

## A pénzügyi integráció hozadékai a világgazdaságban Empirikus tapasztalatok 1970–2002

Magas István\*

*Vannak-e jól azonosítható pozitív fejleményei a pénzügyi globalizációnak a fejlett ipari államokban, illetve a fejlődő országokban? Erre a kérdésre kínál megerősítő választ a tanulmány, amely két részből áll. Az első részben bemutatjuk, hogy a pénzügyi integráció jelentős pozitív eredményekkel járt a hosszabb és rövidebb időszakokat tekintve is. Az elmúlt másfél évtizedben a legfejlettebb OECD tagországokban a konjunkturális ingadozások átlagos mértéke csökkenő tendenciát mutatott. Ez a konklúziója azoknak a viszonylag egyszerű makro-volatilitást leíró statisztikáknak, amelyekkel több ide vonatkozó empirikus tanulmányt, Taylor (1999), Bergman et al (1998), Dalsgaard et al (2002) megerősítünk. Egy hosszabb, négy évtizedes és egy rövidebb, 15 éves perspektívában a világgazdaság fejlett államaiban általában és különösen két vezető országában, az USA-ban és Németországban a belső piaci üzleti ciklusok kilengései kifejezetten csökkentek, ez az, ami jórészt, egy pozitív, bár mechanizmusát vizsgálva nem teljesen tisztázott, globalizációs fejleménynek számít. A második részben a pénzügyi nyitottság és a gazdasági növekedés összefüggéseit vizsgáljuk a fejlődő világban. Számba vesszük a nyitás költségeit és hasznait, és végső következtésként azt találtuk, hogy a pénzügyi nyitást kísérő fokozott óvatosság a sajátos, új kockázatok megjelenése miatt mind a kölcsönnyújtók mind a hitelfelvevők részéről indokolt. De ez nem csaphat át egy általános pesszimizmusba, mert számos pozitív példa igazolja, hogy az elmúlt két évtized intenzív globalizációs szakaszában a fejlődő országokban az intuitív sejtés – és az idevágó empirikus tanulmányok – feltevése, hogy ti. „a pénzügyi nyitottság segíti a növekedést”, az általános esetben igaznak mutatkozott.*

### 1. Bevezető

A globalizációt olyan folyamatnak tekintjük, amely az áruk és termelési tényezők mind szabadabb világgazdasági áramlását segíti, és amelynek alapvető hajtóereje a technikai haladás és a nemzeti piacok nemzetközi liberalizációja, deregulációja. A globalizálódás erősödő folyamata, amely mind a termék, mind a tényezőpiacon megfigyelhető volt az elmúlt három évtizedben számos jóléti (a mikroökonómiai értelemben vett) következménnyel járt, amelyeknek egy része azonban mind a mai napig nem tisztázott megnyugtatóan. A nemzetközi kereskedelemről nyerhető előnyök, a specializáció nyújtotta output növekedés ténye régóta nyilvánvaló, és kvantitatív értelemben sem kérdőjeleződött meg. A tényezőpiacok globalizációja ezzel szemben számos kritikát, de minimum ellenérzést vetett fel, különösen, pedig a globális tőkepiacok működése kapott fokozottabb kritikát. A globális tőkepiacok integráltsága jóval erőteljesebb, mint a munkapiaci integrációé. Utóbbinak az előrehaladása közismerten jóval nehezebb, és következményeiben sem tisztázott oly-

---

\* Magas István, C.Sc., egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem, Közgazdasági Kar, Világgazdasági Tanszék (Budapest).

annyira, mint a pénz- és tőkepiaci integráció. A tőkepiaci folyamatok globalizációjának elméleti és pláne jól mérhető nettó előnyei azonban sok tekintetben szintén nem egyértelműek. További, immáron kellemetlen gyakorlati globalizációs fejlemény, hogy a világ-gazdaság ún. feltörekvő piacain a gazdaságpolitikai összehangolás hiánya és a gyors nemzetközi tőkeáramlás liberalizáció jelentős zavarokhoz, sőt válságokhoz vezetnek, amelyek primer okaként a tőkeáramlás bizonytalanságait szokták leginkább emlegetni. A jövőt illetően sürgető mozzanat, hogy a globalizáció által kiváltott konjunktúra-ingadozások elméleti–módszertani alapjai is meglehetősen kiforratlanok, mindazonáltal a pozitív hatásokat azonosítani igyekvő empirikus eredmények bár bízhatóak, még markánsan több irányba mutatnak.

Az elméletileg viszonylag szilárdan megalapozott pozitív jóléti hatás dominánsan az, hogy a nagyobb pénzügyi integráció folytán a belföldi fogyasztásban könnyebben lehet kisimítani a hazai és a külföldi eredetű sokkokat mind a nemzetközi hitelnyújtás mind a hitelfelvétel által, akár a vállalat és az egyén, akár pedig a kormányok szintjein. A belföldi fogyasztás kilengései elvben tehát jól simíthatók a globalizációs csatornák megnyílása jóvoltából. A nemzetközi pénzügyi integráció azonban jelentős mértékben növelheti a belső pénzpiac kilengéseit a fogyasztás import szerkezetének átalakítása által, különösen teljesen liberalizált tőkeáramlás esetén. Az egyik makacs bonyodalom, hogy a pénzpiacok (kamatok) jelentős ingadozását a kibocsátás és a beruházás is követik az esetek többségében. Sajátos nehezítő tényező az is, hogy az alkalmazkodást segítő hazai fiskális és monetáris politikák annak függvényében lehetnek hatásosak, hogy a hazai pénzpiac nemzetközileg mennyire integrált (Sutherland 1996, Obstfeld-Rogoff 2003). De az is elképzelhető, sőt a valóságban már be is következett fejlemény, hogy a nemzeti pénzpiacok integráltsága és mind fokozottabb specializálódása folytán a belföldi konjunkturális kilengés jóval nagyobb lehet éppen az erősebb nemzetközi integráció és külgazdasági specializáció okán. Ez, pedig különösen egy-egy szektor jelentős külpiazi függősége esetén, még inkább sérülékennyé tehet egyes országokat. Ha az érintett globálisan nyitott szektorokban a vállalatoknak jelentős hazai piaci erejük van, akkor a belföldi termékár ingadozásával jórészt kivédhetik a kedvezőtlen külső sokkokat, de csak ebben az esetben. Jelentős nemzetközi versenyhelyzetben és erős külföldi piaci befolyás esetén ugyanez a lehetőség már nem áll fenn, tudniillik ekkor a piac már jóval árérzékenyebb.

Alapvetően az előbb elmondottak miatt, a konjunkturális ingadozások természetének megértésében, (és így leírásában is), egy mind fokozottabban globalizálódott világ-gazdaságban jóval nehezebb az elemző dolga. Mégis, összességében a globális pénzügyi integráció végső eredményének, jóléti mérlegének megítélésekor az intuitív és az empirikus válasz is inkább az, hogy a pénzügyi piacokon bekövetkezett nemzetköziesedés több hasznot hoz, mint amennyi kárt okoz. A globalizáció kikényszeríti ugyanis, hogy bizonyos, a növekedést gátló tényezők háttérbe szoruljanak. Ez a megállapítás akkor is hihetőnek tetszik, ha jelenleg a pénzügyi integráció, a belföldi makro-változók ingadozása és az output növekedés közötti kapcsolat jellege elméletileg nem megnyugtatóan tisztázott. Amint azt a továbbiakban látni fogjuk valóban sok a nehézség, főleg azon empirikus tanulmányok számára, amelyek éppen azokat az állandó globális mechanizmusokat igyekeznek azonosítani, amelyek vélhetően szerepet játszanak az iparilag fejlett országokban az outputingadozások tompításában, illetve általában a makro-volatilitás moderálásában. Ezt a kutatói ösztintet fejezik ki a témakörben mértékadónak számító szerzők (Denizer et al. 2000, Kneler – Young 2001, Doepke 2002), amikor mindannyian – egyszerre többféle – teljes bizonyos-

sággal nem azonosítható mechanizmus jelenlétéről beszélnek. De szintén ezt, ti. a mérhető pénzügyi globalizációs eredmények némiképp bizonytalan jellegét erősíti meg a 2. táblázatban kivonatszerűen bemutatott, a témában készült fontosabb empirikus tanulmányokat összefoglaló körkép is.

A nyilvánvaló elméleti és gyakorlati számbavételi nehézségek miatt a tanulmány első részében inkább egy leíró statisztikákkal dolgozó, a konjunktúraingadozásokat mindazonáltal jól bemutató történelmi perspektívában próbáljuk elemezni a pénzügyi globalizáció eredményeit a fejlett ipari országokban. A konjunktúra ciklus volatilitását úgy definiáljuk, mint a makro mutatóknak a hosszú távú trendtől való eltérése, melynek mérőszáma a szórás vagy annak négyzete, a variancia. A legfontosabb következtetés, hogy az OECD tagországokban az üzleti ciklus kilengései az elmúlt 5 évtizedben csökkenő tendenciát mutattak. A csökkenés egyik fontos – igaz hatásmechanizmusaiiban nem teljesen tisztázott – magyarázó tényezője a pénzügyi integráció.

A második részben a pénzügyi globalizációnak a fejlődő országokban érzékelhető hozadékait vesszük számba, mindenekelőtt a növekedés-serkentés és a pénzügyi nyitottság összefüggéseit vizsgálva. A végkövetkeztetésünk az, hogy az elmúlt két évtized intenzív globalizációs folyamata és velük a növekvő pénzügyi nyitottság általános esetben, a mérési nehézségek dacára gazdaságélénkülést, illetve jóléti növekedést hozott a fejlődő országok jelentős csoportjai számára is.

## **2. Üzleti ciklusok és csökkenő makro-volatilitás a fejlett ipari államokban**

### *2.1. Egy történelmi perspektíva*

Pusztán az elmúlt másfél évtizedet tekintve, a legfejlettebb OECD tagországokban a konjunkturális ingadozások átlagos mértéke csökkenő tendenciát mutatott. Ez a konklúziója több ide vonatkozó empirikus tanulmánynak, mind az országok, mind, pedig a vizsgált időhorizont egészét áttekintő metszetben (Taylor 1999, Bergman et al 1998, Dalsgaard et al 2002). Meglehetősen egyértelmű következtetése ezeknek a gyakran hivatkozott empirikus kutatásoknak is, hogy a beruházási ciklusok ingadozása a mai napig tartós és jelentős volt, és számottevően meghaladta a többi makromutató kilengését. A beruházási ciklusok pontos magyarázata és főleg előrejelzése tehát ma is komoly gondokat okoz. Ugyanakkor, a pénzügyi globalizáció hosszabb és rövidebb időszakokat tekintve is, a fejlett ipari országokban hozott olyan pozitív világgazdasági eredményeket, amelyek összefoglalva egy csökkenő makro-volatilitásban jelölhetőek meg.

