügyi piacokon. Az európai és tengerentúli tőzsdeindexek határozott emelkedést mutattak, az S&P és a DAX 27%-kal magasabban áll a március 9-i mélyponthoz képest. A kedvező tendenciák a feltörekvő gazdaságokat, így Magyarországot is elérték. A régiós devizák erősödni tudtak, míg a hazai kötvénypiacon továbbra is illikvid kereskedés mellett, illetve attól nem függetlenül, komoly hozamcsökkenés következett be a politikai bizonytalanságok ellenére is. Persze a legfontosabb ezúttal is annak helyes megítélése, hogy mennyire tartós vagy átmeneti ez a mostani pozitív hullám. Ehhez azt kellene pontosan megérteni, hogy mi mozgatja a nemzetközi hangulatot.

Az elmúlt hetek főbb híreit áttekintve szembetűnő az új erőre kapott kormányzati beavatkozásokkal kapcsolatos hírfolyam. Az amerikai kormányzat és jegybank minden eddiginél elszántabban veszi fel a harcot a depresszióval szemben. Rekord alacsony alapkamat, mennyiségi szabályozás, kétszámjegyű fiskális deficit, jegybanki állampapírvásárlás. A tőkehelyzet javítása érdekében részben államosítják a bankrendszert, részben a piaci beértékelés követelményének felfüggesztése merült fel a pénzügyi intézetek tőkehelyzetének javítására. Európában egyelőre a korábbi, ortodox keretek között, de a mozgásteret teljesen kihasználva élénkítik a gazdaságot. Kínából és Japánból is óriási nagyságrendű fiskális csomagokról hallunk. A G-20 csúcs után a befektetőket afelől is megnyugtatták, hogy a gigantikus tőkeinjekció a feltörekvő piacokra is eljut majd, hiszen az IMF forrásait megháromszorozták, és a sajátos IMF-pénz, a különleges lehívási jogok tartalékdeviza-szerepét is igyekeznek erősíteni. Lengyelország esetében az IMF által nyújtott rugalmas hitelezés (Flexible Credit Line) erősíti a zlotyba vetett bizalmat. Ewald Nowotny osztrák jegybankelnök javaslata nyomán az EKB kormányzótanácsa napirendjére vette a nem EMU-tag, EU-tagállamok helyi devizában kibocsátott állampapírjainak befogadását fedezetként, ami az egész kelet-közép-európai régióknak, különösen az adósságproblémákkal küzdő Magyarországnak erős támaszt jelentene.

Mindez jól illeszkedik az elmúlt két év globális makrogazdasági és tőkepiaci történetébe – legalábbis ahogy azt én látom. A nemzetközi hangulat, így az eszközárak mozgása, legszorosabban a hathatós kormányzati beavatkozásba vetett hittel függött össze. Ami a beavatkozásra való hajlandóságot illeti, számos közgazdasági vagy még inkább gyakorlati gazdaságpolitikai tabunak kellett ledőlnie ahhoz, hogy megnyíljon az út a ma már szinte természetesként kezelt lépések előtt. Az árstabilitás, mint jegybanki cél mellé felzárkózott, majd elhúzott jelentőségben a nehezen megfogható pénzügyi stabilitás, amiről szinte csak akkor tudjuk meg, mi az, amikor nincs. A bankóprés nem szűrja már a szemünket (annyira). A szabályozás piactorzító hatásától való félelem a pénzügyi piacok esetében eltörpül a

szabályozatlanság okozta veszélyérzethez képest. Európában mintha tovább tartaná magát a korábbi legjobb gyakorlat, amiért időnként el is marasztalják az európai döntéshozókat, és az euró gyengülésének magyarázataként tekintenek rá a hozzáértők. Most éppen még ott tartunk, hogy a régiós országok esetében az euró bevezetését, mint válságkezelő eszközt értelmetlennek és elképzelhetetlennek tartjuk (részemről biztosan), de idővel ez is változhat. A befogadott eszközök körének kiterjesztése a magyar állampapírokra, szintén elég hihetetlennek hangzik e pillanatban. Az azonban világos, hogy az agresszív gazdaságpolitikai beavatkozás mibenléte, illetve az annak esélyeiről alkotott kép rohamosan változik és elsősorban ez hat a befektetői hangulatra is.

Az érem másik oldala az agresszív beavatkozás sikere. Meggyőződésem, hogy két évvel ezelőtt azért nem látta jóformán senki előre a válságot, mert bár tudatában volt a rendszerben rejlő feszültségeknek, amelyek a globális egyensúlytalanságokban, vagyis az amerikai túlfogyasztásban és az ázsiai túlzott mértékű megtakarításokban öltöttek testet, kevesek számára volt elgondolható, hogy a fejlett gazdaságpolitikai eszköztár – szemben a 30-as évek együgyűségével – ne lenne képes a problémákat rövid úton rendezni. Utólag persze megmosolyogtató, de egy ideig azt gondoltuk, hogy ez egy piac-specifikus probléma (subprime piac). Ezt követően egyik intézkedéscsomag után a másiktól derült ki, hogy kevés, a bejelentésnek mindig örültünk, de a növekedési kilátásokat még nem kellett egyszer sem fölfelé módosítani az elmúlt két évben.

Épp ezért, kétségeim vannak tekintetben, hogy a kormányzati beavatkozás képes-e tartósan emelni a kockázatvállalási hajlandóságot a globális tőkepiacokon. Egyfelől komoly veszélyét látom annak, hogy heteken belül a lépések kedvezőtlen mellékhatásai kerülhetnek a fókuszba. Csak példaként említem: az amerikai állam finanszírozási igényét egyszer majd túl nagyra látjuk, mire a hosszú lejáratú amerikai állampapírok hozama szétdurranhat. A folyamatos és egyre erősebb bankóprés másfelől inflációs veszélyekkel fenyeget, ami talán éppen az arany árának elrobbanásában fejeződne ki. Az pedig e komplex rendszerben többszörös áttételeken keresztül okozhat roncsolást az érzékeny banki és vállalati mérlegpozíciókban. A különböző programok hatásosságával kapcsolatban merülhetnek fel kételyek – mint már annyiszor. A csodaszernek tekintett magyar állampapír-fedezet engedélyezése az EKB-nál könnyen okozhat csalódást. Bizonytalan például, hogy kiktől fogadhatná be, milyen mennyiségi korláttal, milyen haircuttal, és ez mit okozna a pénzintézet tőkemegfelelésében.

Az elmúlt két évben a pénzügyi piaci befektetők hangulatváltozásait a kormányzati beavatkozás agresszivitása és várható sikere befolyásolta a legerősebben. Március eleje óta egy olyan időszakot élünk, amelyet erős hit jellemez az agresszív beavatkozás sikerében. Ezek a periódusok eddig átmenetinek bizonyultak, főleg azért, mert az agresszív beavatkozás arra elég, hogy elkerüljük a 30-as évek depresszióját, de a növekedés újraindításához, illetve a kockázatvállalás árának tartós csökkenéséhez nem elegendő, és nem is lesz az. Kockázatos befektetéseinken ideje learatni a nyereséget, amennyiben a piaci likviditás lehetővé teszi.

---

Készítette az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. (1091 Budapest, Üllői út 1.)  
Orbán Gábor - makroelemző és kötvényportfolió-manager  
Felügyeleti szerv: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

Az oldalon megjelenő valamennyi információ kizárólag tájékoztatásul szolgál. Az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.