

Havi elemzés – Szeptember

Orbán Gábor

Amikor a nyúl viszi...

Sokat idézi a nemzetközi sajtó a befektetési szakma egyik sztárját, Soros Györgyöt, és nemcsak a közelmúltban bejelentett visszavonulása kapcsán. A tőkepiaci spekulánsok nagy öregje adja ugyanis mostanában a leghihetőbb választ arra a kérdésre, hogy hogyan tudott augusztus elején két hét alatt 23,5 százalékot esni a német tőzsdeindex, vagy miért zuhant húsz százalékot a magyar és a lengyel, tizenöt százalékot az amerikai részvénytőzsde. Soros válasza: a piacok önmaguk okozzák ugyanazt a recessziót, amelytől való félelmükkel magyarázzák a részvényárak esését.

A hírmagyarázók, piaci kommentátorok és egyéb komplikátorok bevett válasza az augusztusi tőzsdei vérengzésre az volt, hogy a piac egyrészt a világgazdasági recesszió növekvő kockázatára reagált így, majd erre rátett egy lapáttal az amerikai állam hitelminősítői besorolásának rontása augusztus elején. A tőzsdei esés mértéke és hevessége alapján viszont mindenki gyanakodhatott, hogy ekkora mozgást a gazdasági ciklus nehezen magyarázhat: két hét alatt a befektetők véleménye nem változhatott meg ennyire a növekedési kilátásokról. A német esetben a gazdasági növekedés várt ütemének két és fél százalékpontos permanens csökkenésével volna összhangban az említett tőzsdei reakció, amivel jelenleg senki sem számol. Az amerikai hitelminősítés pedig az elemzői konszenzus és a csökkenő amerikai állampapírhozamok tanúsága szerint csak mérsékelten volt érdekes.

A tőzsdei ribilliók lélektanát sokan sokfelől megközelítették már. Önbeteljesítő jóslatokra, buborékokra, perverz ösztönzőkre, viselkedési pénzügyekre építő modellek próbálták magyarázni a pánikok kialakulásának egy-egy szeletét. A közös ezekben a megközelítésekben a pozitív visszacsatolás: ellentétben a tankönyvi egyensúlyi modellel, ahol a sokkokhoz áron vagy a mennyiségen keresztül alkalmazkodik a piac, így a sokk lecseng, a pénzügyi piacon önerősítő, expozív folyamatokat figyelhetünk meg, amelyek részben a „hangulaton” keresztül érvényesülnek, de részben elméletileg is alátámaszthatóak. Amikor a növekedési kilátásokat újraárazza a piac, maga is befolyásolja azokat, ezzel a folyamat Soros kifejezésével „reflexívvé” válik. A tőzsdei bessz a vagyonthatáson és az óvatossági motívum erősödésén keresztül rontja a fogyasztói bizalmat, majd hasonló folyamat játszódik le a beruházási döntésekben is, melyek következményeképpen néhány nappal, vagy héttel később a népszerű havi indikátorokban (fogyasztói bizalom, beszerzési menedzser index) máris látszanak a recesszió – részvénytőzsde által kiváltott – első jelei. Itt van példának a keddi amerikai fogyasztói bizalmi index, amely az előző havi 59.5-ös érték (és a várt 52) helyett 44.5 pontot mutatott. Ennél nagyobb esést ebben az indexben a 2008 októberében és 2009 februárjában láttunk. A siralmas képet festő bejövő adatok birtokában immár fundamentálisan is igazolva érzik magukat a piaci szereplők, és akkor hirtelen az utolsó vevők is eltűnnek, ami a részvényárfolyamok további zuhanásához vezet, és így tovább. Azt gondolhatnánk, hogy a befektetők menekülésének eredményeképpen a kockázatmentesnek tartott fejlett piaci állampapírok csökkenő kamatszintje helyreállítja az egyensúlyt azáltal, hogy erősíti a hitelezést, ami a beruházások és a fogyasztási kereslet hajtóerejévé tud válni. Ez a hatás azonban eltölpül a negatív spirál lehúzó hatásától, és a feje tetejére állíthatjuk a tankönyvet: az alacsony kamatszint csak tünete, de nem gyógyszere a recesszióba forduló világgazdaságnak.

Bár hozzászoktunk már a gondolathoz, hogy a tőkepiacok a virtuális térben helyezkednek el, ez a hatásmechanizmus nagyon is valóságos, éppúgy, ahogyan a reálgazdasági áldozat is. Ennek mértékét azonban nem tudjuk felmérni, a befektetők nem rendelkeznek még csak támponttal sem annak megítéléséhez, hogy a részvények leértékelődése nyomán fokozódó bizalomvesztés milyen további károkat tud okozni a világgazdaság teljesítőképességében.

A bizalom egyébként általában véve is egyre törékenyebb, és ezen nem is lehet csodálkozni. A média az állandó válságtól zeng, a hétköznapi embert nemcsak hazánkban, de az egész világon a pénzügyi katasztrófa rémével szembesítik nap mint nap. Befektetők körében az a bonmot járja, hogy ma már nem az a kérdés, hogy bikapiac vagy medvepiac van, hanem hogy ma éppen válságüzemmódban vagyunk, vagy sem...

Hogyan lehet kitörni az ördögi körből? Az egymásba gabalyodott pénzügyi és reálszektor arkhimédészi pontján az állami gazdaságpolitika áll, amely a kereslet ösztönzésével (költségvetési élénkítés) vagy a finanszírozási feltételek javításával (monetáris lazítás különféle formái) visszalendíti a rendszert egy másik egyensúlyba. A gazdaságpolitika azonban épp ezekben az években veszíti el végleg ezt a kiváltságos helyzetét. A fejlett gazdaságok állampapírjaira fizetett kamatok szintje százéves mélypontra áll, úgyhogy nagyon optimista, aki ennél is komolyabb monetáris lazítást mer remélni. A szuverén adósságválsággal sújtott államok finanszírozási gondjai, a recsegő-ropogó eurózóna és az amerikai hitelbesorolás romlása pedig azt mutatja, hogy elértük a költségvetési politika határait is. Nehéz a laza monetáris és fiskális politika ellenére is siralmas növekedési képben nem látni a fejlett gazdaságok eljapánosodását.

Bár a szuverén válság és leminősítés állandóan napirenden van, rövid távon mégiscsak úgy tűnik, az állami költségvetés képes a leginkább kihasználni az alacsony kamatszintet, egyrészt az adósság futamidejének növeléséhez, másrészt a rövid távú fiskális élénkítéshez. Ha már a tőkepiac durván prociklikus, legalább a gazdaságpolitika legyen anticiklikus! A bizalom hosszú távú megerősítéséhez viszont arra lenne szükség, hogy intézményesüljön a gazdaságpolitika szigorodása a gazdasági (és tőzsdei) ciklus felívelésekor. Reménykedjünk, hogy a globális gazdaság kap még egy esélyt arra, hogy csődök sorozata, munkahelyek megszűnése és a fogyasztás összeomlása nélkül leépítse az adóssághegyeket.

Készítette az AEGON Global Asset Management / AAM CEE

Orbán Gábor – kötvény üzletág vezető

Felügyeleti szerv: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

Az oldalon megjelenő valamennyi információ kizárólag tájékoztatásul szolgál. A múltbéli hozamok nem jelentenek garanciát a jövőbeni hozamokra nézve. Az AEGON Global Asset Management / AAM CEE nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.