

Tőkepiacok és globalizáció a múlt tükrében

Pálosi-Németh Balázs*

*Talán nem köztudott, bár széles körben ismert tény, hogy a pénzügyek napjainkban egyre fokozott ütemben globalizálódó fejlődése nem egyedi jelenség a történelemben. Az első világháborút megelőző fél évszázad világgazdasági expanziója sok tekintetben felülmuta a jelenlegit. Írásomban arra keresem a választ, hogy a pénzügyi globalizáció tekintetében milyen tanulságokkal szolgál a múlt vizsgálata, hol állunk ma, és mi-
ben különbözik a jelenlegi és a száz évvel ezelőtti tőkepiaci globalizáció.*

Kulcsszavak: tőkepiacok, globalizáció, diverzifikáció, korreláció

1. Bevezetés

A közgazdaságtan tudománya számos nagy ívű munkát tart számon, melyek kiemelnek bizonyos tényezőket, „hajtóerőket”, ezek változásával tulajdonképpen lefedhető az, illetve jelentős részét teszik ki annak, amit „történelemnek” nevezünk. A Nobel-díjas North például a gazdaságtörténetet egészen a neolitikumtól napjainkig, mint a technológiai változásokra válaszul megszülető intézményi változások történetét mutatja be (North 1991). A magyar szakirodalomban is találunk hasonló példát: Török Ádám a gazdaságtörténet evolúcióját a belépési korlátok átalakulására vezeti vissza (Török 2003). Ebben a munkámban arra teszek kísérletet, hogy – a vonatkozó szakirodalom tükrében – bemutassam, miért mondhatjuk, hogy az ipari forradalomtól napjainkig, a történelmi fejlődés egyértelműen pénzügyek által determinált volt.

2. A tőkepiacok fejlődése 1914 előtt

A XIX. századot megelőzően a nemzetközi pénzügyi tranzakciók meglehetősen szűk régiókat fogtak át. Korábban a pénz szerepének hosszabb-rövidebb ideig tartó megnövekedése mindig valamilyen gazdasági–politikai expanzióhoz kötődött¹. Az itáliai bankok a

* Pálosi-Németh Balázs, Ph.D hallgató, Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Kar (Debrecen) Köszönet illeti Gyórfy Dórát és Móricz Dánielt a dolgozathoz fűzött értékes megjegyzéseikért. A dolgozatban megfogalmazottak a szerző véleményét tükrözik. Az esetlegesen előforduló bármely tévedésért vagy hibáért kizárólag a szerző tartozik felelősséggel.

¹ A XIX. századot megelőzően a történelemben létrejött expanziós időszakokban, így már az ókorban is (pl. a császárság idején a Római Birodalomban) a fennmaradás és a további növekedés akadályát a földrajzi korlátokkal összefüggésben a koordinációs problémák jelentették. Azért is csak a XIX. századtól beszélhetünk globalizációról, mert – bár a XVII. századtól egyre növekvő mértékben, de – ekkor válhatott bizonyos területeken fokozatosan és ideiglenesen dominánssá a piaci koordináció, mely a globális, komplex folyamatok koordinálását is hatékonyá teszi (Hayek 1978).

reneszánsz idején már a levantei kereskedelem útvonalára, sőt a teljes mediterrán térségre kiterjesztették tranzakcióikat. A pénzügyi innovációk megjelenése a Németalföldön és a Hanza útvonalakon szintén jelentős lépés volt a pénzügyi piacok fejlődésében. Neil (2000) mutat rá, hogy már a vestfáliai békét (1648) követő, az ipari forradalom kiteljesedését megelőző időszak politikai stabilitása Európában megteremtette az alapot a gazdasági és pénzügyi kapcsolatok jelentős kiterjedéséhez, mely katalizátorként hatott a gazdasági folyamatok átalakulására. Neil szemléletesen és alaposan mutatja be azt is, ahogyan a pénzügyi központok a történelemben a piac terjedelmének és az intézményrendszer fejlettségének, valamint az állami be nem avatkozásnak függvényében helyszínt váltott: a XVII–XVIII. századtól Amsterdam, majd London vált a pénzpiacok központjává. Davis és Gallman (2000) munkájából pedig megtudható, hogy a tengerentúli pénzügyi centrumok kialakulásában Philadelphia, Boston és Baltimore között hogyan emelkedett ki New York.

North (1992) szerint „gazdasági forradalomról” akkor beszélhetünk, ha a gazdasági rendszerben három – egymással összefüggő – változás mindegyike végbemegy: (1) elemi változás a társadalom termelékenységében, mely abból adódik, hogy (2) az alapvető tudás mennyisége és feldolgozó képessége megváltozik, és mely együtt jár az (3) intézmények átalakulásával, melyek képesek koordinálni a termelési potenciál megváltozását².

Ahogy azt O'Rourke és Williamson bemutatja³, 1870 és 1914 között egy globális gazdaság formálódott, melynek magja az Atlanti-óceán térségének gazdaságai voltak, a fejlődés Nyugat-Európából indulva az Egyesült Államokban robbanásszerű konjunktúrához vezetett. Ugyanakkor a gyarmati rendszer és Kelet-Európa bekapcsolódása a központ fejlődésébe is egyértelmű volt, elsősorban a nyersanyagok erősödő kínálati nyomásával. Téves tehát az a nézet, hogy 1914 előtt a tudáskonzentráció földrajzilag szűk területen (elsősorban Londonban) összpontosult volna⁴.

Fishlow (1985) valamint Rousseau és Sylla (2003) cikkei arra is rámutatnak, hogy a globalizáció a történelemben először éppen azért jöhetett létre már a XIX. század második felében, mert a pénzügyi piacok katalizátor hatása érvényesülhetett a kereskedelem és az infrastruktúra (a Földet behálózó vasúthálózat és gőzhajózás) finanszírozásában. Ahogy az utóbbi cikk fogalmaz: az országok gazdasági összefonódása és az ezáltal szükségszerűen bekövetkező globalizáció egyértelműen pénzügyek által vezérelt volt.

Hicks (1969) is hasonlóan vélekedik, állítása szerint a pénzügyi rendszer struktúrája kritikus szerepet játszott Angliában az ipari forradalom elindításában, megkönnyítve a tőkemobilitást, mely e folyamat nélkülözhetetlen előfeltétele volt. A központ – vagyis az Atlanti térség – megtakarításainak szerkezete ekkorra lehetővé tette, hogy megfelelő tőke áramoljon a periféria területeire is. Így 1870 után a liberalizmus és a laissez faire időszakában az aranystandard árfolyamkockázat nélküli monetáris rendszere és a technológiai robba-

² Ebben az értelemben az első gazdasági forradalom a mezőgazdasági forradalom volt, mely mai ismereteink szerint már a Kr. e. 8. évezredben elkezdődött. Így interpretálva a második gazdasági forradalom – az ipari forradalom –, tehát a modern tudományok és a technológiai fejlődés szimultán kölcsönhatásából, és a megfelelő intézmények kialakulásából adódó termelékenység-növekedés eredménye.

