

**Pénzügykutató Füzetek**  
**1999/2**

*A világgazdasági sokkok gyökerei, lehetséges  
lefolyása és rövidtávú következményei*

**Gáspár Pál és Ludányi Arnold**

## Tartalomjegyzék

<i>Bevezetés</i>	3
<i>I. A valutaválságok elméleteiről és előre-jelvezhetőségükről röviden</i>	5
I.1. Az első generációs válságmodellek	5
I.2. A második generációs modellek	6
<i>II. A világgazdasági feszültségek okai és méretei</i>	8
<i>II.1. Válságok közös tényezői a feltörekvő piacokon</i>	10
II.2. A távol-keleti valutaválság	14
II.3. Az oroszországi válság	26
II.4. Latin-amerikai gazdaságok válságjelenségei	30
<i>III. A válságok tovaryúrúzésének csatornái és felgyorsulásuk okai</i>	35
<i>IV. Az iparilag fejlett gazdaságok helyzete</i>	39
IV.1. Japán	40
IV.2. USA	43
IV.3. Európai Unió	46
<i>V. A valutaválságok várható globális hatásai</i>	49
<i>VI. A valutaválságok és tovaryúrúzésük tanulságai</i>	57
<i>Hivatkozások:</i>	61

## Bevezetés <sup>1</sup>

A thaiföldi baht 1997 júniusában bekövetkezett megingását követően a feltörekvő gazdaságok széles körét ismétlődő valutaválságok rázták meg, amelyek alapvetően módosították ezen országok növekedési kilátásait, a nemzetközi tőkeáramlások irányát és szerkezetét, a folyó fizetési mérleg egyenlegeket és a hiányok finanszírozását, a nemzetközi keresztfolyamokat és a monetáris kondíciókat. A feltörekvő gazdaságok válsága mellett a fejlett gazdaságokban is elbizonytalanodás mutatkozott a konjunktúrában, miközben a korábban a világgazdaság húzóerejének számító Japán - a növekedési ütemek 1980-as évek közepétől megfigyelhető visszaesését követően - súlyos válságba sodródott.

Ezzel párhuzamosan az 1990-es években hihetetlen sebességgel zajlott le a fejlett és a feltörekvő gazdaságok pénzügyi piacainak liberalizálása, a tőkeáramlások előtti akadályok lebontása, valamint az intézményi és szerkezeti változások nyomán a pénzügyi szolgáltatások globalizálódása. Ez gyökeresen megváltoztatta a válságok kirobbanásának időbeli és területi eloszlását, a válságokkal szembeni gazdaságpolitikai lépések hatásosságát, rávilágított a prudens gazdaságpolitikák és nemzetközi pénzügyi szabályozás korlátjaira a globális tőkeáramlások korszakában.

A világgazdasági sokkok és folyamatok megítélésében közel sem egységesek a szakértők. Egyesek szerint a mostani sokkok mögött a fejlődő/feltörekvő piacokon véletlenszerűen jelentkező, illetve periodikusan visszatérő válságjelenségek és az ezeket kiváltó hibás gazdaságpolitikák állnak. Mások szerint a feltörekvő piacokon kirobbanó feszültségek az egész világgazdaságra tovagyrűző negatív hatásokat eredményeznek, átfogóbb válságot okozva. Ezzel szemben sokakban a kreatív rombolás schumpeteri gondolata fogalmazódik meg, amikor a mai válságok mögött a korábbiaktól gyökeresen eltérő, integrált világgazdaság kialakulását látják.

A tanulmány célja a jelenlegi világgazdasági sokkok gyökereinek, az ezek között feltárható összefüggéseknek, valamint az egyes válságtényezők egymásra hatásának az elemzése. A válság okainak vizsgálata kiterjed a várható makrogazdasági következmények lehetséges lefolyásának elemzésére is. A tanulmány elsősorban a sokkokat meghatározó folyamatokról kíván átfogó áttekintést nyújtani és kevésbé mélyen elemzi az egyes tényezők hatását.<sup>2</sup>

A tanulmány első fejezete röviden áttekinti a valutaválságok kialakulásával, lefolyásával és előre jelezhetőségével kapcsolatosan megfogalmazott fontosabb elméleteket, illetve a válságokkal kapcsolatosan az elmúlt 15 évben felhalmozott empirikus tapasztalatokat.

Az elemzés második fejezete vizsgálja a nemzetközi sokkok okait és az ezek között fennálló összefüggéseket. A világgazdaság pénzügyi és kisebb mértékben reálgazdasági problémáinak felerősödésében a tanulmány három tényező párhuzamos érvényesülését és egymásra hatását látja:

---

<sup>1</sup> A tanulmány eredeti, hosszabb változata a Pénzügyminisztérium számára készült. A tanulmány vitáján elhangzott észrevételek sokat segítettek jelen tanulmány elkészítésében és a szerzők köszönettel tartoznak Bassa Zoltánnak, Békés Gábornak, Csaba Lászlónak, Csillag Istvánnak, Náray Lászlónak, Losonc Miklósnak és Pásztori Veronikának a megjegyzésekért.

<sup>2</sup> Ezekről más tanulmányokban készül(t) elemzés: ld. Gáspár (1999) elemzését a feltörekvő piacokon kirobbant valutaválságok összevetéséről.

- Egyrészt a válságban érvényesül a feltörekvő, közepes jövedelmű gazdaságokban eltérő időpontban és az egyes régiókban különböző okok miatt kialakult valutaválságok és ezek makrogazdasági következményeinek a hatása. A feltörekvő piacok árfolyamrendszerének, fizetési mérleg egyenlegeinek, nettó devizapozícióinak fenntarthatatlansága, amely a válságjelenségeket beindító tényezőt (triggering factor) jelentette.
- Másrészt a feltörekvő piacok véletlenszerűen kialakuló válságaiból eredő következményeket felerősítették az iparilag fejlett gazdaságok konjunktúrájában jelentkező gondok, az elmúlt években felhalmozódó intézményi és szerkezeti problémák növekedési és egyensúlyi feszültségeket erősítő hatásai.
- Harmadrészt a jelenlegi sokkokban az is érvényesül, hogy a korábbi válságokkal szemben sokkal erőteljesebb a válságjelenségek tovagyűrűzése az érintett gazdaságok között. A korábbinál több csatornán keresztül befolyásolják negatívan a válságban érintett gazdaságok makrogazdasági problémái a hasonló fejlettségű, hasonló makrogazdasági mutatókkal, exportszerkezettel, és a válság által érintett országokkal számottevő kereskedelmi kapcsolatokkal rendelkező gazdaságok növekedési és egyensúlyi kilátásait.

A három tényezőcsoport elkülönítése a tanulmányban lehetőséget ad arra, hogy meghatározzuk a sokkok generálásában tartósan, illetve átmenetileg érvényesülő tényezőket és ez alapján a válság lehetséges lefolyásának főbb jellegzetességeit.

A tanulmány harmadik fejezete a pénzügyi válságok tovaterjedésének fontosabb csatornáit, mechanizmusait vizsgálja. Ennek keretén belül elemzi, hogy milyen tényezőknek köszönhető a pénzügyi-valutáris válságok korábbi eseteknél sokkal erőteljesebb és gyorsabb tovaterjedése, valamint hogy melyek a pénzügyi válságok más országokra történő áttérjedésének főbb mechanizmusai. Ezen túlmenően az elemzés értékeli, hogy milyen csatornákon keresztül tevődnek át a pénzügyi szektorban kialakuló válságok a reálfolyamatokra.

A következő fejezet az iparilag fejlett gazdaságok sokkokhoz történő hozzájárulását, illetve a válság fejlett gazdaságokra gyakorolt hatásait vizsgálja. A tanulmány ötödik fejezete elemzi a pénzügyi turbulenciák lehetséges globális kilátásait. Az elemzés értékeli, milyen változásokra kell rövid- illetve középtávon számítani a világtermelés és világkereskedelem, az export és import dinamikájának, a tőkeáramlások és a folyó fizetési mérleg egyenlegek, a nominális és reálárfolyamok, illetve a nominális és reálkamatlábak alakulásában.

A tanulmány zárófejezete összefoglalja a válság által felvetett kérdéseket, melyek közül a legfontosabbak a nemzetközi pénzügyi intézmények válság kezelésében játszott szerepe, a tőkeáramlások liberalizálásának sebessége és időzítése, a sokkok tovaterjedésének megakadályozása és a pénzügyi válságok előrejelezhetősége.

## I. A valutaválságok elméleteiről és előre-jelvezhetőségükről röviden

Az európai árfolyam-mechanizmus az ERM 1992-1993-as összeomlása, az 1994-es mexikói krízis és az elmúlt évek dél-kelet ázsiai és orosz válsága a gazdaságpolitikusok és az akadémiai körök érdeklődését egyaránt a valutaválságok lehetséges okainak és tüneteinek elemzésére irányította. Ezáltal egyrészt felértékelődtek a témával foglalkozó korábbi elméleti munkák és empirikus vizsgálatok, másrészt számos új kutatás figyelme is erre a területre terelődik. A rövid összefoglaló természetesen nem ad átfogó képet a valutaválságok elméleteiről (erről ld. többek között Blackburn-Sola (1993), Eichengreen-Rose-Wyplosz (1997), Árvai-Vince (1998)), hanem a tanulmány későbbi fejezeteihez nyújt rövid felvezetést.

### *I.1. Az első generációs válságmodellek*

A valutaválságok előre jelezhetőségével foglalkozó elsőgenerációs modellek az 1970-es évek vége táján születtek.<sup>3</sup> Ezek szerint a rögzített árfolyamrendszereket alkalmazó gazdaságokban a magánszektor pénzkeresletét meghaladó hitelexpanzió a nemzetközi devizatartalékok fokozatos, de tartós csökkenéséhez vezet, ami idővel spekulatív támadásokat vált ki a valuta ellen. A spekuláció nyomán a valutatartalékok szintje a nullához tart és ennek elkerülése érdekében a jegybank feladja a korábban fenntartott központi paritást. A spekuláció kezdetét az jelenti, amikor a gazdasági szereplők úgy gondolják, hogy a hivatalos árfolyam a lebegő árfolyam melletti feltételeket tükröző árnyékárfolyam szintjére ugrik majd, és a tőkeveszteségek elkerülése érdekében a jegybanki tartalékok teljes kimerülése előtt konvertálják az adott nemzet valutában fennálló nyitott pozícióikat.

Mivel a magánszektor pénzkeresletét meghaladó hitelbővülés elsősorban az expanzív költségvetési politikára, illetve az államháztartás és a költségvetés egyensúlytalanságára vezethető vissza, a korai munkák ráirányították a figyelmet a fiskális helyzet alakulását tükröző mutatókra a valutaválságok kialakulásával kapcsolatban.

A kezdeti modell tökéletesítését célzó munkák<sup>4</sup> kimutatták, hogy a spekulatív támadásokat általában reálfelértékelődés és a kereskedelmi és folyó fizetési egyenleg romlása előzi meg. Az érvelés szerint az expanzív költségvetési és hitelpolitika a kereskedelembe kerülő és a kereskedelembe nem kerülő javak (traded/non-traded goods) keresletét egyaránt növeli. A kereskedelembe kerülő javak iránt növekvő kereslet közvetlen kiváltója a kereskedelmi mérleg problémáknak, a kereskedelembe nem kerülő javak esetében pedig a növekvő kereslet ezen javak relatív árának növekedését eredményezi és ezáltal a valuta reálfelértékelődéséhez járul hozzá.

Az 1980-as évek elejére tehető azon modellek keletkezése, melyek központjában először jelenik meg a leértékelésre vonatkozó várakozások<sup>5</sup> reálgazdasági hatása. Az érvelés szerint a rögzített árfolyam feladásának valószínűsítése a nominális keresetek növekedését váltja ki.

---

<sup>3</sup> A valutaválság modellek eredete a Salant-Henderson (1978) tanulmánya, majd első megfogalmazása Krugman(1979)korszakos elemzése

<sup>4</sup> Blanco-Garber (1986) és pl. Cumby-Wijnbergen (1989) tanulmányai.

<sup>5</sup> Edin P.A. -A. Vredin(1993), Goldberg (1993) tanulmányai, vagy Blackburn-Sola (1993) összefoglaló elemzése.

Emiatt elsősorban a kevésbé rugalmas árrendszerrel rendelkező országokban magasabb reálkeresetek alakulnak ki, amelyek a termelékenység csökkenését, a nemzetközi versenyképesség romlását eredményezik, amely a kereskedelmi egyensúly romlásán keresztül hat az árfolyamrendszer feladásának irányába.

Az elsőgenerációs modellek alapvető tulajdonsága, hogy a valutaválságok kirobbanását makrogazdasági fundamentális tényezők magyarázzák: nem teljesülnek a kötött árfolyamrendszer fenntartásához szükséges makrogazdasági előfeltételek és/vagy a gazdaságpolitika inkonzisztens az árfolyamrendszer által megkövetelt feltételekkel.

## ***1.2. A második generációs modellek***

Az 1980-as évek végén és a 1990-es évek első felében végzett elemzések arra hívták fel a figyelmet, hogy a kötött árfolyamrendszer elleni támadások a makrogazdasági fundamentumokban fennálló problémák ellenére is bekövetkezhetnek abban az esetben, ha a piaci szereplők nem ítélik hitelesnek a gazdaságpolitikát és annak módosulására számítanak (amely várakozást a támadás nyomán bekövetkező árfolyam korrekció igazolhat). Ebben az esetben nem a makrogazdasági fundamentumok és a az adott időpontbeli gazdaságpolitika, hanem a várt gazdaságpolitikai lépések motiválják a kötött árfolyam elleni támadást.

Eltérést jelent a korai modellekhez képest, hogy a válság bekövetkeztét a reálfelértékelődés és a tartalékok csökkenésének hiányában is elképzelhető, amennyiben a kormány túl költségesnek ítéli az alkalmazott árfolyam fenntartását. Ilyen helyzet állhat elő, amikor a döntéshozók az inflációs célkitűzés helyett a gazdaság élénkítését tekintik elsődlegesen fontosnak. Szintén leértékeléshez vezethet, ha az adott árfolyam fenntartása túl költségesnek bizonyul. Erre elsősorban akkor kerülhet sor, ha a nemzetközi kamatszint emelkedése, a hazai kamatok emelkedésén keresztül a kibocsátás csökkenését eredményezi. A általánosított állítás szerint leértékelést okozhat, ha a külföldi kamatlábak egy bizonyos szint fölé lépnek és ezzel az árfolyam megőrzésének költsége meghaladja az árfolyam-stabilitás lehetséges előnyeit. Továbbá az árfolyam fenntartása érdekében emelkedő kamatlábak a bankrendszer válságához vezethetnek. Amennyiben a döntéshozók úgy ítéli meg, hogy az explicit és implicit állami garanciavállalások alapján a bankrendszer konszolidációja költségesebb lenne, mint az árfolyam feladásából származó veszteség szintén bekövetkezhet a leértékelés.

A második generációs modellek szerint a valutaválságok akkor is kialakulhatnak, ha a reálgazdasági fundamentumokban semmilyen látható változás nem történik.<sup>6</sup> Ezeknek a modelleknek a központi feltételezése, hogy a gazdasági szereplők megítélése szerint a gazdaságpolitika nem determinisztikus, hanem reaktív jellegű - a változó helyzetekre adott válaszokból tevődik össze. Ugyanakkor a gazdasági szereplők várakozásai által kiváltott akciók, olyan változók módosulását eredményezik, amelyek gazdaságpolitikai reakciót kényszerítenek ki. E szerint a kialakuló várakozások formálhatják áttételesen a gazdaságpolitikát és kialakulhat az a helyzet, hogy a negatív várakozások önmagukban valutaválságot gerjesztenek. Erre a mechanizmusra példa, amikor a valutaválságtól tartva magasabb bérek és alacsonyabb foglalkoztatás alakul ki egy adott gazdaságban és a

---

<sup>6</sup>Eichengreen-Rose(1997),Eichengreen(1996),Flood-Marion(1997),Garber(1994),Obstfeldt(1994, 1996) elemzései.

kormányzat a kibocsátás csökkenésének fenyegetését érezve nem emeli a kamatlábakat a nemzeti valuta védelme érdekében.

Az EMS válság vezetett el azon modellek kialakulásához, ahol a rögzített árfolyamrendszer fenntartásának költségei az államadósság miatt magasak: a rögzített rendszer fenntartása jelentős fiskális költségeket igénylő kamatszínvonalat szükségeltet. Mivel ezt a befektetők is tudják, ezért érdekeltek a valuta elleni spekulatív támadásban (ld. Sutherland (1994), Özkan-Sutherland (1995) modelljeit)

A makrogazdasági fundamentumok alapján nem előrejelezhető valuta válságok másik magyarázatát adják azok a munkák, amelyek nem a várokozásokat, hanem a valutaválságok tovaggyűrűzési hatásait állítják a középpontba. A sokkok terjedésének számtalan csatornája van. Ezek között kettő tekinthető elsősorban fontosnak. Az egyik eset, amikor egy adott ország leértékelése, devalvációra kényszeríti a fontosabb kereskedelmi partnereknek számító országokat az ár-versenyképesség megőrzése céljából. A másik esetben - amelyet a mexikói és a dél-kelet ázsiai válságok is jeleznek - a tovaggyűrűzést az okozza, hogy egy adott országban vagy régióban kialakult válság, a befektetők bizalmának megrendülését követően, differenciálatlan tökemenekítéshez vezet a hasonló vagy hasonlóknak ítélt országkörben. A két terjedési csatorna közül Eichengreen (1998) és Glick-Rose (1998) tanulmányai egyértelműen a kereskedelmit tartja fontosabbnak.

A második generációs valutaválságokkal kapcsolatosan az exogén sokkok, piaci szereplők várokozásainak a válság kirobbanásában játszott felértékelődő szerepe mellett is fontos viszont annak figyelembevétele, hogy akár a várokozások által generált spekulatív támadásról, akár a más valuták árfolyamának feladásából kialakuló tovaggyűrűző hatásokról van szó, a válság kialakulása nagymértékben függ az adott gazdaság pénzügyi sérülékenységétől, gyengeségeitől. (Krugman (1998)). Ahhoz, hogy a külső, vagy a hazai várokozások által generált sokkok válsággá transzformálódjának, olyan feltételekre van szükség, amelyek a támadás sikerét növelik, és ezek megléte eredményezheti a kötött árfolyamrendszer feladását, függetlenül a támadás eredetétől.

Összefoglalóul megállapítható, hogy a kötött árfolyam feladását a gazdasági fundamentumokban bekövetkező változások, a gazdaságpolitikai preferenciák, a gazdasági szereplők várokozásai és más országok valutaválságai egyaránt előidézhetik. Emiatt a krízisek pontos és megfelelő időben történő előrejelzése nagyon problematikus. Empirikusan tesztelt eredmények igazán csak olyan esetekben léteznek, ahol vagy kizárólag, vagy legalább részben reálgazdasági körülmények indokolták a leértékelést. Ennek ellenére ezek a kutatások kiemelten fontosak, mivel a negatív várokozások kialakulását és a tovaggyűrűzés által kiváltott sokkok hatását alapvetően befolyásolják egy ország külső és belső egyensúlyi viszonyai, növekedési potenciálja és pénzügyi stabilitása.

Mindezek miatt az elmúlt években növekvő számban jelentek meg elemzések a valutaválságok előrejelzését célzó mutatók kidolgozásával kapcsolatosan. Az elemzések (ld. többek között Kaminsky-Reinhart (1996), Sachs-Tornell-Velasco(1996), Goldfajn-Velasco(1997), Frankel-Rose(1996), Dornbusch-Goldfajn (1995) munkáit) egy része regressziós elemzést alkalmaz (magyarázó változókként a válságok kialakulásában fontos szerepet játszó makrogazdasági tényezőket szerepeltetve), míg másik részük a fontosabb makrogazdasági mutatók válságok előtti változását veti össze az adott gazdaságra jellemző nyugalmi (tranquil) időszakokkal, illetve a kontrollcsoportként kijelölt országokkal. Noha az egyes tanulmányokban jelentős eltérések vannak az egyes mutatók relevanciáját illetően, a

következő indikátorok voltak azok, amelyek a legtöbb válságot képesek voltak előrejelezni, illetve nem adtak hamis jelzést a válság bekövetkezésével kapcsolatban (azaz nem követtek el első illetve második típusú hibát):

- *reálárfolyam*
- *reálkamatláb*
- *export növekedési üteme*
- *reál pénzmennyiség alakulása (M1, M2)*
- *GDP*
- *M2/ nemzetközi devizatartalékok*
- *hitelállomány/GDP, illetve belföldi hitelállomány növekedés*

A mutatók alkalmazhatóságával kapcsolatosan azonban figyelembe kell venni Wyplosz (1998) és más szerzők alapvető kritikáit. Egyrészt egy múltbeli válság sikeres előrejelzése más körülmények között, más gazdaságban nem biztos, hogy sikerrel kecsegtet. Másrészt az ilyen mutatók alkalmazásánál figyelembe kell venni, - a pénzügyi sérülékenységgel kapcsolatosan Krugman és mások által is megfogalmazott szempontok mellett - , hogy növekszik a külső sokkok, spekulatív támadások által kiváltott válságok száma, amiben az ilyen mutatók nem alkalmazhatók ex ante, de sok esetben ex post sem a válság jelzésére. Harmadrészt az indikátorok kialakítását szinte lehetetlenné teszi, hogy nem állnak rendelkezésre a piaci szereplők várakozásait értékelő, számszerűsítő mutatók, amelyek viszont döntő szerepet játszanak a válság kirobbanásában és annak időzítésében.