A korábbi, jóval hosszabb időszakokat áttekintő empirikus munkák általában négy jól elkülöníthető periódust vizsgálnak a világgazdaság elmúlt évszázadbeli történetében, nevezetesen az aranystandard rendszer (1870–1914), a két világháború közötti időszak (1914–1949), a Bretton Woods-i kötött árfolyam rendszer (1945–1971) és az 1972-től induló, a napjainkig tartó lebegő árfolyamokkal és liberalizált tőkepiacokkal jellemzett utolsó „intézményesen” globalizálódó szakaszt. Ezeket a jól elkülönülő szakaszokat, jellemző folyamatokat illusztrálják az 1. táblázat illetve az 1. ábra. Az adatokat ebben a négyes felosztásban tekintve, és az elmúlt 130 évet és 15 legfejlettebb OECD országot vizsgálva, jól előtűnik az a tendencia, amelyben a világháborúk közötti éveket erős konjunkturális kilengések jellemezték, legalábbis az aranystandard rendszerrel való összehasonlításban. A Bretton Woods-i konjunktúra ciklusokat jellemző átlagos makro-volatilitás lényegében visszasüllyedt abba a

1. táblázat. Globalizáció és a pénzpiacok jellemzői történelmi perspektívában

Jellemzők	1870–1914 aranystandard	1914–1939	1945–1971 Bretton Woods	1972 – jelen
A kereskedelmi integráció foka	Magas fokú integráció	Dezintegráció	Viszonylag alacsony fokú integráltság	Gyorsan növekvő integráció
A tőkeforgalmi korlátozások mértéke	Alacsony	Széleskörű korlátozás	Erős korlátozás	Korlátok fokozatos lebontása
A tőkeáramlás mértéke és iránya	FFM hiányok, jellemzően a GDP 4–5%-át tették ki. A tőkeáramlás főleg a gazdagból a szegény országokba. A bruttó és a nettó tőkekihelyezési pozíciók markáns különbsége		A tőkeáramlás főleg a gazdagból a gazdag országokba. A bruttó és a nettó tőkekihelyezési pozíciók markáns különbsége	Portfólió beruházások növekvő jelentősége; tőkeáramlás inkább a fejlett országok között. Külföldi adósság és hitelezés közel azonos, a nettó tőkeáramlás csekély.
Árfolyamrendszer típusa	Kötött		Jobbára kötött	Rugalmas
Sokkok forrása	Üzleti ciklus; aranypiacok; gazdaságpolitika; fiskális és monetáris politikák korlátozott szerepe	Hibás makropolitikák (1919–21)	Emelkedő költségvetési hiányok és növekvő adósság ráták (adósság-állomány/GDP)	Olajválságok és világgazdasági költségrobbanás
Pénzügyi integráció és hatékonyság foka	magas	alacsony	alacsony	fejlett
Makro-változók & Volatilitása (Lásd a jelölést az 1. ábrán ebben a sorrendben)	(1.ábra első oszlopa) 	(1.ábra második oszlopa) 	(1.ábra harmadik oszlopa) 	(1.ábra negyedik oszlopa) 

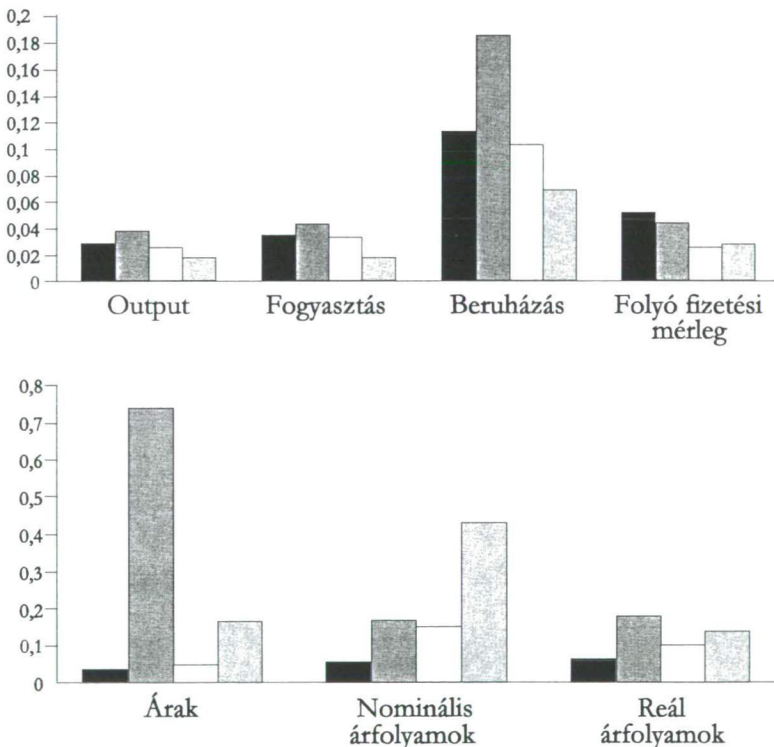
Forrás: Saját szerkesztés

zónába, amelyet az aranystandardban szokhattunk meg. Amint az 1. ábrán jól látható, a vizsgált időszakok mindegyikében a beruházások mutatták kiugróan a legnagyobb ingadozást

(a szórás a GDP %-ában kifejezve). Az elmúlt négy évtizedben a beruházások átlagos ingadozásának mértéke, a két világháború közötti időszakhoz képest kevesebb, mint a felére mérséklődött. A csökkenés elsősorban a fogyasztás és a beruházási szintek jóval kisebb kilengéseinek volt köszönhető<sup>1</sup>. Ennél is öröndetesebb fejlemény, hogy az átlagos ingadozás mértékének közel 50% os csökkenése, mindegyik makro mutató esetében, (tehát az output, a fogyasztás és a folyó fizetési mérlegben is) bekövetkezett. A legutolsó, a főbb valutákat tekintve a rugalmas árfolyamokkal jellemzett, immáron egyértelműen intenzív globalizációs szakaszban, pedig a makro-volatilitás még inkább csökkent. Mind az output és a fogyasztás, mind pedig a beruházás és a folyó fizetési-mérleg hiány ingadozások csökkentek a GDP százalékában kifejezve. Történelmi visszatekintésben tehát ez a stabilitásnövekedés egy jelentős globalizációs eredmény, amelyet sietni kell elismerni! A Bretton Woods alatti és utáni, azaz a jelenig tartó időszakban a nominális és a reálárfolyam volatilitása alapvetően különböző képet mutatott, mint a hagyományos reál aggregátumok ingadozása. Amíg az árak és az árfolyamok kevésbé ingadoztak a kötött árfolyamrendszerben, addig a lebegő rendszerben a nominális

1. ábra. Makró változók volatilitása történelmi perspektívában  
(az aranystandardtól a lebegő árfolyamokig)

Az OECD országok átlaga (szórás a GDP %-ban, szezonálisan kiigazítva)



Forrás: Basu and Taylor (1999)

<sup>1</sup> Ennek részletes okairól lásd: Dalsgaard (2002), Obstfeld–Taylor (2002).

árfolyamok változása igen jelentős mértékűnek mutatkozott (1. ábra). Ez lényegében nem meglepetés. De az már kifejezetten elgondolkodtató, hogy a nagyobb nominál árfolyam ingadozás nem tükröződött erőteljesen a reálárfolyamokban ahogy az a vásárlóerő-paritás valutapiaci érvényesülésének bizonyított tökéletlensége miatt várható lenne<sup>2</sup>.

## 2.2. Konjunktúraingadozások az OECD országokban 1970–2002

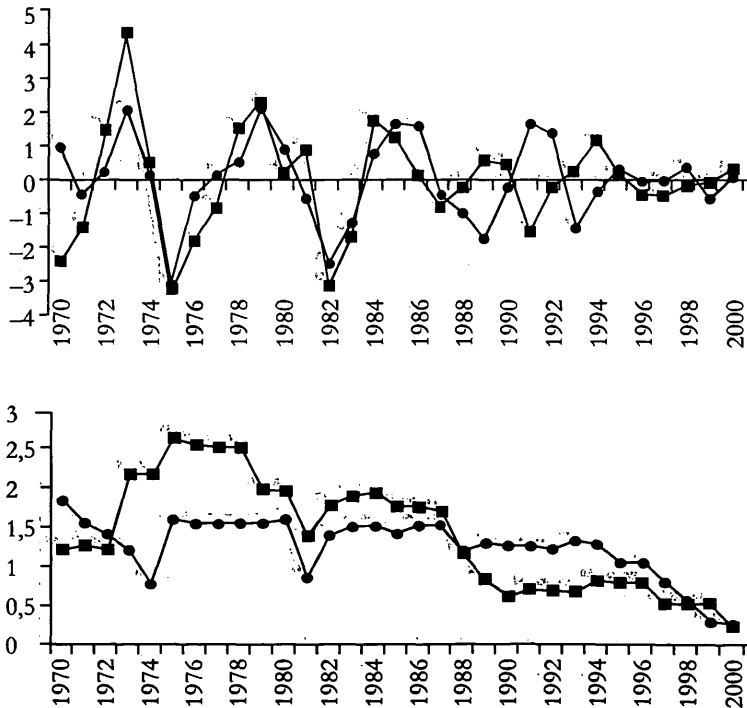
A 2A. ábra talán sokkal szemléletesebben fejezi azt a tényt, hogy az elmúlt három és fél évtizedben a világgazdaság két vezető országában, az USA-ban és Németországban (a volt NSZK-ban), amelyeket a nemzetközi konjunktúra gyakori lokomotívjaként is méltón emlegetünk, a belső piaci üzleti ciklusok kilengései számottevő mértékben csökkentek. A 2A ábra konkrétan azt mutatja, hogy az 1970–2000 közötti időszakban az ún. output szakadék (a potenciális és tényleges kibocsátás különbsége), a GDP százalékában mérve, jelentős csökkenést mutatott mindkét ország esetében. Hasonlóképpen, ha magának az output szakadéknak a szórását tekintjük, mint a globalizáció által befolyásolt (véltetően simított) egyik változónak, akkor mindkét említett ország estében ugyanaz a markánsan csökkenő kép

2. ábra.