³ lásd erről Harley (2000) ismertetőjét.

⁴ Mint ahogy azt majd bemutatjuk, a koncentráció strukturálisan (iparágak között) sokkal inkább igaz volt.

nások⁵ a szállításban és a kommunikációban megteremtették az első globális piacteret a tőkeáramlás számára.

A pénzügyek területén ebben az időszakban bekövetkező fejlődést még felsorolni is hosszú. Itt olyan alapvető változások eszközeit kell kiemelni, mint a modern kommunikáció felhasználása az egyensúlyi árazáshoz; a privát tőke (hitel és saját tőke) instrumentumok széleskörű választékának megjelenése és elterjedése; a kockázatok elleni védekezésésként mind szélesebb körben használt biztosítási módszerek alkalmazása; az államadósságok nemzetközi piacának kialakulása (nem is beszélve ennek kényszerítő erejéről, és hatásáról); és természetesen a határidős és opciós (privilegium) piacok térhódítása. A huszadik század elejére ezek az instrumentumok öt kontinensen (még Afrikában is) kereskedtek, a kulcsvaluták – köszönhetően az aranystandard rendszerének – mindenhol ismertek és elfogadottak voltak. A pénzügyi eszközök elterjedése, közös elfogadottsága és használata biztosította ugyanis a gazdasági kapcsolatot, valamint a tőkeáramlás lehetőségét a központok és a periféria között.

A folyamat eredményeként a lokális és globális gazdaság egyre nagyobb része monetizálódott és vált érzékennyé a tőkepiacok rezdüléseire, érintve a magán és állami szférát, a munka- és tőkepiacokat, valamint a hazai és külföldi szereplőket egyaránt. Meg kell azonban jegyezni, hogy még ebben az időszakban is az állami beavatkozások hatása jelentősen korlátozta a tőkeáramlás szabadságát. Még Angliában is⁶, de különösen Németországban és Franciaországban, a külföldre irányuló tőke jelentős központi ellenőrzés alatt maradt. Utóbbiak esetében ennek elsődleges oka politikai természetű volt, hiszen egyértelműen a későbbi szövetséges országokat preferálták. Fislow (1985) és Hale (1994) is alátámasztja, hogy a francia kormány mindig is ellenőrizte a francia befektetések irányát, hiszen külföldi jövedelmeik szolgáltatták a fő forrást a Németországnak fizetendő „jóvátételre” az 1871-es Versailles-ban megkötött francia–porosz békét követően. A francia tőkekontroll nagy nyertese természetesen az Orosz Birodalom volt. Németországban azonban Bismarck az 1880-as évektől megtiltotta az orosz kötvények vásárlását, „bóvli kötvényeknek” minősítve azokat⁷. A berlini tőkepiac bezárása az orosz hitelpapírok előtt ennek ellenére végzetes hibának

⁵ A korábbiak alapján is látszik, hogy a technológia fejlődése önmagában nem magyarázza a kor expanziós folyamatait. Köztudott, hogy számos találmány Európán kívül előbb volt ismert, azok hasznosulására a termelésben azonban nem került sor. A kompetitív szellem, valamint a magántulajdon védelmének uralkodóvá válására volt szükség ahhoz, hogy ez bekövetkezzen. Ezért az ipari forradalom óta a globalizáció története, a piacgazdasági intézmények mélyülésének története. Ha ehhez még hozzátesszük Hicks (1969) érveit a tőke akkumulációjáról és a tőkepiacok szerepéről a likviditás és a hosszú távú beruházások egyensúlyának megteremtéséről, akkor az is elmondható, hogy az ipari forradalmat szükségszerűen meg kellett előznie egy pénzügyi forradalomnak. Valóban, az 1609-ben alapított Holland Kelet-Indiai Társaság, illetve az 1650-ben Cromwell által állandó tőkével ellátott Brit Kelet-Indiai Társaság, az első részvénytársaságokként a későbbi likvid tőkepiacok kialakulását szolgálták.

⁶ Fislow (1985) bizonyítja, hogy az állami beavatkozás felgyorsította azt a folyamatot, mely elsődleges oka volt annak, hogy a brit gyarmati vagyion 1870 utáni folyamatos visszaszorulása nem csak relatív, hanem abszolút értelemben is bekövetkezett. A nagyfokú tőkekiáramlás egy része a szabályozás következtében improductív ágazatokba kényszerült. A fennmaradó kihasználatlan tengerentúli lehetőségek ezért olyan mértékben elszívták a tőkét Angliából, hogy a belső piacon a növekedés lassulása következett be. A brit részesedés a világ tőkeállományából 1860 körül hozzávetőlegesen 80% volt, az USA hasonló mutatójának csúcsát száz évvel később 1960 körül érte el 50%-os értékkel (lásd pl. Obstfeld és Taylor 2003, 144. o., 3. ábra).

⁷ Utólag láthatóan nem alaptalanul, hiszen 1917 után az orosz államkötvények kifizetéseit a Kerenszkij-kormány megtagadta, ezzel az ide kihelyezett eszközök 25%-a eliminálódott. Csak a francia veszteség 4 milliárd dollár körülire volt tehető.

bizonyult. Így a keletre irányuló német tőke, egyre növekvő mértékben FDI formájában az orosz vasútépítéseket finanszírozta, mely nélkül a keleti front kimenetele az első világháborúban nyilvánvalóan egészen másképp alakult volna.

3. A tőkemobilitás struktúrája a XX. században

A történelemben vitathatatlanul meglévő hosszú távú növekedés és konvergencia⁸ ellenére a tőkepiacok lineáris expanziójának elmélete egyértelműen elvetendő, ahogy ezt a huszadik század nagyobbik felében a piactól és különösen a pénzügyi folyamatoktól elforduló gazdasági rendszerek bizonyították⁹.

Gosh és szerzőtársai (2002) a nemzetközi pénzügyi rendszer történetét hat szakaszra bontja, mi azonban Obstfeld és Taylor (2003) kategorizálását követve a második, harmadik, negyedik szakaszt aggregálva kezeljük. 1914-ig az aranystandard fix árfolyamrendszere olyan stabilitást¹⁰ és hitelességet adott, mely egyben fegyelmező erőként is hatott. Átfogó standardot biztosított az üzleti élet szereplőinek, ugyanakkor az árak és bérek lefelé is rugalmasnak bizonyultak ebben az időszakban. Sőt a huszadik század fordulójára a kamatlábak országok közti konvergenciája is bekövetkezett, így teljes mértékben háttérbe szorítva a nemzeti monetáris önállóságot. A pénzügyi folyamatok mellett, illetve ezekkel összefüggésben – részint egymást katalizálva – a munkaerőpiac és a termékpiac integrációja is jelentős volt.