## **II. A világgazdasági feszültségek okai és méretei**

A világgazdasági turbulenciák mögött három egymással szoros összefüggésben lévő okcsoport határozható meg. A válságjelenségek közvetlen kiváltó okai a reál és pénzügyi áramlásokban jelentős súlyú, feltörekvő gazdaságok különböző csoportjaiban kialakult pénzügyi válságok, amelyek részben az egyes gazdaságok kedvezőtlen makrogazdasági fundamentumaival, részben a más gazdaságokból áttérjedő válságjelenségekkel álltak összefüggésben. A feltörekvő piacok az elmúlt években a tőkebeáramlások kedvelt területévé váltak, amit a beáramlások növekedése és erőteljes diverzifikálódása jelezett: a közvetlen tőkebefektetések mellett a portfólió beruházások és a vállalati és pénzügyi szektorok hitelfelvételének növekedése is jelentős volt.

A távol-keleti gazdaságokkal kapcsolatban kialakult befektetői bizalmatlanság következtében a befektetők átértékelték a feltörekvő piacokon eszközölt befektetések hozamaival és kockázataival kapcsolatos várakozásaikat és a befektetők döntéseiben a hozamszempontokkal szemben felerősödött a kockázatkerülő magatartás. A biztonságos befektetési formák iránti kereslet növekedése (flight to quality) nyomán erőteljes tőzsdéi áresés következett be a feltörekvő piacokon, jelentős nominális árfolyamleértékelődést eredményezve. A pénzügyi válságok és az ezek kezelése érdekében alkalmazott restriktív monetáris politikák nyomán romlott a bankrendszerek - már a válságot megelőzően is kedvezőtlen - eszköz- és forrásszerkezete, amely a pénzügyi közvetítők növekvő veszteségeihez és széleskörű csődhullámhoz vezetett az érintett gazdaságokban. Ezek a visszacsatolási mechanizmusok tovább mélyítették a kezdeti pénzügyi válság negatív makrogazdasági hatásait és megnyilvánultak a GDP tervezettnél erőteljesebb visszaesésében, a reálkamatlábak erőteljes növekedésében, a belföldi jövedelmek és felhasználás csökkenésében.



A világgazdasági válság másik kiváltó oka a feltörekvő piacokon kialakult válságjelenségek részleges áttevődése a fejlett gazdaságokra. A feltörekvő gazdaságokról a válság elsősorban a kereskedelmi csatornán keresztül hatott a fejlettekre: Japánt párhuzamosan érintette mint exportőrt és mint a távol-keleti gazdaságok exportjának egyik fő felvevőpiacát, az USA-t elsősorban mint felvevőpiacot, míg az EU- t kevésbé befolyásolták az említett csatornák. A válság által okozott exogén sokkok három vezető régióra gyakorolt eltérő mértéke és jellege mellett a válság tovagyrűző hatásai is vegyesek voltak. Egyes hatások (a tőkebeáramlások növekedése miatti likviditási hatás, a feltörekvő piacok nominális árfolyamainak erőteljes leértékelődése és a nyersanyagárak csökkenése miatti cserearány javulás) kedvezően, míg mások (a feltörekvő piacokon érintett bankok, befektetési alapok és vállalatok veszteségei, valamint ennek nyomán a tőkepiacokon kialakuló negatív várakozások, a feltörekvő piacok jövedelmeinek és keresletének csökkenése) szintén kedvezőtlenül érintették a fejlett gazdaságokat.

A fejlett országok növekedési kilátásait az exogén válsághatások érvényesülése mellett elsősorban a saját, belső tényezők befolyásolják. Miközben a három meghatározó iparilag fejlett pólus (Japán, USA, EU) a konjunktúraciklus eltérő szakaszában vannak, különböző szerkezeti feszültségekkel és intézményi háttérrel rendelkeznek, addig vannak a fejlett gazdaságokban közös és a feszültségeket növelő tényezők. Ilyen tényezőnek lehet tekinteni a tőzsdéi árfolyamok utóbbi 5 évben bekövetkezett dinamikus növekedését az általános dezinflációs folyamatok mellett, a magánszektor megtakarításainak csökkenését és ezen belül a volatilisabb tőkepiacokra irányuló megtakarítások részesedésének növekedését. Ezek a tényezők a begyűző folyamatokat felerősítve hatnak vissza a fejlett gazdaságok növekedési és makrogazdasági kilátásaira.

A válságot előidéző harmadik tényező a makrogazdasági sokkok, pénzpiaci zavarok korábbinál sokkal erőteljesebb tovagyrűzése, ami egyaránt érinti a fejlett és feltörekvő piacokat. Tekintettel a nemzetközi reál- és pénzpiacok globalizálódására, a tőkeáramlások erősödő liberalizálására, a tőkepiaci szereplők (elsősorban a befektetési és nyugdíjalapok) befektetési stratégiájának diverzifikálódására a pénzügyi válságok towaterjedése az egyes gazdaságok között felgyorsult és bővültek a válságok transzmissziós csatornái is. A pénzügyi piacok szerkezetének átalakulása, a piaci szereplők (ezen belül elsősorban a befektetési alapok) befektetési preferenciáinak átrendeződése, a nemzetközi befektetésekre és kockázatviselésre vonatkozó szabályok kiforratlansága is erősítik a válságjelenségek tovagyrűzését. A tovagyrűzésnek két jelentősebb csatornája alakult ki: a kereskedelmi csatorna az egymással jelentős kereskedelmi partner gazdaságok között és a makrogazdasági csatorna a hasonló makrogazdasági feszültségekkel, illetve gazdaságpolitikával rendelkező gazdaságokra vonatkozóan.

A pénzpiaci válságoknak napjainkig abban az esetben volt gyors pénzpiaci towaterjedésük ha a fejlett gazdaságokból indultak ki, valamint ha átfogóan érintették a bankszektorot. Ezzel szemben 1997-1998-ban a világ előállított és felhasznált GDP-jének, megtakarítás állományának, valamint pénzügyi vagyonának töredék részét nyújtó feltörekvő piacok voltak a válság forrásai és ezt a hatást felerősítette a pénz- és tőkepiacok említett erőteljesebb összefonódása.

A válsághoz az említett tényezők az egyes régiókban és időbeli lefolyásukban, illetve intenzitásukban is eltérő mértékben járultak hozzá. A három válságot kiváltó tényezőcsoport részletes elemzése azonban rámutathat arra, hogy milyen lefolyása lehet a mai válságnak,

milyenek az eltérő scenáriók esélyei és milyen makrogazdasági környezetre kell a jövőben a legnagyobb valószínűséggel felkészülni.

## II.1. Válságok közös tényezői a feltörekvő piacokon

A feltörekvő piacokhoz a közepes jövedelmű gazdaságok széles csoportja tartozik, amelyeknek az egy főre jutó GDP alapján mért fejlettsége, fontosabb makrogazdasági paraméterei (infláció, nyitottság, nettó devizaadósság szintje), valamint szerkezeti adottságaik (államháztartási újraelosztás súlya és területei, a pénzügyi műveletek liberalizáltsági foka, a bankrendszer tulajdonosi szerkezete, a reál- és pénzügyi piacok rugalmassága, stb.) jelentősen eltérnek egymástól. Az eltérések ellenére a feltörekvő piacokon számos olyan közös makrogazdasági tényező mutatható ki, amelyek hasonló mértékben járultak hozzá a válság kirobbanásához és tovaterjedéséhez.

1. **A tőkebeáramlások növekedése.** Az 1980-as évek adósságválságának következtében bekövetkező nettó tőkekiáramlást az 1990-es évtized eleje óta a feltörekvő piacokra irányuló növekvő mértékű tőkebeáramlás váltotta fel. Miközben a hivatalos beáramlások 1990 és 1996 között az 1984-1989 közötti alig valamivel több mint a felére estek vissza, addig a magánszektor által a fejlődő (ezen belül elsősorban a feltörekvő) gazdaságokban eszközölt tőkekihelyezések értéke 7,6-szorosára növekedett (1. grafikon).<sup>7</sup>

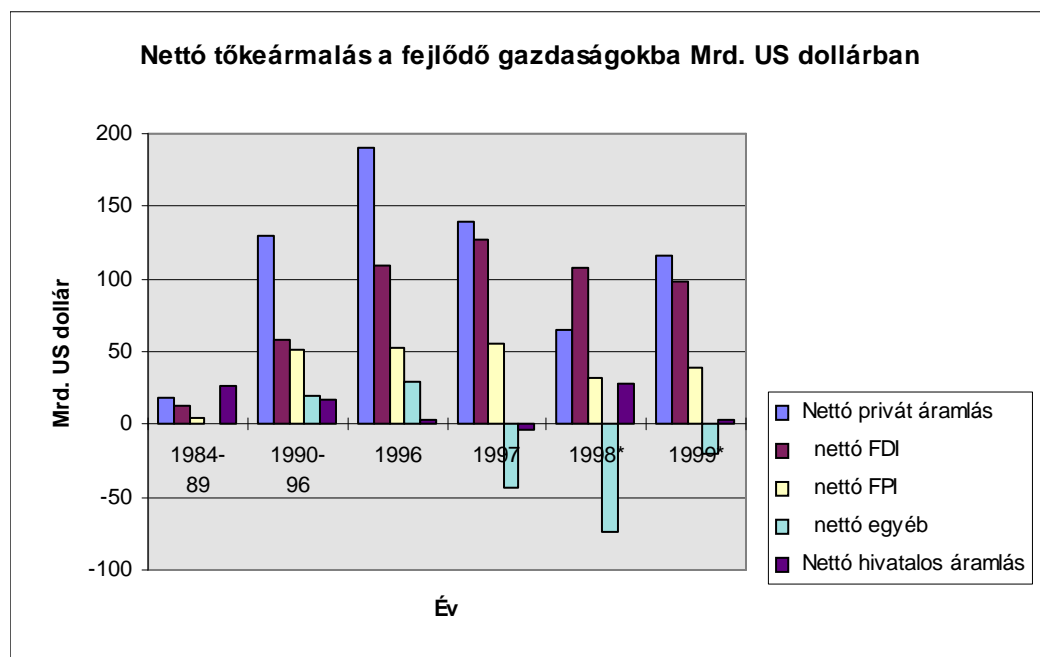
A gyors növekedés mellett a tőkebeáramlások szerkezete is egyenletesebbé vált: miközben az 1980-as évekhez hasonlóan a beáramlásokon belül a közvetlen tőkebefektetések súlya a legjelentősebb, dinamikáját tekintve a portfólió-befektetések, illetve a feltörekvő piacok hitelfelvételei (a közvetlen vállalati és pénzügyi adósságok, illetve a közösségi és a magán kötvénykibocsátások) növekedtek a legerőteljesebben.

A feltörekvő piacok felé irányuló tőkeáramlás növekedése számos elemzés tárgya volt (ld. többek között Claassen(1995), Calvo-Leidermann-Reinhart(1994), Frenkel-Okungwu (1996), Montiel (1995) elemzéseit), amelyek megállapították, hogy ebben keresleti (pull) tényezők (a fejlődő országok kedvezőbb makrogazdasági és növekedési kilátásai, az 1980-as évek közepétől végrehajtott és a tényezőpiacok rugalmasságát növelő erőteljes szerkezeti reformok, elsősorban az állami vállalatok széleskörű privatizálása, a munkaerőpiacok túlszabályozásának mérséklése, a tőkeáramlások liberalizálása, a javuló bankrendszer és a mélyülő tőkepiacok), illetve kínálati (push) tényezők (alacsony kamatlábak a fejlett gazdaságokban, a portfóliók erősödő diverzifikálódása a portfólió-befektetők által, a tőkeáramlások gyorsul ütemű globalizálódása, stb.) egyaránt szerepet játszottak. A tőkeáramlásokkal kapcsolatban a vita elsősorban a keresleti és kínálati tényezők relatív súlyához kapcsolódik: az elemzők egy része (Eichengreen és Rose) a külső tényezőket és ezen belül a fejlett gazdaságok kamatszínvonalának ingadozását emeli ki, míg a másik csoport a belső szerkezeti reformok és növekedési tényezők fontosságát hangsúlyozza.

---

<sup>7</sup> A beáramlások növekedése ugyanakkor nem volt egyenletes, mert egyes kiugró évek (mint pl. 1996) mellett voltak évek amikor a növekedés üteme megtört (így pl. 1995-ben a mexikói válságot követően).

## 1 Grafikon



A bővülő tőkebeáramlások annyiban járultak hozzá a válság felerősítéséhez, hogy növelték a feltörekvő piacok nettó devizaadósságát, elősegítették a reál árfolyammutatók különböző mértékű felértékelődését és ezáltal a kereskedelembe kerülő javakat előállító szektorok nemzetközi versenyképességének romlását, bővítették a hazai aggregált keresletet és számos esetben mérsékeltek a belföldi megtakarításokat. Addicionális hatásként jelentkezett, hogy a rendelkezésre álló külső finanszírozási források elterelték a kormányzatok figyelmét az erősödő makrogazdasági feszültségekről.

Ráadásul a válság által érintett gazdaságokban (elsősorban a Távol-Keleten és Oroszországban, kisebb mértékben a latin-amerikai gazdaságokban) a nettó tőkebeáramlások általános növekedésén belül szerkezeti elmozdulás következett be a rövidebb lejáratú és volatilisabb beáramlások irányába: arányukat tekintve csökkent a közvetlen tőkebefektetések és a hosszabb lejáratú hitelfelvételek és növekedett a portfólió befektetések és a rövidlejáratú banki kölcsönök, kötvénykibocsátások részesedése. Ez felerősítette az érintett feltörekvő gazdaságok pénzügyi sérülékenységet, növelte a jegybankok devizatartalék-képzésére és árfolyam-politikájára gyakorolt nyomást és fokozta a valuta elleni spekuláció lehetőségét.

**2.A tőkeáramlások hullámzó, volatilis jellege.** A feltörekvő piacok válságának kialakulásához nagyban hozzájárult az is, hogy a fejlődő gazdaságokba történő tőke be- illetve kiáramlások nem időben egyenletes eloszlásban, hanem nagyobb hullámokban jelentkeznek. Eichengreen (1996) tanulmánya mutatta be, hogy a XX században a feltörekvő piacokra történő tőkebeáramlás három nagyobb hullámban következett be a és az ezt követő válságok<sup>8</sup>

<sup>8</sup> A közepes jövedelmű gazdaságokba bekövetkező tőkebeáramlásnak három jelentősebb időszaka volt: az 1920-as évek, amikor a fejlődő országok kötvénykibocsátásai növekedtek dinamikusán, az 1960-as évek közepétől 1980-ig amikor a szindikált hitelek kibocsátása bővült ugrásszerűen, és az 1990-es évek, amikor a portfólió-befektetések és a feltörekvő gazdaságok által eszközölt

is gyors, időben tartósan fennmaradó és rendkívüli mértékű változást eredményeztek a fejlődő/feltörekvő gazdaságok tőkeegyenlegében.

A tőkeáramlások hullám (surge) jellegében számos tényező hatása jelentkezik. Az egyik tényező a tőkeáramlások de facto és de jure (WEO(1998)) liberalizálása, amely megkönnyítette a külső befektetők piacra jutási lehetőségeit a feltörekvő gazdaságokban. Miközben az 1980-as évek végén még a fejlett gazdaságokban is széleskörűek voltak a tőkeáramlást korlátozó adminisztratív szabályok, addig az 1990-es évek közepére a feltörekvő piacok többségében a tőke ki- és beáramláshoz kapcsolódó fontosabb korlátokat lebontották, beleértve - az országok egy részében - a rövidtávú, illetve derivatív műveleteket is.

Ehhez párosult az a jelenség, hogy a kedvező makrogazdasági fundamentumok által teremtett nettó tőkebeáramlás nyomán javulás tapasztalható a makrogazdasági helyzetben (tartalékok növekedése, beruházások bővülése, a reál GDP növekedés erősödése), amely addicionális beáramlások ösztönzője lesz. Ez a folyamat aztán ördögi körré (vicious circle) válik a kiáramlás során, ahogy azt az ázsiai és orosz gazdaságok tapasztalatai 1997-1998-ban bizonyították.

A tőkeáramlások hullámjellegének további tényezője az intézményi befektetők tevékenységének globalizálódása, illetve ezen belül a befektetési alapok (hedge funds) részesedésének növekedése. Az intézményi befektetők portfóliójának globalizálódása nyomán szorosabbá vált az egyes piacokon eszközölt befektetések hozamai közötti korreláció, időben és irányban szinkronizáltabb lett a hasonló makrogazdasági/intézményi/szerkezeti adottságokkal rendelkező gazdaságokba történő tőkeáramlás. A hedge fundok szerepének növekedése azért fontos, mert a nyugdíjalapokkal és más intézményi befektetőkkel szemben ők a kockázatosabb, nagyobb hozammal kecsegtető befektetéseket preferálják : ennek megfelelően gyorsabban reagálnak a kockázat és a hozamkondíciók változására, jelentős piaci változásokat generálva ezáltal.

A tőkeáramlások surge jellege olyan szerkezeti tényezőnek bizonyult, amely erőteljesen növelte a valutaválság esélyét a feltörekvő gazdaságokban. Egyrészt felgyorsította a kibontakozó válság más gazdaságokra történő tovaterjedését, felerősítette a tovagyűrűző (spillover és contagion) mechanizmusokat, illetve csökkentette a makrogazdasági fundamentumok jelentőségét az egészséges mutatókkal rendelkező gazdaságokban a kötött árfolyamrendszer fenntartásában és a valuta elleni spekulatív támadás kivédésében. Másrészt a tőkebeáramlásokból eredő kedvező hatások mellett olyan makrogazdasági következményekkel járt (széleskörű devizapiaci intervenció a nettó tőkebeáramlásokból eredő kedvezőtlen monetáris hatások semlegesítése érdekében, a jegybankok határidős devizapiaci kötelezettségeinek növekedése, a rövidtávú nettó devizaadósság növekedése, a tőkebeáramlások, illetve kezelésük által indukált jelentős folyó fizetési mérleg hiány növekedés), amelyek erősítették a feltörekvő gazdaságok pénzügyi sérülékenységét. Harmadrészt a tőkeáramlások hullámzó jellege olyan kedvezőtlen szerkezeti változásokat is

---

kötvénykibocsátások képezték a nettó tőkebeáramlás meghatározó formáját. A nettó beáramlást az első esetben az 1929-1933-as válság ( és a fejlődő gazdaságok tőkepiacokról a második világháború végéig történő kiszorulása) követte, a második szakaszt az 1981-1982-es adósságválság és ezt követően a nettó tőkekiáramlások, míg a legutolsót az 1997-1998-as pénzügyi válságok. A tőkeáramlások irányában mutatkozó ciklikusság mellett azonban a három időszak között jelentős volt az eltérés a beáramlás szerkezetét, makrogazdasági hatásait, a kiáramlás eszközeit, valamint a fejlődő és fejlett gazdaságok makrogazdasági fundamentumait illetően.

elindíthatott a fogadó gazdaságokban, mint a kereskedelembe nem kerülő szektorok gyors bővülése, a magánszektor fogyasztásának növekedése a vagyonhatás érvényesülése nyomán a privát szektor jövedelmi pozíciójában bekövetkezett (átmeneti) javulás eredményeként.

**3. A feltörekvő gazdaságok kamatprémiumának csökkenése.** Az 1990-es években a feltörekvő piacokra történő tőkebeáramlást az említett intézményi tényezők mellett a kamatspreadek csökkenése is ösztönözte, ami különösen erőteljessé vált a mexikói válság lecsengését követően. Ezt mutatja, hogy a feltörekvő gazdaságok kötvényindexe (emerging markets bond index, EMBI), amely a gazdaságok által kibocsátott értékpapírokra fizetett kamatfelárat mutatja az 1995-ös 1600 bázisponttól 1997 közepére 350 pontra csökkent.<sup>9</sup>

A kamatfelár csökkenésében természetesen szerepet játszottak a feltörekvő gazdaságokban végrehajtott szerkezeti reformok és javuló makrogazdasági fundamentumok. Ugyanakkor számos tanulmány arra is rávilágított, hogy a piacok - részben összefüggésben a tőkeáramlások hullám jellegével, amikor a befektetők egy része nem racionálisan értékeli a kockázatok és hozamok alakulását - nem képesek megfelelően árazni a kockázatot, és a kamatfelár ezért eltér a fundamentumok által indokoltnak tekinthető szinttől.

