

A várakozások szerepe a délkelet-ázsiai pénzügyi válságban

A pénzügyi válságok irodalma az 1980-as és 1990-es években óriási fejlődésnek indult. Ennek oka az, hogy a közgazdászok a gyakorlatban is használható modelleket és gyógy módokat szeretnének kifejleszteni a pénzügyi válságok ellen, melyek romboló hatása - az egyre globálisabbá váló pénz-és tőkepiacokon – folyamatosan nő. Az újabb elméletek egyre újabb tényezőket próbálnak a modellek kereteibe vonni, melynek oka lehet az, hogy a válságok környezete, a pénzpiacok is folyamatosan változnak. Az eddigi elméletek nem képesek tökéletesen magyarázni a válságok lefolyását, ezért a kutatók legfontosabb feladata annak megtalálása lehet, hogy mely tényezők relevánsak a krízisek kialakulásánál. A született elméletek mindegyike mást vél fontos tényezőnek, amelyek viszont egyes válságok esetén alátámasztják a hipotézis helyességét, más esetben pedig megdöntik.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G15, G21

1. A nemzetközi irodalomban releváns elméletek

Az első nemzetközileg is jelentős válság az 1929-33 –as Nagy Világgazdasági Válság volt, amely gazdaságilag, politikailag és szociológiailag is messze meghaladta a korábbi krízisek hatását, amelyek Neal és Wiedenmier (2002) szerint elsősorban lokálisak maradtak. A válságok hatása a globalizáció gyorsulásával fokozódott. S ahogy a gazdaságok nyitottsága és a kereskedelem volumene nőtt, úgy váltak a tovaryűzés lehetősége miatt egyre veszélyeztetettebbé az adott országtól távol eső gazdaságok is.

A válságirodalom közel nyolc évtizedes története során számos tanulmány és empirikus vizsgálat készült, de a ma ismert elméletek még mindig nem képesek kielégítő módon magyarázni a válságok folyamatait. A folyamatosan bővülő elmélethalmazt a szakirodalom legjellemzőbb módon három generációba sorolja. S bár e kategorizálás nem teljesen egyértelmű, a három generáció egyrészt időben elváló, egymást követő időszakokat jelent, másrészt – azon túl, hogy mást tekint legfontosabb magyarázó tényezőjének – az újabb korok modelljei újabb tényezőkkel bővítik a korábbi elméleteket.

Az első generációs modellcsalád elméletei a válságok támadásjellegét hangsúlyozzák, illetve azt, hogy a támadás a gazdaság fundamentális problémáinak racionális következménye. Szerintük egy támadás akkor racionális, ha hatására a fix árfolyamot (vagy általánosabban az eredeti árfolyamcél) az adott országnak fundamentális okokból fel kell adnia, és az új árfolyam leértékeltébb lesz a réginél Krugman (1979). Kiemelik, hogy a

¹ A szerző a Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Karának doktorandusz hallgatója. E-mail cím: ferenc.szucs@econ.unideb.hu

fundamentumokban fellépő problémák elősegítik a gyors és diszkrét elmozdulást a vagyontartók preferenciáiban, és ezáltal a valutarendszerben, illetve, hogy a pénzügyi válságok alapvetően rögzített árfolyamrendszerek esetén alakulhatnak ki Horvath (2003). Egy standard krízis lényege a következő: ha egy fix árfolyamrendszerben a jegybank valutapiaci intervencióval próbálja az árfolyamot a rögzített árfolyam körüli sávban tartani, akkor egy állandó leértékelődési nyomás mellett a valutatartalékok folyamatosan csökkennek. Egy adott ponton azonban, mielőtt a fokozatos csökkenés teljesen kiürítené a tartalékokat, hirtelen megindul a spekulatív támadás. A támadás elleni intervenció gyorsan felszívja a maradék tartalékokat, s a jegybank képtelenné válik arra, hogy a tovább védje az árfolyamot.

Az első generációs elméletek egyik legnagyobb hiányosságát, a várakozások egzogenitását próbálja kiküszöbölni a második generációs modellcsalád, mely elsősorban Obstfeld (1984, 1986) munkáin alapul. Olyan szituációt tételez fel, ahol a gazdasági fundamentumok látszólag rendben vannak, és, amennyiben a piac nem tételezi fel, hogy a támadás bármilyen változást generálna a monetáris politikában - amit a belföldi hitelek alakulása jellemez -, akkor a krízis valószínűsége nulla. Ellenben, ha a szereplők azt gondolják, hogy a támadás pusztán ténye belföldi hitelexpanzióhoz vezet, akkor már ez is az árfolyam összeomlását okozhatja Árvai és Vince (1998). Fontos megjegyezni, hogy itt nincs szükség makrogazdasági inkonzisztenciára a válság kirobbanásához. A szerzők nagy hangsúlyt helyeznek az információkra², a várakozásokra és azok önbeteljesítő jellegére. Ha valamilyen okból megváltozik a gazdasági szereplőknek egy adott valuta kockázatára vonatkozó megítélése (ez lehet bármilyen külső vagy belső sokk, politikai ok³, stb.), akkor roham indulhat egy valuta ellen, ami a monetáris hatóságokat a rögzített árfolyam költséges védelmére kényszerítheti.

