

Ha vége a vágtnak

Mi történne, ha összeomlanának a pénzügyi piacok?

„A történészek számára minden esemény egyedi” – írta Charles Kindleberger a pénzügyi válságokról szóló tanulmányában. De mivel „a történelem partikuláris, a közgazdaságtan pedig általános”, szükség van olyan mintázatok keresésére, melyek érzékeltetik, ha egy ciklus változóban van. Amerika mai pénzügyi rendszere egyáltalán nem hasonlít arra, amilyen a 2001-es, vagy a 2008-as összeomlás előtt volt, mégis, újabban a habzás és a félelem ismerős jelei tapasztalhatók a Wall Streeten: vad kereskedés napokon át, anélkül, hogy valami igazi újdonság történt volna, hirtelen áringadozások. Sok befektető szenved egy émelyítő érzéstől: talán túlzottan elragadtatta őket a techno-optimizmus. A 2021-es szárnyalás után a mostani volt a legrosszabb január 2009 óta: a részvények 5,3%-kal estek. Azok az eszközök [assets]¹, amelyeket a kisbefektetők preferálnak, mint amilyenek a technológiai² részvények, a kriptovaluták és az elektromosautó-részvények, mind zuhantak. A digitális napi kereskedők egykor szédítően élénk fóruma, az *r/wallstreetbets* ma gyászos hangulatú.

Hajlamosak vagyunk azt gondolni, hogy a januári eladásokra kimondottan szükség volt: hogy a tőzsde megtisztuljon a spekulációs túlzásoktól. De Amerika újszabású pénzügyi rendszere még mindig túl sok kockázattól terhes (lásd a részleteket a Pénzügyek és gazdaság rovatban). Az eszközök ára magas: utoljára az 1929-es és a 2001-es összeomlás előtt volt ilyen nagy az értékük a hosszútávú profithoz képest és a kockázatos kötvények tartásáért járó extra-jövedelem közel van negyedszázados legalacsonyabb szintjéhez. Sok portfóliót hosszúlejáratú eszközökkel töltöttek fel, melyekből csak majd a távoli jövőben származik profit. A központi bankok pedig emelik a kamatlábat, hogy mérsékeljék az inflációt. Az Amerikai Federal Reserve az idén várhatóan öt negyedpontos emelést fog végrehajtani. A kétéves német Bund kötvények a múlt héten 0,33 pontot ugrottak, 2008 óta a legnagyobbat.

Az égbeszökően magas értékelések és az emelkedő profitok keveréke könnyen vezethet nagy veszteségekhez, amint a jövőbeli nyereségek diszkontálására használt ráta növekszik. És amikor a nagy veszteségek materializálódnak, az a fontos kérdés merül fel a befektetők, a központi bankok és a világ gazdaság előtt, hogy vajon a pénzügyi rendszer képes lesz ezeket biztonságosan elnyelni, vagy ellenkezőleg, megnöveli azokat. A válasz nem nyilvánvaló, hiszen a pénzügyi rendszert az utóbbi 15 évben két párhuzamos erő átalakította: a szabályozás és a technológiai innováció.

Az új tőkeszabályozás nagyban mérsékelte a bankok kockázat-viselését. A digitalizáció nagyobb döntési lehetőségeket adott a számítógéreknek és új platformokat teremtett az eszközök birtoklására és a kereskedés költségeit majdnem zéróra csökkentette. Ennek eredményeként kialakult egy magas frekvenciájú, piaci alapú rendszer, új játékosok egész sorával. A részvénykereskedelmet többé már nem a nyugdíjalapok uralják, hanem az automata valutakereskedő alapok (ETFS) [Automated Exchange-Traded Funds] és a

¹ Aktívák, értékpapírok, vagyontárgyak, pénzügyi eszközök; mindaz, ami jövedelemre jogosít fel.

² „Technológia” alatt angolul egy jó ideje már az információtechnológiát értik.

kisbefektetők óriási tömege, akik a könnyed, új appokat használják.³ A hitelfelvevők ugyanúgy hozzáférhetnek a kölcsönforrásokhoz, mint a bankok. A hitelnek nem állnak útjában az országhatárok, az olyan eszköz-menedzsereknek köszönhetően, mint a Black-Rock, melyek külföldi kötvényeket vásárolnak; az ilyen ügyletekhez már nem szükségeltetnek a globális kölcsönzők, mint amilyen a Citigroup. A piacok nyaktörő sebességgel dolgoznak: az amerikai kötvénykereskedelem volumene 3,8-szorosa az egy évtizeddel korábbiak.

E változások közül sok hasznos volt. Mindenféle-fajta befektetőnek könnyebbé és olcsóbbá tették, hogy az eszközök szélesebb körével végezhessenek tranzakciókat. A 2008-2009-es összeomlás megmutatta, hogy milyen veszélyes, ha bankok olyan lakossági betéteket fogadnak el, melyek mögött katasztrofális veszteségek állhatnak⁴, mely végül is ahhoz vezetett, hogy az államnak kellett kimenteni őket. A mai bankok kevésbé ráutaltak az államra, jobban fel vannak tőkésítve és kevesebb kockázatos eszközt tartanak. A nagyobb fokú kockázatviselés azokra az alapokra hárul, melyek mögött a részvényesek állnak vagy a hosszútávú megtakarítások, és – legalább is papíron – jobban fel vannak szerelve, hogy kiállják a lökéseket.