Cline és Barnes (1997) tanulmánya szerint pl. 1994-1995-ben (tehát a mexikói válság kibontakozásának és lefolyásának évében) a feltörekvő gazdaságok esetében kialakult kamatspreadek meghaladták a makrogazdasági fundamentumok által indokoltat, miközben 1996-1997-ben mélyen azok alatt voltak. Vélhetően a befektetők/hitelezők esetében a kockázattal kapcsolatos megfontolásokat elhomályosították a kedvező növekedési és makrogazdasági mutatók által vélelmezett hozamkilátások. A kamatfelárnak a fundamentumok által igazolt szint alá esése tovább növelte a tőkebeáramlásokat, erősítette azok hullám jellegét és fokozta a beáramlást fogadó gazdaságok pénzügyi sérülékenységét.

**4. A feltörekvő gazdaságok árfolyam-politikája.** Annak ellenére, hogy a válság által érintett gazdaságokban igen eltérő árfolyamrendszerek működtek (kezdve a minimális gazdaságpolitikai diszkrecionalitást biztosító valutatanácstól a különböző szélességű sávokkal fenntartott rögzített vagy irányított árfolyamokon át az irányított lebegtetést megtestesítő célzónáig), a válság kirobbanásában az árfolyampolitika, illetve az árfolyamok alakulásának közös vonásai is szerepet játszottak.

Az árfolyam-politika egyik közös vonása abban található, hogy az országok többségében kötött árfolyamokat alkalmaztak: még a viszonylag rugalmas rendszerekkel jellemzett gazdaságokban (pl. Oroszország esetében a célzórendszer) is az árfolyam változását a jegybankok erőteljesen korlátozták. Ennek elsődleges oka az inflációs célok teljesítése volt, valamint az, hogy az árfolyam mint direkt illetve indirekt horgonyt az inflációt stabilizáló tényezőnek tekintették.

A feltörekvő piacok árfolyam-politikájának másik közös vonása volt, hogy jelentős mértékben felértékelődtek a reálárfolyamok. Ebben szerepet játszottak exogén sokkok ( a dollár és a yen árfolyamának alakulása, a távol-keleti gazdaságok esetében a yuán leértékelése 1994-ben és a yuán reálárfolyamának ezt követő javulása), de a meghatározó tényező ebben a tekintetben is

---

<sup>9</sup> Az ázsiai pénzügyi válság során az index értéke ismételen növekedett és 1997 végén 640 bázispont volt, elsősorban az ázsiai és kisebb mértékben a latin-amerikai kibocsátások kockázati felárának növekedése miatt. Ugyanakkor 1998-ban a felár kisebb mértékben csökkent, de nem érte el a távol-keleti válság kirobbanása előtti szintet.

a tőkebeáramlások növekedése és a makrogazdasági hatásainak kezelése volt. A jegybankok elsősorban a beáramlások sterilizálására törekedtek, de ha a tőkebeáramlás pénzmennyiséget bővítő hatása meghaladta a jegybankok sterilizálási képességét, akkor engedték a nominális árfolyamok sávon belüli felértékelődését, bízva a tőkebeáramlások és ezt kísérő beruházás növekedés versenyképességet és folyó fizetési mérleg egyenleget javító hatásában. Sok esetben a hatás aszimmetrikusan érvényesült: a reálárfolyam felértékelődése bekövetkezett, miközben a beruházások és a termelékenység növekedése nem, mert a kívánttól eltérő szerkezetű maradt a nettó tőkebeáramlások növekedése.

5. *A pénzügyi sérülékenység erősödése.* A válságba került feltörekvő gazdaságok mindegyikében kimutatható volt a pénzügyi sérülékenységet jelző mutatók romlása: a reálárfolyam felértékelődése, az export növekedési ütemének mérséklődése, a rövidtávú devizaadósság emelkedése, a belföldi monetizáltság növekedésével összefüggésben az M2/RES mutató növekedése, valamint mikro (elsősorban banki) és makrogazdasági síkon a kedvezőtlen eszköz-forrás szerkezet (mind a lejáratot, mind a követelések devizanemét illetően). A pénzügyi sérülékenység az 1997-1998-as válságokig elsősorban makrogazdasági jellegű volt, de a mostani válság kiemelte a mikrogazdasági tényezők szerepét, ezen belül a bankok mérlegében fennálló torzulásokat, valamint a bankok forrásallokációjának alacsony hatékonyságát.(Eichengreen-Rose(1998)). Az irodalom által említett jelzők romlása a feltörekvő gazdaságok válságba került csoportjában is kimutatható, bár az egyes mutatók eltérő mértékben romlottak a különböző országcsoportokban.

Így a távol-keleti gazdaságok esetében a válsághoz vezető tényező volt az export növekedési ütemének erőteljes visszaesése és ezzel párhuzamosan a reálárfolyam felértékelődése, valamint a belföldi hitelállomány dinamikus reálnövekedése. A latin-amerikai gazdaságokban ezzel szemben veszély tényezőként jelent meg általában a folyó fizetési mérleg deficit növekedése, a jelentős cserearányromlás (jelezve az export erőteljes függését a konjunktúra-érzékeny nyersanyagexporttól). Emellett számos válságba került gazdaságban (Szlovákia, Oroszország, Brazília, Dél-Afrika, stb.) a külső egyenlegek romlását a flow és stock fiskális mutatók romlása kísérte.

## ***II.2. A távol-keleti valutaválság***

A feltörekvő piacokon végigsöprő valuta- és tőzsdéválságok kiindulópontja a távol-keleti gazdaságok válságában keresendő, amely több hullámban hatott 1997 júniusa óta. A távol-keleti gazdasági összeomlás okait azóta számtalan tanulmány elemezte<sup>10</sup>, amelyek a válság kialakulásában szerepet játszó tényezők széles körét emelték ki. A válság kialakulásában szerepet játszó tényezőkkel kapcsolatos viták központi eleme a válság külső illetve belső tényezőinek relatív szerepéhez kapcsolódik. Többen (így P. Krugman (1996, 1998), M. Goldstein (1998), M. Noland (1998)) az ázsiai gazdasági növekedés sajátosságait, az 1990-es években követett gazdaságpolitika problémáit emelték ki mint a válságot előidéző fontosabb tényezőt.

Mások ezzel ellentétben a jelentős és nagyrészt a fogadó gazdaságok szempontjából exogén tényezők által determinált tőkebeáramlásokat, a nemzetközi pénzügyi intézményrendszer

---

<sup>10</sup> Az ázsiai válsággal kapcsolatos elemzések, értékelések, tanulmányok megtalálhatók a <http://www.stern.nyu.edu/nroubini/Asia/AsiaHomepage> honlapon.

gyors liberalizálódását, a pénzügyi válságok felerősödő tovagyűrűzési mechanizmusait, valamint a távol-keleti gazdaságok reál- és pénzügyi szektorait ért exogén sokkokat emelték ki a válságot kiváltó okokként.(Corden M.(1998))

Jelen tanulmány elsődleges célja a válságot előidéző tényezők és az ebből eredő következtetések levonása. Ezért csak érintőlegesen szól a válságot magyarázó elméletekről és elsősorban a válságot elemzi minél több oldalról értékelve a várható következményeket. Ha a távol-keleti gazdaságok válságának okait kutatjuk, akkor időbeli síkban hármas bontást kell alkalmazni. Vannak a válságot kiváltó olyan tényezők, amelyek a távol-keleti gazdaságokban az elmúlt 25 évben bekövetkezett gyors reál GDP növekedés modelljével állnak összefüggésben, vannak amelyek az 1990-es években követett gazdaságpolitikával és makrogazdasági folyamatokkal kapcsolatosak, és végezetül vannak olyan tényezők, amelyek közvetlenül a válság kirobbanása előtt játszottak a válságot eszkaláló, gyorsító szerepet.

A távol-keleti gazdaságok növekedésében meghatározó jelentősége volt annak, hogy a gyors reál GDP növekedés évtizedeken keresztül kiegyensúlyozott makrogazdasági környezettel és javuló jövedelemelosztással párosult, ami a növekedés fenntarthatóságát biztosította. Kisebb kivételektől eltekintve (ilyen volt pl. Dél-Korea növekedése az 1980-as években) ezen gazdaságokra a tartósan alacsony infláció, a kiegyensúlyozott sőt esetenként többletet mutató államháztartási egyenlegek és alacsony államadósság, a tartósan magas közösségi és magán megtakarítások, a stabil, illetve kiszámíthatóan alakuló árfolyamok voltak jellemzőek.

A gyors növekedés másik kedvező vonása a humán és fizikai tőke kínálatának gyors bővülése volt: egyes számítások szerint a humán tőke kínálatának növekedése 10-15 százalékkal növelte a teljes tényezőhatékonyságot, illetve elsődleges tényezője volt a jövedelemelosztás kedvező alakulásának. Végezetül a növekedésben kedvező volt az exportorientált jelleg, ami keresleti oldalról a monopolizált, gyakran autoriter struktúrák mellett is állandó versenyhelyzetet és alkalmazkodási igényt teremtett, míg kínálati oldalról biztosította a gazdaságok fejlettebb technológiával, humán és fizikai erőforrásokkal való ellátását.

**Táblázat 1. Az ASEAN-4 és Dél-Korea makrogazdasági mutatói**

	Beruházások 1986-95	Beruházások 1996	Belföldi megtakarítás 1986-95	Belföldi megtakarítás 1996	Költségvetési mérleg 1986-95	Költségvetési mérleg 1996	Nyitottság ker-re 1986	Nyitottság ker-re 1996	ICOR 1986-90
<b>Indonézia</b>	32,6	32,1	33,8	31,2	0,9	-1	15,9	20,4	19,2
<b>Korea</b>	33,9	36,8	36,4	35,2	0,3	0	30,7	28,9	32,9
<b>Malayzia</b>	32,7	42,2	35,8	42,6	-3,2	0,7	44,3	78,9	25,1
<b>Fülöp-szig.</b>	20,5	23,2	17,5	15,6	-1,9	0,3	16,4	31,2	20,5
<b>Thaiföld</b>	36,3	42,2	33,5	35,9	2,1	0,7	20,9	34,9	32,6

Forrás. BIS (1998)

Ezen széleskörűen elemzett gyakran mintaként prezentált (ld. World Bank (1996), Wade (1996)) növekedési sajátosságok mellett az elmúlt 4-5 évben növekvő számban jelentek meg tanulmányok, amelyek a növekedési modell fenntarthatóságának problémáira utaltak. Young (1994) és ezt követően Krugman (1996) tanulmányai hívták fel először a figyelmet arra, hogy a távol-keleti gazdaságok növekedése elsősorban a humán és a fizikai tőke kínálatának növekedésére alapul, és a teljes tényezőtermelékenység (total factor productivity)

hozzájárulása a GDP növekedéshez elenyésző a fejlett, illetve a távol-keleti gazdaságokkal azonos jövedelmi szinten lévő országokkal összevetve. Mindebből a szerzők arra a következtetésre jutottak, hogy a csökkenő hozadékok elve alapján a növekedésnek idővel jelentősen le kell lassulnia. Az IMF(1998) számításai is azt igazolták, hogy ezekben a gazdaságokban a TFP szerepe a reál GDP növekedésben elhanyagolható mértékű volt és ez a növekedési ütem hosszú távú fenntarthatóságát kérdőjelezte meg.

A növekedés törekvésének további tényezője volt, hogy az elmúlt időszakban tartósan romlott a beruházások hatékonysága. Ez megnyilvánult egyfelől abban, hogy magas volt és növekedett az ICOR mutató, ami a beruházások hatékonyságának csökkenését jelezte: az 1-es táblázat szerint a régióban az ICOR 20-32 között alakult, miközben Latin-Amerikában és a fejlett gazdaságokban 15 alatt maradt.. Másfelől az 1990-es években a beruházások növekedésének elsődleges területe a kereskedelembe nem kerülő javak voltak szemben az 1970-1980-as évekkel, amikor a beruházások elsősorban a tradable szektorokban növekedtek. A beruházási tevékenység szektorok közötti allokálásában bekövetkezett váltásban szerepet játszhatott a reálárfolyamok tartós felértékelődése, a belföldi kereslet növekedése a jövedelmek növekedését követően, valamint a nemzetközi versenyképesség kisebb mértékű csökkenése is.

A távol-keleti gazdasági növekedés harmadik, és a jelenlegi válság kialakulásában fontos szerepet játszó hosszabb távú tényezője a pénzügyi rendszer fejlődésének szerkezete volt. A pénzügyi rendszer egyoldalúan, aszimmetrikusan fejlődött, mert elsősorban a bankrendszer bővült, miközben a tőkepiacok (ezen belül a részvény és kötvénypiacok egyaránt) lassan fejlődtek, részben az állami korlátozások, részben a magánszektor ellenérdekeltsége miatt.<sup>11</sup> A bankrendszer egyoldalú fejlettsége az erőteljes állami szerepvállalás kifejeződése is volt, mert a banki hitelek centralizált elosztásával az állam képes volt a fejlődő szektorok támogatására („picking the winners” stratégia).

Az állami beavatkozás csak közvetve érvényesült, mert a bankok - kivéve a stratégiai fejlesztési, az export- import bankokat - zömében magántulajdonban voltak. Az állami beavatkozás a hitelezés szektorális elosztásába történt, elsősorban morális nyomás (moral suasion) alkalmazásával. A gyors növekedés időszakában, amikor a bankok is erőteljesen növelték mérlegfőösszegüket és amikor a banki hitelezések még elsősorban nem a pénzügyi buborék alapján történtek a kihelyezések minőségének romlása kisebb mértékű és a konjunktúra miatt jobban kezelhető volt. Az 1990-es évek elejétől kezdődően azonban fokozatosan emelkedett a nem teljesülő hitelek volumene és aránya, romlott a bankok forrás- és eszközszerkezete, növekedett a pénzügyi közvetítés kockázata, előrevetítve a bankrendszert érintő gondokat.

A távol-keleti növekedési modell hosszabb távú problémái természetesen önmagukban nem lettek volna elégségesek az elmúlt 18 hónapban lezajlott válság kirobbantásához. Ehhez olyan változásokra volt szükség az 1990-es években, amelyek a halmozódó feszültségeken túlmenően erőteljesen növelték a gazdaságok pénzügyi sérülékenységét. Figyelembe véve a külső és belső tényezőket öt jelentősebb, a válság kialakulásához vezető közvetlen tényező mutatható ki:

---

<sup>11</sup> A kötvénypiacok fejlődését emellett a kedvező államháztartási pozíció is nehezítette, mert a kiegyensúlyozott államháztartások miatt nem volt szükség az állampapírpiacok kiépülésére. Ezért az állampapírpiacok - amelyek a feltörekvő gazdaságokban a fő ösztönző erőt adják a kötvénypiacok fejlődésének - alulfejlettek voltak.



1. a kötött árfolyamrendszerek irányába történő elmozdulás és a reálárfolyamok tartós felértékelődése,
2. a távol-keleti gazdaságokat érintő exogén sokkok,
3. a nettó tőkebeáramlás erőteljes növekedése az 1990-es években,
4. a pénzügyi rendszer működésének és liberalizálásának problémái,
5. a gazdaságok pénzügyi sérülékenységének növekedése.

**Az exogén sokkok.** A válságot megelőző 2-3 évben négy jelentősebb kedvezőtlen sokkhatás érte az ASEAN-4 és Dél-Korea gazdaságát (de a többi, válság által kevésbé érintett távol-keleti gazdaságot is, beleértve Hong-Kongot és Taiwan is). Sokkot jelentettek a **kedvezőtlen exogén árfolyam-alakulások**. Ezek között meghatározó volt a dollár felértékelődése 1995 óta, ami a dollárhoz közvetlenül vagy közvetve (a helyi valutának devizakosárhoz történő kötés esetében a dollárnak az adott ország külkereskedelmében a kosárban betöltött szerepénél játszott magasabb részesedése miatt) csökkentette a távol-keleti gazdaságok versenyképességét a fő exportpiacnak számító USA-ban a valutájukat a dollárhoz nem kötő exportőrökkel (elsősorban a latin-amerikai államokkal, Japánnal és Kínával) szemben, illetve az import esetében a meghatározó jelentőségű yennel szemben.

Egyes szerzők (így pl. Nolan (1998) szerint) további negatív árfolyamsokkot jelentett az ASEAN-4 és Dél-Korea számára a jüan leértékelése 1994-ben, amikor a hivatalos és a párhuzamos piaci árfolyamot egyesítették. Annak ellenére, hogy a tényleges jüan leértékelés mértékéről vita van az egyes szerzők között (ld. Nolan (1998) tanulmányát), a jüan leértékelődése és a kínai export versenyképességének növekedése bizonyosan szerepet játszott a távol-keleti kisebb gazdaságok folyó fizetési mérleg gondjainak növekedésében.

A kedvezőtlen árfolyamváltozásokat felerősítette a **cserearányok romlása** is. A nyersanyagexportőr gazdaságoknak (Malaysia és elsősorban Indonézia) súlyos sokkot jelentett a nyersanyagárak csökkenése, illetve az olajárak mélyrepülése. Az exportjukban a primer termékek kisebb részesedésével bíró többi ázsiai gazdaságban a legnagyobb gondot a félvezető ipar árainak meredek zuhanása okozta: az USA-ban a számítástechnikai termékek ára a hatalmas verseny és a felgyorsuló innováció nyomán pár év alatt 40 százalékkal csökkent.

A negyedik negatív sokkhatást a régió gazdaságaira a **lassuló japán növekedés** jelentette. Noha a távol-keleti gazdaságok fő exportpiaca az USA volt, Japán részesedése a nettó kivitelükben növekedett az 1980-as évek közepétől. Ugyanakkor a japán növekedés lassulása visszafogta az exportkínálat növekedését, illetve növelte az áru- és tőkeimportot Japánból.

**A tőkebeáramlások növekedése.** Noha a távol-kelet gazdaságok külső finanszírozása a fejlődő gazdaságokat az 1980-as években sújtó adósságválság alatt is biztosított volt, az 1990-es években a feltörekvő piacok irányába meginduló növekvő tőkebeáramlás egyik kiemelt célterülete a távol-keleti régió lett. A tőkebeáramlások növekedését ( 2. grafikont) a régió kedvező növekedési kilátásai, az ennek megfelelően alacsonynak tekintett kockázati tényezők mellett számos egyedi tényező is ösztönözte. Ilyen volt a kötött árfolyamok rendszerének párosulása a magas belföldi kamatlábakkal, ami a fedezetlen kamatparitástól való tartós eltérést eredményezett, és a külföldi befektetők számára csekély árfolyamkockázat mellett

jelentős hozamok realizálását tette lehetővé. Ez különösen annak fényében volt jelentős hatású, hogy a fedezetlen kamatparitás elvének megsértése az 1990-es években a tőkeáramlások és a pénzügyi rendszer átfogó liberalizálásával párosult, ami erőteljesen növelte az intézményi befektetők piaci aktivitását.

A tőkeáramlásokat ösztönző másik tényező a jövedelmek és ehhez társulva - és szemben a korábbi évtizedek növekedési gyakorlatával - a belföldi felhasználás gyors növekedése volt: a szinte korlátlan beruházási kereslet finanszírozására nem voltak elégségesek a magas belföldi megtakarítások, hanem külső források bevonása is szükségessé vált. A tőkebeáramlások növekedése azonban a nemzetközi tapasztalatokból és elméleti munkákból közismert előnyök mellett (szélesebb körű befektetési lehetőségek, a befektetők kockázatának csökkentése, beruházások kedvezőbb finanszírozása, folyó fizetési mérleg hiányának időbeni kisimítása, stb.) számos problémát is jelentett a régió gazdaságainak.

A tőkebeáramlásokkal kapcsolatos egyik probléma a beáramlások szerkezetében volt. A távolkeleti régiókn belül viszonylag magas volt a nettó pénzügyi hitelfelvétel részese a beáramlásban, ami elsősorban a bankok belföldi hitelkihelyezéseit finanszírozta<sup>12</sup>. A stabil árfolyamrendszerek, az alacsony ország- és árfolyamkockázat miatt azonban a bankok nem fedezték le a deviza hitelfelvételeiket és jelentős nyitott pozícióval rendelkeztek. Ráadásul a források és eszközök devizanemében meglévő aszimmetria lejárat aszimmetriával is társult: a rövid távú forrásokkal finanszírozták a hosszabb lejáratú hiteleket. A kedvezőtlen lejárat szerkezet a beáramlások növekedésének időszakában nem okozott problémát, de azonnal visszahatott a bankok helyzetére amikor ezek a külső források elapadtak.

A tőkebeáramlások növekedésének másik problémája abban jelentkezett, hogy fokozatosan változott felhasználásuk szerkezete: eleinte a beruházásokat finanszírozták, az 1990-es évek közepétől azonban elsősorban a magánszektor fogyasztásának növekedését illetve a kereskedelemben nem kerülő javak (elsősorban ingatlanok) szektorában eszközölt befektetéseket. Ezáltal azonban a tőkebeáramlások növekedése közvetlenül hozzájárult a pénzügyi buborék kialakulásához. A buborék kialakulását (amiről részletes elemzést ad Krugman (1998)) az eredményezte, hogy a befektetők által keresett eszközök kínálata véges volt és ezért a kereslet növekedése egy idő után az árak emelkedésében realizálódott.