A. felső diagram: a konjunktúra ciklusok kilengései Németországban és az USA-ban, 1970–2001

(output szakadék, a potenciális és tényleges output különbsége, a GDP százalékában)

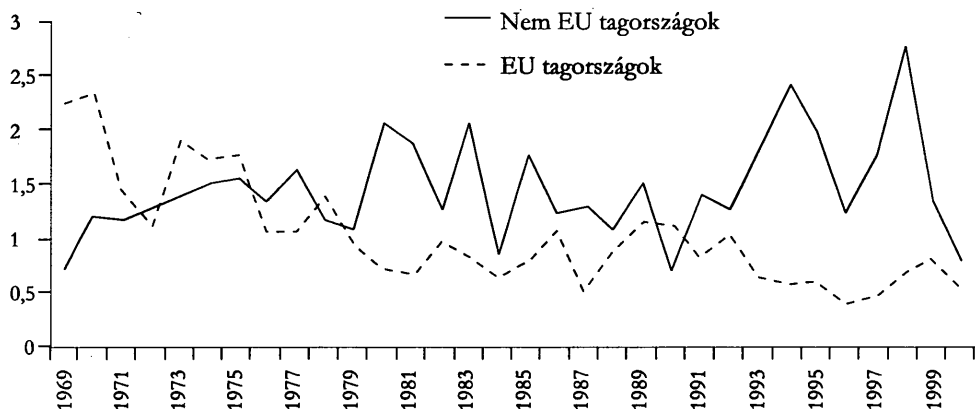
B. alsó diagram: az output szakadék szórása, 1970–2001 (a GDP %-ában)



<sup>2</sup> Mindazonáltal ezen általánosan kedvező folyamat mellett, további körütekintő elemzést igénylő nem triviális jelenség volt a rövidtávú kamatok igen nagyfokú volatilitása az elmúlt évtizedben (Stock–Watson 2002).

rajzolódik ki (2B. ábra). Ez is egy olyan pozitív, a globlizációnak köszönhető fejlemény, legalább is amennyiben az output-ingadozások csökkenése a két ország mind intenzívebb egymásközi, illetve főleg az iparilag fejlett régiókn belül megvalósuló kereskedelmi és beruházási tevékenységének a folyamánya.

3. ábra. Az output szakadék szóródása az OECD országokban, illetve az EU-ban (a GDP %-ban) 1969–2001



Forrás: OECD és World Economic Outlook Database

A 3. ábra, amely az 1969–2000 közötti időszakra az output szakadék szórását már két, egyenként jóval nagyobb ország-csoport, jelesül az OECD és az EU tagállamok együttes makro-teljesítményét próbálja megragadni. Igaz, ez az ábra már nem mutat teljesen egyértelmű csökkenést, különösen nem az OECD egészét illetően, ahol az output-szakadék szórások átlaga a GDP 1,5% körül volt. Ez még mindig meglehetősen magas output-teljesítményingadozás. Az EU tagállamokban, bár eléggé enyhe, mégiscsak tartós csökkenésről beszélhetünk.

A világgazdaság meghatározó nemzetgazdaságai közül a legtöbb és legkimerítőbb adatsorral, és így az empirikus kutatás számára megfelelő célpontokról az USA esetében beszélhetünk. Az amerikai gazdaság üzleti ciklusait vizsgáló újabb kutatások feltárták, hogy a kilengéseket meghatározó tényezők számottevően változtak az elmúlt másfél évtizedben az USA esetében is (Stock-Watson 2002). Ugyanakkor nehéz volt olyan egyértelműen azonosítható időszakot vagy eseményt magyarázni, amelytől kezdődően az üzleti ciklus kilengései markánsan alábbhagytak volna, vagy valamilyen tartós és egyértelmű összefüggést sejtettek volna. Inkább arról volt szó, hogy az USA-ban is egy folyamatos csillapodásról beszélhetünk, amelyben az 1973–74-es és az 1980-as évek a nagyobb volatilitásukkal – feltételezhetőleg az olajár-robbanással összefüggésben – „kilógtak” a hosszú távú trend átlagából. Egy jelentős, ha tetszik markánsan új, globalizációs fejlemény azonban világosan kirajzolódott az USA beruházási ciklusainak a vizsgálatakor. Az amerikai megtakarítások felhasználásában, tehát még magán az amerikai tőkepiacon belül maradv, kifejezetten népszerűvé váltak a nemzetközi részvényekbe fektető portfólió beruházások (főleg nyílt végű befektetési alapok formájában), amelyek érthető módon akkor mutattak fel (USA dollárban jegyezve) kiemel-

2. táblázat. Konjunktúraciklus és pénzügyi globalizáció a fejlett ipari országokban: empirikus eredmények a szakirodalomban

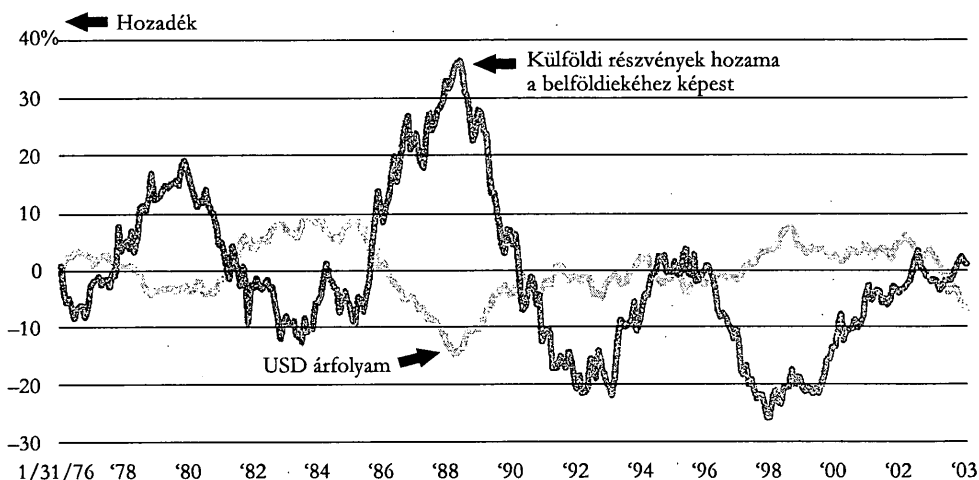
Fontosabb empirikus tanulmányok	Alkalmazott módszer	Eredmények
Razin and Rose (1994)	OLS (hagyományos, legkisebb négyzetek) regresszió 138 ország 1950–1988. A tanulmányban szerepeltetett függő változó a fogyasztás, beruházás és az output, ill. ezeknek szezonálisan kiigazított szórása.	Tartós, átmeneti és különleges, egyedi ún. idio-szinkron sokkok közötti különbségtétel. A tőkemérleg és a fizetési mérleg különböző deficitesebb szakaszai nincsenek ki-mutatható hatással a makro-volatilitásra. Magyarázat: nehéz különbséget tenni a közös és az elkülönülő egyedi sokkok között.
Ceccetti-Krause (2001)	OLS regresszió 23 OECD ország 2 időszak 1982–89, 1990–97. Változó: a kibocsátás és az infláció változásának súlyozott összege.	A makro-volatilitás csökkenése jórészt az állami bankok privatizációjának és az export-betétbiztosításnak volt köszönhető.
Denizer-Iyigun-Owen (2000)	Kvázi OLS panel, 70 ország, 4 időszak (1956–1998). Az output, a fogyasztás, a beruházás és a növekedés szórását vizsgálták.	A fejlett pénzpiacokkal bíró országok kisebb output illetve beruházás-fogyasztás-ingadozást mutattak; a volatilitás a makromutatók tekintetében a jelenhez közeledve egyre kisebb lett.
Easterly-Islam-Stiglitz (2000)	Panel OLS regresszió 60–74 ország között, 2 időszak: 1960–78, 1970–97. a függő változó a növekedés változása ill. az egy főre jutó jövedelem szórása.	A nyitottság, Export/GDP, és az m1, a monetáris bázis szórásnövekedése pozitív hatásúak a volatilitásra; a privát szektor hitelállománya (a GDP százalékában) negatív hatással volt a szórásnégyzetre. A privát tőke beáramlás nem mutatott szignifikáns hatást; a kereskedelmi nyitottság segíti a növekedést; a nagyobb növekedés csökkenti a makro-volatilitást. A bérek rugalmatlansága nem magyarázta a makro ingadozást.
Karan-Song (1996)	21 OECD ország kereszt-metszeti panel-regresszió.	A pénzmennyiség volatilitása (a monetáris ciklus) a beruházást és a kormánykiadásokat mérsékli. Az üzleti ciklus keynesi-ánus magyarázata: a teljes tényező termelékenység (total factor productivity, TFP) mint a kínálati sokkok mérője a reálüzleti ciklus jó mérőszáma. A beruházásokkal összefüggő konjunktúra ciklusként írja le a vizsgált mutatók hullámzását.

Forrás: Saját szerkesztés



kedő hozamokat, amikor maga az amerikai dollár gyenge volt a világgazdaság többi vezető valutájával szemben. Az amerikai magán befektetők által is követett portfólió-befektetések nemzetközi diverzifikációja és ezzel a globális forrásszerzés és terítés igen nagy lendületet vett. 1976–2003 között háromszor is kialakult, olyan kifejezetten gyenge amerikai dollárral jellemzett időszak, amikor a globális részvény- és kötvény-befektetés nagyon profitábilissá vált. Ennek a különleges, a belföldi értékpapír-befektetés hozamait jelentősen meghaladó árfolyam-alakulásnak a számszerű részleteit, illetve az egyes éveit mutatja be a 4. ábra.