A modellcsalád a krízis pánikjellegét hangsúlyozza, amelynek fő oka az önbeteljesítő várakozások és a nyájhatás Morris - Shin (1998) és Chari - Kehoe (2003). Hámori (1998) szerint, ha a szereplők azt hiszik, hogy a többiek menekülnek, akkor ők is menekülni kezdenek, függetlenül attól, hogy van-e annak ésszerű alapja. A nyájhatásként is ismert jelenség szerint, ha tökéletlen információt tételezünk fel, akkor az egyén a hiányzó információit a többi szereplő viselkedéséből következtetéssel szerzi. A problémát itt az okozza, hogy mindenki úgy gondolja, már csak pár pillanatnyi ideje maradt arra, hogy lépjen,

² Morris és Shin (1998), valamint Horvath (2003) szerint nem csak az információ mennyisége számít, hanem annak minősége, megbízhatósága, valamint hozzáférhetősége is.

³ Ezt támasztja alá Eichengreen és Rose (1999) munkája, melyben kimutatták, hogy spekulatív támadás nagyobb valószínűséggel fordul elő választások előtt vagy után, illetve ott, ahol szélső jobb-, vagy baloldali párt kerül hatalomra.

és gyorsabb legyen a többieknél. Emiatt valódi elemzés és információgyűjtés nélkül hoznak gyors döntéseket a szereplők. Mivel mindenki így gondolkozik, s a tény, hogy mindenki menekül csak tovább erősíti a menekülés nélkülözhetetlenségét. Egyértelmű, hogy ilyen döntési mechanizmusok során a pénzpiacon nem hatékony döntések születnek, melyek pillanatok alatt kiterjesztik kártékony hatásukat a gazdaság többi szektorára is⁴.

Az előző mechanizmusokat figyelembe véve már egyáltalán nem meglepő, hogy – az első generációs modellekkel szemben – olyan gazdaságokban is kialakulhat pánikhelyzet, amelyek fundamentálisan rendben vannak. A modell gyakorlati relevanciájára jó példa az ázsiai válság, ahol a krach kirobbanása mindenkit, még az IMF és a Világbank közgazdászait is meglepte. Az, hogy a második generációs modelleknek a valutapiacok esetén komoly relevanciájuk van, egyáltalán nem meglepő, főleg ha figyelembe vesszük azok működését. Tudjuk, hogy a nemzetközi pénzpiacokon másodpercek alatt dollár milliárdok mozognak egyik helyről a másikra, esélyt adva a spekulánsoknak arra, hogy az így kialakuló állandó árfolyam-ingadozásokra spekuláljanak, s összeomlasszanak valutákat.

Mivel előtérbe kerülnek a pszichológiai tényezők, Morris és Shin (1998), valamint Horvath (2003) szerint az azokat szabályozó, és bizonyos keretek között tartó intézmények is folyamatosan hangsúlyosabbá válnak. Ide sorolható a pénzügyi ellenőrző rendszer és szabályozó hatóság, vagy akár a prudens bankrendszer, a jegybank, de a kormányzat is transzparens, egyértelmű és célkövető gazdaságpolitikájával. Ezen intézmények jelentős mértékben meghatározzák a stabilitást. S míg az első generációs modellek nem kezelik az intézményeket, a második generációs modellekben megjelenik – igaz sokszor csak implicit módon - azok jelentősége. E szemléletváltás egyik oka lehet, hogy a válságok irodalmában is folyamatosan háttérbe szorúlnak a szigorúan liberális⁵ válságkezelési módok. A mindenáron piacgazdaságot építő megoldás helyett előtérbe kerül a stabil intézményrendszer igénye. Felmerül az intézmények szerepének vizsgálata a gyakorlati problémák kezelésében is. Bár a második generációs elméletcsalád nem endogenizálja az intézményeket, de rámutat, hogy a gyakorlati válságkezelésben is alkalmazható modelleket csak az intézmények figyelembe vételével hozhatunk létre.

A második generációs modelleszaládnál is jelentős az állam szerepe, de már nem aktív piaci szereplőként, hanem inkább információformáló aktorként kezeli. Itt újra megjelenik a

⁴ A modell nagyon hasonló Minsky (1964) modelljéhez, mely szintén a pszichológiai tényezők szerepét; a várakozások fontosságát és a pánikszerű menekülés jelentőségét hangsúlyozta.