A második (összevont) szakasz (1914–1945) az első időszakban létrejött globális gazdasági rendszer teljes pusztulásának időszaka, melynek közismert okai – csak felsorolásszerűen – a két világháború, a nagy válság és a gyakorlatban is uralkodóvá váló keynesianus szemlélet mellett, a nacionalizmus előretörése, valamint a nem versenyközpontú, befelé forduló (zárt) gazdaságpolitika. Az aranystandard legnagyobb érdemét, a hitelességet az első világháborút követő nemzeti célokat előtérbe helyező, elsősorban a háborús deficit leküzdését célzó gazdaságpolitikák teljes mértékben eliminálták. Ennek egyenes következménye volt először a tőkekontroll, majd a protekcionizmus általánossá válása. Így az addigi tőkeexportőr országok elsősorban otthon fektettek be, míg a korábbi tőkeimportőrök nem jutottak további külső finanszírozáshoz. Ahogyan James (2001) rámutat a globális világgazdaság autarkikussá válása alig néhány évtized alatt következett be, a pénzügyi–makrogazdasági mutatók szinte teljes korrelálatlansága, minimális tőkemozgás, az árak és a kamatlábak irracionális alakulása mellett. Ezzel kölcsönhatásban pedig a munkaerő migrációjának teljes megszűnése, illetve a termékpiacon korlátok folyamatos növekedése vezetett a nagy válság kialakulásához. Érdemes azt is észrevenni, hogy a volumenben jelentősen visszaeső nemzetközi tőkeáramlás szerkezetileg is megváltozott! A XX. század nagyobbik felében a hitelek és a fejlesztési pénzek domináltak a működő-tőke befektetések helyett.

A Bretton Woods érát (1945–1971) a globális folyamatok újjáélesztési kísérletének is tekinthetjük. A rendszer belső ellentmondásai közismertek és mondanivalónk szempontjából kevésbé lényegesek¹¹. Mint átmeneti rendszer azonban sok vonatkozásában si-

⁸ Kvantitatív bizonyítását lásd pl. Baumol (1986) híres cikkében.

⁹ Erről lásd pl. Csaba (2002) vagy Csaba (2003) összefoglalását.

¹⁰ A rendszer stabilizálódását, a deflációs nyomás csökkentésével nagymértékben segítette a klondike-i aranybányák felfedezése és a bányászati technológia fejlődése.

¹¹ Részletesen lásd pl. Gosh–Guile–Wolf (2002) 15–19. o.

keres volt. A fejlett országokban a reálfolyamatok megindulása a történelemben páratlan gazdasági növekedést eredményezett, fejlődést a világkereskedelemben, a jövedelmek terén. Ugyanakkor – a nemzetközi pénzügyi intézmények létrehozása ellenére – a pénzügyi folyamatok jóval lassabban reagáltak. Ennek egy aspektusát rendkívül szemléletesen mutatja be Warren Buffett (2001) cikke, amikor kiemeli, hogy 1964. december 31-én a Dow Jones Industrial Average éppúgy 875 ponton állt, mint 1981. december 31-én.

A negyedik 1971-ben kezdődő időszak a reálfolyamatok nem csökkenő integrációja mellett robbanásszerű tőkemobilitást eredményezett. Az olaj-exportőr országok likviditási bőségét a fejlődő országok szívták fel. A folyamat mindkét fél számára előnyös volt, valószínű szimbiózis alakult így ki a fejlett és fejlődő gazdaságok között. Emellett a nemzetközi árumozgások növekedésével párhuzamosan a folyó fizetési mérlegek egyensúlytalanságait a tőkemozgások növekedése ellentételezte. A korlátozások egyre terhesebbé váltak, így a fejlett országokban megkezdődött a tőkepiaci liberalizáció.

1973-at követően a korábban már ismert pénzügyi eszközök reneszánsza, majd ezek új típusú kombinációja révén a pénzügyi innovációk feltartóztathatatlan fejlődése következett be¹². Segítségükkel a kockázatok hatékony elosztása vált lehetővé, mely azonban együtt járt az ügyletek komplexitásának növekedésével és az átláthatóság csökkenésével.

A liberalizáció és a kockázatok alokációja mellett a tőkepiacok globalizálódásának harmadik oka természetesen a technológiai fejlődés, illetve az ezt kiaknázni képes intézményrendszer létrejötte¹³.

Ma a tőkeáramlás volumene az 1970-es szint húszszorosa. Érdekes megfigyelni azt is, hogy az 1970-es évektől a nemzetközi tőkeáramlások szerkezetében éppen fordított folyamat ment végbe, mint ami az első világháborút követően lejáratott. Míg az 1970-es évek második felében és az 1980-as években a magántőke aránya volt kisebb és a nemzetközi szervezetek által nyújtott hitelek és segélyek domináltak, addig az 1990-es években megfordult ez az arány, jelenleg mintegy 80%-ot a magántőke tesz ki. A magántőke struktúráját tekintve 1982-t megelőzően a bankkölcsönök mintegy 75%-os arányt képviseltek, ám az 1980-as évek elején zajlott bankválságok után a bankhitelek drasztikusan visszaestek, így az FDI tudott a dominánssá válni. Az 1990-es években az erőre kapó bankhitelek főleg az ázsiai térségre koncentráltak, az FDI is gyorsan nőtt, de mindezeket túlszárnyalva a portfólió befektetés vált uralkodó formává (Akyüz–Cornford 2002).

A továbbiakban összevetjük majd az első és negyedik szakaszt a hasonlóságok és különbségek szempontjából, tanulságok, következtetések levonása céljából. Mielőtt azonban továbblépnénk meg kell jegyeznem, hogy véleményem szerint a 1990-es évek második felének pénzügyi válságai újabb fejezetet (szakaszt) nyitottak a nemzetközi pénzügyi rendszerek történetében. Egyrészt a krízisek következtében egyértelműen új szemléletmód alakult ki a tőkeáramlás hatását vizsgáló kutatók körében. Másrészt bebizonyosodott az is, hogy a nemzetközi pénzügyi intézmények jelen formájukban csak átmeneti képződmények lehetnek. Az ázsiai válság időpontja és mélysége – eltérően a korábbi pénzügyi krízisektől –

¹² E területen az elmélet és gyakorlat azóta is tartó szoros kölcsönhatásának legszemléletesebb példája hogy egyazon évben jelent meg Black és Scholes híres cikke az opciók árazásáról, és nyílt meg 39 év után ismét 1973. április 27-én az opciók szabványosított kereskedését biztosító CBOE a Chicago Board of Trade-en.

¹³ E folyamat részletes bemutatását lásd Pálosi–Németh (2005) cikkében.

teljességgel megjósolhatatlan volt¹⁴. Éppen a válságot kirobbantó országok voltak követendő példaként állítva más fejlődő országok elé, illetve a tőkepiacok reakciója és a fertőzési hatás addig nem látott formában jelentkezett. Az ázsiai válságért és továbbterjedéséért – ahogy ezt többek között Akyüz és Cornford (2002) bizonyítja – nem kis mértékben a nemzetközi pénzügyi intézményrendszer volt felelős. Ennek strukturális reformjával tehát már a következő szakaszba lép a tőkepiacok és a tőkemobilitás története.