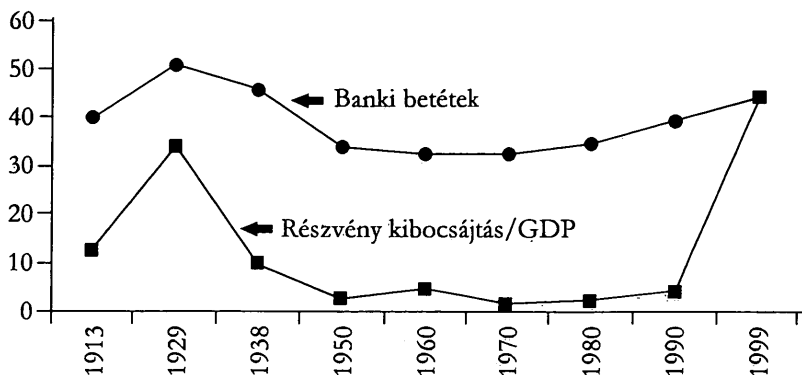
4. ábra. Az USD, valamint amerikai és külföldi részvények árfolyam-alakulása (USD-ban jegyezve, 1976–2003)



Forrás: T. Rowe Price Associates

Az ábrán három ilyen, dollár gyengeséggel jellemezhető időszak volt, nevezetesen az 1977–1984, az 1986–1991, és a 2002-jelen közötti évek, amelyekben az amerikai belföldi részvények teljesítményét a külföldi részvények dollárban mért hozama majd 40 százalékponttal is meghaladta. A tőkepiacok globalizálódásának mindenképpen pozitív jeleménye, hogy erősítette egy nemzeti valuta (ebben az esetben az USA dollár) vagyontárgy jellegét. Evvel az erősödéssel ugyanis minden amerikai belföldi megtakarító szélesíthette a meglévő befektetői–megtakarítási formákat és globális likviditást kínált akkor is, amikor a hazai tőkepiac teljesítménye ezt nem indokolta. Ezt a növekvő nemzetközi forráskínáló a folyamatot ezért akár tekinthetjük a nemzetközi konjunktúrák egyfajta kölcsönös „simításának” is. Részben az ilyen irányú tőkepiaci globalizációnak is volt köszönhető, hogy az iparilag fejlett világban az új részvénykibocsátás/GDP arány igen nagy lendületet vett az 1990-es évek elején. Jórészt ennek eredményeképpen a világgazdaság visszatért az ebből a szempontból – tehát a részvény kibocsátás arányait tekintve – utolsó jó évének, jelesül a nevezetes 1929-es év 40 százalékos szintjére! Ezt mutatja a 5. ábra, amely a banki betétállomány és a részvénykibocsátás/GDP arány alakulását követi nyomon az aranystandardtól napjainkig. Érdekes jelemény, hogy a majd egy évszázados időszakban a betétállomány/GDP arány alakulása nem mutatott igazán számottevő ingadozást.

5. ábra. Banki betétállomány és részvény kibocsájtás a GDP arányában kifejezve az iparilag fejlett világban, 1913–2001 (%)



Forrás: Rajan and Zingales (2001)

### 2.3. Összegző állítások a fejlett ipari államok makro-volatilitásáról

- Az OECD tagországaiban az üzleti ciklus kilengései az elmúlt 5 évtizedben csökkenő tendenciát mutattak. A csökkenés egyik fontos – igaz hatásmechanizmusaiban nem teljesen tisztázott – magyarázó tényezője a globalizáció.
- A Bretton-Woods-i rendszert követően, a rugalmas árfolyamokkal és nyitott tőkemérleggel jellemzett, legutóbbi időszakban a nominális valutaárfolyamok volatilitása jelentősen megnőtt, a kamatlábak kilengései hasonlóképpen nagyobbak voltak.
- Európában, az uniós országokat illetően az üzleti ciklusok kilengései csökkentek, ugyanakkor az OECD országok egészét illetően nem rajzolódott ki egy ilyen egysegesen ereszkedő tendencia.
- A pénz- és tőkepiacok, valamint az áru piacok sokkal integráltabbak lettek az OECD ország-csoportban. A pénzpiacok jelentős technikai-intézményi és szabályozási átalakuláson, összességében liberalizáción mentek keresztül. A modernizációs és globális liberalizációs fejlemények ahhoz vezettek, hogy a makro-stabilitás számottevően nőtt (a legfőbb makro-mutatók ingadozása csökkent).

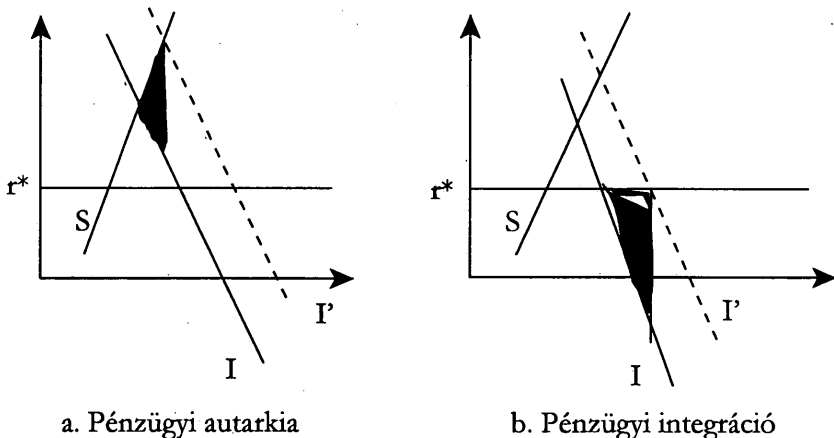
### 3. A pénzügyi globalizáció (nyitás) hatásai a fejlődő országokban, jóléti és egyéb értelmezések

A világgazdaságban a konjunkturális ingadozások átlagos szintje az elmúlt három évtizedben nem csak intenzitásában változott, de az egyes ország-csoportokat tekintve is jelentős változatosságot mutatott. A fejlődő országok kibocsátásának ingadozása például jóval nagyobb mértékű volt, mint az OECD országoké, tegyük hozzá: aligha meglepetésre. Ezen ország-csoport még mindig jelentős mértékben nyersanyagexport és primer-termék függő (Szentés 1999). A globalizáció és a pénzügyi nyitás nem hozott egyértelmű változást ebben a kedvezőtlen, évtizedekkel korábbról megmaradt nemzetközi-munkamegosztási szereposztás tekintetében. A fejlődő országokban a beruházások továbbra is különösen nagy volatilitásnak voltak kitéve, mert a kibocsátásban a kínálati görbe általában még mindig jóval

érzékenyebb (laposabb), mint a fejlett országokban. E kérdés részleteiről a tanulmány második részében részletesen szólnunk.

A feltörekvő gazdaságok esetében még nem rendelkezünk kellően hosszú távú output trenddel annak megállapítására, hogy a globalizáció erősödése számukra vajon volatilitás csökkenést vagy növekedést eredményezett-e. A pénzügyi nyitás (továbbiakban integráció) alapesetben akkor vezet az elérhető jólét (mikroökonómiai értelemben vett welfare) növekedéséhez, ha az egyetlen torzító tényező a nemzetközi intertemporális kereskedelem korlátozása. A pénzügyi integrációk során azonban más torzító tényezők is felléphetnek, és ezek a jólét csökkentéséhez vezethetnek. Az egyik ilyen legfontosabb torzító tényező az ún. morális kockázat megjelenése, amely úgyis tekinthető, mint a kölcsönt felvevő belföldi beruházó rejtett vagy implicit támogatása, szubvenciója. Pénzügyi autarchia esetén, a belföldi megtakarítások mértéke korlátozza a morális kockázat okozta torzulás költségeit. Pénzügyi integráció esetén azonban a globálisan rendelkezésre álló források mértéke határozza meg a belföldön befektethető eszközök állományát. Ha az autarchiában fennálló belföldi kamatláb magasabb, mint a globális kamatláb, akkor a pénzügyi nyitással együtt járó tőkebeáramlás növelheti, illetve felnagyíthatja a már meglévő belföldi pénzpiaci torzulásokat, amely által végül is számottevően nőhet a jóléti veszteség. Az 6. ábra pontosan ezt illusztrálja, amikor az autarchiából a pénzügyi integrációba való átmenetet mutatja be. Az 6. ábrán az S jelenti a belföldi megtakarítások, (a pénzkínálat) szintjét, az I, pedig a beruházásokat (pénzkeresletet), morális kockázat jelenléte nélkül. Morális kockázat jelenléte esetén azonban, az I eltolódik I1-be. A viszonyítási pont mindig a morális kockázat nélküli helyzet. Az 6.a. ábrán a morális kockázat okozta jóléti veszteséget a besatírozott háromszög jelöli. A veszteség mértéke a „b” panelen látszik igazán: itt ugyanis a besatírozott háromszög jóval nagyobb, mint a jóléti-veszteség háromszög az a panelen. Az 6.b. ábrán a kiinduló helyzet, amikor is a morális kockázattól eltekintünk, a belföldi megtakarítások kínálata relatíve rugalmatlan, miközben a beruházási kereslet rugalmas, ekkor a pénzügyi nyitás szintén csökkentheti a jólét fokát! Az egyéb torzítások miatti jóléti csökkenést hasonló érveléssel lehet leírni.

6. ábra. Jóléti veszteségek és morális kockázat, pénzügyi autarkia (a panel) és pénzügyi integráció (b panel) esetén



### 3.1. Potenciális hasznok

#### 3.1.1. Fogyasztás kiegyenlítés

A nemzetközi tőkepiacok kínálta forráshoz jutás elméletben megengedi, hogy a hitelfelvevő országok kellően ellensúlyozzák az általuk elszenvedett, külső negatív sokkokat (úgy, mint pl. a cserearány romlást, vagy a külföldi kölcsönfelvétellel együtt járó valutáris kockázatok terheit), amennyiben a „nehezebb” időkben kölcsönfelvétellel, a jobb időkben kölcsön nyújtással tudják kiegyenlíteni a kedvezőtlen belföldi hatásokat. Mind a háztartások, mind a vállalatok ennek alapján „simíthatják”, azaz hosszú távon egyenletesebbé tehetik a belföldi fogyasztás időbeli trendjét. A globális tőkeáramlás, ebben az értelemben, a belföldi konjunktúrát kisimító, anticiklikus jelleggel bír. Ezt a moderáló hatást nevezzük tehát a globalizációval felerősödött, a nemzetközi forrásáramlást kiegyenlítő vagy fogyasztást-simító hatásának.

#### 3.1.2. A külföldi tőke belföldi beruházás és növekedésélénkítő szerepe

Amennyiben a tőkebehozatal után a tőke belföldi termelékenysége eléri az importált tőke költségeit, illetve annál nagyobb lesz, akkor a külföldi tőkeforrás növelheti a belföldi megtakarítások és ez által a beruházások szintjét, emelve egyben az egy főre jutó tőkeellátottság mértékét is, és ez által, pedig a jólét fokát. Ezek az előnyök különösen nagyok lehetnek a külföldi közvetlen beruházások esetén. Annak érzékeltetésére, hogy hogyan hat a külföldi közvetlen beruházás (KKB) a humán tőke, azaz a szakképzett munkaerő és általa a növekedésre, az un. komplementaritási hatáson keresztül a Borenzstein, De Gregorio and Lee (1998)-as munkája nyomán a következő megfontolás lesz a segítségünkre.