⁵ Egyre inkább teret nyer az a szemlélet, hogy pusztán a liberalizáció - mely sokszor a privatizáción és a dereguláción keresztül valósult meg – nem lehet egyedüli eszköz a válságok elleni harcban.

párhuzam a kibővített első generációs modellekkel: a kormány megfelelő jelzésekkel megalapozhatja a stabilitást, szabályozó hatásáin keresztül pedig biztosíthatja a szimmetrikus információ-ellátottságot. Sbracia és Prati (2002) modelljében rávilágít, hogy a válságokat alapvetően a fundamentumokba vetett bizonytalanság erősödése okozza. A második generációs modellek tehát nem elvetik az első generációsokat, inkább csak a válságfolyamat egy másik tényezőjét hangsúlyozzák. Ezen állítást erősíti Burnside-Eichenbaum-Rebelo (2000), valamint Morris és Shin (1998) tanulmánya, amelyek azt hangsúlyozzák, hogy a fundamentumokban megjelenő inkonzisztenciák és az önbeteljesítő várakozások egymást kiegészítve okoznak válságot. Az önbeteljesítő várakozások megléte szerintük csak szükséges, de nem elégséges feltétel egy válság kirobbanásához. Ezt támasztja alá, hogy válság csak olyan gazdaságokban fordult elő, ahol a fundamentumokkal is gond volt, pl. Mexikó, Thaiföld, Dél-Korea, stb. A fentiekből tehát az következik, hogy mindig a fundamentumok fogják meghatározni azt, hogy lesz-e válság. Azt pedig, hogy a krach mikor robban ki, a várakozások determinálják.

Az elméletcsaládban viszont nincs egységes álláspont arról, hogy mi okozza a fundamentális problémákat. Burnside-Eichenbaum-Rebelo (2000) alapvetően az állami garanciákban⁶, míg mások, mint Morris és Shin (1998) a megnövekedett tőke-mobilitásban látják a problémák forrását.

A harmadik generációs modellcsalád alapvetően Bensaid és Jeanne (1997) munkáin alapul. Ezek lényege, hogy egy lehetséges valutatámadás esetén a jegybank költség-haszon elemzést végez, vagyis megvizsgálja, hogy mi előnyösebb számára: a védekezés, vagy az árfolyam feladása Bensaid és Jeanne (1997), és Wyplosz és Eichengreen (1993). Döntéseinek hátterében egy veszteségfüggvény áll, amelyet a racionális várakozásokkal rendelkező szereplők ismernek. Ez a függvény két elemből áll: az infláció és a kibocsátás céltól való eltérése gazdasági hatásának összegéből. Az elsőként Bensaid és Jeanne (1997) által leírt modell elsősorban egy olyan rosszindulatú körfolyamatra próbál rávilágítani, amely akkor jelenik meg, ha a kormányzat megpróbálja a hazai nominális kamatláb felemelésével megvédeni a fix árfolyamrendszert.

⁶ Ez lehet explicit vagy implicit állami garancia, mint Délkelet-Ázsiában, de akár a fix árfolyamrendszer is ide sorolható, mint az ERM válsága esetén.

2. A délkelet-ázsiai pénzügyi válság

A fent felsorolt elméletek tehát bizonyos részeket nagyon jól magyaráznak, de egyáltalán nem alkalmasak arra, hogy egy konkrét válság minden lépését egyedül magyarázzák. Ha a modellcsaládokat egyszerre használjuk, akkor már sokkal pontosabban képesek lehetünk jellemezni egy krízist, ahogy a következő, a délkelet-ázsiai válság esetén látható.

A világ nagy megdöbbenéssel fogadta, mikor 1997-ben az addig csodálatra méltó növekedést produkáló országcsoporthoz, az ázsiai tigrisnek nevezett illúzió meghaladóvá vált. S bár sokan kritizálták, még a lehangosabb bírálókat is elbizonytalanította a nemegyszer 10%-ot meghaladó gazdasági növekedés, s a tény, hogy Ázsia úgy lett néhány évtized alatt a világ harmadik legnagyobb gazdasági és politikai centruma, hogy mindeközben a jövedelmek elosztása egyenlőbbé vált, s a lakosság szellemi- és szociális állapota folyamatosan javult. Az országok versenyképessége – a folyamatosan bővülő export miatt – végtelennek tűnt. E sikerek láttán a rendszerben sokan egy „harmadik utas” megoldást véltek felfedezni, s volt olyan idő, mikor e modell a kapitalizmus és a piac felsőbbrendűségét kérdőjelezte meg. S bár a délkelet-ázsiai válságot már nagyon sokan vizsgálták, a vélemények sokaságából talán csak annyi látszik mindenki által elfogadhatónak, hogy a krízis okai rendkívül összetettek. Egyszerre jellemzi az eltérő történelmi és kulturális háttérből fakadó speciális intézményi berendezkedés, és a piacgazdasági átmenet során kialakult inkonzisztenciák.

