



Meglepetés volt a tőzsdék mélyrepülése?

Farkas Péter

Világszerte elemi erővel rázta meg a gazdasági szakembereket, vállalkozókat, politikusokat és az érdeklődő közvéleményt a tőzsdeindexek júliusi zuhanása. Valóban váratlan meglepetés volt e fejlemény? Valóban csak az amerikai óriáscégek könyvelési manővereinek napfényre kerülése eredményezte a bizalomvesztést és ezzel a tőkék kivonását, a tőzsdei mutatók szabadesését?

A kérdésre nem lehet azonnal egyértelmű választ adni. Mégpedig azért nem, mert ha konkrétan, csakis a júliusi fejleményeket nézzük, akkor – mint a sajtó és a szakértők sokasága egyoldalúan hangoztatja –, valóban azt mondhatjuk, hogy a bizalomvesztés volt a kiváltó ok. Ha azonban távlatosabban nézzük a fejleményeket, sokkal mélyebb okokat tárhatunk fel. Hiszen a bevételek túlkönyvelésének és a kiadások alulkönyvelésének gyakorlatát nem véletlenül folytatta az elmúlt időszakban egyszerre annyi amerikai és feltehetően nem csak amerikai óriáscég.

Egyrészt, a *reálgazdasági válság, a túltermelés (és túlkapacitás) megingatta a cégek gazdasági helyzetét*, sok esetben – elsősorban a telekommunikációs és mikroelektronikai szektorban – összezsugorította a kilencvenes évek közepétől szárnyaló profitokat. Másrészt, mindezt *több okból nem volt „taktikus” bevallani*. Hiszen akkor már korábban bekövetkezhetett volna a bizalom megingása. Az amerikai kapitalizmus egyik sajátossága, hogy a többi fejlett térségnél nagyobb, sokszor meghatározó szerepet játszik a tőzsde a cégek megítélésében és finanszírozásában. A cégvezetőknek úgy tűnt, ha a kedvezőtlen gazdasági eredmények napvilágra kerülnek, kérdésessé válhat cégük, és azon belül a sürgető strukturális átalakítások finanszírozása. Nyilván abban reménykedtek a menedzserek, hogy a konjunktúra kedvező fordulata után, a majdani többletbevételekkel

fokozatosan korigálják a cégek könyveit. Végül, és talán nem utolsósorban, az amerikai legfelsőbb menedzserek jövedelme és részvényopciói – az amerikai szisztémából következően – nagymértékben az adott cég tőzsdeindexének alakulásához kötöttek. A vállalati mérlegek szépítése és folyamatosan kedvező profitmutatók „produkálása” szinte beépített eleme ennek az érdekeltségi rendszernek.

A tőzsdék megroggyanásának további nagyon fontos tényezője a nemzetközi pénzügyi rendszer. A *pénzügyi luftballon*, amely a korlátlan és sokszor kiszámíthatatlan nemzetközi spekuláció terepe lett, jelentősen növelte a világgazdasági folyamatok rizikóját. A rövidlejáratú nemzetközi pénzügyi eszközök állománya a nemzetközi éves áruforgalom 3,5-4-szeresét teszi ki, és naponta akár többször is befektetésre kerülhet. A nemzetközi valutaspekulációkban és a származékos (derivatív) ügyletekben résztvevő eszközök értéke napi 1,8-1,9 ezer milliárd dollár, ami az éves (!) nemzetközi áruforgalom harmada.

Ide tartozik maguknak a tőzsdéknek az állapota. Nevezetesen az, hogy *az utóbbi években a tőzsdeindexek a gazdaságtörténetben soha nem látott mértékben elszakadtak a reálgazdaságtól, aminek következtében az árfolyamok sérüléke-nyek*.

A tőzsdeindexek GDP-növekedéstől elszakadó szárnyalása a pénzügyi globalizáció elmélyülésével, a nemzetközi tőkeáramlások felduzzadásával párhuzamosan, már a nyolcvanas években elkezdődött. A kilencvenes évek eleji világgazdasági recessziót követően az észak-amerikai és az európai börzék mutatói tovább vágtaztak, és négy év alatt duplázódtak. 1995-96-tól az „információs” és az „új gazdaság” eufóriájában tovább gyorsult az ütem. 2000-re –

4-5 év alatt – a mutatók immár megháromszorozódtak a világ vezető New-York-i tőzsdéjén. Igaz, hogy az ún. technológiai papírok nélkül a kilencvenes évek második felében csak duplázódtak volna a börzeindexek, de az IT szektorok tőzsdei buborékja eközben 5-6-szorosára duzzadt.