Tekintsünk egy gazdaságot, amelyben a technológiai változás úgy jelenik meg, mint a termelők számára elérhető termelési eszközök (beruházási javak) számának növekedése. Ezeket mind a belföldi, mind a külföldi termelők felhasználják. Tétélezzük fel továbbá, hogy a gazdaság egy végső fogyasztási terméket dob a piacra az alábbi Cobb-Douglas termelési függvény szerint:

$$Y = S^\alpha K^{1-\alpha}, \quad \text{ahol: } 0 < \alpha < 1$$

és, ahol a gazdaság képzett munkaerővel való ellátottsága (S) adott; ugyanígy, a fizikai tőkeállomány (K) egy adott szintje mellett értelmezzük a fenti azonosságot. E tőkeállományt úgy definiáljuk, mint a különböző tőkejavak egy meglévő kontínuumát, ahol az egyes típusok számát (N), és ahol az egyes tőkejóságokat  $X(j)$ -vel jelöljük rendre. Így a tőkeállomány kifejezhető az alábbiak szerint:

$$K = \int_0^N [X(j)^{1-\Delta} dj]^{\frac{1}{1-\Delta}}$$

A fizikai állótőke-állomány növekedését tehát úgy tekintjük, mint a belföldön meglévő tőkejavak számbeli növekedését. Tétélezzük fel továbbá, hogy két fajta vállalat termel tőkejavakat, a külföldi tőkevállalat, amely  $n^* < N$  változatot termel, illetve a belföldi vállalat további  $N - n^*$  változatot visz a piacra. A specializált vállalatok tehát a megtermelt „j” összes beruházási jóságát változatot bérbe adják a fogyasztási cikket gyártó cégeknek  $m(j)$  bérleti díjért. Az egyensúlyi (egyben optimális) ár, a keresleti oldalon, ekkor minden „j”

típus esetében éppen az illető tőkejóság határtermelékenységének megfelelő, az avval éppen megegyező bérleti díjnál adódik:

$$m(j) = (1-\alpha)S^\alpha x(j)^{-\alpha} \quad (1)$$

Ahhoz, hogy a tőkejavak számbeli növekedése megvalósuljon, az szükséges, hogy a fejlett országokban kialakult újabb technológiákat a belföldi vállalatok is átvegyék. Ez pedig azt jelenti, hogy létezik egy jelentős „F” induló költség a beruházáshoz, amely induló beruházás nagysága azonban negatívan viszonyul az  $n^*/N$  arányhoz, azaz minél nagyobb a külföldi vállalat aránya a belföldiekhez képest, az F annál kisebb, tehát:

$$F = F(n^*/N), \quad \text{ahol } F < 0, \text{ azaz negatív.}$$

Ez a feltételezés egyébként azt a realitást igyekszik beépíteni a modellbe, hogy a külföldi vállalatok általában könnyebben, és főleg gyorsabban tudják a fejlett technológiákat alkalmazni, illetve, hogy egyszerűen átveszik, behozzák a mások által már létrehozott és így a piacon meglévő tudást. Az induló beruházás „F” költségei mellett azonban a beruházási javak tulajdonosainak az eszközöket fenntartó, illetve a működtetés költségeit is vállalnia kell minden időszakban. Ennek a költségnek a megléte azt jelenti, hogy létezik egy egységnyi állandó marginális költség is a fenntartásra, valamint, hogy a tőkejavak használatuk során nullára íródna le. Feltéve egy állandó „r” kamatrátát, ha a „j”-ik beruházási eszköz változatot termelő vállalat profitját  $\Pi(j)$  ki akarjuk fejteni, akkor a következőt írhatjuk:

$$\Pi(j) = -F + \int_0^\infty [m(j)x(j) - x(j)]e^{-rs} ds \quad (2)$$

A profitmaximalizálás, azaz a (2)-es kifejezés maximum pontjainak meghatározása azt jelenti, hogy az (1)-es kifejezés korlátja mellett igaz az, hogy a profit maximum  $X(j) = S(1-\alpha)^{2/\alpha}$  helyen adódik. Ez egyben azt jelenti, hogy – a termelők közötti szimmetriát feltételezve – az egyes variációk tehát beruházási terméktípusok output szintje azonos. Szabad piacralépést feltételezve, megmutatható, hogy a zérus marginális profit feltétel egyben azt is jelenti, hogy a kamat, r így is írható<sup>3</sup>:

$$r = \Phi S/F, \quad \text{ahol } \Phi = (1-\alpha)^{(2-\alpha)/\alpha} > 0 \quad (3)$$

Ahhoz, hogy a modellt le lehessen zárni, a tőkeakkumuláció biztosításához a megtakarítási döntéseket is specifikálni kell. Megmutatható, hogy ha a fogyasztó a megtakarítására szintén „r” kamatot kap, továbbá egy standard intertemporális hasznossági függvényt feltételezve (amely a jövőbeli fogyasztás jelenre diszkontált értékét adja), akkor az optimális fogyasztásnövekedés  $g_c$ , az alábbi szerint alakul:

$$g_c = (r-p)/\sigma \quad (4)$$

ahol a „p” az időpreferencia rátája,  $1/\sigma$  pedig az intertemporális helyettesítés rugalmassága.

<sup>3</sup> A termelés optimális szintjét  $X(j) = S(1-\alpha)^{2/\alpha}$  ezt az (1)-be helyettesítve azt kapjuk, hogy az állandó egyen-súlyi bérleti díj:  $m(j) = 1/(1-d)$ , nem más, mint az egységnyi fenntartási költség feletti árrés (markup).

A stationárius állapotban a fogyasztás növekedése egyenlő kell, hogy legyen az output növekedésével, „g”-vel, azaz  $g = g_c$  a (3)-ast a (4)-es kifejezésbe helyettesítve azt kapjuk, hogy a gazdaság növekedése:

$$g = [\Phi S/F (n^*/N) - p]1/\Phi \quad (5)$$

Az (5)-ös, a növekedés mértékére kapott kifejezés tehát azt mutatja, hogy ha a KKB mértékét a külföldi és a belföldi termelők által előállított termelési eszközök arányával,  $n^*/N$ -nel mérjük, akkor ez a mérték pozitívan befolyásolja a növekedés szintjét, azaz, nagyobb  $n^*/N$  mellett nagyobb növekedés valósul meg, és fordítva. A pozitív növekedési hatás alapvető indoka, hogy a KKB csökkenti az újfajta tőkejavak bevezetésének költségét, egyben, pedig növeli azt a mértéket, amely mentén ezek a javak bevezetésre kerülnek. Ezen túlmenően, a KKB pozitív hatása a növekedésre úgy is érvényre jut, hogy a külföldi/belföldi vállalati arány egyben a belföldön meglévő szakképzett munkaerő állományára is pozitív hatást gyakorol. Ez az, amit korábban „komplementer” hatásnak neveztünk. Másként fogalmazva, a növekedési hatás annál nagyobb, minél gyorsabb és hatékonyabb a külföldi technológia átvetele. Ez persze a jól képzett belföldi munkaerő egy már meglévő, megfelelő állományát is feltételezi, és nyilvánvalóan a belföldi munkaerő mind nagyobb képzettsége ezt a komplementer hatást még tovább erősíti.

Egy másik csatorna, amely által a nemzetközi pénzügyi integráció pozitívan hat a belföldi növekedésre, az pedig az ún. teljes-tényező-termelékenység növekedésre gyakorolt hatása. Ennek lényege, hogy a nemzetközi portfólió beruházások liberalizációja nyomán magasabb gazdasági növekedés érhető el, mert a belföldi tőkepiacok fejlődéséhez jelentősen hozzájárul a tőkeáramlás, ez pedig elősegíti a teljes tényező termelékenység emelkedését is.

### 3.1.3. *A külföldi tőkebeáramlás makrogazdasági stabilitást segítő szerepe*

Alapvető megfontolás, hogy a nemzetközi tőkeáramlás egyik hozadéka, az a folyamat, amely a belföldi makro-politikákat mind nagyobb fegyelmezettségre ösztönzi. Ennek végső eredményeként az elkövetett makro-politikai hibák is csökkennek (Obstfeld 1998). A nagyobb makro-stabilitás, pedig egyúttal magasabb gazdasági növekedést eredményez, ahogy azt az endogén növekedési elmélet is hangsúlyozza. A tőkepiaci integrációban való részvétel egyben annak a jelzésnek az elküldésével is egyenértékű, hogy az illető ország hajlandó elfogadni a nemzetközi tőkepiacok fegyelmét, a költségvetési korlátokat és a prudens deficit finanszírozás szabályait. Ebből a perspektívából nézve, a nagyobb elkötelezettség a makro-stabilizáció mellett, a belföldi forráselosztás jobb hatékonyságát és a növekedés emelkedését ígéri.

### 3.1.4. *A belföldi bankszektor hatékonyságának növekedése*

Igen gyakori, és többnyire helytálló megállapítás, hogy a pénzügyi nyitás a belföldi bankszektor hatékonyságát is mind magasabb szintekre kényszeríti. Ennek nyomán a pénzügyi közvetítés költségszökkenése, illetve az elérhető profitok szintje, a monopolizáltság csökkenésével és a verseny növekedésével ugyancsak csökken. A külföldi bankok megjelenése általános esetben tehát elősegíti a következőket:

- a pénzügyi szolgáltatások minőségének javulását, mind technikai, mind kockázatkezelési tekintetben javítja;

- serkentő és minőségileg javító hatással van a felügyeleti szervekre is (bank és pénzügyi felügyelet), mert a nemzetközi normák fokozottabb bevezetésére ösztönöz;
- a nemzetközi pénzügyi piacokhoz való mind kedvezőbb direkt hozzájutás lehetőségének a megnyílását segíti;
- a belföldi pénzügyi stabilitás növekszik azáltal, hogy a betétesek bizalma szintén megnő a nagy tőkeerejű külföldi bankok hazai fiókjainak megjelenésével, ezért a tőkemenekítés kockázata is csökken. A külföldi bankok hitelezési gyakorlata óvatosabb, a kormány nyomására megindul a kölcsönöktől jobbára tartózkodó. Az előnyök számbavétele után lássuk a költségeket!

### 3.2. *Potenciális költségek*

Az elmúlt két évtized globális pénzügyi integrációjának tapasztalata azt mutatta, hogy a nemzetközileg nyitott tőke- és pénzügyi piacok jelentős belföldi költségeket is generálhatnak. Ilyen költség például a tőkebeáramlás nagyfokú koncentrációja és időbeli hullámozása nyomán keletkező belföldi makropolitikai kompenzációs lépések addicionális forrásigénye. Konkrétabban a következő költség típusokat lehet megkülönböztetni.

