



Válság, hitelszűke vagy átmeneti zavarok? A hosszabb távú változások és a pénzpiacok 2008-ban

Simai Mihály

A nemzetközi pénzügyek globalizálódása a XXI. században a világ gazdaság fejlődési lehetőségei és sebezhetősége szempontjából egyaránt alapvető fontosságú. A globalizálódás együtt járt a részvényekben, kötvényekben és bankbetétekben, valamint a külföldi működő tőkében fekvő befektetésállomány történelmileg példátlan mértékű megnövekedésével. Ennek nagysága 2007-re megközelítette a 200 ezer milliárd dollárt. Ez a világkereskedelem többszöröse, és több mint négyszer akkora, mint a világ évi bruttó termelése. Megalapozott az a félelem, hogy az ilyen hatalmas volumenű pénztőke a lényegében liberalizált globális pénzpiacok világában óriási veszélyek forrása lett. Példátlan méreteket öltött a pénz- és értékpapírpiacok napi forgalma: elérte a napi 3,2 billió (3200 milliárd) dollárt, ami kétszerese az 1998-asnak.

Magyarország az elmúlt közel két évtized során minden korábbinál nagyobb mértékben globalizálódott, és óriásira duzzadt nemzetközi pénzügyi rendszerbe integrálódott. Ennek mértéke globális összehasonlításban is igen magas: 2000 és 2007 között a bruttó beruházások 27 százaléka külföldi tőkebefektetés volt. Az iparban ennek aránya körülbelül kétszeres. Ez duplája a világátlagnak, és 40 százalékkal magasabb az Európai Unió átlagánál. A magyarországi közvetlen külföldi befektetések állománya a GDP háromnegyedének felel meg. Ez kétszerese az EU- és háromszorosa a világátlagnak. A külföldi tulajdon, illetve érdekeltségek a magyarországi pénzintézetekben, az ország magas külső adósságállománya, a rövid lejáratú külföldi befektetések a magyar pénzpiacon, az EU-tagsággal járó pénzügyi stabilitási kötelezettségek az integrálódásnak különösen fontos tényezői. A nemzetközi pénzügyi függőség alapvetően befolyásolja a magyar gazdaság minden szektorát, kihat az ország gazdasági teljesítményére, az árakra, a jövedelmekre és ezek megoszlására a gazdasági élet szereplői és a lakosság különböző rétegei között.

A globális befektetésállomány döntő része, 88 százaléka befektetési alapok, biztosítótársaságok, nagyvállalatok és bankok, valamint más magánintézmények tulajdonában van a világ hét vezető államában. Az Egyesült Államok részaránya önmagában is meghatározó, 36 százalék. Újabban egy további jelentős új képződmény csatlakozott a tőke tulajdonosainak táborába: az állami vagyon befektetésével foglalkozó intézmények az olajtermelő országokból, valamint a világkivitel új központjaiból. Ezek között különösen fontosak az Egyesült Emírátságok, Szingapúr, Norvégia, Szaúdi Arábia, Kína és Oroszország. Összességében mintegy 2000 milliárd dollárral rendelkeznek. Ezek az állami befektetők döntően üzleti szempontok alapján működnek. Nem lehet kizárni azonban, hogy hatalmas tőkéjüket politikai stratégiai célokra is igyekeznek felhasználni. A magyar politikai élet egyes szereplőit különösen az orosz állami vagyonalapok „idegesítik”. A politikai élet szereplői lényegesen kevesebb figyelmet fordítanak arra, hogy a nagyfokú globális pénzügyi függőség mellett mennyit ártanak, milyen sokba kerülhetnek a különböző belső feszültségek és zavarok.

A 2008-ban az USA-ban az ún. magas kockázatú és kamatozású kölcsönök (*subprime*), amelyek jórészt a jelzálogpiacokhoz kapcsolódtak, és az ezek alapján kibocsátott értékpapírok piaca az árfolyamok zuhanása nyomán gyakorlatilag összeomlott. Az ilyen kölcsönök az amerikai jelzálogkötvény-piac 12-14 százalékát teszik ki. Az USA jelzálogpiaca mintegy 10 százaléka a világ részvény- és kötvénypiacának, amelyiknek volumene viszont hatalmas. A helyzet azonban igen kedvezőtlenül hatott az egész jelzálogpiacra, a globális értékpapír- és hitelpiacra, a bankközi kölcsönökre, valamint jelentős nemzetközi pénzintézetek likviditására is. A 2007. év pénzpiaci eseményei nyilvánvalóvá tették, hogy sem a nemzetközi pénzügyi szervezetek, sem pedig az államok központi bankjai nem ren-

delkeznek megfelelő eszközökkel és kompetenciával arra, hogy a világgazdaság pénzügyi rendszerében bekövetkező hirtelen válságokra megfelelő választ adjanak (különösen akkor, ha ezek az USA-ban kezdődnek), s az elkerülhetetlen helyi vagy regionális pénzügyi válságok globalizálódását kizárják. Ugyanakkor nyilvánvalóvá tette a vezető központi bankok gyors és közös reagálásának fontosságát is.