4. Néhány elméleti hipotézis

Felmerül a kérdés, hogy tudunk e egyértelmű okot megjelölni, mely alapvetően magyarázza a tőkepiacok XIX. század végi, XX. század eleji hosszú felívelését, majd a letörést és lassú regenerálódás jelenségét. Sokak által elfogadott nézet, hogy e központi, magyarázó erővel bíró tényező az árfolyamrendszer: a döntő különbség a pénzügyi globalizáció negyedik szakasza és a korábbi időszakok között a lebegő árfolyamrendszer, hiszen a fix árfolyamrendszer megszüntetésének lehetősége nem kényszerítette a továbbiakban a monetáris politika döntéshozóit a tőkekorlátok fenntartására. Ugyanakkor Gosh–Gulde–Wolf (2002) érvelése arra is rámutat, hogy bár a lebegő árfolyamrendszer korábban nem tapasztalt virágkorát éli, uralkodóvá válása nem következett be. Fisher bipolarizációs hipotézise szerint ugyanis a domináns trendnek a köztes rendszerek kiürülése (*hollowing out*) mutatkozik, de mind a rögzített, mind a lebegő árfolyamrendszer jelentős maradt¹⁵.

Marcus Fleming és Robert Mundell munkái¹⁶ (azaz a közgazdaságtan második lehetlenségi tétele, *inconsistent trinity*) óta közismert, hogy a rögzített árfolyamrendszer, a tőkeáramlás szabadsága és a nemzeti monetáris politika szuverenitása egyidejűleg nem valósítható meg. E trilemma határozta meg a tőkepiacok fejlődését is az elmúlt másfél évszázadban, nem tudatos gazdaságpolitikai döntéskényszerrel idézve elő. Az aranystandard idején (és az EMU rendszerében is) a nemzeti monetáris politika önállósága szorult háttérbe, a jelenlegi szabadon lebegő árfolyamrendszerek idején az árfolyamcél követése, míg a XX. század jelentős részében – a nemzetközi pénzügyi rendszer második és harmadik szakaszában különböző mértékben – éppen a liberalizált tőkemozgás szenvedett retortiót. Tehát nem egyedül az árfolyamrendszer felelős a tőkemobilitás historikus trendjeiért, hanem az, hogy a lehetetlen „szentháromságból” melyik két tényező dominált.

North (1992) központi gondolata, hogy az intézmények és ideológiák alapvetően determinálják a gazdasági teljesítményt. Ugyanakkor, ahogy azt egy korábbi cikkében bemutatja az intézmények a technológiai változásokra válaszul születnek meg és alakulnak

¹⁴ Legalábbis a korábban bevált módszerek segítségével. E válságokat követően olyan régi–új fundamentumok vizsgálata került az elemzők nagytíjára, mint pl. az államháztartás hiánya illetve egy ország adósság-intolerancia szintje.

¹⁵ Az árfolyamrendszerek 3 fő kategóriája: *rögzített* rendszerek (Keményen rögzített rendszerek: valutatanács, dollarizáció, monetáris unió; Rögzítés kulcsvalutához, Rögzítés valutakosárhoz), *köztes* rendszerek (Szabályalapú köztes: csúszó rendszerek, jegybanki kooperáció alapuló rendszerek (EMS), árfolyam zónák; Diszkrecionális köztes: menedzselte vagy piszkos lebegtetés) és *lebegő* rendszerek.

¹⁶ Mundell, R. A. 1963: Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29, 4, 475–485. o.

Fleming, J. M. 1962: Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates. *Staff Papers, International Monetary Fund*, 9, 8, 369–379. o.

(North 1991). E gondolatsor szintézisét fedezhetjük fel Cohen (1996) tanulmányában, bár ő nem ezen az úton jutott el következtetési levonásához.

Cohen a „tőkepiacok feltámadásának” négy magyarázó faktorát különbözteti meg:

- a technológiai innovációt, amely katalizátora és motorja is volt a verseny éleződésének,
- az országok közti politikai tényezőket, az „államérdekek” előtérbe helyezésével,
- az országon belüli pártérdekek és lobbycsoportok rivalizálását,
- végül, de nem utolsó sorban a közgazdasági gondolkodás evolúcióját.

A technológia vezérelte változások a XIX. században közvetlen, de inkább a termékpiacok integrációján keresztül közvetett módon hatottak a tőkepiacok fellendülésére és egységesülésére. A huszadik század harmadik harmadában a technológia közvetlen és közvetett hatásai éppoly dominánsak voltak. Cohen második és harmadik tényezőinek előtérbe kerülése, és számos esetben ideológiákká formálódva magyarázzák az 1914 utáni szegmmentálódást és az államok önállósodó törekvéseit. Az ideológiák, összefüggésben a közgazdaságtudomány fejlődésével, meghatározzák a gazdaságpolitikák alakításában, melyek magyarázó erővel bírnak mind a keynesianizmus gyakorlati előretörésére, mind az 1971-et követő – monetarista és neo-klasszikus – fordulatra is.

Így tehát Cohen első faktora egyértelműen a globális integráció elősegítője, a második és harmadik a tőkemozgások ellen ható erők, míg a negyedik faktor változó szerepet töltött be a tőkepiacok fejlődésében.

Bordo, Eichengreen és Irwin tanulmányukban a globalizáció jelenlegi szakaszának egyediségét annak a gazdaság minden szférájában való érvényesülésében, áthatóbb voltában látják (Bordo et al. 1999b). A szerzők megmutatják, hogy a GDP arányos tőkeáramlás magasabb volt az első világháború előtt, mint ma¹⁷, a tőkeáramlás diverzifikáltsága mind térben, mind ágazati szempontból viszont ma magasabb¹⁸. Bordo, Eichengreen és Irwin azt is kiemeli, hogy napjaink pénzügyi globalizációja az intézményesülés sokkal magasabb fokán áll. Ez igaz mind helyi (pénzügyi közvetítés hálózata), mind nemzetközi szinten (IMF, Világbank-csoport, BIS stb.).

Hale (1994) tanulmánya hangsúlyozza a feltörekvő tőkepiacok szerepét a mai pénzügyi globalizáció felgyorsulásában. Az 1970-es éveket követő megnövekvő nemzetközi tőkemobilitás legfőbb okának, a korábban alternatív piacgazdasági, nem kapitalista, importhelyettesítő gazdaságok posztwashingtoni konszenzust követő irányváltása, illetve a volt tervgazdaságú országok rendszerátalakulása tekinthető. Ezekben az államokban a fejlődés piaci jellegűvé tételének egyik legfontosabb lépése a hatékony erőforrás-elosztás szempontjából a pénzügyi közvetítés és így a tőkepiacok megteremtése és liberalizálása volt. Jelentős a különbség azonban a jelenlegi és a száz évvel ezelőtti feltörekvő piacok szerepét illetően, emiatt az 1870–1914 közti piacok integráltabbak voltak, és a jelenlegi szegmen-

¹⁷ Nagy-Britannia, a nemzetközi tőkeáramlás elsődleges forrása, 1873–1913 között átlagosan a bruttó hazai össztermékének 5%-át fektette be külföldön, és ez az arány éppen a háború kitörésére csúcsosodott ki közel 10%-kal. Franciaország, bár fele ilyen arányban, de hasonló szerkezetben vette ki részét a folyamatból. Németország belső piaci és kelet-közép-európai befektetései szívták el a beruházandó tőkét, bár a megtakarítások gyarapodásának ütemében, a vizsgált időszakban Angliát és Franciaországot is maga mögé utasította, így a tengeren túli befektetéseire átlagosan a GDP 2%-a jutott. (Fislow 1985).