1. A globális, egyben kedvező feltételű források hiánya a kis, de krónikusan gyengélkedő és esetleg már kritikus helyzetbe került fejlődő országokban kezelhetetlen gazdaságpolitikai helyzetet teremthet. A gyengélkedőről átterjedő adósság-válságok nemzetközi segítséggel történő feloldása még mindig igen költségigényes és intézményileg problematikus;
2. A külföldi hitel befogadó belföldi pénzügyi piac torzulása és morális kockázatoktól terhes, rossz forráselosztás, a „hitelbőség zavara”;
3. A tőkemenekítés és a pro-ciklikus tőkeáramlással együtt járó csorda effektus, illetve a pénzügyi-kockázathárítás járványszerű terjedésével összefüggő védekezési költségek;
4. A külföldi bankok megjelenésének a belföldi pénzügyi piacon gerjesztett újfajta kockázatai.

A továbbiakban a fentebb felsorolt potenciális költségtípusokhoz rövid, az eddigi gyakorlatból felhalmozódott értékelő megjegyzéseket fűzünk.

#### 3.2.1. *A tőkeáramlás koncentrációja és a globális forrásokhoz való hozzáférés hiánya*

Jelentős történelmi tapasztalat halmozódott fel abban a tekintetben, hogy az elmúlt két évtizedben a nagy tőkeáramlási hullámok csak egy kis számú befogadó országot értek igazából el (Szentés 1999, Magas 2002). Az alacsony jövedelmű, fejlődő országokba irányuló közvetlen külföldi tőkebeáramlás az 1990-es évek első felében csak egy kis számú ország-csoportra koncentrálódott, mindennek előtt Latin-Amerikára és Ázsiára. Az afrikai országok esetében Nigériát és Dél-Afrikát kivéve, a többi ország nem kapott jelentős pénzügyi csomagokat, illetve azok az országok, amelyek kaptak elsődlegesen a nyersanyag-kitermelő iparokban voltak érdekelték (World Bank 2001). Az állítás tehát, hogy az alacsony jövedelmű országok nem, vagy csak nehezen jutnak hozzá a jelentősen felduzzadt nyugati forrás kínálatához, lényegében igaznak bizonyult az elmúlt másfél évtizedben is. A globalizáció nem segített. A források egyenlőtlen eloszlásán túlmenően sokkal nagyobb probléma, hogy a pénzhez való hozzáférés erősen aszimmetrikus, amennyiben a legtöbb fejlődő ország, még az olajexportálók is, csak kifejezetten lökésszerűen, illetve az erősen felfutó világgazdasági

konjunktúrák függvényében tudtak kedvező kamatozású külföldi hiteleket felvenni, és ez által a fogyasztást, illetve beruházást intertemporálisan kiegyenlíteni, a kialakult negatív cserearány illetve egyéb pénzügyi sokkokat, pedig kompenzálni. A világgazdasági konjunktúrával szorosan összefüggő, tehát pro-ciklikus külföldi beruházási tevékenység a makropolitikákat befolyásoló szerepében is kitüntetett funkcióval bír abban az értelemben, hogy a konjunktúraelfutás idején beáramló forrásbővülés olyan belföldi fogyasztási szinteket bátoríthat, amelyek hosszabb távon nem tarthatóak. Különösen akkor van ez így, ha a tőkebeáramlás iránya hirtelen megfordul és ez által túlzott, azaz a célon túllövő belföldi makropolitikai igazodási reakciókat vált ki.

### 3.2.2. *A beáramló külföldi tőke helytelen belföldi allokációja*

Igaz ugyan, hogy a beáramló külföldi tőke megnöveli a belföldi beruházási források összességét, mégis a hosszú távú kedvező beruházási hatás meglehetősen korlátozott maradhat, különösen akkor, ha a források jó része rövid távú vagy spekulatív vagy, kétes ingatlanfejlesztésekbe áramlik. Az alacsony termelékenységű, a külkereskedelemben részt nem vevő (non-tradable) szektorokba való külföldi beruházás szintén csökkentheti az ország igen fontos export képességét, és növelheti a külső mérleg hiányokat (folyó fizetési mérleg és kereskedelmi mérleg). A források helytelen elosztása adódhat persze a már meglévő torzulásokból is, amelyek többnyire a belföldi bankrendszer gyengeségeivel függenek össze (alacsony kapitalizáció vagy nagy kockázatu eszközök bizonytalan kihelyezése, illetve túlzottan megengedő felügyeleti környezet), amelyben a betétesek pénze fokozottan magas kockázatokkal terhelt piacon kerül kihelyezésre. A hitelnyújtás még valamilyen betétbiztosítás megléte esetén is még mindig jóval gyengébb és ingatagabb lábakon áll a fejlődő országokban, mint a világ fejlett pénzügyi piacain. Gyakran előfordul, hogy a külföldi beruházó jobb információval rendelkezik egy-egy vagyontárgy eladásakor, mint bármelyik belföldi vállalat (a termelékenységtől függetlenül), és a külföldi befektető így egy belföldit szorít ki, amikor kellően vonzó vagyontárgyba teheti a pénzét. A külföldi beruházó információs előnyét azonban érthetően mindig kihasználja a belföldi befektetők hátrányára, amennyiben az előbbi alacsony termelékenységű szektorba bizonyosan nem fektet be, sőt azokat, ha már birtokában van, gyorsan tovább adja.

### 3.2.3. *Makroökonómiai stabilitásvesztés*

A pénzügyi nyitás eredményezte jelentős tőkebeáramlás számos, egyéb nem kívánatos makroökonómiai fejleménnyel is járhat. Ezek közül a leggyakoribbak a gyors monetáris expanzió (a sterilizáció nehézségei és költségei miatt), az inflációs nyomás növekedése (a belső felduzzadt fogyasztásnövekedés által gerjesztve), és a reálfelértékelődés a romló folyó fizetési mérleg alakulás következményeivel. Rugalmas árfolyamok mellett a növekvő külföldi eladásodás a valutaárfolyam leértékelődését eredményezheti, amely végső soron átalakítja a relatív árakat, és akár a külkereskedelmi forgalom szerkezetét is kedvezőtlen irányba tolhatja el.

### 3.2.4. *A cikluskövető rövid távú tőkeáramlás*

A rövidtávú tőkemozgások konjunktúraciklusokat követő (prociklikus) jellege többszörösen bizonyított. A Világbank ide vonatkozó, 33 országot 1980–1998 között vizsgáló elemzése (Dadush et al 2000) szerint a tőkebeáramlás a növekedés ciklusait szorosan követte. Ezzel szemben a közép- és hosszú lejáratú tőkemozgások különösen a közvetlen beruházások enyhén anticiklikus természetűnek mutatkoztak. A ciklikusság önmagában nem



enne probléma, de ha ez külső keresleti tényezők változásának eredményeként alakul ki, mint például hirtelen beállt cserearány romlás, akkor sokkal nehezebb a belföldi makropolitika alkalmazkodása, mert a külföldi hitelezők szemében az ország-kockázat gyorsan romolhat.<sup>4</sup> A negatív külső sokk hatása akár dupla akkora is lehet, mint egy pozitív sokké (lásd a 4. lábjegyzetet). Az ország-kockázat növekedése végül oda vezethet, hogy a gyengébb, az ún. „határeset” kölcsönfelvevők már kiszorulnak a hitelpiacról, és egyáltalán nem kapnak forrást. Az országkockázat pedig egy nagy méretű külső sokk esetén hamar megnőhet. Ezen túlmenően, az aszimmetrikus információs problémák gyakran csordaszellem viselkedést váltanak ki, amely végső soron tömeges egy irányba meneküléssel és azonnali tőke eladással (menekítéssel) lehet egyenértékű.

### 3.2.5. Csordaszellem, és a pénzügyi válságok átterjedése

A pénzügyi nyitottság fokozott mértéke vagy a tőkemérleg teljes liberalizációja gyakran magával hozza a rövidtávú tőke mozgások gyors irányváltását, amelyek leginkább a belföldi valuta elleni spekulatív támadások nyomán erősödnek fel. A hirtelen tőke kivonás azzal a veszéllyel jár, hogy a bankrendszer azonnali likviditási nyomás alá kerül. Minél nagyobb a rövidtávú adósság aránya a valutatartalékokhoz képest, annál nagyobb az ilyen jellegű, azaz az egész belföldi pénzügyi piacot megrázó likviditási nyomás, illetve egy pénzügyi válság kialakulásának kockázata.

Általánosságban is igaz, hogy a tőkeáramlás volatilitása mind a tényleges, mind pedig a jövőben várhatóan bekövetkező makrogazdasági változásokkal összefüggésben, valamint a külső világgazdasági (elsődlegesen a nemzetközi kamatlábak) és növekedési környezettel csak együtt értelmezhető. Miután a befektetői szándékok és a tényleges döntések aggregátuma (különösen az ún. hedge-fundok, azaz a pénzügyi felügyelet alá nem tartozó, a nagy tőkeáttétellel dolgozó fedezeti alapok) esetén akár a napi piaci kapcsolatok, illetve új információk megjelenése által egyaránt jelentős mértékben változhat, a pénzügyi piac túlreagálása (overshooting) gyakori fejlemény. Utóbbi nagyon nagy költségekkel is járhat. Az 1997-es ázsiai, 1998-as orosz, illetve a 2001–2001 között kulminált argentinai pénzügyi válságok ezt megerősítették. Noha a csordaszellem vezérelte befektetői magatartás mutat némi irracionálisitást, ez az egy irányba lódulás mégsem tekinthető teljes mértékben minden logikát nélkülöző cselekvési sornak. A tömeg egyszerű követése csordaszellemben – mint az újabb kutatások is igazolják<sup>5</sup> – lehet egy eredményes, vagy a veszteségeket jelentősen csökkentő kifejezetten racionális lépéssorozat is. Ennek belátásához érdemes az alábbi megfontolásokat áttekinteni:

<sup>4</sup> Dadush, Dasgupta and Ratha (2000). E tanulmány szerint a rövidtávú adósság/GDP változásának rugalmassága 0,9, amikor a GDP pozitív sokkoknak van kitéve (a GDP szórása felével változik), és 1,8, amikor negatív sokk éri (ekkor ugyanis a GDP lefelé mozdul el a szórás felével). Tehát a negatív hatás kétszeres erejének bizonyulhat az adósság viszonylatában.