De a pénzügyi rendszer újjáalakítása sem küszöbölte ki az önhittséget [hübrisz]. Két nagyfokú veszéllyel kell szembenézni. Először is, néhány eszköz [leverage] árnyékbankokban és befektetési alapokban van elrejtve. Pl. a hedge-fundok, tulajdonosi trösztök és pénzpiaci alapok által nyújtott összes kölcsön és letét-szerű kötelezvényeik a GDP 43%-ára emelkedett, az egy évtizeddel ezelőtti 32%-ról. A cégek hatalmas adósságokat halmozhatnak fel anélkül, hogy azt valaki is észrevenné. Az Archegos nevű, családi háttérű, eléggé ismeretlen befektető cég tavaly csődbe jutott és 10 milliárd dollár tartozást hagyott hátra hitelezőinek. Ha az eszköz-árak csökkennek, hasonló robbanások fordulhatnak elő, meggyorsítva a kiigazítási folyamatot.

A másik veszélyt az okozza, hogy habár az új rendszer decentralizáltabb, még mindig olyan tranzakciókra támaszkodik, melyeket csak néhány csomópont közvetít, és ezeket nagyfokú volatilitás [ingadozás] jellemez. A 10 billió (ezer milliárd) dollár nagyságú eszköz-kereskedelmet lebonyolító ETF-ek néhány, a piacot alakító kisméretű céget vesznek igénybe annak érdekében, hogy biztosítsák, az alapok ára pontosan kövesse az általuk birtokolt, azokat alátámasztó alapok értékét. Billió (ezer milliárd) dolláros nagyságot kitevő derivatív ügyletek öt amerikai klíringintézeten mennek keresztül. Sok tranzakció a közvetítők egy új fajtáján keresztül valósul meg, mint amilyen a Citadel Securities. Az államkötvények piaca ma attól függ, hogy hogyan működnek az automatizált, magas frekvenciájú kereskedelmi cégek.

Mindezeknek a vállalatoknak és intézményeknek van garanciális hététerük, és további biztosítékokért folyamadhatnak ügyfeleik esetleges veszteségeinek a kiküszöböléséhez. De a legutóbbi események tanulságosak. 2021 januárjában a GameStop részvényeinek az örületes forgalma káoszhoz vezetett és azonnal szükségessé vált a biztosítékok nagyméretű lehívása. Az app-alapú bróker-ügynökségek új generációjának azonban – mint amilyen a RobinHood is

³ Emlékezzünk vissza, az ántivilágban ha kötvényt akartunk vásárolni, egy tőzsdei brókernek kellett megbízást adni – később már elég volt egy banki tisztviselőnek –, most csak kattintgatunk.

⁴ Ez volt a jelző ellenében történő hitelezés.

– gondot okozott a fizetés. A pénzügyminisztérium és a pénzpiacok azonban 2014-ben, 2019-ben és 2020-ban is besültek. A piaci alapú pénzügyi rendszer az idő legnagyobb részében hiperaktív; de stresszes időkben a kereskedelem „kiszáradhat”, és ez pánikot okozhat.

Az átlagember úgy gondolja, hogy nagyobb problémát nem okozhat, ha egy tucatnyi napi értékpapírkereskedő és alapkezelő megégeti magát. De egy ilyen kis tűz átterjedhet a gazdaság egészére. Az amerikai háztartások 53%-a rendelkezik részvényekkel (1992-ben ez még csak 32% volt) és több, mint 100 millió online „brokerage” számlát nyitottak.⁵ Ha a hitelpiacok eldugulnak, a háztartásoknak és a vállalatoknak nehézségekbe fog ütközni a hitelfelvétel. Ezért, lépett fel a Fed, mindjárt a járvány elején, mint a piacteremtés „utolsó biztosítéka”. 3 billió (ezer milliárd) dolláros keretet nyitott az eladósodott piacok, a végső támogatók és néhány befektetési alap támogatására.

A 2008-2009-es bankmentések kivételes esetek voltak, vagy a jövő idők jelei? Azóta is a központi bankok és a szabályozó hatóságok szemé előtt két, ki nem mondott cél lebeg: a kamatok normalizálása és annak elkerülése, hogy a magán-kockázatok árát közpénzzel finanszírozzák meg. Most úgy tűnik, hogy e célok veszélybe kerültek: a Fed-nek emelnie kell a kamatlábat, és ugyanakkor ez instabilitáshoz vezethet. De a pénzügyi rendszer most jobb állapotban van, mint 2008-ban volt, amikor a nemtörődöm kockázatotok a Bear Stearns-nél és a Lehman Brothers-nál bajba keverték avilágot. Most ne kövessük el ugyanazt a hibát.

*When the ride ends. What would happen if financial markets crashed?
The Economist February 12th 2022.*

ford. Kiss Károly

⁵ Amelyeken tőzsdeügyleteket lehet intézni.