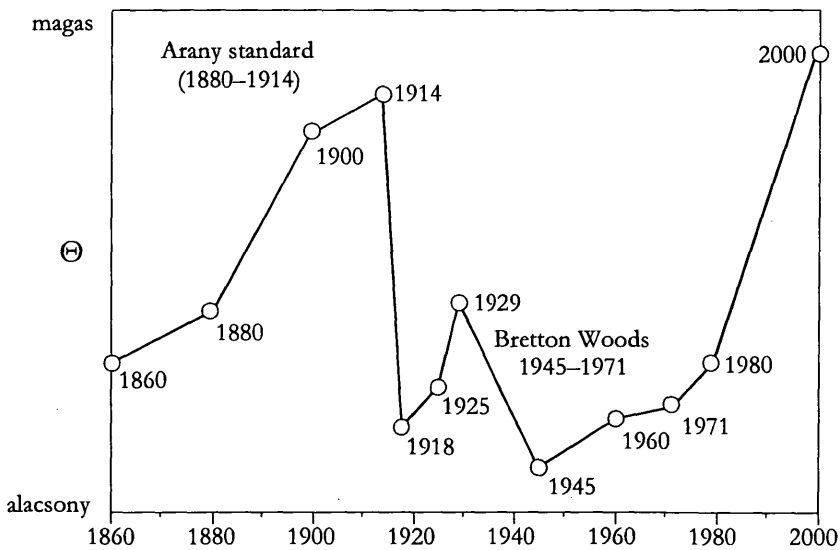
¹⁸ Davis–Gallman (2000) állítása szerint 1865 és 1890 között a brit befektetések 90%-a Argentínában, Ausztráliában és Észak-Amerikában csak vasúti és állami kötvényekbe áramlott!

tátság valószínűleg rövid távon nem is fog eltűnni. Az eltérés egyik oka, hogy napjaink feltörekvő piacainak intézményesülésére, újjáéledésük óta viszonylag rövid idő állt rendelkezésükre. Ennél is lényegesebb különbség – ahogy erre már korábban is utaltunk –, hogy a tőkeallokáció ma a gazdaság sokkal szélesebb körére kiterjed, mint a múltban. A XIX–XX. század fordulóján virágzó tőzsdék azokban a feltörekvő országokban voltak, ahol a mezőgazdasági és bányakincs adta az export több mint felét¹⁹, ma azonban a legfejlettebb feltörekvő tőkepiacok országainak exportjában az ipari termelés aránya magasabb, mint az USA-ban. Napjainkban tehát túl komplex feladatot kell ellátniuk e viszonylag új és sérülékeny piacoknak²⁰.

5. A hipotézisek alátámasztása

Egy kérdést hagytunk még megválaszolatlanul: Obstfeld és Taylor (2003) a tőkemobilitás és a pénzügyi integráció intenzitásának utóbbi másfél évszázadát az 1. ábrán látható módon képezte le.

1. ábra. A tőkemobilitás alakulása a tőkepiacok modern történetében



Forrás: Obstfeld és Taylor (2003) sematikus ábrája alapján

Feltéve és megengedve, hogy a nemzetközi tőkemobilitás, illetve tőkepiaci integráció egyetlen változóval (jelöljük Θ -val) mérhető, a legnagyobb kérdés, hogy az 1914 óta tartó időszakban U alakú görbét leíró Θ változó jelenleg globális vagy csak lokális maximumát

¹⁹ A Pesti Áru- és Értéktőzsdén például 1884-ben 4,7 millió, 1913-ban már 66,6 millió mázsa gabonát forgalmaztak. A növekedésben nagy része volt annak is, hogy több Duna menti állam gabona- és kukoricaforgalmának egy részét is a magyar tőzsde bonyolította le.

²⁰ A feltörekvő tőkepiacok exogén fejlődéséről is lásd Pálosi-Németh (2003). További alapvető különbségekről ír Choi-Doukas (1998).

érte el? A kérdésben természetesen nincs konszenzus a szakirodalomban²¹. A válasz nyilvánvalóan attól függ, hogy milyen mutató vagy kvantitatív vizsgálat alapján döntünk.

Az egyszerűtől a bonyolultig számos modell tesz kísérletet a piaci integráció fokának mérésére²². Obstfeld és Taylor (2003) elveti az egy módszer alapján történő döntést, hiszen az absztrakció foka ezekben a modellekben igen magas²³, így meggyőző eredmény csak több független modell alapján kapható. Az ő hipotézisük, mely a Θ U alakú lefutását tesztelte, ugyan némileg eltér az általunk vizsgált kérdéstől, eredményeik azonban számunkra is gyümölcsözőnek bizonyulnak. Írásukban négyféle kvantitatív vizsgálatot hajtanak végre. Először a bruttó külföldi tőkeállomány tölti be a Θ szerepét. Ezt követően a reál kamatlábak országok közötti konvergenciáját vizsgálják, mint a pénzügyi integrációt jól reprezentáló folyamatot. A harmadik módszerük az árfolyamkockázattól megtisztított nominális kamatlábpáris alakulásának elemzése, mely az egyik legegységesebb indikátora a nemzetközi tőkeáramlásnak. Végül a részvény és kötvény hozamok különböző tőkepiacok közti korrelációját és volatilitását vizsgálják. Nem meglepő módon mind a négy empirikus módszer, erősebben vagy gyengébben, de alátámasztja Obstfeld és Taylor hipotézisét a Θ U alakú „viselkedéséről”.

A területi korlátokra való tekintettel itt csak a legérdekesebb, egyben a legkézenfekvőbb elemzést, a negyediket részletezzük, és ezt bővítjük ki a mélyebb elemzés érdekében.

A kötvény és részvenypiacok meglehetősen különböző pályát írtak le a XX. században. Előbbiek esetében az állampapírok dominanciája jellemző, de míg a fejlett országok papírjai folyamatosan kereskedettek voltak, és így sok adat áll rendelkezésre, addig a periféria országainak adósságpapírjai számos közvetítőn keresztül cseréltek gazdát, mely megnehezíti a statisztikai vizsgálatot. A különböző országok részvenypiaci reálhozamairól Jorion és Goetzmann (1999) bizonyította, hogy messze elmaradtak attól az értéktől, melyet az USA piacain a XX. század folyamán a befektetők realizálhattak. A medián 0,8%, míg az USA-ban ez 4,3%. A piacok heterogenitása mellett azonban találhatóak időszakok, ahol szoros együttmozgás volt jellemző. A 2. és 3. ábrán a vastag vonal a központ (G7) országainak adataiból, a vékony 22 ország részvenypiaci adataiból számolt értékek alakulását mutatja.