A szigorú kategorizálás helyett a legtöbb szerző azt állítja, hogy a krízis leginkább „bizalmi válság” volt. A kezdetben végtelennek tűnő bizalom – amely a speciális ázsiai intézményi struktúra következménye volt, s amely az egész gazdasági rendszert áthatotta – hirtelen elfogyott. E bizalmat az államok explicit és implicit garanciavállalásai táplálták, amelyek a '90-es évek elején bekövetkezett átfogó gazdasági liberalizációnak köszönhetően megszűntek. A liberalizációval pedig eltűnt a korábban sebezhetetlennek gondolt biztonság, s a gazdaságok inkonzisztenciái belülről feszítették szét a rendszert. 1997-re az addig csodálatra méltó növekedést produkáló országcsoporthoz, az ázsiai tigrisnek nevezett illúzió összeomlott. S bár sokan kritizálták, még a lehangosabb bírálókat is elbizonytalanította a nemegyszer 10%-ot meghaladó gazdasági növekedés, s az, hogy Ázsia úgy lett néhány évtized alatt a világ harmadik legnagyobb gazdasági és politikai centruma, hogy mindeközben a jövedelmek elosztása egyenlőbbé vált, s a lakosság szellemi- és szociális színvonala folyamatosan javult (World Bank (1993)).

3. Az országcsoport fundamentális helyzete

A délkelet-ázsiai valutaválság esetén a kiváltó ok a gazdaság fundamentális problémáira első ránézésre csak nehezen vezethető vissza. E mutatók a felszínen rendben voltak, amit jól jellemez, hogy a Világbank (1993) az országcsoportról írt tanulmányában befektetési területként ajánlja az országokat, s ha a makrogazdasági mutatókat vizsgáljuk, erre minden oka meg is volt.

1. táblázat

A fontosabb makromutatók átlagos értéke országonként, a GDP százalékában 1990-1997 között

	A folyó fizetési mérleg egyenlege	A kereskedelmi mérleg egyenlege	A GDP növekedési üteme országoként	A költésvetési deficit változása	Az államadósság nagyságának változása
Korea	-1,7625	-1,7125	6,8	-1,6	-1,4
Indonézia	-1,7625	0,6125	6,9	-0,2	-12,5
Malajzia	-5,4375	-0,72857	8,4	-0,5	kb. -7,3
Fülöp- szigetek	-4,15	-7,625	4,5	-1,2	n.a
Szingapúr	12,825	11,4125	7,8	-6,1	n.a
Thaiföld	-6,3375	-5,3625	4,7	-4,1	-2,1
Kína	1,425	1,8	9,7	-0,3	n.a
Taiwan	4,0625	2,7	6,3	-1,3	n.a

Forrás: Bustello (1998 és 1999) és Corsetti-Pesenti-Roubini (1999)

Az 1. összefoglaló táblázatból látszik, csak két ország, Malajzia és Thaiföld esetében beszélhetünk komolyabb mértékű folyó mérleg deficitről. A többi országban a hiány nem volt jelentős, sőt Szingapúrban minden évben jelentős többlettel tudtak zárni Bustello (1998).

A délkelet-ázsiai országokról Glick (1998) szerint bátran mondhatjuk, hogy relatíve jó makrogazdasági helyzetben voltak, hiszen nem volt egyetlen olyan fundamentális mutató sem, amely komoly problémát láttatott volna. A gazdaságok dinamikus növekedést produkáltak, és a költségvetési hiány, valamint az államadósság szintje is az OECD országok

átlaga alatt maradt. A fényes sikerek ellenére 1997-ben mégis kirobbant a világ talán eddigi legsúlyosabb pénzügyi válsága, amely nem az csak a rosszul teljesítő országokat, hanem egész Délkelt-Ázsiát sújtotta. Mindez viszont azt jelenti, hogy a magyarázat nem a felszínen, a makromutatók szintjén keresendő, hanem annál mélyebben, a gazdaság strukturális felépítésében, inkonzisztenciáiban lelhető fel Frankel (1998).

4. Az országcsoport rendszerjegyei, intézményi berendezkedése

Ahhoz, hogy megértsük mi történt Ázsiában, vizsgálódásunkat az eltérő társadalmi berendezkedéssel, s az eltérő erkölcsi- és gazdasági értékek megismerésével kell kezdeni. Az ázsiai életfelfogás és értékrendszer ugyanis alapvetően más, mint az európai vagy az amerikai. Míg nálunk az individualizmus, az önérdekkövetés a vezérelv, addig az ázsiai világnézet főleg az évezredek hagyományok befolyásolják. Máig jelentős hatást gyakorol a konfucionizmus.

Az ázsiai országok a II. világháborúból vesztesként kerültek ki, porig rombolt gazdasággal, s úgy gondolták, hogy a felzárkózás a piaci koordinációs mechanizmusok mellett túl hosszú időt venne igénybe, s ezért, ahogy Sztálin Oroszországában, az állam ragadta magához a kulcsszerepet, és próbált a növekedés motorjává válni Benczes (2000), Corsetti-Pesenti-Roubini (1999) és Török (2001). A régió országait az állam *által vezérelt piacgazdaságok* közé soroljuk, ahol az állam nem gyűrte maga alá a piacot, hanem megpróbálta terelni azt Bara és Szabó (1996). A pénzügyi közvetítő rendszer kiépítésébe kezdett, alárendelve azt az ipari tőkének, amelynek bizonyos szegmenseit kiemelten kezelte. A hosszú távú megtakarítások ösztönzésére gazdasági stabilitást teremtett, a külső versenyt igyekezett hozzáidomítani a hazai mozgástérhez. Szabályozta a szűkösen rendelkezésre álló keményvalutához való hozzájutást és támogatta az exportra történő termelést, illetve a fejlődés egy-egy újabb fokára érve az importhelyettesítő iparágak kiépítését. Hogy a gazdasági növekedés fennmaradjon, s hogy a világviszonylatban is versenyképes iparágak hosszútávon jól teljesíthessenek, a szükséges technológiatranszfer biztosításához nem zárta be kapuit a külföldi érdekeltségű nagyvállalatok előtt.