<sup>5</sup> Devenow and Wech (1996), Carlo and Mendoza (1997) megmutatták, hogy egy globalizált tőkepiacon a befektetők maguk határoznak a portfólió diverzifikáció és a költséges pótlólagos információszerezés közötti trade-off, azaz alternatív költség átváltási arányait illetően. A globalizáció ugyanis csökkenti az országspecifikus információgyűjtés iránti igényt. Ennél fontosabb, hogy növeli a befektetési igazgatók azon félelmét, hogy romlik majd a saját relatív teljesítményük megítélése, mert tömegesen ugyanazt a portfólió kockázati halmazt választják. Ezért azután kisebb részben is elindulhatnak egy masszív eladás irányában, csak azért, hogy kitűnjenek a tömegeből, és elindíthatnak ezzel tőkekiáramlást, akkor is, ha ennek a lépésnek nincsen semmilyen a fundamentális makrováltozóknak megtalálható magyarázata. A befektetési-igazgatóknak az egymással való összejátszása, illetve egymás figyelése és a tömegszerű viselkedés megértése vált az egyik legfontosabb szempontjává.

- Az ún. pozitív pay-off externáliák jelentősége kitüntetett ebben az összefüggésben. A pozitív externália ez esetben azt jelenti, hogy egy meghatározott befektető pénzügyi döntéseinek az eredménye (pay-off) pozitívan korrelálhat azzal az eseménnyel, amikor sok másik befektető is pontosan ugyanazt a befektetői döntést választja.
- A tulajdonos és ügynöke az ún. principal-agent megfontolás. E szerint egy nemzetközi befektetési-igazgató egy olyan piaci közegben, ahol az információáramlás tökéletlen, azért hogy reputációját megőrizze, esetleg javítsa, „elveyül a tömegben”, azaz lapul azért, hogy elkerülje a felelősségre vonást nagyon rossz befektetési eredmények esetén; vagy éppen, hogy ellenkezőleg, szándékosan a tömeggel együtt halad, hogy megmutassa a kitüntetett ellentétes irányú magatartással vitte volna a megtérülési eredményeket nagyon rossz irányba. Azaz mind a tömegben való lapulás, mind a demonstráltan, a tömeggel együtt megtett haladás racionális befektetői magatartásnak bizonyulhat, legalábbis jelentős összeget mozgató intézményes befektetőknél.
- Fontos mozzanat, hogy az ún. információs lánc végpontjain sűrűsödő befektetők gyakran hajlandók a számukra végpontként jelentkező információt különösebb ellenőrzés nélkül elfogadni: saját kutatást nem végezvén, a többség (a csorda) által követett befektetési gyakorlatot hajlandó vakon utánozni, főleg az eladási oldalon.

Racionális vagy irracionális befektetői magatartás egyre megy abban a tekintetben, hogy a csordaszellem érvényesülése majdnem mindig azt jelenti, hogy makro-stabilitás vesztés következik be, mert hirtelen nagy mennyiségű pénzek utaznak kifelé vagy befelé. Ennek a következménye, hogy a pénzügyi vagyontárgyak árainak és a belföldi valutának egyaránt jelentős hullámozása következik be. A tőkeáramlások hirtelen irányváltozása, illetve nagymérvű volatilitása származhat más forrásból is. Így mindenekelőtt abból, hogy egy ország gazdasági kilátásai, például azért romolhatnak rohamos mértékben, mert a szomszédjai, vagy legfőbb kereskedelmi partnerei vagy a régió általában gyengélkednek. A járványszerű gyengélkedés illetve bizalomvesztés, mint a globalizáció egyik szintén új fejleménye megmutatta erejét az 1990-es évek utolsó harmadában, Ázsiában, ahol a krízisben érintett országok sorra veszítették el importvásárló erejüket, mert nyersanyagpiac kereskedelmük omlott össze. A szomszédok általános szegénysége sodorta végül válságba például a tájföldi valutát is. A cserearány romlás miatt elszenvedett hirtelen versenyképesség és bizalomvesztés példáját illusztrálta Chile 1997–1998-ban, illetve Argentína 2001–2003 folyamán. Utóbbi a világgazdaság legnagyobb államcsődjét produkálta a maga 132 milliárd dolláros kifizetelenszámlájával.

### 3.3. *Empirikus tapasztalatok*

A fejlődő országokat is mind jobban elérő pénzügyi globalizáció előnyeit és hátrányait illetően az elmúlt 10 évben folyamatosan heves viták zajlottak, de ezeket egyértelmű és az eltérő fejlettségű szinten álló ország vonatkozásában is koherens, továbbá a gazdaságpolitika számára is biztosan használható, gyakorlati eredményekre redukálni eddig még nem lehetett. A tőkebeáramlást számos olyan a nemzetközi szakirodalomban kifejezetten mértékadó tanulmányban elemezték, amelyekben a teljes, feltétel nélküli tőke liberalizáció jóléti szempontból is szub-optimálisnak bizonyult (a témában legfontosabb munkákról, egy összefoglaló táblázatban 3. táblázat rövid ismertetésekkel szólnunk).

A pénzügyi integráció ösztönző hatásait közvetítő közvetlen és közvetett csatornákat a 7. ábra foglalja össze

3.A táblázat. Pénzügyi nyitás a fejlődő országokban:  
empirikus tapasztalatok és gazdaságpolitika

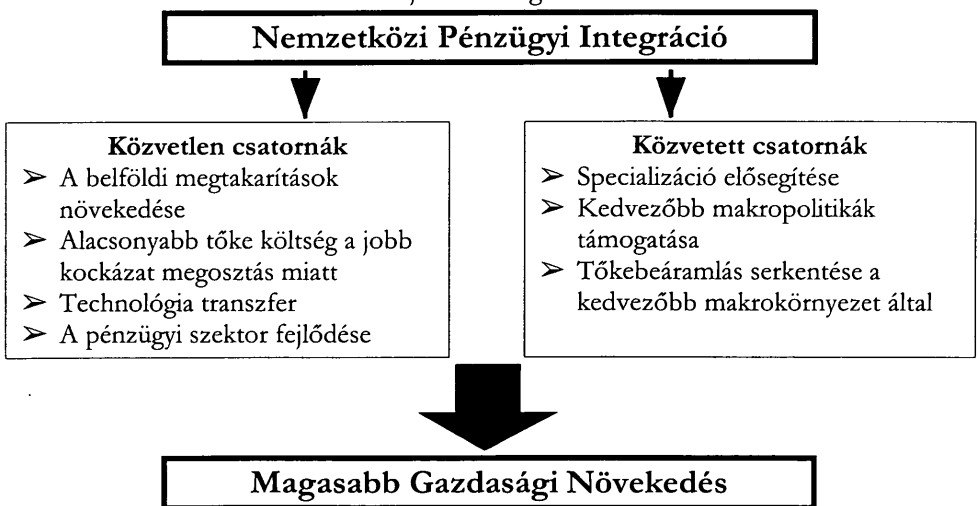
Hivatkozott tanulmány	Hangsúly	Fontosabb jellemzők
Meltzer bizottság jelentése	Ex ante lépések morális kockázat megelőzésére, rendkívüli IMF segítségnyújtás (bail out) okán	IMF csak akkor ad hitelt, ha az országban megfelelő ex ante conditionality illetve magas hitel kockázati felárak mellett van hitelezés, illetve nincs ex post conditionality.
Basel Bizottság (Alan Greenspan, 1998)	Ex ante kockázatkezelés a hitelfelvevő management és a hitelezők által	Tőke megfelelési mutatók kiigazítása az ún. sovereign (állam) kölcsönök esetén („túl nagy, hogy csődbe menjen”) rendszerkockázati doktrína enyhítése
Eichengreen (1999)	Ex ante kockázatkezelés az adósok oldaláról	Chilei típusú tőke-behozatali adók bevezetése a nyílt tőkemenekülési kockázat kezelésére, ha a szabályozás egyéb módozatai elégtelenek
Sachs (1995), Miller–Zhang (2000), Portes (2000), Krueger (2001)	Ex post válságkezelés	Nemzetközi csődeljárás a vállalati adósságkezelés mintájára. Jobb koordinációs biztosítási és hitelezési mechanizmusok, enyhítés az adós számára, a termelés és az export fenntartására. Kollektív fellépés lehetőségének korlátozása: un Bond Holding-Committee felállítása Az adós ország legális védelme, ha jóhiszemű tárgyalásokat kezd a nemzetközi hitelezőkkel, ill. a belső gazdaságpolitika megváltoztatására
Buiter–Sibert (1999)	Válságenyhítés	A hitelfelvevő megnyújthatja a hitelek lejáratát, persze büntető kamatok mellett (kötelező erővel).
Soros (1998) Jeanne (2001)	Ex-ante-csőd elvű biztosítás; betéti alapok	Globális biztosítási alap, a FDIC mintájára, a hitelfelvevő fizeti a prémiumot, BIS-IMF meghatározza a felvehető maximumot, és a biztosítás nélküli minimális bail-out-ot. (folyt.
Rogoff (1999),	Ex ante lépések a válságok megelőzésére	A finanszírozás eltolása a hiteltől az egyéb vagyonelemek (equity) felé (debt equity swap); ezt megkönnyítendő a tőkepiacok fejlesztését kell preferálni.
Kaminsky–Lizondo, Reinhart (1998)	Ex ante lépések a válságok megelőzésére	Olyan veszélyt jelző előrejelző rendszert, mutatói kosarat kell kialakítani, amely jól elkülöníthetően képes a várható válságokat előre jelezni.

Forrás: Saját szerkesztés

3.B táblázat. A pénzügyi nyitás jóléti hatásai empirikus vizsgálatának fontosabb eredményei

Állítások	Konklúzió
Potenciálisan nagy jóléti előnyök	Az előnyök a pénzügyi globalizációval jórészt abból származnak, hogy a jobb kockázat megosztás és információgyűjtés a lejárat szerkezetek nagyobb likviditást biztosíthatnak. Greenwood-Jovanovic, (1990); Obstfeld (1994); Acemoglu-Zilibotti (1998)
Pozitív, de viszonylag kicsi a jóléti előny	Az output diverzifikációból származó előnyök nem igazán jelentősek. Cole-Obstfeld (1991)
Kétséges vagy nehezen mérhető a jóléti előny	Ha a termelés pusztán a learning by doing alapján végezhető, akkor a tőkeberuházás nem feltétlen okoz jóléti növekedést, sem a nemzetgazdaság, sem a világgazdaság szintjén. Kohn-Marion (1991). Az eladósodás a nemzetközi forrásbővülés nyomán túlzott mértékű lehet, „overborrowing due to moral hazard”. Károkat okozhat McKinnon-Pill (1996); Corsetti-Pesenti-Roubini (1999). Túlzott eladósodás a negatív externáliák összetorlódása miatt, amikor atomisztikus szereplők nem internalizálják a jövőbeli kölcsönfelvétel negatív hatásait. Aizenmann (1989). A kölcsönfelvétel, túlzott külső eladósodás, amely részben a belföldi tőke-piac tökéletlenségéből ered. Caballero-Krishnamurthy (2001) A feltörekvő piacok jobban ki vannak téve a pénzügyi zavaroknak, főleg akkor, amikor a szereplők eltérő magatartást és várakozásokat hordoznak az aggregált beruházás szintjeit illetően. Ehhez a belső forráselosztás koordinációs zavarokhoz és végső soron válsághoz vezethet, különösen az alacsony jövedelmű országokban. Martin-Rey (2001).