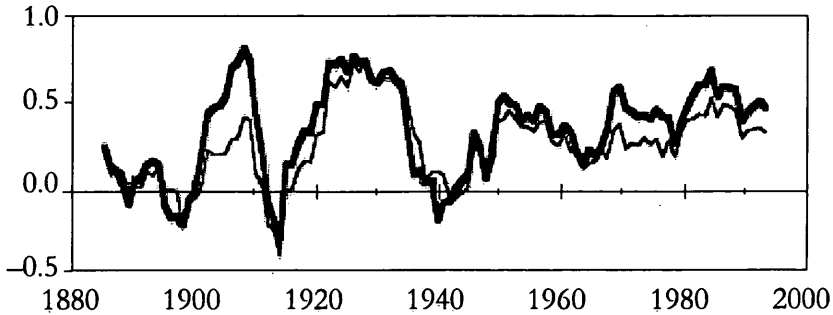
A 2. ábrán látható módon 1945 óta egyértelműen növekszik a piacok együttmozgása, de ez a trend lassú. A központi (fejlett tőkepiaccal rendelkező) országok viszonyát vizsgálva a korreláció globális maximuma éppen 1914-ben volt. Érdekes azonban, hogy ezt megelőzően nem volt annyira egységes a részvényhozamok együttmozgása, mint azt sejtettük volna a történelmi fejlődés ismeretében.

²¹ Az 1980-as és 1990-es években született tanulmányokban (Fislow 1985, Hale 1994 és Taylor 1996) még egyértelműen az 1914-es tőkemobilitás volt a globális maximum, míg az ezredfordulón már olyan tanulmányok is születtek (Rajan és Zingales 2001, illetve Rousseau és Sylla 2003), melyek szerint a jelenlegi pénzügyi globalizáció túlszárnyalta a 100 évvel korábbit. Bordo et al. (1999b) szerint a GDP arányos tőkeáramlás magasabb volt az első világháború előtt, mint ma, a tőkeáramlás diverzifikáltsága mind térben, mind ágazati szempontból ma magasabb.

²² Pálosi-Németh (2003) a piaci érési folyamatok modelljeinek áttekintésére és kritikájára is kísérletet tett.

²³ Valójában nem csak az elvonatkoztatás okozza a problémát, nem az, hogy a tőkepiac érési folyamatának komplexitása túl sok változó függvénye, a modellekben azonban csak kis számú paraméter tesztelhető, különösen ilyen hosszú időtávon, hiányos adatok mellett. A fő probléma, hogy pénzben kifejezve nem mérhető a tőkeáramlás nagysága, hiszen az számos más módon is áramolhat, ezért szükséges alternatív, összetettebb modellekre támaszkodnunk.

2. ábra. Tőkepiacok korrelációjának időbeli alakulása
(G7 és 22 tőkepiac alapján)



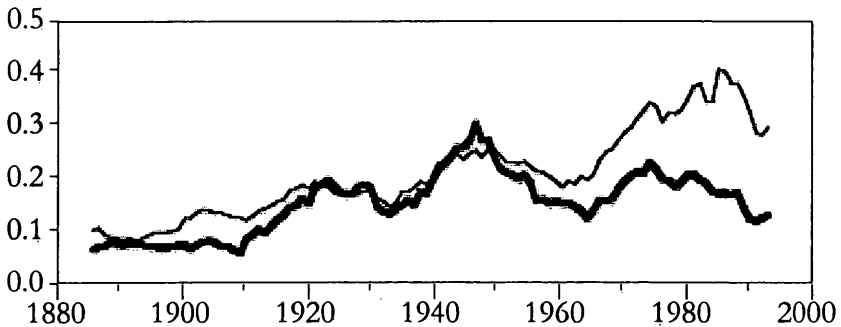
Forrás: Obstfeld és Taylor (2003)

A jelenlegi érték nem éri el a 90 évvel ezelőtti csúcspontot, sőt még a második lokális maximumot sem, mely egybeesik a nagyobb (22 piacra kiterjedő) mintából kapott globális maximummal. Fontos észrevenni, hogy a nagy válság idején a piacok mozgása – függetlenül a tőkeáramlás jelentős visszaesésétől – milyen egységes volt! Ez azt a napjainkban is sokszor tapasztalt jelenséget támasztja alá, hogy a korreláció éppen akkor a legnagyobb, amikor a volatilitás is (lásd 3. ábra), fokozva ezzel a válságjelenségek hatását és a fertőzésveszélyt²⁴.

Ami vizsgálatunk szempontjából a leglényegesebb, hogy a nemzetközi piacok együttmozgása ma erősebb, mint az első világháborút megelőzően.

Az eddigiek alapján vonható le az a következtetés is, hogy a tőkeáramlás magasabb korrelációja ugyan sérülékenyebbé teszi a globális pénzügyi rendszert, de ezt némiképp ellensúlyozza az árfolyamrendszer és az intézményi fejlődés mélyülése. Az 1990-es évek pénzügyi válságai azonban arra mutatnak rá, hogy a mérleg nyelve eldőlni látszik, mely megerősíti a már korábban szorgalmazott strukturális reformok szükségességét a nemzetközi pénzügyi rendszerben!

3. ábra. A részvényárfolyamok szórásának időbeli alakulása
(G7 és 22 tőkepiac alapján)



Forrás: Obstfeld és Taylor (2003)

²⁴ Az ezt bizonyító méréseket Longin és Solnik (2001) publikálta.

Nyilvánvaló, hogy a piacok közötti korreláció jelentős – noha nem az egyetlen – meghatározója a diverzifikációból származó előnyök nagyságának. Goetzmann et al. (2001) alapján a diverzifikáció hatását összetevőkre bonthatjuk:

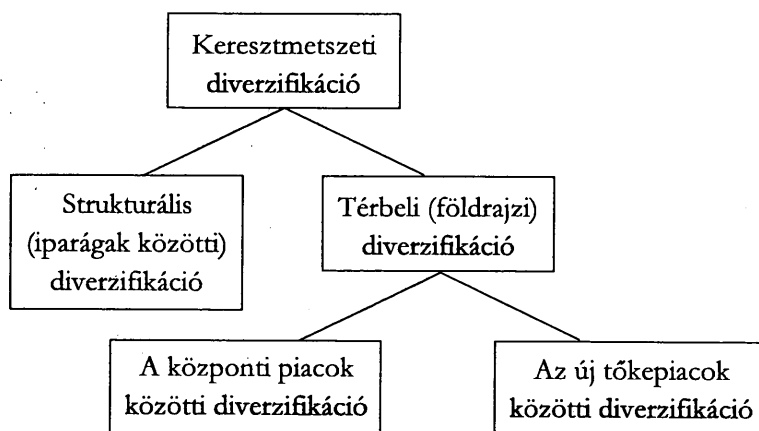
- a piacok közötti átlagos kovariancia eltéréseiből származó (térbeli) és,
- a befektetési lehetőségek, iparágak szerinti „szélességből” adódó (strukturális) komponensre.