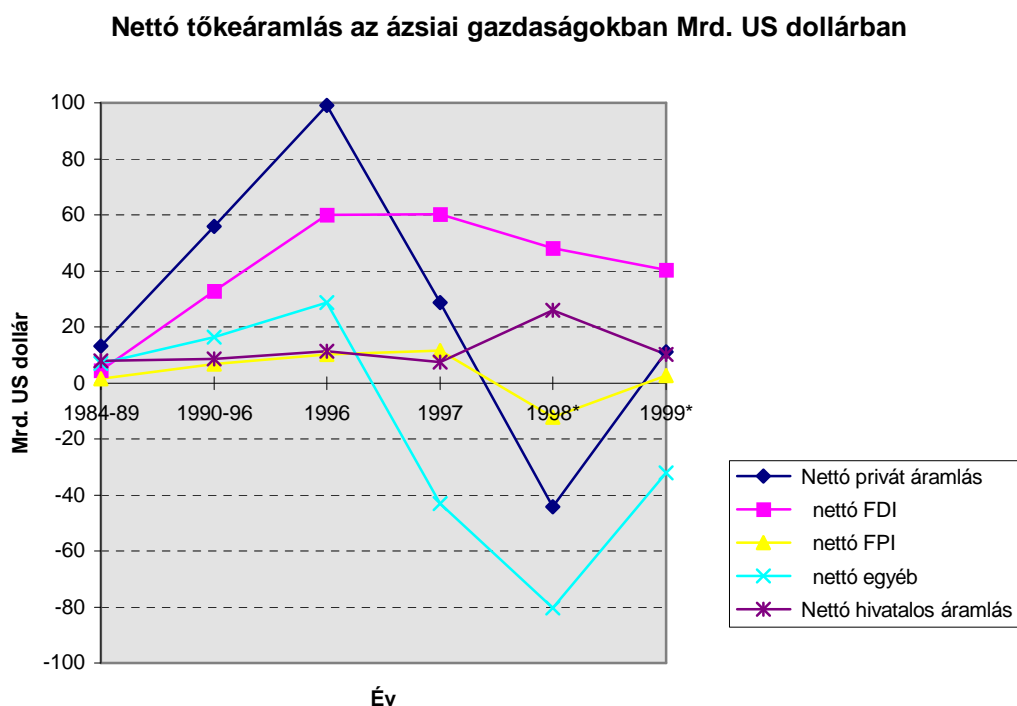
Az ingatlan (és részvény-) befektetések növekedését a növekvő árak mellett az egyéb (elsősorban az ipari és kereskedelemben kerülő) befektetések hozamának relatív csökkenése is ösztönözte, ami még vonzóbbá tette ezen befektetéseket a hazai befektetők számára is. A hazai bankok és vállalatok növekvő ingatlan és részvényberuházásai tovább fújták a buborékot, ami addig növekedett amíg a befektetők várakozásai az árak növekedését vetítették előre. Amikor ezen várakozások már nem érvényesültek, a buborék kipukkadt, a befektetők likvidálni próbálták pozícióikat, az eszközárak zuhantak, a devizakülföldi befektetők ki akartak lépni a nemzeti piacokról, és ez elvezetett a valutaválság kialakulásához.

---

<sup>12</sup> Ennek egyik oka a bankrendszer pénzügyi közvetítésben játszott kiemelkedő szerepében volt, amihez az is társult, hogy a devizagazdálkodás liberalizálása során általában (egy kivétellektől, pl. Dél-Koreától eltekintve) a hatóságok nem támogatták a vállalati szektor közvetlen külső hitelfelvételét. A bankrendszer nettó tőkebeáramlásban játszott fontos szerepét magyarázza az is, hogy a tőzsdék a gazdaságok fejlettséghez képest relatíve alulfejlettek voltak, és a vállalati szektor növekedését csak korlátozva lehetett a tőkepiacokról finanszírozni.

A tőkebeáramlások növekedésének harmadik kedvezőtlen makrogazdasági következménye a reálárfolyam felértékelődéséhez való hozzájárulása volt. A tőkebeáramlások növekedése mindenhol a fogadó gazdaságok monetizáltságának - ezen belül különösen a magánszektornak nyújtott hitelek - gyors növekedéshez vezetett. A reálárfolyam felértékelődése egyszerre eredt a gyorsabb pénzmennyiség növekedés inflációs hatásaiból, valamint a nominális árfolyamok felértékelődéséből.

**Grafikon 2**



Végezetül a tőkebeáramlások növekedése csökkentette a befektetők veszélyérzetét és a gazdaságpolitika reagálását a lehetséges kockázatokra. A tőkeáramlásokat egyirányú utcaként fogták fel a kormányok és nem vonták le a pénzügyi sérülékenységek növekedéséből eredő következtetéseket. Összességében a tőkebeáramlások növekedése és az általuk is generált/felerősített ciklus jelentős szerepet játszott a valutaválságok kialakulásában: a jegybankok nem voltak képesek a beáramlások monetáris hatásának teljes körű semlegesítésére<sup>13</sup>, nem szélesítették megfelelő időben és ütemezésben az árfolyamsávokat, és nem reagáltak a tőkeáramlásokat érő exogén sokkokra.

**Az árfolyamrendszer és a reálárfolyam felértékelődése.** A távol-keleti gazdaságok az 1990-es években alapvetően kötött árfolyamrendszereket alkalmaztak a növekvő tőkebeáramlások, a pénzügyi szektor liberalizálása, valamint a kötött árfolyamrendszereket az 1990-es évek első

<sup>13</sup> Ezt az ország elemzések mellett a Világbank (1998) tanulmánya is mutatja, amely szerint a jegybankok a tőkebeáramlások mértékének átlagosan egyharmadáig növelték tartalékaikat: ezen belül a csekély, GDP arányosan 3 százalék alatti és a jelentős, GDP arányosan 6-7 százalék feletti tőkebeáramlást regisztráló gazdaságokban volt ennél magasabb a beáramlás tartalékbővítésre fordított aránya.

felében megrázó válságok ellenére. A kötött árfolyamrendszerek lényegi tulajdonsága volt, hogy közvetve vagy közvetlenül a dollárhoz voltak rögzítve, illetve hogy kis szélességű árfolyamsávval párosultak. Thaiföldön a baht 1985 óta formálisan devizakosárhoz volt kötve, de valójában a kötöttség a dollárhoz állt fenn. Indonéziában az 1970-es és 1980-as években végrehajtott diszkrecionális árfolyam leértékeléseket követően 1989 óta a dollárral szemben alkalmazott csúszó leértékeléses sávot (crawling band) alkalmaztak, amelynek szélessége fokozatosan növekedett a kezdeti +/- 0,5 százalékról +/-4 százalékra. A csúszás mértéke azonban nem kompenzálta a belső és a külső infláció közötti eltéréseket. Hasonlóképpen sávos árfolyamrendszert alkalmazott Malaysia és a Fülöp-szigetek is, egyaránt +/-5 százalékos szélességgel, a jegybanki beavatkozást jelentősebb árfolyammozgások eseteire korlátozva.

A reálárfolyam felértékelődés elsősorban a nominális árfolyam felértékelődéséből eredt, mindössze a Fülöp-szigetek esetében volt a külsőnél magasabb belső inflációnak szerepe a reálárfolyam csökkenésében. A felértékelődéshez jelentős mértékben járult hozzá a dollár felértékelődése, ami magával húzta a távol-keleti gazdaságok nominális árfolyamát. A nominális felértékelődést a gazdaságpolitika nem tudta semlegesíteni, de a kötött árfolyamrendszerekből eredő előnyök, illetve az ezekből történő kilépés magas költségei miatt nem korrigálta az alkalmazott árfolyamrendszereket sem.<sup>14</sup> A reálárfolyam felértékelődése és a fizetési mérleg deficit növekedése között kölcsönös kapcsolat jött létre: a felértékelődés elsősorban az importkereslet növelésével rontotta a folyó fizetési mérleget, miközben az egyenleg romlása is felértékelte az egyensúlyi árfolyamhoz képest az aktuális reálárfolyamokat.

**A pénzügyi rendszer liberalizálásának problémái.** A pénzügyi szektor liberalizálása az 1990-es években következett be a távol-keleti gazdaságokban, követve Japán és a többi feltörekvő piacok liberalizálási lépéseit. A liberalizálásban jelentős eltérések voltak az ASEAN-4 és Dél-Korea között annak sebességét és az általa érintett területeket illetően. Thaiföldön gyorsan liberalizálták a tőkebeáramlásokat, de adminisztratív korlátokat alkalmaztak a tőkeexport tekintetében, miközben Dél-Koreában és Indonéziában a tőkekiáramlások liberalizálása a beáramlások erőteljesebb adminisztratív szabályozásával társult<sup>15</sup>. Az országok közötti eltérések ellenére is a liberalizálásnak volt két olyan általános regionális tulajdonsága, amelyek az összes országban hozzájárultak a válság elmélyüléséhez.

Egyrészt a liberalizálás aszimmetrikus volt abban a tekintetben, hogy a elsősorban a bankszektort érintette és nem, vagy csak korlátozottan terjedt ki a tőkepiacokra. A bankrendszer liberalizálása viszont a bankok ellenőrizetlen hitelfelvételéhez, a nettó devizaforrások gyors akkumulálódásához, a banki kihelyezések növekedéséhez vezetett, miközben a pénzügyi rendszer többi eleme lassabban bővült. Összességében a közepesen

---

<sup>14</sup> A kötött árfolyamrendszerek legfőbb előnyei a távol-keleti gazdaságban (szemben a magas inflációval rendelkező latin-amerikai és kelet-európai gazdaságokkal) nem az inflációs várakozások hűtésében és a gazdaságpolitika számára játszott horgony szerepben jelentkeztek, hanem a kiszámítható árfolyampályában, az árfolyam volatilitás minimalizálásában, ami mind a nettó hitelfelvelelek hazai valutában számított költségének alakulása, mind a kereskedelembe kerülő szektorok versenyképessége szempontjából fontos volt. A rendszerek feladásából eredő költségeket részben ezen előnyök megszűnése, részben a magasabb kamatszínvonal jelentette.

<sup>15</sup> Thaiföldön a liberálisabb kezelést a gyors növekedés gerjesztette tőkehiány magyarázza, míg Dél-Koreában a nemzeti pénzügyi szektor védelme mellett jelentős tőkefelesleg volt, miközben Indonéziában elsősorban a protekcionizmus és az infant industry érvrendszer alapján történt a korlátozások hosszabb távú fenntartása.

fejlett gazdaságokra jellemzőnél is magasabb mértékű volt a bankrendszer részesedése a pénzügyi közvetítésből.

A másik aszimmetria a pénzügyi liberalizálásban a tőke be- és a kiáramlás nyitásában jelentkezett: az országok között meglévő eltérések ellenére a tőkebeáramlások liberalizálása sokkal gyorsabb volt a kiáramlásokénál. Miközben ez az időbeli ütemezés összhangban állt a liberalizálással kapcsolatos főbb elméleti ajánlásokkal (McKinnon(1991), Edwards (1989)), közvetlenül hozzájárult a bankok magas fedezetlen nyitott devizapozícióinak kialakulásához, a nettó devizaadósság gyors növekedéséhez. A devizaforrásokhoz a bankok a kiáramlás korlátozása miatt csak a nemzeti valutában denominált eszközöket szerezhettek, ami a valutaválság kirobbanásakor visszaütött a magasabb devizakeresletben és a jelentős árfolyam leértékelődésben.

**A pénzügyi sérülékenység növekedése.** A válság időzítését és kirobbanásának felgyorsulását a gazdaságokat érintő rövidtávú tényezők közül elsősorban a pénzügyi sérülékenység növekedése eredményezte. A pénzügyi sérülékenység növekedése a távol-keleti gazdaságokban elsősorban a gazdaságok monetizáltságának sokkok nélkül fenntartható mértékének meghaladásában jelentkezett. A belföldi hitelállomány aránya a GDP-hez viszonyítva évente 10 százalékkal növekedett, a hitel/GDP mutató tartósan emelkedett Indonézia kivételével az összes gazdaságban, a privát szektornak nyújtott hitelállomány reálértéken gyorsan bővült, akárcsak a pénzmennyiség szűk és tágabb mutatói (World Bank (1998)).

A gyors növekedés eredményeképpen Dél-Korea mellett Malaysia és Thaiföld esetében a hitel/GDP mutató elérte a fejlett országok átlagát (ami az amerikai 79 százalék és a német 131 százalék mint két végpont között szóródik). A monetizáltság növekedésének forrása a kereskedelmi bankok külső hitelfelvétele, a növekvő forrásokkal rendelkező jegybankok refinanszírozásának bővülése, valamint a hitel multiplikátor (hitel/M0) növekedése volt. A pénzügyi sérülékenység és ebből fakadóan a pénzügyi szektor kihelyezései a fellendülés időszakában emelkedtek. A sérülékenység erősödése részben abból fakadt, hogy túlzottan gyors volt a belföldi hitelállomány növekedése és a bankrendszer képtelen volt forrásainak növekedését hatékony, kedvező megtérülésű kihelyezésekbe allokálni. A pénzmennyiség gyors bővülése azt is eredményezte, hogy növekedett a M2/jegybanki devizatartalékok aránya, ami fokozta a hazai valuta elleni spekulációs nyomás veszélyét.

A válság kirobbanásához az 1990-es években bekövetkezett öt középtávú változás mellett közvetlen kiváltó tényezőkre is szükség volt. A válságot gyorsító tényezőnek (triggering factor) bizonyult három kedvezőtlen változás 1997 első felében. Egyrészt a külföldi befektetők érzékelvén a növekvő bizonytalanságot és a hozamok várható csökkenését, mérsékeltek a tőzsdéken eszközölt befektetéseiket és az ezt követő tőkekiáramlás a tőzsdei árfolyamok csökkenését és a valutákkal szembeni leértékelődési nyomás felerősödését eredményezte. Az árfolyam leértékelődés elkerülhetetlen volt a devizakiáramlás és a jegybanki tartalékok szintje közötti magas rés, valamint az árfolyam védelme érdekében alkalmazható kamatonövelés késleltetése miatt.

Másrészt a tőkekiáramlás 1997-ben az ingatlanpiacról is felgyorsult és az ingatlanárak csökkenése erőteljesen rontotta a bankok pénzügyi mutatóit, hiszen ekkor már kihelyezéseik 25 százaléka(!) az ingatlanszektorban volt. Mindezek eredményeképpen a bankok kettős nyomás alá kerültek: az árfolyamok leértékelődése forrásaik törlesztését tette költségesebbé, míg az ingatlanokban tartott eszközeik leértékelődése, illetve az általuk hitelezett vállalati kör

ingatlanbefektetéseinek elértéktelenedése eszközeik jövedelmezőségét csökkentette. Ez viszont a külföldi hitelezőket hitelek gyorsított lehívására kényszerítette, mert a bankok fizetéképtelenségének és a valuták mélyrepülésének veszélye hitelek elvesztésével fenyegette a külső hitelezőket. A válság kirobbanását gyorsító közvetlen tényező a bankrendszer állapota, eszköz és forrásszerkezetének, flow és stock pozíciójának kedvezőtlen alakulása volt.

A válság lefolyását és makrogazdasági hatásait meghatározta, hogy elhúzódva, több hullámban zajlott le. A válság a thaiföldi baht elleni spekulációval kezdődött 1997 májusában, ami tovagyűrűzött más feltörekvő országokra és régiókba is, és júniusban a nemzeti valuta leértékelődéséhez vezetett. A második hullám 1997 októberében érkezett, amikor Taiwan bejelentette, hogy beszünteti valutája védelmét. Annak ellenére, hogy Taiwan képes lett volna ellenállni a valutája elleni esetleges spekulatív támadásnak, ez a bejelentés megingatta a többi ázsiai és némely latin-amerikai valutákat is.

A válság harmadik hullámát a dél-koreai krízis váltotta ki 1997 decemberében, amikor a gazdaság a fizetéképtelenség határára került. A won leértékelődése újabb leértékelődési hullámot indított el, és jelentős hatást gyakorolt a régió túlmenően Oroszországra és Brazíliára is. A dél-koreai válságot követően az árfolyamok mélypontjukra zuhantak, majd 1998 első harmadában enyhén erősödtek. A valutaválság utolsó szakasza a yennel szembeni leértékelődés és a GDP vártnál nagyobb visszaesése miatt 1998 áprilisától hatott, újabb leértékelési nyomás alá helyezve a regionális valutákat.

Az ASEAN-4 és Dél-Korea válsága olyan makrogazdasági folyamatokat indított el a régióban, amelyek részben a térség világ GDP-ben és kereskedelemben betöltött növekvő részesedése, részben a mostani válság korábbiaknál erőteljesebb tovagyűrűző hatásai miatt súlyos makrogazdasági következményekkel jártak a többi feltörekvő és a fejlett gazdaságokban is.

A válság egyik azonnali következménye a jelentős árfolyam leértékelődés és a reálárfolyamok növekedése volt. A nominális árfolyam leértékelődése meghaladta az egyensúlyi értéket, jelentős túlreagálás (overshooting) volt jellemző rá, amit elsősorban a befektetők és a hazai jövedelemtulajdonosok pánikszerű devizavásárlása, a tőzsdei árfolyamok összeomlása és az ezzel párhuzamos tőkekiáramlás, a válság elhúzódása és az ismételt exogén sokkok jelentkezése váltott ki. Ezek a valutaválságokkal kapcsolatban leírt jelenségek sokkal erőteljesebben befolyásolták a nominális árfolyam alakulását, miközben a makrogazdasági fundamentumok (így a reálárfolyam kötött árfolyamrendszer melletti felértékelődése, az inflációs eltérések a szóban forgó és a fejlett gazdaságok között, a folyó fizetési mérleg hiánya és fenntarthatósága) kisebb és egyenletesebb leértékelődést indokoltak volna.

**Táblázat 2. A válság árfolyamhatásai 1997 június és 1998 szeptember között az ASEAN-4 államokban és Dél-Koreában (az INS és DOTS súlyok alkalmazásával).**

	<b>NEER</b>	<b>NEER</b>	<b>REER</b>	<b>REER</b>
	INS súly	DOTS súly	INS súly	DOTS súly
<b>Korea</b>	-29,3	-23,5	-23,7	-19,8
<b>Indonézia</b>	-75,6	-74,3	-58	-56,3
<b>Malajzia</b>	-32,3	-30,2	-28,8	-27,2
<b>Fülöp-szigetek</b>	-32,5	-31,3	-27,2	-26
<b>Thaiföld</b>	-30,5	-26,7	-22,3	-19,1

Forrás: WEO (1998) 85p

Összhangban a korábbi valutaválságok során szerzett empirikus tapasztalatokkal a kezdeti alulértékeltséget a nominális árfolyam kisebb mértékű felértékelődése követte. Ezt a felértékelődést a magas kamatdifferencia, a tőkebeáramlások ismételt feléledése, valamint a spekulatív nyereségek realizálást követően a hazai valuták iránti kereslet növekedése okozta. A kezdeti leértékelődést követő nominális felértékelődés mellett is jelentősnek bizonyult a reálárfolyamok leértékelődése az említett öt gazdaságban. Ennek egyik oka, hogy szemben a többi feltörekvő gazdasággal a távol-keleti országokban nagyon alacsony a nominális árfolyamváltozás inflációs következménye (exchange-rate passthrough) és így a nominális leértékelődés jelentős reálleértékelődést eredményez. A BIS (1998) elemzése szerint míg az 1997 májusi cseh válságot követően az árfolyam leértékelődés közel 100%-ig, az 1994 decemberi mexikói devalváció 40%-ig, addig a távol-keleti gazdaságokban mindössze 20-25%-ig tevődött át a hazai árak növekedésére.

A jelentős nominális leértékelődést nem kísérte az infláció megugrása: ez ellen hatott a rendkívül nyomott belföldi kereslet, az infláció növekedését korlátozó adminisztratív lépések (pl. az árellenőrzés bevezetése az alapvető élelmiszerekre), valamint a nominális bérek növekedésének korlátozása. A 20-25 százalékos reálárfolyam leértékelődés viszont rendkívüli mértékben növelte a kereskedelemben kerülő javak szektorának nemzetközi versenyképességét.

Összességében azonban az árfolyam leértékelődése rövidtávon több makrogazdasági problémát, mint eredményt hozott. A jelentős leértékelődés növelte a pénzügyi szektor sérülékenységét, hiszen most egyértelműen kiderült a bankok eszköz és forrásszerkezete közötti lejárat- és devizanem aszimmetria negatív hatása a bankok flow és stock helyzetére. A számottevő leértékelődés és ennek megállítása jelentős jegybanki kamatemelést tett szükségessé, rontva a banki portfóliók értékét, valamint növelve a reál GDP visszaesését. Az árfolyam leértékelődés paradox módon nem eredményezte az export jelentősebb növekedését sem, aminek elsősorban szerkezeti okai voltak.