A válság kirobbanása a nemzetközi hiteléletben várható volt, mert az 1990-es évek óta jobbra elillant a pénzügyi piacok fő szereplőinek óvatossága a kockázati tényezőkkel kapcsolatban. Nemcsak a szocialista rendszerek összeomlása nyomán csökkenő politikai kockázat játszott szerepet, hanem a tőkefelhalmozás számottevő növekedése a világ néhány országában, az óriási pénzkínálat és az alacsony vagy éppenséggel negatív reálkamatláb is. A pénzügyi viszonyok viszonylag könnyen és gyorsan megküzdöttek a hatalmas amerikai hiánnyal is, mivel Kína, néhány közel-keleti ország és Japán az elértéktelenedő dollár mellett is megvette az amerikai állampapírokat. Ezzel egyben kivitelük növekedését is fenntartották. Az értékpapírok majd az ingatlanok árának erőteljes emelkedése óriási mértékben növelte a lakosság viszonylag nagy szegmensének jövedelmeit és költségeit. A rövid távú nyereszkesedés gyorsan úrrá lett a hosszú távú óvatos gondosságon, ami pedig a pénzügyi életben különösen fontos. Magyarországon is gyorsan nőtt az állam, a vállalatok és a lakosság adósságállománya. A Magyar Nemzeti Bank az eddigiekben ügyesen reagált a pénzügyi válságra. Nyilvánvaló azonban, hogy a globális fejlemények növelték a magyar gazdaság és a társadalom jövedelmeihez képest túl nagy mértékben eladósodott rétegeinek sebezhetőségét.

Az eddigiekben a nemzeti gazdaságok viszonylag jól ellenálltak a jelzáloghitel-piaci válságnak, a pénzügyi intézetekben és az értékpapír piacokban megingott bizalomnak, ami egyes szakemberek szerint az elmúlt háromnegyed század válságaihoz viszonyítva példa nélkül álló méretet öltött. Segített a vezető központi bankok hitelpiaci injekciója is. 2008 nagy és nyitott kérdései között természetesen a leglényegesebb az, hogy miként alakul az általános gazdasági környezet, lesz-e jelentősebb visszaesés az USA-ban, lassul-e az EU államainak növekedése az olaj, a földgáz és egyes nyersanyagok magas ára miatt, mennyire lassul a fogyasztói kereslet az ún. húzó ágazatokban a fejlett országokban, csökken-e a beruházási kereslet, s hogy Kína, valamint néhány más gyorsan fejlődő ország mennyire lesz képes egy esetleges amerikai recesszió következményeit ellensúlyozni a nemzetközi

kereskedelemben? A pénzügyeket illetően általános vélemény az, hogy a pénzügyi válság még nem ért véget, s következményei is bizonytalanok. A nagybankok igyekeznek gyorsan leírni hitelpiaci veszteségeiket, amire a magas nyereség jó lehetőséget nyújt. A pénzkínálat nem szűkült, azonban nőtt a kockázattal kapcsolatos óvatosság, ami különösen olyan, nagyobb kockázatú adós országokra hat kedvezőtlenül, mint például Magyarországon, ahol a nominális kamatszint már úgy is magas.

Lényeges kérdés az is, hogy miképpen alakul a fő valuták, mindenképp a dollár helyzete. Figyelemreméltó, hogy az elemzők véleménye a korábbiaknál nagyobb mértékben ellentétes. Egyesek arra számítanak, hogy 2008-ban további 10 százalékkal csökken a dollár euróhoz viszonyított árfolyama, mások azt várják, hogy az év végére 1,30 euró körül stabilizálódik majd az árfolyam. Sok a bizonytalansági tényező. Ezek közül az egyik lényeges az, hogy mennyire csökken az USA kettős deficitje, részben annak nyomán, hogy az amerikai áruk olcsóbbá váltak. Kérdéses az is, hogy az amerikai vezetés mennyire használja az árfolyam-politikát az USA külső adósságának csökkentésére? Jelentősebb tényező azonban a dollártartalékokat felhalmozott országok politikája. Ezek aligha érdekeltek abban, hogy csökkentsék tartalékaik értékét, s nagy tömegű dollárt, illetve dollárkötvényt dobjanak piacra. A jövő szempontjából lényeges a nemzetközi pénzügyi szervezetek, mindenképp a BIS (Nemzetközi Elszámolások Bankja) keretében megfogalmazott felismerés is, hogy csökkenteni kell a globális gazdaság pénzügyi sebezhetőségét, s ehhez a mainál hatékonyabb eszközökre lesz szükség. Erősíteni kell például a központi bankok közös fellépését; szükség lenne a pénzügyi műveletek nagyobb nyitottságára és a világgazdaság új kockázati tényezőinek megfelelő kezelésére. Mindezek a magyar gazdaságpolitika és a bankrendszer számára is igen fontos tanulságok.

* * * * *

Eddig megjelent számaink megtekinthetők és letölthetők a www.vki.hu honlapon