Csak a makrofolyamatok egyes szakértői figyelmeztettek a pénzügyi luftballon és azon belül a tőzsdék szárnyalásának veszélyeire. A hírügynökségek 1997-ben tették közzé Greenspan nyilatkozatát, mely szerint a tőzsdék növekedése aggasztja a FED, az amerikai központi jegybank elnökét, aki szerint a piac "ésszerűtlenül túlfűtött". Clinton válasza az volt: hagyjuk, hogy a piac önmagát szabályozza.

Ilyen körülmények között *a pénzügyi piacok idegesebbé váltak*. A regionális pénzügyi válságok nyomán a tőzsdeindexek elsősorban az érintett országokban és térségekben visszaestek, hektikusabban, nagyobb napi kilengésekkel mozogtak mint a korábbi évtizedekben. Az ázsiai válság nyomán 1998 novemberében a vezető tőzsdék is jelentősen meginogtak és mintegy 20%-os veszteséget szenvedtek. Az ázsiai tőzsdék zuhanórepülése és a fejlett országok tőzsdéin leíródott tízezer milliárd dollárnyi érték – Földünk GDP-jének harmada –, messze a legnagyobb gazdasági pusztítás volt a második világháború óta.

Némi gazdaságpolitikai segítséggel sikerült stabilizálni a helyzetet. Ezután következett két olyan év, amelyet az „új gazdaság” válságmentes fejlődésének hite fűtött. Újra kevesen gondoltak a tőzsdeindexek változatlan túlfűtöttségére.

A világgazdaság gyengülő lendülete jeleként 2000-ben már a stagnálás volt jellemző a tőzsdéken, ami 2001-től csökkenésbe fordult. A legpatinásabb tőzsdeindex, a Dow Jones Industrial Average (DJIA) 2000. évi 11000 pontos csúcсарól – jelentős ingadozások után – 2001 szeptember elejére 9500 pontra süllyedt, majd a szeptember 11-i terrortámadást követően 8000 pont közelébe zuhant. A kedvező fordulat azonban már szeptember 21-én bekövetkezett. Fokozatosan emelkedve 2002 tavaszán megint 10500 pont felett járt a mutató. Ezután újra lassú csökkenés kezdődött, ami a fentebb említett vállalati könyvelési botrányok nyomán esésbe fordult. A DJIA 2002 júliusára 7500 pont közelébe került, tehát értéke három hónap alatt több mint negyedével csökkent. A tőzsdeindexek utoljára 1997-ben voltak ezen a színvonalon. *A New-York-i tőzsdén nyilvántartott értékpapírok értékvesztése*

most kb. 4 ezer milliárd dollár, az amerikai GDP 40 százaléka. (A technológiai részvények NASDAQ Composit indexe a 2000. évi 4000 pont feletti csúcsertékről most harmadára, 1300 pont közelébe zuhant.)

A pénzügyi luftballon két-három évtized alatt kialakult méretei azonban olyan hatalmasak, hogy a tőzsdeindexek 2000-2002. évi visszaesése sem csökkentette lényegesen a pénzügyi szféra „túlfejlettségét”. Még a 80-as évek végétől stagnáló, esetenként visszaeső japán index is 6-8-szoros szinten van a 80-as évek elejéhez képest, ami nyilvánvalóan meghaladja a reálgazdaság finanszírozási szükségleteit.

Távolról sem akarjuk azt állítani, hogy itt és most azonnal bekövetkezik az általános tőzsdekrach! A mai kapitalizmusnak igen kifinomult válságkezelési mechanizmusai vannak. Az 1998. októberi tőzsdemegingás folytán – abban az évben – közel 9%-kal nőtt a forgalomba került pénz mennyisége (M2) az USA-ban. Mégsem okozott inflációt, mert a pénz a tőzsdékre került, értékpapírokat vásároltak belőle. Széleskörű gyakorlat, hogy a cégek a tőzsdei árfolyamuk súlyosabb megingása esetén saját papírjaik felvásárlásába kezdenek, növelve a keresletet saját részvényeik iránt és learatják a későbbi árfolyamstabilizálódás és növekedés hasznát.

Mégis, az ellenőrizetlen értékpapír-kibocsátásokkal és spekulációval, sőt a recessziós félelmek idején állami likviditás-teremtéssel fel-fűjt pénzügyi luftballon és a tőzsdeindexek reálgazdasági igényeket messze meghaladó szintje továbbra is gyúelegyet képez.

* * * * *