Egyrészt a távol-keleti gazdaságok exportszerkezetén belül meghatározó volt a régió belüli (beleértve ebbe Japánt is) kereskedelem aránya és a valuták kölcsönös leértékelődése nyomán nem volt lehetőség az export volumenének bővítésére, csak annak egyes országok közötti megoszlásának módosítására. Másrészt az export növelését korlátozták a fejlett országok által alkalmazott adminisztratív korlátozások, amelyek nem engedték a piaci egyensúly alatti árakon piacra lépni a termelőket.

Végezetül azt is figyelembe kell venni az export és a nominális árfolyam leértékelődés export versenyképességét érintő hatásainak alakulásánál, hogy ezekben a gazdaságokban magas volt az export importtartalma. Az import kereslet drámaian csökkent. Ezt elsősorban a fogyasztási importkereslet csökkenése determinálta a jövedelmek visszaesése miatt. Ezzel szemben a kereskedelemben kerülő javak szektorában az import visszaesése vagy nem volt jelentős (és ekkor nem növekedtek a magas importtartalom miatt a versenyképességi előnyök a kereskedelemben kerülő javakat előállító termékek esetében), vagy ahol az volt, ott a magas importtartalom exportkapacitásokat is kiárazott a piacról.

A jelentős reálárfolyam leértékelődés és a jövedelmek csökkenése elsősorban az importkereslet alkalmazkodásán keresztül befolyásolta a kereskedelmi és folyó fizetési mérleg egyenlegek alakulását. Az öt gazdaság esetében a kumulált kereskedelmi mérleg deficit 1997 első felében mért 40 milliárd US dollár, a GDP 4 százalékos hiányról 1998 első felére 80 milliárd dollár, azaz a GDP 8 százalékos többletévé változott (.:????). A 12%-os GDP arányos kereskedelmi alkalmazkodás sebességét és mértékét tekintve is egyedülálló a

valutaválságok történetében: a távol-keleti gazdaságokkal összevethető mexikói 1994-1995-ös válság során a korrekció a GDP 2%-a, míg 1997-1998-ban Csehországban 3%-a volt.

A távol-keleti feltörekvő piacok válságának egyik váratlan következménye a GDP visszaesésének kezdetben véltet jelentősen meghaladó mértéke. A csökkenéshez hozzájárult a kormányzatok tétovázása a szükséges gazdaságpolitikai korrekció végrehajtását illetően, ami addicionális tőkeáramláshoz és később a szükségesnél is nagyobb mértékű kamatemeléshez vezetett. A GDP csökkenésének további oka volt, hogy a válság a korábban leírtaknak megfelelően egymást követő hullámokban érkezett, és az exogén feltételek (Japán, Kína) is fokozatosan romlottak..

A jelentős GDP csökkenéshez természetesen hozzájárult a nagymértékű vagyronvesztés, illetve a nominális árfolyamok leértékelődése miatti drasztikus cserearányromlás is. A vagyronpiacokon elszenvedett veszteségek visszafogták a magánszektor beruházási és fogyasztási keresletét és keresleti oldalról a GDP növekedését nem tudta erősíteni a költségvetési deficit növekedése, annak ellenére sem, hogy ez egyes gazdaságokban a korábbi évtizedek átlagos államháztartási hiányával összevetve elképzelhetetlen méreteket öltött (ld. 3 táblázatot).

**Táblázat 3. A költségvetési egyenleg a távol-keleti gazdaságokban a GDP százalékban**

	Indonéz.	Indonéz.	Korea	Korea	Thaiföld	Thaiföld	Fülöp- szk	Fülöp- szk
	1997/98	1998/99	1997/98	1998/99	1997/98	1998/99	1997/98	1998/99
<b>Fiskális egyenleg</b>	-0,9	-10,1	0,0	-4,0	-1,6	-5,1	-0,9	-2,1
<b>Egyenleg változása</b>	-2,2	-9,2		-4,0	-4,0	-3,5	-0,4	-1,2
<b>Fiskális impulzus</b>	-2,1	-6,4	0,1	0,2	-2,7	-0,6		

*Forrás: IMF (1998)*

A fiskális expanzió azonban csak a visszaesés mértékét volt képes csökkenteni. A vagyoneszközök és a nominális árfolyamok leértékelődése elkerülhetetlenül a bankrendszer eszköz-forrás szerkezetének drámai romlásával párosult. A bankok a korábbi évek laza hitelezésével szemben minimálisra csökkentették kihelyezéseiket, felerősítve a válságot még inkább elmélyítő credit crunch valószínűségét. A bankrendszer és a vállalati szektor pozícióinak megroggyanása rövidtávon egymást erősítő kedvezőtlen folyamatokat indukált: a vállalatok fizetésektelensége a banki portfóliókat rontotta, ami a források hazai valutában vett értékének megugrása mellett a bankokat hitelezéseik erőteljes visszafogására kényszerítette.

Miközben korábban a belföldi hitelállomány/GDP mutató éves növekedési üteme meghaladta a 10 százalékot, addig a válságot követően a hitelállomány visszaesése még a GDP csökkenés mértékénél is jelentősebb volt. A hitelezés visszaszorulásában szerepet játszott az átlagos és a marginális kamatszínvonal növekedése is: a jegybankok lépései a nemzeti valuták védelme érdekében rendkívül magas kamatszínvonalat eredményeztek, amelynek csökkenése fokozatos és csak több lépcsőben bekövetkező volt. A magas nominális és a minimális inflációs hatás miatt növekvő reálkamatlábak további vállalati hitelfelvételeket áraztak ki a piacról az amúgy is konzervatívabbá váló hitelezési környezetben.



Végezetül a GDP gyors csökkenésében szerepet játszott a folyó fizetési mérleg hiányhoz történő alkalmazkodás módja is. A folyó fizetési mérleg hiánya a válságot megelőző időszakban a kiegyensúlyozott államháztartási pozíció mellett azt jelentette, hogy a magánszektor megtakarításai elmaradtak jövedelem felhasználástól. A megtakarítás-beruházás egyenleg felborulását rövidtávon csak a felhalmozások csökkenésével lehetett elérni, figyelembe véve, hogy a megtakarítások növelésére rövidtávon csekély mozgástér állt rendelkezésre. Egyfelől amiatt, mert nemzetközileg és az adott gazdaságok egy főre eső GDP-je mellett is kiugróan magasak voltak, másfelől mert a vagyoneszközök leértékelődése olyan vagyoneszteséget indukált, ami a magánszektor megtakarítási lehetőségeit korlátozta. Az alkalmazkodás egyetlen eszközévé a magánszektor tágan vett felhalmozásának csökkentése vált, ami a beruházások és a fogyasztás erőteljes visszaesésében jelentkezett, negatívan befolyásolva a GDP alakulását.

A valutaválságok egyik elkerülhetetlen következménye, hogy a válság alatt és ezt követően növekednek a belföldi kamatlábak. Ezt indokolja a hazai valuta jegybanki, a válságot sok esetben megelőző monetáris expanzió visszafogása, valamint a leértékelődés esetén az inflációs nyomás csökkentése. A kamatok növekedése kedvező, mert a hazai valutában eszközölt befektetések hozamát növelve csökkenti a spekulánsok nyereségét a hazai valuta elleni esetleges támadás során. A kamatlábak növelése továbbá mérsékelheti az inflációs várakozásokat, valamint a reál pénzmennyiség növekedési ütemét és ez segíti az infláció, illetve a folyó fizetési mérleg hiány gondok kezelését.

A kamatlábak növekedése a válság során azonban kedvezőtlen makrogazdasági hatásokkal is jár. Egyrészt növeli a magánszektor adósságát és ez a kezdetinél nagyobb nyomást eredményezhet az árfolyamra, felerősítve a leértékelési várakozásokat. Abban az esetben, ha a pénzügyi szektor kihelyezéseinek jelentős része kétes megtérülésű, akkor a kamatlábak növekedése gyorsan ronthatja a bankok portfólióját, a hitelek növekvő részét sorolva át a nem megfelelő kategóriába. További nehézséget okoz a kamatlábak emelése akkor, ha nem párosul hiteles gazdaságpolitikával, mert ebben az esetben a magasabb kamatlábak jelentik a további valutaválság elkerülésének egyetlen eszközét. Ekkor viszont tartósan magasak maradnak a kamatlábak, ami a belföldi magán-és közösségi adósság szintjére, a GDP növekedési ütemére kedvezőtlen hatást gyakorolva további támadási lehetőséget ad a spekulánsoknak (ld. a valutaválság elméletek második generációjának megállapításait).

**Táblázat 4. A kamatok és az árfolyamok a válság során.**

	Overnight kamatok		3hónapos kamatok			árfolyam	
	csúcs	időpont	97 első fele	csúcs	időpont	leértékel. maximum	időpont
<b>Hong-Kong</b>	100	23.okt	5,8	25	23.okt	0	
<b>Taiwan</b>	11,5	10.júl	6,1	9,8	07.okt	19,3	12.01.1998
<b>Indonézia</b>	300	25.aug	13,7	27,7	31.okt	84,3	23.01.1998
<b>Korea</b>	27,2	30.dec	12,7	25	23.dec	54,6	23.dec
<b>Malajzia</b>	50	10.júl	7,2	8,8	20.nov	46,3	8.1.1998
<b>Fülöp-szigetek</b>	102,6	06.okt	14	85	08.okt	41,8	7.1.1998
<b>Szingapúr</b>	50	23.okt	3,6	10,3	19.dec	21	12.1.1998
<b>Thaiföld</b>	27,4	09.máj	13,1	26	25.dec	55	12.1.1998

Forrás. BIS (1998)

A távol-keleti gazdaságokban a kamatlábak növekedésének több kedvezőtlen vonása és következménye volt. Egyrészt a távol-keleti jegybankok megkésve emelték a kamatlábakat, és ebből is fakadta jelentős tartalékvesztés, illetve az árfolyamok nagymértékű leértékelődése. Emellett a kamatlábak növekedése ellen hatott a magánszektor kiugróan magas adóssága, a magas hitel/saját tőke ráta, a recessziós félelmek, és a válság pénzügyi közvetítőrendszerre gyakorolt negatív hatásai.

A kamatlábak növelésének másik problémája abban jelentkezett, hogy nem társult a kezdetektől fogva hiteles stabilizációs programmal. A kormányzatok késlekedtek a kiigazítási lépések megtételében (ld. elsősorban az indonéz és a malaysiai válságokat) és emiatt a kamatlábak növekedése nem volt képes a hazai valuta iránti bizalmat a kívánt mértékben és sebességgel helyreállítani.

Végezetül problémát jelentett, hogy a magánszektor nettó hitelállományának gyors növekedése miatt jelentős reálgazdasági költségeket tartalmazott a kamatlábak növekedése, szemben a latin-amerikai illetve kelet-európai gazdaságokkal, ahol a hitelállomány/GDP növekedési üteme jóval kisebb volt a válságot megelőzően.

Összességében az említett problémák miatt a kamatlábak növekedése a távol-keleti gazdaságokban jelentősebb reálgazdasági költségeket eredményezett a más feltörekvő piacokon megfigyelteknél. Addicionális költségként jelentkezett, hogy a magas kamatlábszínvonal sokáig fennmaradt és sokkal később következett be a kamatlábak csökkenése a válságot megelőző érték irányába. Csehországban az 1997 májusi válságot követően július-augusztusra a piaci kamatlábak, illetve a jegybank által meghatározott lombard kamatlábak is a válságot megelőző szint körülire csökkentek, míg a távol-keleti gazdaságokban - az elsősorban Thaiföldön és Dél-Koreában bekövetkezett csökkenés ellenére változatlanul magas szinten vannak.

A belföldi kamatlábak növekedése mellett a gazdaságok számára addicionális terhet jelent a devizahiteleken felszámított kamatspread megugrása. A kamatspread növekedése mögött több párhuzamosan érvényesülő és egymást erősítő tényező mutatható ki: így szerepet játszik benne a befektetők biztonságosabb befektetések iránti keresletének növekedése, a feltörekvő piacokon kialakuló válságok gyors tovaggyűrűzése és ennek hatása a kamatkondíciókra, a befektetőknek jelzett „wake-up call”, ami a befektetések realiztikusabb értékelését eredményezte. A következmény a gazdaságok számára a finanszírozási források költségeinek növekedése, a korábbi kedvező kibocsátási klíma megszűnése volt.

### ***II.3. Az oroszországi válság***

1998 augusztusában új válságóc alakult ki a világgazdaságban. Az orosz pénzügyi összeomlás az ázsiai válság tovaggyűrűzésével kapcsolatos félelmeket felerősítve a befektetők elbizonytalanodásához és jelentős tőke kivonáshoz vezetett a feltörekvő piacokon. A bizalomvesztés különösen érzékenyen érintette a kelet-európai átmeneti gazdaságokat és a latin-amerikai régiót.

***A válság előzményei és lefolyása.*** Az orosz válság közvetlen kiváltó oka a nemzetközi pénzügyi körök növekvő bizalomhiánya volt. Az orosz költségvetés finanszírozhatóságával és a nemzetközi fizetési kötelezettségek teljesítésével kapcsolatos kételyek miatt a rubelre

jelentős spekulációs nyomás nehezedett. Az Orosz Nemzeti Bank ismételt pénzügyi intervenciói, a reformígéret, az IMF és Japán által folyósított források nem hozták meg a kívánt eredményeket, miközben a külső tényezők mellett az orosz bankok rossz és kétes kihelyezéseiről napvilágot látott hírek, a közszférában dolgozók fizetései visszatartása és az ismétlődő bányász tüntetések is erősítették a negatív várakozásokat.

A jegybank jelentős intervenciókat hajtott végre a rubel árfolyamának védelmében és a központi kamatlábat három lépésben 150 százalékos szintre emelte 1998 június elejére, és az orosz kormány felülvizsgálta az 1998-as költségvetést, ami a kiadási oldal közel 20 százalékos visszafogása jelentette volna. A beígért és végrehajtott intézkedések eredményeként a kamatlábak kismértékű csökkenésére is sor kerülhetett június közepén, de június végére ismételt beavatkozásra volt szükség. A kormányzat válságkezelési programjának fő elemei az adóbevételek növelése, a kiadások megkurtítása és a szerkezeti reformok felgyorsításának ígérete volt, miközben addicionális külső hitelek felvételére került sor a rubelben denominált, rövid lejáratú kincstárjegyek kiváltása, valamint a tőkepiaci intervenciók során jelentősen lecsökkent devizatartalékok feltöltése érdekében.

A meghirdetett csomag július végi elfogadását és az IMF támogatását követően a tőzsdei árfolyamok július utolsó harmadában csaknem 30 százalékkal emelkedtek, az állampapírok kamata 100 százalékról 50 alá esett, sor kerülhetett a Nemzeti Bank refinanszírozási kamatlábjának csökkentésére is. A kedvezőbbé váló tőkepiaci körülmények között a Pénzügyminisztérium sikeresen kezdte meg a rövid lejáratú állampapírokban fennálló kötelezettségei külső adóssággá konvertálását, illetve kedvezőbb lejáratú szerkezet kialakítását hosszú távú állampapírok kibocsátásával. Az orosz gazdasági és politikai élet szereplői azonban nem mutattak együttműködési készséget a válságkezelésben és a reformok politikai támogatásának hiánya, az állam gyengesége a nagy energiaipari cégekkel szemben, a Sberbank részéről megtestesülő bizalmatlanság az állam fizetőképességére vonatkozóan véglegesen destabilizálta a helyzetet.

Augusztus elején ismét erősödtek a rubel leértékelésére vonatkozó várakozások, az új állampapír kibocsátási kísérletek a túl magas piaci kamatok miatt meghiúsultak, a Nemzeti Bank alig 10 nap leforgása alatt több mint 3 milliárd dollárt költött a rubel árfolyamának stabilizálására, a kamatszint elérte a 300 százalékot és számos kisebb kereskedelmi bank fizetéképtelenséget jelentett be.

1998 augusztus 17-én a Nemzeti Bank jelentős változtatást eszközölt az árfolyam-politikában: a rubel-USD árfolyamra vonatkozó célzóna felső határát 7.1 rubelről 9.5-re emelte, amely hatását tekintve azonnali 10 százalékos leértékelődést váltott ki. Ezzel párhuzamosan a lejáratú állampapírok új kibocsátásokkal történő refinanszírozása és az esedékes külső adósságtörlesztés ellehetetlenült. Az orosz kormány kénytelen volt 90 napos moratóriumot hirdetni számos magánszektorbeli (elsősorban a bankoknál lévő) külső adósság törlesztésére és intézkedéseket hozott a belső államadósság egyoldalú átstrukturálására.

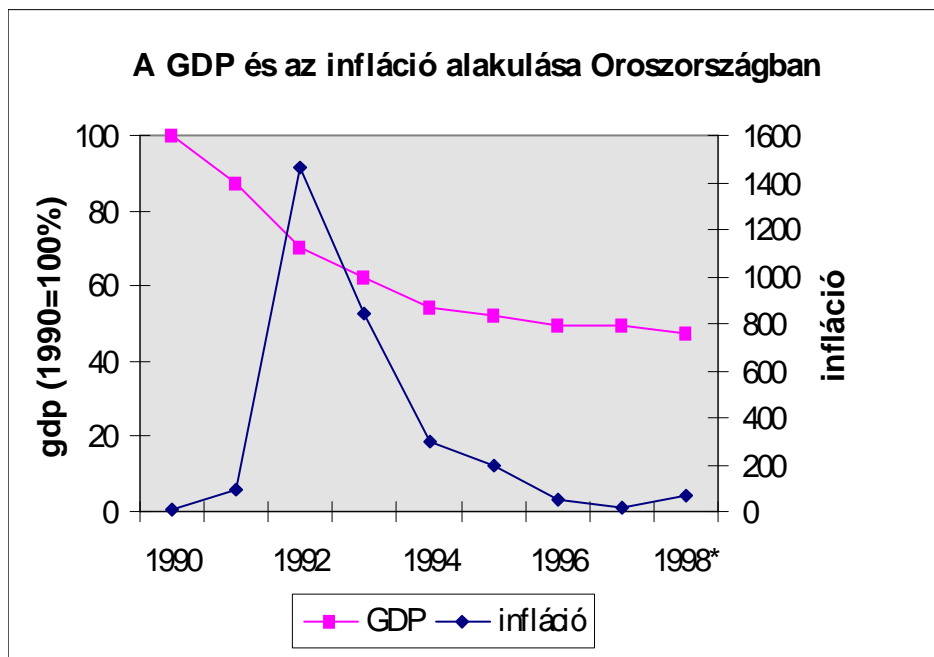
Az augusztus 17-i intézkedéseket a pénzügyi szereplők rendkívül negatívan fogadták: a tőzsdei árak zuhanásnak indultak és az orosz kormány által kibocsátott dollárban denominált euro-kötvények kamatfelára több mint 1000 bázisponttal emelkedett. Az orosz államadósság egyoldalú átkonvertálásának feltételei (konverziós kényszer vagy 3-5 éves lejáratú, 20-30 százalékos kamatozású rubel-, vagy 8 éves lejáratú 5 százalékos hozamú dollárkötvényekre) a pénzügyi szereplőknek egyértelműen előnytelennek voltak.

A tovább erősödő leértékelési várakozások komoly erőfeszítésekre készítették az orosz jegybankot az immár kiszélesített célzóna fenntartása érdekében. Az ismételt intervenciók eredményeként az ország devizatartalékai 3 és fél milliárd dollárra csökkentek. Lényegében a pénzügyi beavatkozás sikertelenségének elismerését jelentette, hogy a jegybank augusztus 27-én leállította dolláreladásait és felfüggesztette a rubelkereskedelmet a főbb devizapiacokon, mivel a bankközi kereskedelemben általánossá vált, hogy egy dollárért 10-12 rubelt kínáltak, amely messze meghaladta a hivatalos árfolyam-célkitűzést és a célzóna felső határát. Szeptember 2-án véglegesen feladásra került az addig alkalmazott árfolyam-politika és megkezdődött a rubel szabad lebegése, melynek eredményeként további jelentős leértékelés következett be és a dollár-rubel átváltási arány október-november folyamán 14-16 rubel között stabilizálódott, amely egy éves időtávot tekintve közel 200 százalékos leértékelődést jelent.

Bár a külső környezet kedvezőtlen változása (az ázsiai válság hatása, áresés a nyersanyagpiacokon) elvitathatatlanul hozzájárult az orosz válság kialakulásához, azt állíthatjuk hogy elsődleges szerepe mégis a belső reformadósságoknak volt, melyek negatív hatása világosan megmutatkozott az államháztartás és központi költségvetés helyzetében.