Míg a piacgazdasági rendszerekben a demokrácia, az egyén kvázi korlátlan mozgástere érinthetetlen, addig a keleten létrejött gyenge demokráciákban az egyéni szabadság nem igazi érték. Az *állam a legfőbb döntéshozó*, és döntéseit saját preferenciái alapján hozza Benczes (2002). Az állam legfontosabb célja pedig a – politikailag nagyon jól eladható - *gazdasági növekedés*, illetve a *megosztott jólét* volt. Igyekeztek elérni, hogy a

növekedésből egyéni szinten mindenki profitáljon, s nem engedték, hogy a nyugati rendszerekben előforduló, óriási jövedelem-különbségek halmozódjanak fel. A gazdaságvezetés mindig megválasztotta az általa preferált szektorokat, és ott piactorzító, protekcionista intézkedéseket alkalmazott Sarel (1996), Török (2001). A kormányok rendszerint azokon a területeken jelentek meg ipar- és kereskedelempolitikáikkal, ahol magasabb növekedési lehetőségeket láttak (vagy akartak látni). A gazdaságok példátlan növekedése pedig folyamatosan igazolta a szelektív beavatkozást. E rendszerben az *állam a legfontosabb allokáló* intézmény, s az árak pusztán adminisztratív döntések eredménye. Míg nyugaton a *politikai és a gazdasági alrendszer* egymástól jól elhatároltan működik, addig keleten e kettő teljesen összefonódott, így nincsenek éles határok a politikai-gazdasági- és pénzügyi vezetés között. Ezt táplálja Horvath (2002) szerint az, hogy a bankok és a nagyvállalatok állami kézben vannak, amelyek legfőbb célja a gazdaságpolitikai célok teljesítése. Emiatt jelentős a politikának a gazdaságra gyakorolt hatása. Az állami autonómia beépült a társadalom szinte minden szegmensébe. Egy újfajta koordinációs mechanizmus, a *hálózat* alakult ki, melynek alapja a tagok közötti bizalom, a nem nyilvános tranzakciók. Ennek lényege, hogy a hálózat tagjai mások által nem-, vagy csak nagyon nehezen megszerezhető információkhoz is hozzájuthatnak Bara és Szabó (1996). A hálózat a személyes kapcsolatokra épült, amely a „*haveri-kapitalizmus*” kialakulásához vezetett. Egy ilyen rendszerben szükségszerűen elvész a hierarchia, a szereplők nem egymás mellé rendelt szereplőkké válnak, s adott esetben nem tudni, ki rendelkezik a releváns információkkal. Frankel (1998) szerint e problémát nem tartották jelentősnek, sőt még a külföldi elemzők egy része is egyszerűen „aszimmetrikus-információ”-nak nevezte a rendszer e jellemzőjét.

A hálózatosodás felsőbbrendűségét táplálta, hogy az állam nem engedte a pénzpiac fejlődését. A *tőzsde nem volt jelentős*, s a külföldi pénzintézetek sem léphettek be a hazai piacokra. Mivel az állam nem szívesen látott volna olyan intézményt, mint a tőzsde, amely objektíven értékeli a vállalatok – s ezáltal a kormányzat – tevékenységét, a vállalatok esetén a részvényfinanszírozás nem játszhatott fontos szerepet. A tőkeszerzés egyetlen módja a bankhitel volt, amelyek megszerzése sokkal biztosabb volt, ha a vállalat valamely hálózat tagja. Ilyen hálózatok majd minden ázsiai országban vannak, pl. Japánban a keiretsuk, vagy zaibatsuk, illetve Koreában a chaebolok. Mivel úgy gondolták, hogy a „*túlzott verseny*” káros lehet a pénzpiacon, a bankszektor védelmét nemcsak a közöttük lévő verseny lehetetlenségével, de a külföldi pénzintézetek – 1980-as évek végéig történő – kitiltásával is igyekeztek elérni Mishkin (2001), Török (2001). A gazdaságvezetés szerint a verseny arra kényszerítette volna a pénzintézeteket, hogy olyan kihelyezéseket is vállaljanak, amelyek

rendkívül kockázatosak. Ez persze a verseny, a kontroll alóli kibúvást, az erkölcsi kockázat (moral hazard) felerősödését segítette Shimizu (2003).