7. ábra. Pénzügyi integráció és a gazdasági növekedés sematikus összefüggései a fejlődő országokban



A 4. táblázat, amely a pénzügyi nyitottság mértéke (a bruttó tőkeáramlás/GDP) és az 1 főre jutó (per capita, p.c.) GDP összefüggését próbálja megragadni pusztán e két változó közötti kapcsolat érzékeltetésével. A 4. Tábla mondanivalóját lehet úgy értelmezni, hogy a per capita növekedés intenzitása alapján sorba rendezett országokhoz hozzárendelt egy, a pénzügyi nyitottságot megragadó változót, akkor a pénzügyileg nyitott (igen), illetve pénzügyileg zárt (nem) azt fejezi ki, hogy az alapfeltevés: a pénzügyi nyitottság segíti a növekedést, általános esetben igaznak mutatkozott az elmúlt két évtized intenzív globalizációs szakaszában a fejlődő országokban is. A leggyorsabb növekedést mutató 12 országot magába foglaló élbolyban 8 esetben beszélhetünk pénzügyi nyitottságról (a nem egyértelmű pénzügyi nyitást igen–nem jelöléssel különítettük el, amelynek értéke csak 1/2-et ért ebben a számolásban), amely tehát azt jelenti, hogy a nagy népességű országokat (Korea, Indonézia, Malajzia) is felvonultató élboly 2/3-a egyben pénzügyi nyitottsággal is rendelkezett. Hasonló erejűnek mutatkozott egy ugyanilyen gondolkodási keretben a pénzügyi elzárkózás is, amely a leglassabban növekedő 12 fejlődő ország esetében 8.5-öt adott, mint pénzügyileg zárt nemzetgazdaságot, amelyek között természeti erőforrásokban gazdag országok is fellelhetők voltak (Venezuela, Peru, Dél-Afrika). Ez az egyszerű leíró statisztika tehát meg lehetőséget nyújt a látszólagos alátámasztani azt a sejtést, hogy a pénzügyi integráció gazdaságélénkítést, illetve jóléti növekedést hoz, legalábbis az általános esetben. A kivételes esetekről itt nem beszélünk, de feltételezzük, hogy a korábban bemutatott költséghaszon elemzés szempontjai ezeket is kellőképpen megmagyarázhatják.

4. táblázat. Pénzügyi nyitottság és gazdasági növekedés egymásra hatása a fejlődő országokban, 1980–2002

Leggyorsabban növekvő gazdaságok, 1980–2002	Összes p.c GDP változás százaléka	Pénzügyileg integráltak?	Leglassabban növekvő gazdaságok, 1980–2002	Összes p.c GDP változás százaléka	Pénzügyileg integráltak?
Kína	391.6	Igen/Nem	Haiti	-39.5	Nem
Korea	234.0	Igen	Niger	-37.8	Nem
Szingapúr	155.5	Igen	Nicaragua	-30.6	Nem
Tájföld	151.1	Igen	Togo	-30.0	Nem
Maurícius	145.8	Nem	Elefántcsontpart	-29.0	Nem
Botswana	135.4	Nem	Burundi	-20.2	Nem
Hong Kong	114.5	Igen	Venezuela	-17.3	Igen/Nem
Malaysia	108.8	Igen	Dél Afrika	-13.7	Igen
India	103.2	Igen/Nem	Jordánia	-10.9	Igen
Chile	100.9	Igen	Paraguay	-9.5	Nem
Indonézia	97.6	Igen	Ecuador	-7.9	Nem
Sri Lanka	90.8	Nem	Peru	-7.8	Igen

Megjegyzés: A pénzügyi nyitottság mértéke: (bruttó ki- és beáramló tőke összesen/GDP)

Forrás: World Economic Indicators, WEI, World Bank (2003)

## Felhasznált irodalom

- Acemoglu, D. – Zilibotti, F. 1998: Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification and Growth. *Journal of Political Economy*, 105, 709–751. o.
- Aizenann, J. 1989: Country Risk, Incomplete Information and Taxes on International Borrowing. *The Economic Journal*, 99, 3, 147–161. o.
- Agenor, P. R. 2000: *The Economics of Adjustment and Growth*. Academic Press, San Diego.
- Bruiter, W. H. – Siebert, A. C. 1999: A Contribution to the New International Financial Architecture, *International Finance*, 2, 227–247. o.
- Basu, S. – Taylor, A. 1999: Business Cycles in Historical Perspective. *Journal of Economic Perspective*, 13, 2, 46–48. o.
- Borenzstein, E. – De Gregorio, J. – Lee, J. W. 1998: How Does Foreign Investment Affect Economic Growth? *Journal of International Economics*, 45, 6, 115–135. o.
- Chang, R. – Velasco, A. 2000: Banks, Debt Maturity and Financial Crises, *Journal of International Economics*, 51, 169–194. o.
- Eichengreen, B. 1999: *A New International Financial Architecture: a practical post-Asia agenda*, D.C. Institute for International Economics, Washington.
- Caballero, R. – Krishnamourty, A. 2001: International and Domestic Collateral Constraints in a Model of Emerging Market Crisis. *Journal of Monetary Economics*, December, 48, 3, 513–548. o.
- Cecetti, S. G. – Krause, S. 2001: *Financial Structure, Macroeconomic Stability and Monetary Policy*. National Bureau of Economic Analysis, NBER, Working paper 7153, Cambridge Mass.
- Corsetti, G. – Pesenti, P. – Roubini, N. 1999: Paper Tigers? *European Economic Review*, 43, 7–27. o.
- Dalsgaard, T. – Elmeskov, J. – Park, C. Y. 2002: *Ongoing Changes in the Business Cycle- Evidence and Causes*. OECD, Economics Department, Working Paper, No 315, Paris.
- Dadush, U. – Dasgupta, D. – Ratha, D. 2000: The Role of Short Term Debt in Recent Crises, *Finance and Development*, 37, 54–57. o.
- Darvas Zs. 2003: Nagymértékű reálfelértékelődések nemzetközi összehasonlítása, *Külgazdaság*, 7–8, 30–56. o.
- Denizer C. – Iyugin, M. F. – Owen, A. L. 2000: *Finance and Macroeconomic Volatility*. World Bank Policy Research Paper 2487, Washington D.C.
- Doepke, J. 2002: *Business Cycle Volatility On Long Run Growth in OECD Countries, Still an Unsettled Question*. Deutsche Bundesbank (mimeo).
- Easterly, W. – Islam, R – Stiglitz, J. E. 2000: *Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility*. The World Bank, mimeo.
- Feldstein, M. 2002: *Economic and Financial Market Crises in Emerging Economies: Overview of prevention and management*. NBER working paper No. 8837.
- Greenspan, A. 1998: *Speech at the 34<sup>th</sup> Conference on Bank Structure and Competition of the Federal Reserve Bank of Chicago*, May.
- Greenwood, J. – Jovanovic, B. 1990: Financial Development, Growth and the Distribution of Income. *Journal of Political Economy*, 98, 5, 1076–1107. o.
- Kaminsky, G. – Lizondo, L. S. – Reinhart, C. M. 1998: Lending Indicators of Currency Crises”, *IMF staff papers*, 5, 1, 1–48. o.

- Karras, G. – Song, F. 1996: Sources of Business Cycle Volatility: An Exploratory Study on OECD Countries. *Journal of Macroeconomics*, 18, 621–637. o.
- Kneller, R. – Young, G. 2001: Business Cycle Volatility, Uncertainty and Long Run Growth. *The Manchester School*, 69, 5, 534–552. o.
- Krueger, A. 2001: IMF, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001>
- Krugman, P. R. – Obstfeld, M. 2003: *Nemzetközi Gazdaságtan Elmélet és Gazdaságpolitika*, Panem
- Jeanne, O. 2001: *Sovereign Debt and the International Financial Architecture*, IMF, mimeo.
- Martin, P. – Rey, H. 2001: *Financial Globalization and Emerging Markets: with or without crash?* Mimeo, New York Fed.
- McKinnon, R. I. – Pill, H. P. 1996: Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Integration in East Asia, *NBEA Asia seminar on economics*, vol. 5 Chicago, University of Chicago Press. 7–42. o.
- Meltzer, A. 1998: *Asian Problems and the IMF*. Testimony for the Joint Economic Committee, US Congress, February, 24.
- Miller, M. H. – Zhang, L. 2000: Sovereign Liquidity Crisis: The strategic case for a payment standstill. *Economic Journal*, 110, 1, 335–362. o.
- Mundell, R. A. 1963: Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, *Canadian Journal of Economics*, 29, 475–485. o.
- Obstfeld, M. 1994: Risk-taking, Global Diversification and Growth. *American Economic Review*, 85, 12, 1310–1329. o.
- Obstfeld, M. – Taylor, A. M. 2002: Global Capital Markets. In: Bordo, M. D. – Taylor, A. M. – J. G. Williamson, J. G. (eds): *Globalization in Historic Perspective*. World Bank.
- Portes, R. 2000: *Sovereign Debt Restructuring: The Role of Institutions for Collective Action*, CEPR. March, Mimeo.
- Rajan, R. G. – Zingales, L. G. 2001: *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20<sup>th</sup> Century*, NBER, Working Paper 8178, Cambridge, MA.
- Razin, A. – Rose, A. K.: Business cycle volatility and openness: an exploratory analysis, In: Leidmann, L. (ed): *Capital mobility: the impact on consumption, investment and growth*, 48–75. o.
- Rogoff, K. 1999: International Institutions for Reducing Global Financial Instability. *Journal of Economic Perspectives*, 13, 4, 21–42. o.
- Romer, C. D. 1999: Changes in Business Cycles: Evidence and Explanations, *Journal of Economic Perspectives*, 13, 23–44. o.
- Sachs, J. 1995: *Do We Need an International Lender of Last Resort?* Princeton University, Frank Graham memorial lecture.
- Soros, G. 1998: *The Crisis of Global Capitalism*. New York: Public Affairs Press.
- Stock, J. H. – Watson, M. W. 2002: *Has the Business Cycle Changed and Why?* Harvard University, Mimeo.
- Szentes T. 1999: *Világgazdaságtan, elmélet és módszertan*, Aula. Budapest.
- World Bank 2003: *World Development Report*, Washington D.C.