**A válság reálgazdasági megalapozottsága.** Ha az infláció és a GDP alakulás trendjét tekintjük a 90-es években 1997-ig bezárólag, az orosz gazdasággal kapcsolatban az a benyomás alakulhatott ki, hogy az ország a legtöbb reformgazdaságra jellemző fejlődési pályát járja be csak hosszabb idő alatt.

**Grafikon 3**



A GDP visszaesése 1997-re lefékeződött és az őszi eseményeket megelőzően az elemzők többsége - az 1996-os és 1997-es előrejelzésekhez hasonlóan - növekedési fordulatot várt 1998 tekintetében. Az infláció pedig már 1992-től kezdődően fokozatosan mérséklődött elsősorban a kezdeti árliberalizációs lépések lecsengése, valamint a szigorú monetáris és a hiteles - a nominális árfolyamot az előre bejelentett célzónán belül tartó - árfolyam-politika eredményeképpen.

A külföldi befektetők és a hitelminősítő intézetek és a hiteleket folyósító kormányok bizalmát az is erősítette, hogy ellentétben számos kelet-európai országgal az orosz gazdaság külső egyensúlyi helyzete az átalakulás összes eddig eltelt évében kedvezően alakult. Elsősorban a jelentős nyersanyag és energiahordozó kivitelnek köszönhetően, a kereskedelmi és a folyó fizetési mérleg egyaránt jelentős szufficitet mutatott.

Az a vonzerő, amelyet az orosz piac mérete jelent, kiegészülve az optimista növekedési kilátásokkal, a stabilizálódni látszó monetáris helyzettel és az orosz gazdaság exportpotenciáljába vetett hittel egyaránt segítette felépíteni azt a bizalmi légkört a külföld tekintetében, amely megfeledezett az orosz gazdaság jelentős strukturális reformadosságairól és nem fordított kellő figyelmet a központi költségvetés és az államháztartás bevételszerző képességének gyengeségére.

A szerkezeti reformok negatív hatása kétségtelenül nehezen számszerűsíthető. Hangsúlyos szerepet a nemzetközi megítélés tekintetében tulajdonképpen csak akkor kapnak, amikor jelentőségük már a makrogazdasági helyzet destabilizálódásában mutatkozik meg (mint az látható volt Csehország, Románia vagy Bulgária esetében). Emellett a statisztikák viszonylagos pontatlansága ellenére is kijelenthető, hogy Oroszországban a 90-es években folyamatosan súlyos államháztartási és költségvetési egyensúlyzavarok álltak fenn.

Az államháztartás hiánya a különböző kormányok szándékai ellenére sohasem mérséklődött a GDP 6%-a alá, ami súlyos terhet jelentett mind az államadósság kezelése, mind a monetáris politika számára. Az államháztartás ismételten komoly deficittel zárt 1997-ben, amely elérte a GDP 7,5 százalékát. A kamatfizetések nélküli elsődleges egyenleg pedig a GDP 4.1 százalékát tette ki.

A hiány elsősorban a várt bevételek elmaradása miatt keletkezett. Az adófizetési kötelezettség teljesítésének kikényszerítése évek óta meglévő és egyre komolyabb problémát jelent a kormány számára. A helyzetet nehezíti, hogy Oroszországban rendkívül kiterjedtek a helyi és a regionális államháztartási egységek, amelyek az adók és a kiadások döntő hányadát realizálják. Mivel alapvető érdekellentét áll fenn a helyi és a központi kormányzatok között, ezért rendkívül magas az adó- és jövedelemeltitkolás és Oroszországban jelenleg még hiányoznak azok az intézményi megoldások, amelyek a bevételek megfelelő beszedését és költségek ellenőrzését biztosíthatnák.

**Táblázat 5. Az állami bevételek szerkezete a költségvetés százalékában és az államháztartás hiánya a GDP százalékában.**

	1994	1995	1996	1997	1994-1997 átlaga
<b>Szövetségi költségvetés</b>	11.8	12.2	13.0	11.6	12.2
<b>Regionális államháztartási egységek</b>	13.9	12.6	11.8	13.2	12.9
<b>Alapok</b>	9.0	7.1	7.3	8.2	7.9
<b>Összesen</b>	34.7	31.9	32.1	33.0	32.9

*Forrás: ABN AMRO (1998)*

A fenti táblázatból látható, hogy a különböző alapokba és a regionális államháztartási egységekbe összesen több jövedelem folyik be, mint a központi költségvetésbe.

1997-től kezdődően a hiány növekedésében egyre inkább jelentkezett a növekvő belső államadósság kamatkiadásokat növelő hatása, amelyek az államháztartás összkiadásainak gyorsan növekvő részét tették ki. Továbbá azt is figyelembe kell venni, hogy a deficit és az államadósság növekedésén túlmenően egyre jelentősebbé vált az állam implicit adóssága elsősorban a ki nem fizetett bérek, nyugdíjak és járandóságok formájában.

A magas államháztartási hiány, ennek rövidülő lejáratú és növekvő reálhozamú állampapírokkal történő finanszírozása az államadósság és az államháztartás kamatkiadásainak robbanásszerű növekedését eredményezték. Az államháztartás kiadásai között a kamatkiadások aránya 1998 nyarára elérte a 30%-ot és ez a bevételek csökkenése mellett fenntarthatatlanná tette a költségvetési politikát.

Összefoglalva a fentiekben elmondottakat a válság okai között a következő fő tényezők jelölhetők meg:

- Az 1997-es év végén tetőző dél-kelet ázsiai válság tovagyűrűző hatása
- Az 1998 folyamán bekövetkezett további áresés a nyersanyagtermékek –elsősorban a kőolaj – piacain, amely a kereskedelmi pozíció romlásához vezetett
- Az ország finanszírozási rendszerének nagyfokú ráutaltsága a rövid távú tőkeáramlásokra
- Az állandósuló államháztartási és költségvetési egyensúlytalanság
- A halogatott strukturális reformok

Az oroszországi válság az 1994-es mexikói és 1997-1998-as távol-keleti valutaválságoknál is erősebben gyűrűzött át a többi feltörekvő gazdaságra. Ennek egyik oka az volt, hogy a korábbi válságokkal szemben a nemzetközi pénzintézetek nem mentették ki a befektetőket a válságban lévő gazdaságnak nyújtott óriás hitelek révén. Ezért rendkívül mértékben megnőtt a feltörekvő piacokon eszközölt befektetések kockázatossága, ami a kamatfelár drámai növekedésében jelentkezett ( a Brady típusú kötvények esetében a megelőző éveknél már 1998 első felében is magasabb felár az orosz válságot követően 600 pontról 1400 pontra ugrott és csak fokozatosan mérséklődött ezt követően).

Az orosz válság tovagyűrűzésének másik oka a makrogazdasági fundamentumok hasonlóságban található. Az oroszországi válság ugyanis - szemben a távol-keleti gazdaságokkal, amelyben erősebb volt a külső exogén sokkok, mint a rossz makrogazdasági fundamentumok szerepe - a valutaválságok első generációs modelljeihez állt közelebb, ahol a rögzített árfolyam feladását elsősorban a fundamentumok gyengesége okozta. A fundamentális tényező súlya viszont a befektetőket, piaci elemzőket arra készítse, hogy a hasonló makrogazdasági gondokkal küzdő gazdaságok kilátásait is sokkal pesszimistábban ítélték meg, jelentősebb tőkekivonást eszközölve ezekből a gazdaságokból.

Végezetül az erőteljes tovagyűrűzés oka volt a portfóliók kölcsönös függése (portfolio interdependence): a befektetők súlyos veszteségeket realizáltak az orosz piacon az árfolyamesés mértéke és a befektetett tőkék volumene miatt. Ezen veszteségeket viszont részben más piacokról történt kivonulással kívánták semlegesíteni.

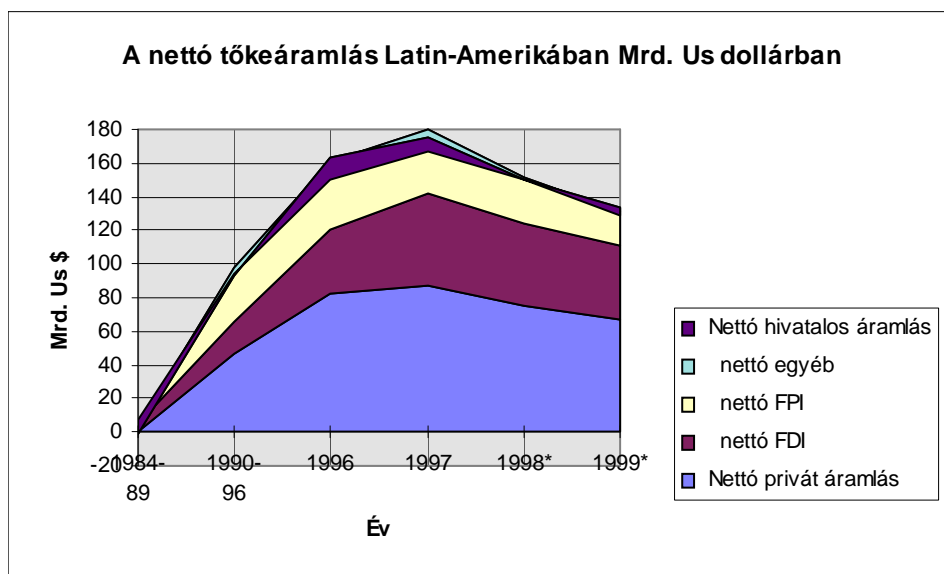
#### ***II.4. Latin-amerikai gazdaságok válságjelenségei***

A feltörekvő piacok között mind növekedési ütemét, mind fontosabb makrogazdasági mutatóit tekintve a latin-amerikai gazdaságok relatív pozíciója javult a legjelentősebben az

elmúlt 4 évben. A térség az 1987/1988 óta végrehajtott stabilizációs programok, illetve az ezzel párhuzamosan elindított szerkezeti reformok eredményeképpen erőteljes növekedési pályára állt az egyes gazdaságok között meglévő számottevő eltérések mellett is. A reál GDP növekedése az 1980-as évek kiábrándítóan alacsony 1,5%-ról 1990-1997 között 3,5%-ra változott és a növekedési ütem fokozatosan erősödött a válságot megelőző években.

A gyors reál GDP növekedés hosszú időszakot követően először nem az infláció növekedésével, hanem annak erőteljes mérséklődésével párosult köszönhetően az általános dezinflációs trendnek, illetve az egyes magas inflációval rendelkező gazdaságok jelentős antiinflációs sikerének: az átlagos éves infláció az 1990-es.438%-ról 1996-ra 20,6%-ra, míg 1998-ra előreláthatólag 10,8%-ra mérséklődött. Az infláció csökkenésében fontos szerepet játszott a stabilizációs programok központi elemének tekintett költségvetési deficit csökkenése, amely - jelentős országok közötti variancia mellett átlagosan az 1990-es 4,8%-ról 1997-re 2,5%-ra mérséklődött.

#### Grafikon 4



A kedvező makrogazdasági folyamatok, valamint a gazdaságok reál- és pénzügyi nyitottságának erőteljes növekedése a tőkebeáramlások növekedését eredményezték. Az 1990-es években (a következő grafikon tanulsága szerint) a 80 milliárd USA dollár feletti éves beáramlás alapján GDP arányosan a térségbe történő tőkebefektetések meghaladták az ázsiai befektetéseket. A növekedési dinamika illetve a volumen mellett külön kedvező volt, hogy a beáramlásokon belül minimális volt a hitelfelvétel részesedése (szemben az 1970-es évekkel, amikor ezek adták a források beáramlásának döntő részét) és egyaránt kiegyensúlyozottan növekedett a közvetlen tőkebefektetések és portfólió befektetések volumene.<sup>16</sup> A közvetlen hitelfelvételek alacsonyabb részesedése jelezte, hogy az előző évtizeddel szemben kedvezőbben alakult a konszolidált államháztartás finanszírozási szükséglete, miközben a hitelfelvételek részesedésének csökkenése nyomán a hitelezők és nem az adósok viselték az árfolyamkockázatokat.

<sup>16</sup> A latin-amerikai gazdaságokban az 1990-es években a nettó tőkeáramlásokon belül a hitelfelvétel negatív volt a korábban felhalmozott adósságok törlesztése miatt, szemben a fejlődő gazdaságok 15%-os és a távol-keleti gazdaságok 30 %-os átlagával. A bruttó tőkebeáramlásokon belül a hitelfelvétel részesedése a latin-amerikai térség átlagában nem érte el az 5%-ot.

Ezáltal a tőkebeáramlásban arányát tekintve kisebb volt a volatilis elemek részesedése, ami kedvezőbb feltételeket teremtett a növekvő folyó fizetési mérleg deficit külső megtakarítások felhasználásával történő finanszírozására.

A távol-keleti válságot követően 1998-ban a valuta- és tőzsdeválság hatásai érvényesültek a latin-amerikai gazdaságokban is: a valuták többsége erőteljes spekulatív nyomás alá került, illetve jelentősen csökkentek - a korábbi évek gyors növekedését követően - a tőzsdei árfolyamok. A devizapiaci nyomás következtében árfolyam-leértékelésre Ecuadorban, Kolumbiában és Venezuelában került sor, míg a széles árfolyamsávon belül a gyengébb sávszél irányába történő elmozdulás eredményeképpen leértékelődött a chilei (1997 november és 1998 novembere között 10,5 százalékkal) és mexikói peso (21,5 százalékkal), illetve a brazil nemzeti valuta (8 százalékkal)<sup>17</sup> is. A tőzsdei árfolyamok csökkenése 1998 elejétől novemberig dollárban Chilében 28 százalék, Brazíliában 30 százalék, Argentínában 28 százalék, Mexikóban 33 százalék volt, miközben a venezuelai és kolumbiai tőzsdeindex értéke kevesebb mint a felére esett vissza (59 és 52 százalékos csökkenés).

**Táblázat 6. A válság árfolyamhatásai 1997 június és 1998 szeptember között**

	<b>NEER</b>	<b>NEER</b>	<b>REER</b>	<b>REER</b>
	INS súly	DOTS súly	INS súly	DOTS súly
<b>Argentína</b>	4,4	7,7	3,4	3,9
<b>Brazília</b>	-1,8	0,6	0,2	0,7
<b>Chile</b>	-6,6	-2,7	-2,4	-0,2
<b>Mexikó</b>	-14	-13,1	28	26,8
<b>Venezuela</b>	-19,3	-20,6	-4,4	-6,4

Forrás: WEO (1998) 85p

A válság kiváltó okai között egyaránt megtalálhatóak az exogén külső sokkok, illetve a belső makrogazdasági problémák. Az exogén sokkok minden gazdaságot érintettek, de eltérő szerkezetben: a kisebb és reálértelemben nyitott gazdaságokban (Chile, Kolumbia, Venezuela) elsődleges volt a kereskedelmi csatornán keresztül érvényesülő hatás, míg a nagyobb gazdaságokban (Brazília, Argentína és Mexikó) a tőkepiaci csatorna és a makrogazdasági problémák hasonló jellege volt meghatározó. A latin-amerikai gazdaságokat a következő exogén sokkhatások érték:

1. Figyelembe véve, hogy a feltörekvő gazdaságokon belül - Oroszország mellett - a latin-amerikaiak esetében a legmagasabb a nyersanyagok részesedése az exporton belül, a gazdaságok többsége rendkívül érzékeny a nemzetközi konjunktúra változására és a cserearányok romlására. A cserearányok 1997-től kezdődően a primer javak iránt csökkenő nemzetközi kereslet hatására kedvezőtlenül változtak: a legjelentősebb cserearány veszteséget az olajexportáló országok (Mexikó, Venezuela) és a rézexportőr Chile szenvedte el.
2. A másik kedvezőtlen sokkot a távol-keleti importkereslet csökkenése miatt bekövetkező negatív keresleti hatás jelentette. A sokk eltérően érintette a gazdaságokat, mert elsősorban Brazília és Chile exportjában volt jelentős a távol-keleti régió szerepe (Chile esetében az

<sup>17</sup> Ezt 1999 januárjában további leértékelődés követte a reál árfolyamának védelmét feladó jegybanki döntést követően, amit a folyó fizetési mérlegről és a költségvetési hiány alakulásával kapcsolatos kedvezőtlen adatok alapoztak meg.



export harmada irányult a válság által sújtott távol-keleti gazdaságokba). A közvetlen hatás eltérő intenzitása mellett jelentős volt a kereskedelem csökkenéséből eredő közvetett hatás is, elsősorban a latin-amerikai gazdaságok közötti magas interregionális kereskedelem, illetve az exportértékesítésnek a versenyképesebbé váló távol-keleti termelőkkel szemben (elsősorban az amerikai piacon) bekövetkezett visszaesése miatt. A közvetett hatás különösen erőteljesen érezte hatását Argentína, Chile esetében, míg Brazíliát mérete és belső piaca, Mexikót az USA-val való összefonódása védte részben meg.

3. A kereskedelemhez kapcsolódó exogén sokként jelentkezett, hogy a távol-keleti gazdaságokhoz hasonlóan a latin-amerikai valuták is reálfelértékelődtek az elmúlt években. Ebben itt is fontos szerepet játszott, hogy az országok többsége menedzselte és/vagy a dollárhoz, illetve kosár esetében olyan kosárhoz kötött árfolyamrendszert alkalmazott, amelyben a dollár súlya meghaladta a dollárban bonyolított kereskedelem részesedését az összkereskedelmen belül. A reálfelértékelődés viszont kedvezőtlenül érintette a magasabb feldolgozottsági fokú és árfolyamváltozásra érzékenyebb export versenyképességét, illetve az import kereslet növekedését ösztönözte. Nem kedvezett a reálárfolyam alakulásnak az sem, hogy a távol-keleti gazdaságok reálárfolyamai jelentősen leértékelődtek a válság kirobbanását követően: miközben az ASEAN-4 csoport reálárfolyamainak súlyozatlan átlaga 1997 június és 1998 szeptember között 33 százalékkal értékelődött le, addig a brazil és chilei reálárfolyam változatlan szintje mellett az argentin 3 százalékkal, míg a mexikói 26 százalékkal értékelődött fel
4. A távol-keleti gazdaságok válsága és a tőkeáramlás irányának megfordulása a térségben aktív portfólió-befektetők körében is módosította a hozam és kockázatok aktuális és várt értékét, a befektetőket pozícióik felszámolására készítette. A latin-amerikai gazdaságok pénzügyi rendszereinek fejlettsége, a tőkeáramlások liberális kezelése, valamint a kívánatos piaci likviditás fennállása a fejlettebb kelet-európai országokhoz hasonlóan itt is lehetőséget adott a befektetőknek a piacokról történő gyors kilépésre. Tekintettel arra, hogy a portfólió-befektetések a nettó beáramlások közel felét tették ki, a portfólió-befektetők kockázaterzékenységének erőteljes hatása volt a valuta és tőzsdei árfolyamok alakulására. Az 1990-es években a nettó portfólió-beáramlás 33 milliárd US dollárt tett ki, ami 1998-ra várhatóan 27 milliárdra csökken: a kis mértékű abszolút csökkenés mögött azonban növekvő első félévi beáramlás és jelentős kiáramlást megtestesítő második félév áll. A kiáramlásban az is szerepet játszott, hogy rendkívül erőteljes a latin-amerikai tőkepiacok hozamai közötti korreláció és ezért a kiáramlás tovagyrűzése a régió belül felerősítette a többi feltörekvő régióból eredő kedvezőtlen exogén sokkokat.

Az említett külső megrázkódtatások mellett a válság kialakulásához a latin-amerikai gazdaságok esetében belső problémák is hozzájárultak. Az egyik nehézség a magas költségvetési deficit, amely elsősorban Brazíliában, Venezuelában és Kolumbiában okoz feszültségeket és növeli a pénzügyi sérülékenységet, illetve a valuta elleni sikeres spekulatív támadás valószínűségét. A magas költségvetési hiányt elsősorban nem a jegybanki hitelek növelésével finanszírozzák, hanem a belföldi kamatozó adósság kibocsátásával. Emiatt a latin-amerikai gazdaságokra (szemben az 1980-as évek elejének válságával szemben) nem érvényes a rögzített árfolyam feladásának költségvetés hiány pénzteremtéssel történő finanszírozásának esete.

A magas költségvetési hiány, illetve Brazíliában és Kolumbiában a magas konszolidált államadósság csökkentette annak a valószínűségét, hogy a jegybank tartósan hajlandó lesz a várható fiskális költségek miatt magas kamatokkal védeni a valutát esetleges spekulatív

támadás esetén. Ennek megfelelően a latin-amerikai gazdaságokra inkább az Ozkan-Sutherland modellben leírt folyamatok érvényesek a valutákkal szembeni spekulatív nyomást kiváltó belföldi tényezőkkel kapcsolatban.