A keleti gazdaságok *ipar- és kereskedelmi politikájára* jellemző a szelektív beavatkozás. A gazdaságvezetés mindig megválasztotta az általa preferált szektorokat, és ott piactorzító, protekcionista intézkedéseket alkalmazott. A kormányok azokon a területeken jelentek meg ipar- és kereskedelempolitikáikkal, ahol magasabb növekedési lehetőségeket láttak (vagy akartak látni). Míg a hazai piacon jelentősen korlátozták a versenyt, addig kifelé, a nemzetközi piacokon Török (2001) szerint a szabad és korlátozásmentes verseny hívei voltak. Persze mindezt a „tisztességes verseny” keretein belül képelték el, ahol a tisztességes verseny nem jogi, hanem erkölcsi kategória. Mivel erkölcsi, ezáltal nem egzakt és nem objektív. A hatóságok által nem kedvelt szereplő könnyen kiszorulhatott a piacról.

Kulcselem a *genkyoku*, ami az adott iparág jó, zavartalan és „harmonikus” működéséért felelős kormányzati egységet jelent Török (2001). A *genkyoku* számára egy iparág akkor megfelelő, ha kevés szereplőből áll, s ezek relatív piaci pozíciója stabil. Ha ez az állapot megváltozik – mondjuk a verseny éleződésével – akkor az szükségszerűen állami beavatkozást igényel. A harmóniára, a kiegyensúlyozott és egyenlő növekedésre való törekvés alapján nem a profit, és a vállalati részvények értékének rövid távú maximalizálása volt a cél, hanem a hosszú távú szemlélet alapján a vállalati vagyon, a market share növelése.

A megtakarítások ösztönzését a Távol-Keleten nemcsak a viszonylagos politikai és jogi biztonság, illetve a pozitív reálkamatok szolgáltatták, hanem az *államok explicit és implicit garanciavállalása* a betétek értékállóságára ahelyett, hogy betétbiztosító intézményeket működtettek volna Horvath (2002), Williamson (1998). Az állam így tartósan képes volt fenntartani a megtakarítók folyamatos bizalmát a pénzügyi szektor iránt, elkerülve az esetleges pánikot, ami a bankok megrohanásához vezethet, akár az egész rendszert veszélyeztetve. A kiegészítés a vállalatokra is érvényben volt, amellyel a csődök elkerülése mellett az élethosszig tartó foglalkoztatást (a társadalom felől a rendszer iránti elkötelezettséget) is könnyen biztosítani lehetett.

Azok a vállalatok, amelyek szoros kapcsolatban állnak a bankokkal, könnyen és olcsón juthatnak külső forráshoz. A vállalat ezért rövidtávon sokkal versenyképesebbé válik, s a rendszer makroszinten lényegesen gyorsabb növekedést tud produkálni. Hosszútávon viszont csökken a hozzáadott-érték teremtésének kényszere, ami előrevetíti a rövidtávon megszerzett növekedésbeli előny felmorzsolódását. Ráadásul e kapcsolatalapú rendszerben a tradicionális, jól ismert és bevált eszközök termelése preferálva van az innováció-igényes iparágak termékeivel szemben, hiszen az ár- és piaci jelzések hiánya itt kisebb probléma.

Komoly problémát jelentett viszont a *pénzügyi szektor gyors liberalizációja*, mely a válságba került fejlődő országok szinte mindegyikénél megtalálható a válság előtti időben. Mexikóba és a délkelet-ázsiai országokba a válságot megelőző három évben átlagosan a GNP 5%-ának megfelelő külföldi tőke áramlott Folkers-Landau – Schinasi - Cassard (1995). Az elemzők természetesen nem a liberalizáció ellen érvelnek, hanem azt hangsúlyozzák, hogy a nem kellő körültekintéssel megvalósított nyitás a legtöbb esetben károkat okoz. A liberalizáció ugyanis szinte minden országban a kamatlábak csökkenő kontrollját, a hitelezési politika lazulását okozta, amely nagyfokú tőkebeáramláshoz vezetett Mishkin (2001). A gondot rendszerint a tőkebeáramlás sebessége jelentette. A tőke túl gyorsan áramlott be, amit a lazább szabályozás alatt működő bankrendszer túl gyorsan ki is hitelezett. A nem kellő körültekintés, a régi banki intézményi struktúra, a hagyományos menedzseri ismeretek, a laza szabályok, az összefonódások és a korrupció azt okozta, hogy a bankoknak megnőtt a rosszhitel állományuk Diamond-Rajan (2000). E hipotézist erősíti a tény, hogy az erősen szabályozott gazdaságokban (Szingapúr, Tajvan, Hong Kong) nem okozott a válság akkora károkat.

A beáramló tőkemennyiségnek csak egy kisebb része, a GDP 1,5%-a volt közvetlen működőtőke - beruházás, a nagyobbik rész portfolió-befektetéseken vagy banki hitelen keresztül realizálódott. Érdekes, hogy e beruházások jelentős többsége rövid lejáratú eszközökbe ment, főleg spekulatív céllal, ami a pénzügyi rendszer sebezhetőségét erősítette, valamint mutatta, hogy a befektetők kellően óvatosak voltak a rendszerrel szemben. E rendszer, mint egy fekete doboz, számukra is átláthatatlan, de rövid távon rendkívül jövedelmezőnek bizonyult, tudhatjuk meg Mosolygó és Szabó (1998) tanulmányából.