Az elmúlt 150 évben a két hatás együttesen és egymáshoz képest is folyamatosan változó mértékben járultak hozzá a diverzifikációs előnyökhöz. A strukturális diverzifikáció a gazdaság „barázdáltságával” párhuzamosan nő, sőt a technológiai innovációval kialakuló újabb és újabb tevékenységi körök miatt exponenciálisan növekszik. Mítöbb, az újgazdaság térhódításával a gazdasági szereplők fokozódó mértékben képesek korábban nem összefüggőnek tartott tevékenységek új típusú integrálására is!

A térbeli diverzifikáció azonban az utóbbi évtizedekben – a piacok közötti korreláció növekedésével párhuzamosan – veszít hatékonyságából, ahogyan ez a 2. ábrán látszik is. Ez annak ellenére egyértelmű, hogy a diverzifikáció e komponense is felbontható két részre, a hagyományos nagy piacok együttmozgásának és az új piacok hatására (4. ábra).

A piacok közti együttmozgás növekedésével a térbeli diverzifikáció előnyei főként az új, feltörekvő országokból származhatnak. E piacok az elmúlt 25 évben virágzásnak indultak ugyan, de ilyen nagy számú új piac megjelenésére a jövőben már nincs lehetőség. A növekvő korreláció miatt, csak a legkisebbek, a leginkább periférián lévők esetében kicsi az együttmozgás. Kérdéses, hogy e piacok likviditása, az itt kereskedett vállalatok tőkeértéke, a jogi és egyéb intézményi háttér segíti-e az ide áramló befektetéseket. Amennyiben igen, akkor ez a piac is fokozatosan nemzetközivé válik és az alacsony korrelációból fakadó előnyök fokozatosan eltűnnek, ha nem, akkor nem befektetési célpontok, vagy csak kifejezetten nagy kockázatot vállaló befektetőknek.

4. ábra. A diverzifikáció felbontása



Forrás: Pálosi-Németh (2005) 2. ábrájának egyszerűsített változata

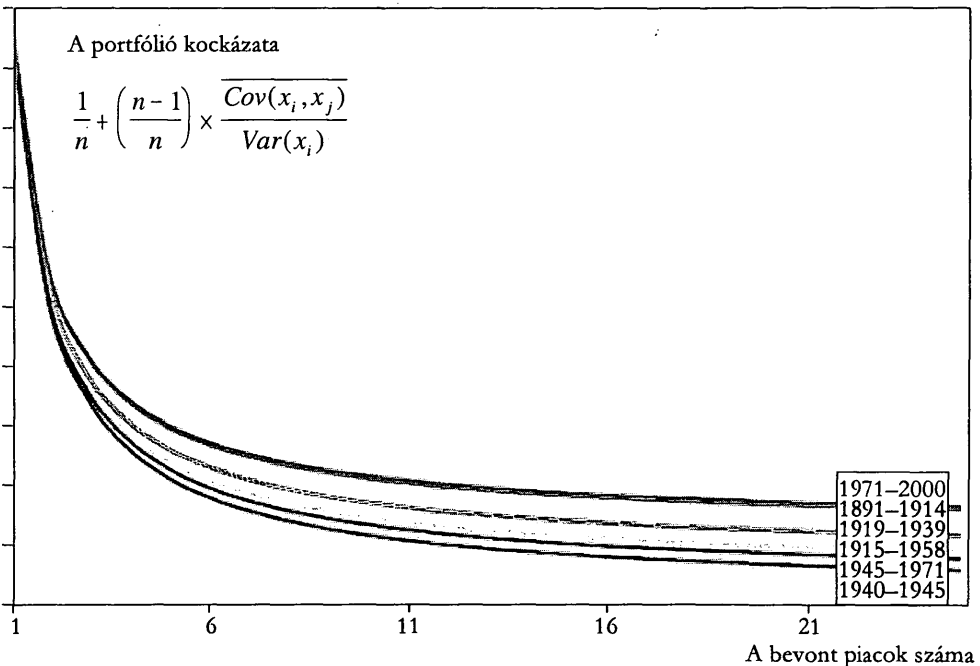
A történelem során a diverzifikáció komponenseinek aránya a belőlük származó előnyök tekintetében súlypontot váltott. Ahogy azt száz évvel ezelőtt Henry Lowenfeld

bemutatta, akkor még a földrajzi diverzifikáció dominálta a keresztmetszetit²⁵, ám mára ez megfordult.

Mint korábban – Longin és Solnik (2001) cikkére hivatkozva – bemutattuk a piacok együttmozgása a különböző sokkok idején a legmagasabb, vagyis a diverzifikáció éppen akkor nem működik, amikor igazán szükség volna rá²⁶!

Az 5. ábra nagyon hasonlít ahhoz a jól ismert ábrához²⁷, mely a diverzifikáció kockázatcsökkentő hatását mutatja egyenlően súlyozott portfólió esetén. Itt azonban az x tengelyen nem a részvények, hanem a vizsgálatba bevont piacok számát növeltük, az elmúlt jó száz év különböző szakaszaiban. Így ez az ábra is alátámasztja a korábbi állításainkat, mely szerint a diverzifikáció kockázatcsökkentő hatása ma és száz évvel ezelőtt volt a legkisebb (és ez a kettő szinte azonos nagyságú), míg a korábbi időszakok ebből a szempontból is jelentősen különböztek²⁸.

5. ábra. A nemzetközi diverzifikáció hatékonysága a különböző időszakokban



Forrás: Goetzmann et al. (2001)

²⁵ Lowenfeld, H. 1909: Investment an Exact Science. *The Financial Review of Reviews*, London. 49. o.; idézi Goetzmann et al. (2001).

²⁶ Érdemes figyelni a történelmi párhuzamra az aranypont-rendszer működésével. Ez, a nemzeti valuták értékét természetes úton egyensúlyban tartó folyamat is éppen akkor mondott csődöt, amikor leginkább szükség lett volna rá: háborúk és gazdasági krízisek idején ugyanis az országok korlátozták a nemesfém szabad áramlását, megátolva ezzel a mechanizmus működését.

²⁷ Lásd például Szász (1999): 1.11. ábra.

²⁸ Egyensúlyban azonban minden befektető nem tarthat egyenlően súlyozott portfóliót. A kapitalizációval súlyozott portfólió nyilvánvalóan kisebb diverzifikációs előnyökkel jár, hiszen a központi piacok súlya sokkal magasabb lesz, azaz a térbeli diverzifikációs előny jelentős része elveszik.