A másik nehézséget okozó tényező a reálárfolyamok tartós felértékelődése, amiben részben az árfolyamok nominális horgonyként dezinflációs célokra történő felhasználása, részben a tőkebeáramlások nominális és reálárfolyamot felértékelő hatása nyilvánul meg. A latin-amerikai gazdaságok többségére az 1990-es években a magas inflációt leszorító stabilizációs programok kezdetétől fogva a kötött árfolyamok meghatározó szerepe volt jellemző, amelybe beletartozik az Argentína által bevezetett valutatanácson át a brazil rögzített árfolyamon keresztül a chilei, illetve mexikói csúszó leértékeléses árfolyamrendszer is.

A tökemérleg magas többlete azonban jelentős felértékelődési nyomást gyakorolt az árfolyamokra, aminek semlegesítésére a jegybankok - a kötött árfolyamrendszer fenntartása mellett - különböző szélességű intervenciós sávok bevezetésével reagáltak. A dezinfláció fokozatos jellege és ennek következtében a hazai és nemzetközi infláció közötti eltérések fennmaradása, valamint a tőkebeáramlások monetáris hatásainak nem teljeskörű semlegesítése miatt elkerülhetetlen volt a szélesebb sávokon belül a nominális, illetve az inflációs eltéréseket is figyelembe véve a reálárfolyam felértékelődése.

A felértékelődés eltérő mértékben jelentett sokkot az érintett gazdaságoknak: minél nagyobb a primer export részesedése, illetve kevésbé diverzifikált az export szerkezete annál erőteljesebben hatott (ld. Chile és Argentína relatíve kedvező versenyképességi helyzetét). Az árfolyam felértékelődés, párosulva az árfolyamrendszerek stabilitásával kettős hatással járt: 1996-1997-ben tovább növelte a nettó tőkebeáramlást, illetve hozzájárult a folyó fizetési mérleg pozíciók romlásához.

A latin-amerikai gazdaságokban a gyors reál GDP növekedés és ennek meghatározó hajtóerejét adó magánfogyasztás növekedése, a jelentős nettó tőkebeáramlás megtakarítások ösztönzését csökkentő hatása nyomán mérséklődtek a magán megtakarítások. A magánszektor megtakarítási rátájának csökkenését csak részben tudta a közösségi szektor egyes gazdaságokban javuló nettó megtakarítói pozíciója semlegesíteni és ezért a nemzeti megtakarítási ráták csökkentek. Ez viszont fokozta a folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozásában a külső forrásokra történő ráutaltságot és növelte a gazdaságok sérülékenységét is.

Az említett belső nehézségek mellett is figyelembe kell venni, hogy a latin-amerikai gazdaságok számos tekintetben kedvezőbb makrogazdasági pozícióban voltak a távol-keleti feltörekvő gazdaságoknál. Így sokkal lassúbb volt a magánszektorban nyújtott hitelek növekedési üteme, és ehhez kapcsolódóan az 1980-1990-es évek privatizálásai és szanálásai nyomán jobbak voltak a bankrendszerek strukturális adottságai, kisebb volt a folyó fizetési mérleg hiánya és az eltérő tökemérleg következtében kedvezőbb volt a finanszírozásának lejárat szerkezete is. Ezek az eltérések kedvezően befolyásolták a bekövetkező válság kezelését és mérsékeltek a válság negatív hatásait az érintett gazdaságokra.

A külső és belső tényezők hatása eltérő volt az egyes latin-amerikai gazdaságokban. Az exogén külső sokkok szerepe inkább Chile, Kolumbia és Venezuela esetében volt meghatározó. Ezekben a gazdaságokban az exportárak csökkenése és ebből fakadóan a cserearányok romlása, az árhatás mellett az importkereslet csökkenése a távol-keleti régióban, valamint a feltörekvő piacok kockázatoságának egységes, fundamentumoktól független

növekedése volt fontos. Ezzel szemben Brazília és Mexikó esetében inkább a kötött árfolyamrendszerrel csökkenő mértékben konzisztens fiskális feszültségek és külső pénzügyi sokkok transzmissziója, míg Argentína esetében a regionális okok (elsősorban Chiléből és Brazíliából eredő) negatív hatása volt a meghatározó.

A válság makrogazdasági hatásai a latin-amerikai gazdaságokban a valuták és tőzsdei árfolyamok jelzett erőteljes csökkenés emellett kissé eltértek a távol-keleti gazdaságokétól. A nettó export növekedésének lassulása, a valuták elleni spekulatív támadások kivédése miatt növekvő belföldi kamatszínvonal, a költségvetési szigorítások nyomán a térség és ezen belül a kiemelt országok növekedési üteme lassul: latin-amerikai átlagos növekedési üteme 1998-ban előreláthatólag 2,8 százalékos lesz az előző évi 5,1 százalékkal szemben, miközben az adott mutatók Argentína esetében 5 illetve 8,6 %, Brazília esetében 1,5 és 3,2%, míg Chile és Mexikó esetében 4,5 illetve 7% lesznek. Mivel azonban a válság kisebb mélységű és okaiban is eltérő a távol-keletinél, ezért ezekben a gazdaságokban is csak növekedési ütem lelassulásáról van szó és nem a reál GDP csökkenéséről.

A lassuló reál GDP növekedés, az importárak csökkenése magyarázza, hogy az infláció miatt mérséklődik tovább átlagosan és az egyes gazdaságokban egyaránt. A fizetési mérleg és ehhez kapcsolódóan a tartalékok változásának dinamikája azonban teljesen eltér a távol-keleti gazdaságokétól. A kisebb mértékű visszaesést a tökemérleg szufficitjében a tartalékok kisebb csökkenése kísérte.

A latin-amerikai országok története azt mutatja, hogy a jegybankok az alkalmazkodást inkább a nominális árfolyam segítségével hajtották végre, engedve annak leértékelődését és nagyobb hangsúlyt fektettek a tartalékok szintjének védelmére. A tartalékok jelentősen csak Brazília esetében csökkentek, míg a többi gazdaságban kisebb mértékű volt a veszteség.

További fontos eltérés a távol-keleti gazdaságokkal szemben, hogy a folyó fizetési mérleg hiányában nem következett be korrekció, sőt a fontosabb nemzetközi előrejelzések szerint Brazíliát leszámítva a GDP arányos folyó fizetési mérleg hiány további növekedése várható a térség gazdaságaiban. A növekvő hiány a bilaterális és különösen a multilaterális alapon számított reálárfolyamok túlértékeltségének, az export növekedési dinamika megtorpanásának és a változatlanul jelentős reál GDP növekedésnek tudható be.

### **III. A válságok tovagyűrűzésének csatornái és felgyorsulásuk okai**

A jelenlegi valutaválságok egyik korábitól eltérő sajátossága a válságok gyors transzmissziója az azonos adottságú, vagy akár egészséges gazdaságokra is. Mindez kiszélesítette és elmélyítette a válságot, negatívan hatva vissza a válság által közvetlenül érintett gazdaságok kilábalási lehetőségeire is. Milyen csatornákon keresztül érvényesült a válság transzmissziója az egyes gazdaságok között?

**1. Kereskedelmi csatorna.** A válságok transzmissziójának egyik reálgazdasági eleme a külkereskedelmen keresztül hat. A feltörekvő piacok válsága csökkentette az adott gazdaságok importkeresletét, negatívan befolyásolta a fejlett gazdaságok, a világtermelés és

import alakulását, visszahatva a többi feltörekvő gazdaságra is<sup>18</sup>. A kereskedelmi csatorna elsősorban a távol-keleti gazdaságokkal szorosabb kereskedelmi kapcsolatban lévő gazdaságokban volt jelentős: így magukban az egymás között jelentős kereskedelmet lebonyolító ázsiai, illetve egyes latin-amerikai gazdaságokban. A kereskedelmi csatorna közvetett hatása a cserearányok kedvezőtlen változása, a nyersanyagárak csökkenése volt, ami az exportjukban jelentős szerepet játszó primer árukkal rendelkező gazdaságok számára okozott addicionális sokkokat.

**2. Árfolyamleértékelődés.** A válságok áttevődésének másik csatornája az árfolyam leértékelődésen keresztül hat. A mostani válság rámutatott arra, hogy a feltörekvő piacokon kialakuló leértékelődés a többi feltörekvő gazdaság valutáját is leértékelési nyomás alá helyezheti. Ennek egyik oka a stabil valutával rendelkező gazdaság versenyképességének relatív romlása a leértékelődő gazdaságok valutaival szemben: mivel a feltörekvő gazdaságok exportjának jelentős része egymással versenyzik, ezért ennek negatív hatása lehet a stabil valutájú gazdaság folyó fizetési mérleg egyenlegére és ennek fenntarthatóságára, ami felerősíti a leértékelési nyomást. A hatás annál jelentősebb, minél szorosabb az említett gazdaságok kereskedelmi összefonódása, jelentősebb a nyitottsága, nagyobb a harmadik piacokon közöttük fennálló verseny mértéke.

Másrészt a valuta leértékelődés más gazdaságokban a spekulánsokat a stabil valutájú országok jegybankjainak "tesztelésére" ösztönözheti: a másutt sikeres támadások példája újabb támadásoknak szolgálhat háttérül. Ezt a folyamatot az is motiválhatja, hogy a korábban megtámadott gazdaságból kivont forró pénzek egy része más feltörekvő piacon kerülhet befektetésre..

Harmadrészt a nemzeti valuta elleni támadás addicionális ösztönzője lehet, ha a stabil valutájú gazdaság a leértékelődő gazdaságokhoz hasonló makrogazdasági problémákkal küzd: túlértékelt a reálárfolyam, kedvezőtlen a folyó fizetési mérleg dinamika, stb. Ez növeli a már korábban megtámadott valutával rendelkező gazdaságban lejátszódott folyamatok megismétlődésének valószínűségét és a spekulánsok támadás sikerébe vetett hitét.

**3. Korreláció a feltörekvő piacok hozamai között.** A befektetők egymástól gyakran távolinak tűnő piacokról történ kivonulásában a feltörekvő piacok közötti hozamok magas korrelációja is befolyásolja. A hozamok magas korrelációja mögött azonos befektetési szerkezet, hasonló makrogazdasági folyamatok állhatnak. A hozamok magas korrelációja kedvező lehet a tőkebeáramlások időszakában, mert addicionális befektetéseket ösztönözhet a feltörekvő piacokon. Amikor azonban megindul a kiáramlás, akkor még az eltérő fundamentumok ésmakrogazdasági kilátások mellett is begyűrűzhet a más piacokon bekövetkezett hozamesés hatása az adott feltörekvő piacra. A következő táblázat mutatja az egyes távol-keleti és más feltörekvő piacok közötti korrelációt a hozamok alakulásában. A legjelentősebb korreláció a thaiföldi illetve cseh és lengyel hozamok között volt: sokan a cseh válság bekövetkeztét 1997 májusban összhangba hozzák az azt megelőző thaiföldi hozamcsökkenéssel, ami a befektetőket a csehországi pozícióik felszámolására készítette.

---

<sup>18</sup> A valutaválságok tovaggyűrűzésének kereskedelmi csatornája a fejlett gazdaságok esetében is jelentős lehet: ezt mutatja az EMS válság során a svéd korona leértékelődésének és ezen keresztül a svéd kereskedelembe kerülő javakat előállító szektorok versenyképességének növekedése által a finn gazdaság versenyképességére, egyensúlyi kondícióira gyakorolt negatív hatások érvényesülése. Erről ld. Glick-Rose (1998) tanulmányát is.

**Táblázat 7. A dollár hozamok korrelációja a feltörekvő piacokon**

	AR	CZ	ID	MX	MY	PH	PL	TH	TR
AR	1								
CZ	0,06	1							
ID	0,01	0,02	1						
MX	0,02	0,07	0,03	1					
MY	0,04	0,24	0,12	0,01	1				
PH	0,01	0	0	0,03	0,01	1			
PL	0,06	0,65	0,02	0,06	0,2	0,03	1		
TH	0,04	0,32	0,06	0,08	2	0,05	0,31	1	
TR	0,03	0,11	0,03	0,02	0,04	0,04	0,13	0,07	1
SA	0,07	0,22	0,02	0,03	0,13	0,02	0,15	0,1	0

Megjegyzés: AR: Argentína, CZ: Cseh Köztársaság, ID: Indonézia, MX: Mexikó, MY: Malaysia, PH: Fülöp-szigetek, PL: Lengyelország, TH: Thaiföld, TR: Törökország, SA: Dél-Afrikai Köztársaság  
*Forrás: BIS (1998)*

A tőkepiaci hozamok korrelációja a távol-keleti gazdaságokkal szemben erőteljesebb a táblázatban nem szereplő latin-amerikai kontinensen, ahol a be- és kiáramlások szinkronitása is erősebb az egyes gazdaságok között.

**4. Makrogazdasági fundamentumok alakulása.** A valutaválságok tovagyűrűzésének fontos csatornája a makrogazdasági fundamentumok hasonlósága a megtámadott, illetve válság által még nem érintett gazdaság között. A fundamentumok között három szerepe meghatározó. Az egyik az export szerkezete: minél nagyobb a hasonló árucsoportok, a hasonló exportpiacok részesedése az exportban annál nagyobb az adott valuta elleni spekulatív támadás valószínűsége.

A másik tényező az árfolyamrendszer és a nominális illetve reáleffektív árfolyam alakulása: minél hasonlóbb az árfolyamrendszer a megtámadott ország árfolyamrendszeréhez, illetve minél jelentősebb a reálárfolyam felértékelődése, annál inkább valószínű a valutaválság tovagyűrűzése.

A harmadik tényező a folyó fizetési mérleg egyenlege: minél jelentősebb a hiány és szorosabb korrelációja a megtámadott valutájú gazdaság külső egyenlegével, annál valószínűbb a spekulatív támadás az adott valuta ellen. A makrogazdasági hasonlóságok meghatározó szerepet játszottak a távol-keleti válság régió belüli tovaterjedésében, valamint az orosz válság áttérjedésében egyes latin-amerikai és kelet-európai államokra.

**5. Befektetők portfólió döntései.** A válságok tovagyűrűzésében fontos szerepet játszott a befektetők portfóliójának alakulását meghatározó szabályok és magatartások. A befektetési alapok kihelyezései meghatározott regionális arányokat követnek a kockázatkerülés és a hozamvariancia csökkentése érdekében. A befektetők portfólióiban egy gazdaság részvényeinek leértékelődése a régió belüli többi piacon is eladásra kényszerítheti a befektetőket a befektetési piacok közötti arányok fenntartása érdekében.

A befektetők a válság tanulságai szerint eltérően súlyozzák kockázatok és hozamok szintjét a piacok fellendülő, illetve zuhanó szakaszában. A fellendülő szakaszban a befektetők elsőslegesen szempontja a magasabb hozamok realizálása lesz és ez csökkenti a kockázatokra helyezett hangsúlyt. Ezzel szemben az árfolyamok csökkenésekor a befektetők a kockázatokot értékelik

túl és a hozamszempontokat háttérbe szorítva kizárólag a biztonságos befektetéseket keresik. A hozamok és kockázatok alakulásának erőteljes volatilitása is szerepet játszik a jelentős tőke be- és kiáramlásokban.

A feltörekvő piacokon kialakuló válságok gyors tovaterjedési csatornáinak bemutatása után szükséges a transzmissziós mechanizmus felgyorsulása mögötti okok elemzése. A felgyorsulás mögötti tényezők részben a pénzügyi intézményrendszer globalizálódásával, részben a nemzetközi befektetők befektetési stratégiával és viselkedésével vannak összefüggésben. A transzmissziós mechanizmusok felgyorsulásának egyik oka a **tőkepiaci intézmények és befektetések gyorsuló globalizálódása**. Ez nyilvánul abban, hogy a befektetők mind az eszközök jellege, mind eredte szerint növekvő mértékben diverzifikálják portfólióikat a kockázatok csökkentése érdekében. Emellett az 1990-es évek a portfólió befektetések ugrásszerű növekedését hozták, amelyek jellegükönél fogva volatilibbek, és a válságok gyorsabb transzmisszióját eredményezik.

A válságok tovagyűrűzését gyorsító másik tényező a tőkeáramlások nemzeti liberalizálásának felgyorsulásából eredő globális és nem várt mellékhatások jelentkezése. A tőkeáramlások liberalizálása ugyanis nem csak abban az esetben erősíti a sokkok tovagyűrűzését, ha az adott gazdaság liberalizál, hanem akkor is, ha más gazdaságban következik be a tőkeáramlások liberálisabb kezelése. Az utóbbi esetben a másik gazdaság befektetőinek nagyobb nemzetközi tevékenysége, a liberalizálás révén a tőkeáramlások ott felerősödő volatilitása, az adott gazdaságot érintő makrogazdasági hírek tovagyűrűzése is felgyorsítja a pénzügyi sokkok adott gazdaságra történő áttevődését. Mindezek nyomán a tőkeáramlások egyik gazdaságban bekövetkező liberalizálásának a tőkeáramlások volatilitását és a pénzügyi válságok tovagyűrűzését a másik gazdaságban is felerősítő tovagyűrűző hatásai vannak.<sup>19</sup>

A válságok feltörekvő piacok közötti tovagyűrűzését a **feltörekvő gazdaságok között erősödő reál- és pénzügyi kapcsolatok** is erősítették. Ez nyilvánult pl. az ASEAN-4 és Dél-Korea közötti kereskedelmi kapcsolatok dinamikájának növekedésében, a Mercosur-övezetben a régióon belüli kereskedelem súlyának növekedésében. További kapcsolatot jelent, hogy a feltörekvő piacok befektetői is a fejlett országok intézményi befektetőihez hasonlóan viselkednek és a kockázatok terítése és hozamok növelése érdekében bővítik a többi feltörekvő piacon eszközölt befektetéseiket. A mostani válság tovagyűrűzésében a távol-keleti régióból Oroszországra és Latin-Amerikára fontos hatást gyakorolt pl. a dél-koreai befektetési alapok kivonulása az orosz és brazil piacokról.

**Sokan a befektetők viselkedését** tekintik a válságok gyors tovagyűrűzését meghatározó oknak. Calvo-Mendoza (1998) tanulmánya a **befektetők információs aszimmetriájában** látja a gyors tovaterjedés fő indokát. Érvelésük szerint a különböző piacokon befektetők nem tudják az adott piacok várható alakulását pontosan előrejelzi, nem rendelkeznek az ehhez szükséges információval. Ezért a befektetők nem képesek az adott piacon bekövetkezett kockázat növekedést a kockázati prémium növekedésével visszajelezni, de ha más piacokon

---

<sup>19</sup> A tökemérleg liberalizálásával, ennek előnyeivel és költségeivel foglalkozó irodalom eddig elsősorban a liberalizáló gazdaság szemszögéből elemezte a liberalizálás hatásait és nem vette figyelembe, hogy az adott gazdaság szempontjából exogén harmadik országban bekövetkezett liberalizálás is visszahat a tőkeáramlások jellegére, a tökemérleg liberalizálásából eredő előnyök és költségek megoszlására, valamint a liberalizálási lépések célszerű ütemezésére és sebességére. Ezt a felismerést tükrözik többek között Wyplosz (1998) és Eichengreen (1998) tanulmányai is.

jelentősen növekszik a befektetések kockázata, akkor a befektetők a jó fundamentumú gazdaságokat is kockázatosnak találják és kivonulnak onnét.

Hasonló hatásokkal jár a portfólió-befektetők körében leírt viselkedés, hogy a befektetők befektetési döntéseikben egy adott piacon vezető bank/befektető (leading investor) döntéseit követik. A többi befektető információs ellátottsága rosszabb a piacvezető intézményénél és nem rendelkezik az adott piac megítéléséhez szükséges összes információval. Ezért ha a vezető befektető befektetési politikája módosul, akkor a többi befektető a piac és a fundamentumok elemzése nélkül követi a vezető befektetőt, elmélyítve a kedvező, illetve kedvezőtlen tendenciákat.

A válságok tovagyrűzésének folyamatát a befektetők részéről gyorsító tényező **a befektetők csordaszelleme (herd behaviour)**. A csordaszellem kialakulása a befektetők között az említett információs aszimmetriával is összefüggésben van. Egy adott piacon ezt erősítheti, hogy a piacra később befektetők automatikusan követik a piacon már régebb óta működőket és befektetési döntéseikben leképezik a tapasztaltabb befektetők döntéseit (információs piramis).

A csordaszellem kialakulásában fontos szerepe van a fund managerek díjazásának (IMF(1998)): ennek ugyanis gyakran alapja a többi alapkezelő tevékenységével való összehasonlítás. Mivel a fund managerek nem akarnak rosszabbul teljesíteni a többi managernél, ezért az árfolyamok csökkenésének időszakában érdekük lehet a többi befektető kivonulását követni (veszteségek minimalizálása, „hide in the herd” stratégia), vagy akár az aktív kivonulás („ride the herd” stratégia).

Végezetül a csordaszellem kialakulásában szerepet játszik a hozam aszimmetria is: ha a befektetők a csökkenő hozamú piacról kivonulnak, akkor nem veszítenek/ esetleg nyerhetnek, ha viszont benntartanak, akkor biztosan veszítenek. Ez a befektetői viselkedés viszont további árfolyamesést eredményez a válság által érintett piacokon, ami további befektetők kivonulását okozza.