Csak hogy a liberalizáció – ami igen nagy mozgásteret tett lehetővé a bankszektorban – aláásta a rendszer korábbi garanciáját Krugman (1998). A korábbi biztos és erőskezü állam, a védőháló eltűnt, s helyettük az erkölcsi kockázat (moral hazard) jelensége nyert mindinkább teret, melynek az állam implicit védőhálójának megléte (vagy annak hite) erősen kedvezett Árvai és Vincze (1998). A *pénzügyi ellenőrző és felügyelő szervek hiánya* és az erkölcsi kockázat Williamson (1998) és Ferguson (1998) szerint ahhoz vezetett, hogy a pénzügyi közvetítők prudens hitelvizsgálat nélkül nyújtottak hitelt a preferált ügyfeleknek, ezáltal nőtt a bankrendszeren keresztül az egész pénzügyi rendszer sebezhetősége⁷. E folyamatot erősíti, hogy a tőke állományát és összetételét viszonylag nehéz mérni, így a kockázatmenedzselés is korlátokba ütközik Huang-Xu (1999).

⁷ Kumar-Masson-Miller (2000) szerint a vállalatok, mivel maguk mögött tudják az állam kiegészítő politikáját, sokkal nagyobb kockázatot vállalnak működésük során, amely az egész gazdaság kockázatát növelik.

5. Befejezés

Az eddigiek alapján könnyen belátható, hogy a délkelet-ázsiai országok gazdasági növekedése nem volt fenntartható. De mindez még nem magyarázza azt, hogy a - fundamentálisan indokolható - gazdasági lassulás után miért következett be a világ egyik legsúlyosabb, pénzügyinek keresztelt valutaválsága. A rendszerrel szemben korábban kiépült, s végtelennek tűnő bizalom az, ami elfogyott 1997-re. Ennek egyszerre volt oka a gazdaság fundamentális gyengesége és a pénzügyi rendszer sebezhetősége Corsetti-Pesenti-Roubini (1998). A szereplők hiába várták az állami kiségitést, a korábban mindenható kormányzat elvesztette erejét, s már nem volt képes befolyásolni az eseményeket. Természetesen ez még mindig nem okozott volna válságot, az igazi problémát az jelentette, hogy a korábbi védőháló, a bizalom helyett nem volt új, azzal egyenértékű garancia. Nem voltak olyan intézmények, amelyek a korábbi rendszer helyébe álltak volna a liberalizáció után, nem voltak meg a nyugaton ismert pénzügyi szabályozó hatóságok Krugman (1998).

A délkelet-ázsiai krach kiválóan szemlélteti, hogy a modellek önállóan nem alkalmasak arra, hogy leírjanak egy válságot. Sokkal inkább megállja a helyét az a kijelentés, miszerint a modellek együttesen képesek leírni bizonyos krízisfolyamatokat azáltal, hogy az események egy-egy szeletét magyarázzák.

A délkelet-ázsiai válság tehát jellemzően a második generációs modellekkel szemléltethető leginkább. Egy létező makrogazdasági- és strukturális problémákkal terhelt gazdaságcsoporthoz a várakozások romlása okozta a válságot. Természetesen az azonosítást nehezíti, hogy a problémák felszín alattiak voltak, azaz egyrészt a rendszer teljesítménye által háttérbe szorultak, másrészt a helyi- és a nemzetközi pénzügyi intézmények és szakmai fórumok nem megfelelő elemzései, valamint a helyi kormányzatok rossz kommunikációja miatt átláthatatlanok voltak.

A válság rendkívül szemléletesen igazolja, hogy a pénzügyi válságok esetén az emberi tényezők, a várakozások, a szereplők befolyásolása kritikus feladat. A hatékony védekezési módszerek nem csak fundamentális jellegűek lehetnek, hanem szignifikáns eredmények érhetők el a bizalom, a prudencia, az átláthatóság megteremtésével, a szereplők megfelelő tájékoztatásával, erős intézmények: szabályozóhatóságok, ellenőrző- és felügyeleti szervek kiépítésével, vagy akár a helyes kormányzati kommunikációs politikával.