6. Összegzés

Az 1990-es évekre a globalizáció szó azt a jelenséget igyekezett tömöríteni a közgazdaságtanban, mely egy fokozatosan integrálódó és független világgazdaság kialakulását jelent, melyben a tőke és az áruk-szolgáltatások (de nem a munkaerő) szabad áramlása egyre nyilvánvalóbb! Pénzügyi archeológiai vizsgálatunk e jelenségkör egy cikkelyét elemezte, melynek egyik következtetése, hogy a tőkeáramlás liberalizálásának hatékonysága a történelemben hosszú ideig megelőzhette az intézmények mélyülését, stabilizáló hatását, sőt az intézményi fejlődés (hiszterézis) éppen azért következett be, mert architektúrája nemzetközi versenyben alakulhatott. Az 1990-es évek alapvetően kiemelkednek majd a pénzügyek történetében, hiszen ebben a dekádban tért vissza ténylegesen a világgazdaság arra a pályára, melyről közel 80 évre egy alternatív útra tért el, és ahol a pénzügyi krízisek hatására, a nemzetközi pénzügyi rendszer jelentős átalakításának igénye is megfogalmazódott.

A nemzetközi diverzifikáció komponensekre bontásával arra a következtetésre jutottunk, hogy bár a globalizáció folyamata, mind előnyökkel, mind hátrányokkal is jár a nemzetközi befektetések területén, összességében azonban a mai diverzifikációból fakadó előnyök sokkal alacsonyabbak, mint korábban.

Elemzésünk végén kijelenthetjük, hogy a tőkepiacok történetében is – hasonlóan a történelemben meghonosodottal – „rövid huszadik századról” beszélhetünk, ahol a tőke-mobilitás és a tőkepiacok integrációja jellegzetes U alakú görbét követett. A kezdeti és a végpont maximuma sok hasonlóság mellett számos különbséget is rejt: így az árfolyam-rendszerekben, az intézményesülés fokában és különösen a fejlődő tőkepiacok szerepében.

Felhasznált irodalom

- Akyüz, Y. – Cornford, A. 2002: Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System. In: Nayyar, D. (szerk.) *Governing Globalization*. Oxford and New York: Oxford University Press, 108–143. o.
- Baumol, W. J. 1986: Productivity Growth, Convergence and Welfare: What the Long-Run Data Show. *American Economic Review*, 76, 5, 1072–1086. o.
- Bordo, M. D. – Eichengreen, B. – Kim, J. 1999a: Was There Really an Earlier Period of International Financial Integration Comparable to Today? In: A. H. Meltzer (szerk.) *The Implications of the Globalization of World Financial Markets*. Seoul: Bank of Korea, 27–83. o. NBER Working Paper No. 6738.
- Bordo, M. D. – Eichengreen, B. – Irwin, D. A. 1999b: *Is Globalization Today Really Different Than Globalization a Hundred Years Ago?* National Bureau of Economic Research No. 7195.
- Buffett, W. 2001: A Time for Discovery. *Fortune*, 10th December 2001.
- Choi, J. J. – Doukas, J. A. (szerk.) 1998: *Emerging Capital Markets, Financial and Investment Issues*. Quorum Books, London és Westport, CT.
- Cohen, B. J. 1996: Phoenix Risen: The Resurrection of Global Finance. *World Politics*. 48, 2, 268–296. o.
- Csaba L. 2002: Az átalakulás fejlődésemélete. *Közgazdasági Szemle*, 49, 4, 273–291. o.
- Csaba L. 2003: Globalization and Economic Systems: A Homogeneity Test. In: Krizsán A. – Zentai V. (szerk.): *Reshaping Globalization*. New York – Budapest: CEU Press, 195–214. o.

- Davis, L. E. – Gallman, R. 2000: *Waves, Tides, and Sandcastles: The Impact of Foreign Capital Flows on Evolving Financial Markets in the New World, 1865–1914*. New World Cambridge: Cambridge University Press.
- Fishlow, A. 1985: Lessons from the Past: Capital Markets During the 19th Century and the Interwar Period. *International Organization*, 39, 3, 383–439. o.
- Gosh, A. R. – Guilde, A. M. – Wolf, H. C. 2002: *Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences*. Cambridge, MA és London: The MIT Press.
- Goetzmann, W. N. – Li, L. – Rouwenhorst, K. G. 2001: *Long Term Global Market Correlations*. National Bureau of Economic Research No. 8612.
- Hale, D. D. 1994: Stock Markets in a New World Order. *Columbia Journal of World Business*, 29, 14–28. o.
- Harley, C. K. 2000: A Review of O'Rourke and Williamson's „Globalization and History: The Evolution of a Nineteenth Century Atlantic Economy”. *Journal of Economic Literature*, 38, 4, 926–935. o.
- Hayek, F. A. 1978: A komplex jelenségek elmélete. Megjelent: *Piac és szabadság*. Válogatott tanulmányok. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest. 270–291. o.
- Hicks, J. R. 1969: *The Theory of Economic History*. Oxford, Calderon Press.
- James, H. 2001: *The End of Globalization: Lessons from the Great Depression*. Cambridge: Harvard University Press.
- Jorion, P. és Goetzmann, W. N. 1999: Global Stock Markets in the Twentieth Century. *Journal of Finance*, 54, 3, 953–980. o.
- Longin, F. – Solnik, B. 2001: Extreme Correlation of International Equity Markets. *Journal of Finance*, 56, 2, 649–675. o.
- Neal, L. 2000: How It All Began: The Monetary and Financial Architecture of Europe during the First Global Capital Markets, 1648–1815. *Financial History Review*, 7, 117–140. o.
- North, D. C. 1991: Institutions. *Journal of Economic Perspectives*, 5, 1, 97–112. o.
- North, D. C. 1992: Institutions, Ideology, and Economic Performance. *CATO Journal*, Winter92, 11, 3
- Obstfeld, M. – Taylor, A. M. 2003: Globalization and Capital Markets. Chapter 3. In: Bordo, M. D. – Taylor, A. M. – Williamson, J. G. (szerk.): *Globalization in Historical Perspective*. Chicago: University of Chicago Press, 2003, 121–183. o.
- Pálosi-Németh B. 2003: *Látászat vagy valós fejlettség a fejlődő országok tőkepiacain*. Műhelytanulmány, „Versenyképesség, globalizáció, regionalitás” Doktori Iskola, Debrecen
- Pálosi-Németh B. 2005: *Az intézmények szerepe a feltörekvő országok tőkepiaci fejlődésében*. COMPETITIO, megjelenés alatt.
- Rajan, R. – Zingales, L. 2001: *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century*. National Bureau of Economic Research No. 8178.
- Rousseau, P. L. – Sylla, R. 2003: Financial Systems, Economic Growth, and Globalization. Chapter 8. In: Bordo, M. D. – Taylor, A. M. – Williamson, J. G. (szerk.): *Globalization in a Historical Perspective*. Chicago: University of Chicago Press, 373– 413. o.
- Száz J. 1999: *Tőzsdei opciók vételre és eladásra*. Tanszék Kft., Budapest
- Taylor, A. M. 1996: *International Capital Mobility in History: The Saving-Investment Relationship*. National Bureau of Economic Research No. 5743.
- Török Á. 2003: A piacra lépési korlátok átalakulása és a világgazdaság hálózatosodása. *Közgazdasági Szemle*, 50, 3, 195–208. o.