Irodalomjegyzék

- Árvai Zsófia - Vincze János (1998): Valuták sebezhetősége: Pénzügyi válságok a 90-es években, MNB Füzetek, 1. sz.
- Bara Zoltán – Szabó Katalin (1996): Összehasonlító gazdaságtan, AULA Kiadó, Budapest
- Benczes István (2000): Válság és átalakulás, Külgazdaság, XLIV. évf. március 56-76.o.
- Benczes István (2002): A fejlesztő állam válsága Ázsiában, Külgazdaság, XLVI. évf. május 23-41.o.
- Bensaid, Bernard - Jeanne, Olivier (1997): The Instability of Fixed Exchange Rate Systems when Raising the Nominal Interest Rate is Costly, European Economic Review 41, 1461-1478. o.
- Burnside, C. – Eichenbaum, M. – Rebelo, S. (2000): On The Fundamentals of Self-Fulfilling Speculative Attacks, NBER Working Paper, No. 7554.
- Bustello, Pablo (1998): The East Asian Financial Crises: An Analytical Survey, ICEI Working Papers, No. 10. vagy <http://www.ucm.es/info/icei/saia/bwp98.pdf>
- Bustello, Pablo - García, Clara – Olivieri, Iliana (1999): Global And Domestic Factors Of Financial Crises In Emerging Economies: Lessons from the east asian episodes (1997-1999), ICEI Working Papers, No. 16.
- Corsetti, Giancarlo – Pesenti, Paolo – Roubini, Nouriel (1998): Fundamental Determinants Of The Asian Crisis: A Preliminary Empirical Assessment, www.stern.nyu
- Corsetti, Giancarlo - Pesenti, Paolo – Roubini, Nouriel (1999): What Caused The Asian Currency And Financial Crisis?, Japan And The World Economy, 11. sz., 305-373. o.
- Douglas, W. Diamond – Raughan, G. Rajan (2000): Banks, Short Term Debt and Financial Crises: Theory, Policy Implications and Applications, NBER Working Paper, No. 7764.
- Eichengreen, Barry - Wyplosz, Charles (1993): The Unstable EMS, Brooking Papers on Economic Activity, 1. sz. 51-124. o.
- Ferguson, W. Roger (1998): The Asian Crisis: Lessons To Be Learned and Relearned, szenátusi előadás, 1998. március 4., www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1998/19980304.htm
- Folkers-Landau – David, Schinasi – Gary, J. Cassard (1995): Effect of Capital Flows on the Domestic Financial Sectors in APEC Developing Countries, IMF, Washington DC.
- Frederic, S. Mishkin (2001): Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries, NBER Working Paper, No. 8087.

- Frankel, A. Jeffrey (1998): The Asian Model, The Miracle, The Crises And The Fund, Elhangzott a The US International Trade Commission értekezletén.
- Glick, Reuven (1998): Thoughts On The Origins Of The Asia Crises: Impulses and Propagation Mechanisms, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper, No. PB98-07
- Haizhou, Huang – Chenggang, Xu (1999): Financial Institutions, Financial Contagion, and Financial Crises, Center for International Development at Harvard University Working Paper, No. 21
- Hámori Balázs (1998): Érzelemgazdaságtan, Kossuth Kiadó, Budapest 1998
- Horvath, Julius (2002): Paul Krugman On Financial Crises In The 1990's, kiadatlan kézirat, Political Economy Of International Money, CEU, tavaszi szemeszter
- Horvath Julius (2003): Currency Crisis Models, kiadatlan kézirat
- Hyman Minsky (1964): Longer Waves In Financial Relations: Financial Factors In The More Severe Depressions, The economic review, 3. sz. 324-335. o.
- Krugman, Paul (1979): A Model of Balance-of-Payments Crises, Journal of Money, Credit and Banking, 11, 3.sz. 311-325.o.
- Krugman, Paul (1998): What Happened To Asia?
<http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>
- Manmohan, S. Kumar – Paul, Masson – Marcus, Miller (2000): Global Financial Crises: Institutions and Incentives, IMF Working Paper 00/105.
- Morris, S. – Shin, H. S. (1998): Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks, The American Economic Review, Vol. 88., No. 3., 587-597. o.
- Mosolygó Zsuzsa – Szabó József (1998): Az ázsiai válság és hatásai, Külgazdaság, XLII. évf. október 4-13. o.
- Neal, Larry – Weidenmier, Marc (2002): Crises in the Global Economy From Tulips to Today: Contagion and Consequences, NBER Working Paper Series, No. 9147.
- Obstfeld, Maurice (1984): Balance-of-Payments Crises and Devaluation, Journal of Money, Credit and Banking, 16, 2. sz. 208-217. o.
- Obstfeld, Maurice (1986): Rational And Self-Fulfilling Balance-Of-Payments Crises, The American Economic Review, 76. 1. sz. 72-81. o.
- Sarel, Michel (1996): Growth in East Asia – What We Can and What We Cannot Infer, www.imf.org
- Sbracia, M. – Prati, A. (2002): Currency Crises and Uncertainty About Fundamentals, NBER konferencia, <http://www.nber.org/~confer/2002/ifmprg.html>.

- Shimizu, Yoshinori (2003): Moral Hazard And Legal Regulation In The Financial Market: Japan, East Europe And China, Journal of Asian Economics, 211. sz. 1-11. o.
- Török Ádám (2001): Piagazdasági érettség többféleképpen?, Közgazdasági Szemle, XLVIII. évf., 2001. szeptember, 707-725.o.
- Williamson, John (1998): Learning From East Asia's Woes, Institute For International Economics, www.iie.com/publications/papers/williamson0398.htm
- World Bank (1993): The Making Of The East Asia Miracle, World Bank Policy Research Bulletin, Vol.4, No.4.