Összességében az említett tényezők miatt felerősödött az 1990-es évek elejéhez képest a valutaválságok tovagyrűzésének folyamata. Ennek a következménye volt, hogy a makrogazdasági fundamentumok mellett a spekulatív tényezők szerepe felerősödött a válságok kialakításában, összhangban a valutaválságok elméletének második generációs modelljeivel. Mindezek miatt a gyors tovagyrűzés az egészséges, fenntartható fundamentumokkal rendelkező gazdaságokat is válságba sodorhatja.

#### **IV. Az iparilag fejlett gazdaságok helyzete**

A feltörekvő piacok válsága által gyakorolt globális hatások nagymértékben függenek attól, hogy milyen mértékben érintettek a fejlett gazdaságok a válság által és miképpen alakul reagálásuk a válságra. A három ipari centrum eltérő helyzetben van mind konjunkturális pozícióját és hosszú távú növekedési kilátásait, mind pedig - a feltörekvő piacokkal fennálló pénzügyi és reálgazdasági kapcsolatok eltérő szerkezete és intenzitása miatt - a válság közvetlen és közvetett hatásainak való kitettségét illetően.

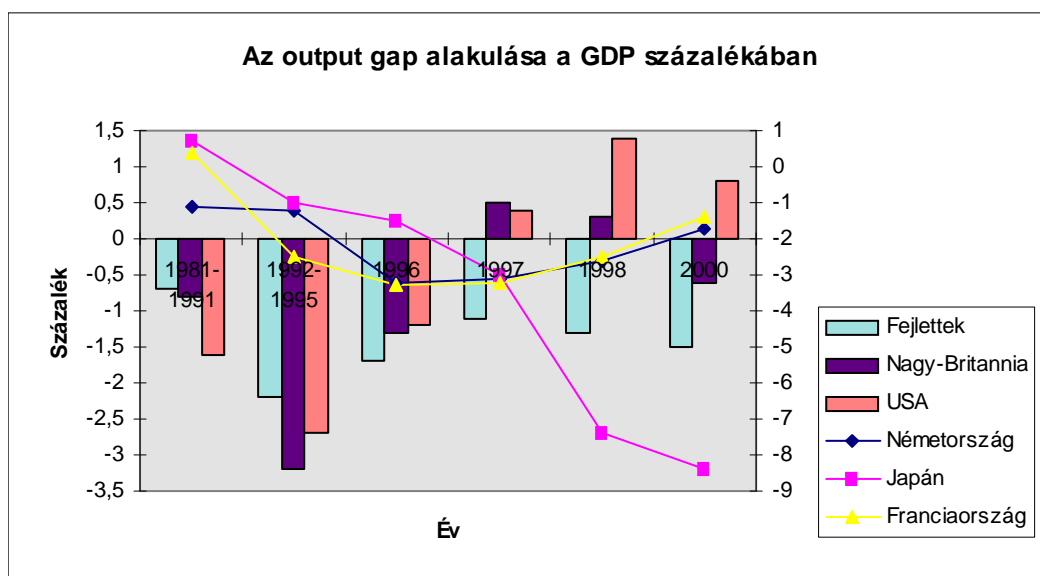
## IV.1. Japán

Japán szerepe kulcsfontosságú mind a jelenlegi válság kialakulásában, mind a válságból történő kilábalás dinamikájának és időpontjának várható alakulásában. A japán gazdasági folyamatok három szempontból játszottak (és játszanak) lényeges szerepet elsősorban a globális árfolyam- és távol-keleti régió GDP-jének alakulásában. Egyrészt a dinamikus reál GDP növekedés megtorpanása, a potenciálistól tartósan elmaradó aktuális növekedés miatt megszűnt Japán lokomotív szerepe a távol-keleti régióban, amely a kisebb ázsiai gazdaságok nettó exportjának (ide irányult a kivitel közel harmada), illetve finanszírozásának csökkenésében játszott fontos szerepet.

Másrészt a gazdasági növekedés lassulása olyan árfolyam- és pénzügyi következményekkel járt, amelyek tovagyűrűző hatásként addicionális tényezővel mélyítették a feltörekvő gazdaságok válságát. A reál GDP csökkenése Japánban negatív keresleti sokként hatott a távol-keleti gazdaságokra, rontva a Japánnal szembeni kereskedelmi mérleget. További negatív keresleti tényezőként hatott, hogy a stagnálás és az ebből történő kilábalás érdekében alkalmazott monetáris lazítás nyomán a yen tartósan leértékelődött a dollárral szemben, ami a dollárhoz kötött árfolyammal rendelkező gazdaságok versenyképességét rontotta. Emellett a japán bankokat romló jövedelmezőségük a feltörekvő piacokra (és ezen belül különösen a korábban kiemelt befektetési célként szereplő távol-keleti gazdaságokba) eszközölt befektetések, hitelkihelyezések felmondására készítette, megnehezítve - éppen a kialakuló válság időpontjában - ezen gazdaságok finanszírozását.

Végezetül a japán gazdasági problémáknak közvetett hatása is volt a távol-keleti gazdaságok válságára: a piaci szereplők, befektetők bizalma a távol-keleti régió iránt nagymértékben Japán teljesítményétől függött: ennek romlása a régió általános növekedési, befektetési kilátásainak megítélését is kedvezőtlenül befolyásolta.

### Grafikon 5



A japán gazdasági válság mögött több tényező párhuzamos érvényesülése áll. A gazdaság a gyors növekedés és reáljövedelem konvergencia több évtizedes időszakát követően az 1980-as évek végétől a lassú növekedés, illetve stagnálás, az ún. endaka korába lépett. Miközben az 1980-as években a fejlett gazdaságok közül egyedül Japánban volt pozitív a kiibocsátási rés



(output gap), addig ez 1992-1997 között -1,4%-ra változott (az évtized átlaga +0,7%) úgy, hogy az aktuális növekedés elmaradása a potenciálistól fokozatosan gyorsult (ld. a következő grafikont). A konjunktúra lassulása mögött alapvetően szerkezeti problémák állnak, amelyek a korábbi növekedési időszakban a japán gazdaság növekedését hajtották: a termelési tényezők (elsősorban tőke) extenzív felhalmozása, a korporatista gazdasági szerkezet, a tényezőpiacok merevségei.

A gazdaságpolitika a válságot alapvetően az elégtelen keresletre vezette vissza és reagálása a monetáris politika lazítása, a kamatlábak csökkentése volt. Ez utóbbi azonban olyan szerkezeti változást eredményezett a befektetésekből, amelyek már közvetlenül a jelenlegi válság kiváltó okai lettek. A kamatlábak csökkenése rendkívül olcsóvá tette a vállalatok számára a külső hitelfelvételt és az erre alapozott növekedést. Másfelől a hitelkínálat felfutása a vállalatokat további beruházásokra, tőkeállományuk növelésére készítette, ami fokozatosan a tőkehatékonyság csökkenését eredményezte. A hitelpiac kínálati oldalán a kamatlábak csökkenése és a növekvő kereslet a bankokat is hitelállományuk növelésére ösztönözte anélkül, hogy megfelelően értékelték volna kihelyezéseiket. A következmény a vállalati külső finanszírozás arányának (leverage) és a kedvezőtlenebb megtérülésű beruházások volumenének növekedése volt.

A lazuló monetáris politika másik következménye a részvénytőzsiadatokon történő befektetések ugrásszerű növekedése volt. A részvénytőzsiadatok felfutása azonban Japán esetében - szemben a többi fejlett gazdasággal, illetve a jelentős tőkebeáramlást elkönnyvelő feltörekvő piacokkal - nem párosult a részvényárak tartós növekedésével, mert a befektetői várakozások a gazdaság stagnálása és a tornyosuló szerkezeti feszültségek miatt az 1990-es években tartósan kedvezőtlenek voltak.

A monetáris lazítás és a csökkenő kamatlábak harmadik következménye az ingatlanpiaci befektetések erőteljes növekedése volt. Az ingatlanpiaci boomot az 1980-as évek végén és az 1990-es évek elején a yen felértékelődése is gerjesztette, mert ez növelte a kereskedelembe nem kerülő szektorokba eszközölt befektetések relatív jövedelmezőségét. Az ingatlanpiaci boom az árak, illetve a banki portfóliókban az ingatlanbefektetések részesedésének növekedésével, az ingatlanok hitelezésnél fedezetként történő növekvő mértékű felhasználásával párosult. Mindezek következtében 1991-1992-re olyan mértékű túlkínálat keletkezett az ingatlanpiacon, hogy a kereslet lanyhulásával párhuzamosan az árak csökkentek és ez a folyamat az 1990-es évek egészét jellemezte.

A részvény- és ingatlanárak növekedésében jelentkező vagyoneszköz infláció (asset inflation) az 1990-es évek elejéig tartott, majd ezt követően az eszközárak kitartóan csökkentek. A kezdeti gyors vagyoneszköz infláció, majd ezt követő defláció, illetve a banki és vállalati források ezekbe a volatilis hozamú eszközökbe történő befektetése volt a japán válság közvetlen kiváltó oka. Japán esetében is érvényesült a Krugman által a távol-keleti gazdaságokra leírt jelenség, amely szerint gyorsan kialakulhat piaci buborék azon eszközpiacon, amelyek kínálata fix (ilyen az ingatlan), és ez gyors árnyövekedést majd csökkenést eredményező ciklust generál, magával húzva a gazdaságot is.

A vagyoneszköz defláció az 1990-es években súlyos következményekkel járt a pénzügyi szektor jövedelmezőségére és a pénzügyi közvetítés minőségére. A bankok kihelyezéseik növekvő részét irányították a kereskedelembe nem kerülő javak szektorába az itt elérhető magasabb hozamok miatt, amely a japán gazdaság nemzetközi versenyképességét korlátozta (különösen, hogy a non-tradable szektoron belül a beruházások növekedése elsősorban a

kereskedelembé kerülő javak szektoraihoz még közvetve sem kapcsolódó területeken volt jelentős). A magas ingatlanpiaci kihelyezések és tőzsdei befektetések növelték a bankok mérlegen kívüli eszközeinek arányát az összes eszközökön belül.

Emellett a bankok jövedelmezősége egyre inkább a vagyoneszközök árának alakulásától függött közvetlenül a befektetéseik szerkezetében bekövetkezett említett eltolódás miatt és közvetve, mert a bankok vállalati hitelei mögött növekedett az ingatlanfedezettel nyújtottak aránya. A deflációs nyomás megjelenése jelentősen rontotta a bankok jövedelmezőségét, növelve a kétes kinnlevőségek értékét, és (mivel nem képezték meg a boom időszakában a szükséges céltartalékokat) a bankok tőkehiányát. A bankrendszer erősödő válsága aztán visszahatott az ingatlan és részvényárak és árfolyamok alakulására, felerősítve a lefelé tartó spirált.

A vagyoneszköz defláció másik kedvezőtlen következménye a magánszektor vagyonának csökkenésében jelentkezett. A lakossági és a vállalati szektorok egyaránt megtakarításaik jelentős és az 1980-as években növekvő részét fektették be az emelkedő hozamokkal rendelkező tőke- és ingatlanpiacokra: a vagyoneszköz infláció a vagyon gyarapodását és a flow megtakarítások értékének növekedését eredményezte. Amikor azonban a vagyoneszközök árai csökkentek és ez tartósan bizonyult, mérsékelte a magánszektor fogyasztási hajlandóságát és növelte az amúgy is magasnak tartott megtakarításokat. Figyelembe véve a vagyoneszközök árának változása és a fogyasztói árindex közötti eltérést, ezt a negatív hatást nem semlegesítette a mérséklődő infláció reálvagyon értékét növelő hatása és erősödött a negatív keresleti hatás.

A vagyoneszköz defláció és ennek makrogazdasági hatásai mellett a bankrendszer romló stock és flow pozíciója volt a válságot előidéző másik hosszú távú tényező. A vagyoneszköz deflációból származó pénzügyi veszteségek mellett a bankszektor jövedelmezőségét nagymértékben rontotta a vállalati szektor 1980-as évekhez képest romló jövedelmezősége, ami a lassúbb reáljövedelem növekedés és a romló hatékonyságú vállalati beruházások miatt következett be. Emellett az 1980-as évek közepétől a magánszektorban nyújtott és a GDP arányosan növekvő hitelállományon belül bővült a nem megtérülő hitelek aránya, aminek következtében romlott - függetlenül a vagyoneszköz deflációtól - a banki portfóliók minősége és csökkent a bankszektor jövedelmezősége. A bankrendszer és a vállalatok szoros összefonódása, a „connected lending” gyors növekedése ellenőrzés nélkül maradt: a gazdaság lendületes növekedése elviselte az ebből eredő hatékonyság veszteségeket, de a válság időszakában a negatív jelenségek felerősödve hatottak.

A bankrendszer problémáinak másik forrása az 1990-es évek pénzügyi szektort érintő liberalizálásának kedvezőtlen szerkezete volt. A liberalizálás nyomán ugyanis a bankok a korábnál szélesebb lehetőséget kaptak eszközportfólióik diverzifikálására és ennek egyik következménye a mérlegen kívüli tételek növekedése volt. A pénzügyi szektor liberalizálása azonban nem párosult a banki tevékenység megfelelő szabályozásával és a bankrendszer hatékony felügyeletével. Ezt jól mutatják a tőkemegfelelési mutatók elégtelenségei, a kockázati céltartalék képzés elmaradása a kívánatos szinttől.

A japán gazdaság 1997-es és 1998-as visszaeséséhez a hosszabb távon érvényesülő szerkezeti gondok mellett rövidtávú makrogazdasági és külső exogén sokkok is hozzájárultak. Az exogén sokkok között a fejlett gazdaságokban kibontakozó dezinfláció és a távol-keleti válság voltak a legjelentősebbek. A fejlett gazdaságok alacsony inflációja, az elmúlt 1,5 évben bekövetkezett olajárcsökkenés a japán gazdaság számára a cserearányok javulása mellett sem

volt kedvező, mert a deflációs nyomást erősítette és tovább korlátozta a monetáris ösztönzés lehetőségét. A japán infláció is történelmi mélypontot ért el és a hatékony monetáris ösztönzés már negatív nominális kamatlábakat igényelt volna.

A távol-keleti gazdaságokban kibontakozó valutaválság emellett addicionális negatív keresleti sokkot jelentett a gazdaságnak. Egyfelől a távol-keleti gazdaságok reálárfolyamatainak drasztikus leértékelődése, az import csökkentése érdekében hozott adminisztratív és makrogazdasági lépések nyomán jelentősen romlik Japán ezen gazdaságokkal szembeni nettó export pozíciója. Másfelől a távol-keleti kis gazdaságok árversenyképességének növekedése további kiszorítási hatással járhat egyes árucsoportok esetében, elsősorban az amerikai piacon. A távol-keleti válság a reálszektor mellett hatással volt a pénzügyi ágzatra is: a japán bankok által az 1980-1990-es években a távol-keleti gazdaságokban eszközölt befektetések jelentős része veszteségesé vált és ez addicionális romlást okozott a bankok stock és flow pozíciójában.

Az exogén sokkok mellett a válságot elmélyítő másik tényező a gazdaságpolitikai hibák voltak. Ilyennek tekinthető a fogyasztási adók 1997 áprilisi növelése, aminek a célja a költségvetési deficit csökkentése volt. Ez azonban negatív keresleti sokként jelentkezett, aminek hatását az 1997-ben és az 1998-ban bevezetett keresletösztönző fiskális csomagok sem voltak képesek semlegesíteni, mert addigra a belső és külső válságjelenségek miatt mélypontra csökkent a fogyasztói bizalom indexe.

A másik gazdaságpolitikai hiba a bankkonszolidáció elmaradása, a bankrendszer forrás és eszköz problémáinak felhalmozódása volt, amely tovább erősítette a vagyoneszköz deflációt, csökkentette a belföldi kereslet növekedését és rontotta a japán gazdaság növekedésével kapcsolatos várakozásokat.

Összességében a japán gazdaság válsága hosszabb távon elkerülhetetlen volt, mert a bekövetkezett reáljövedelem konvergencia mellett nem lehetett tartósan magas reál GDP növekedési ütemet fenntartani. A válság ennek megfelelően elsősorban szerkezeti válságként jelentkezik: a feszültségek egyfelől a bankrendszer fejlődésének torz vonásaiban, másfelől a többi távol-keleti gazdasághoz hasonlóan a pénzügyi piacok részleges és aszimmetrikus liberalizálásában nyilvánulnak meg. A szerkezeti problémák költséges és időigényes orvoslása mellett a makrogazdasági politikában erőteljes átváltás érvényesül a választható két alternatíva között. Vagy a további monetáris lazítást kell választani, vállalva a kamatlábak csökkenését, ennek megfelelően a yen árfolyamának gyengülését és ebből a nettó export növekedésén keresztül érvényesülő GDP növelő hatásokat. Másrészt lehetőség van a költségvetési deficit növelésével, a belföldi fogyasztás fiskális eszközökkel történő élénkítésével segíteni a kilábalást, vállalva az ennek nyomán növekvő belföldi kamatszínvonalat, a folyó fizetési mérleg hiányának növekedését és a kamatlábak emelkedését is.

## **IV.2. USA**

Az elmúlt hét év kiemelkedő növekedési teljesítményét követően a feltörekvő piacokról kiinduló válság az amerikai gazdaságot a konjunkturális ciklus csúcspontján érte. A reál GDP növekedése 1997-1998-ban egyaránt meghaladta az EU és euro-övezet, illetve a japán és a német gazdaság bővülését, sőt az amerikai gazdaság potenciális növekedési szintjét is. A gyors reál GDP növekedés forrása a belföldi beruházási és fogyasztási kereslet növekedése

volt, amihez a reáljövedelmek tartós bővülése, a lakossági szektor megtakarítási hajlandóságának csökkenése és a kedvező kamatkondíciók miatt eladósodás és hitelekbe történő fogyasztás kiugró ütemű növekedése, az alacsony munkanélküliségi ráta fogyasztói bizalmi indexet ösztönző hatása járult hozzá.

A gyors reál GDP növekedéshez - a korábbi fellendülési ciklusokkal szemben és a dollár erősödése ellenére - az export értékesítés és a nettó export többletének növekedése is jelentősen hozzájárult, ami jelezte az amerikai gazdaság nemzetközi versenyképességének számottevő javulását. További ösztönzőnek bizonyult a monetáris-fiskális politikai mix: miközben a monetáris politika engedte a pénzmennyiség jelentősebb növekedését, addig a költségvetésben alapvető kiigazításra került sor, megteremtve a kiegyensúlyozott költségvetést és mérsékelve az államadósság GDP arányos szintjét.

A második világháború óta lejáratott konjunktúra ciklusokkal összevetve a mostani sajátossága, hogy a gyors reál GDP növekedés nem párosult a pénzromlás ütemének növekedésével, sőt a fejlett országokhoz hasonlóan további deflációra került sor. Az infláció további mérséklésében szerepet játszott, hogy a konjunkturális hatásokból eredő keresleti inflációt jobban semlegesítette a költséginfláció csökkenése, illetve a kedvező makrogazdasági mutatók és kilátások inflációs várakozásokat pozitívan befolyásoló hatása.

Az alacsony infláció kiváltó okairól és megalapozottságáról eltérőek a vélemények, de egyes tényező hatása minden elemzésben egybehangzóan fontosnak tűnik. Az egyik meghatározó deflációs tényező - ami sok elemző szerint kiinduló pontként a távol-keleti gazdaságok válságát is okozta - az elektronikai, számítástechnikai termékeknél bekövetkezett áresés: a jelentős csökkenés mellett fontos, hogy ezen termékek részesedése a beruházási és fogyasztási keresletben, és ennek megfelelően a termelői és fogyasztói árindexben növekvő és ez is hozzájárult a gyors deflációhoz.

Továbbá kedvező volt, hogy a növekedés gyorsulása a dollár erősödésével és az olajárak csökkenésével párosult: a kedvező árfolyam- és cserearányhatás a növekvő importon keresztül erőteljes korlátként hatott a belföldi áremelési lehetőségekre<sup>20</sup>. Végezetül a deflációhoz hozzájárult az államháztartás pozíciójának jelzett javulása is, elsősorban az inflációs várakozások, illetve a kamatszínvonal alakulásán keresztül.

Az amerikai gazdaság növekedésének másik fontos és globális hatásokkal járó kísérőjelensége a kamatlábak történelmi mélypontra csökkenése. A nominális kamatlábak csökkenése természetesen az infláció mérséklődését követte, de attól elmaradva a reálkamatlábak növekedéséhez vezetett. A nominális kamatlábszínvonal csökkenése mögött az államháztartás stock és flow pozíciójának javulása, illetve a pénzmennyiség gyors növekedése állt. A csökkenés további tényezője volt az elmúlt 18 hónapban az erőteljes tőkebeáramlás, amely likviditásbőséget teremtett az amerikai kincstárjegyek piacán csökkentve előbb a kötvény-, majd a jegybanki kamatokat is.

Végezetül a konjunktúra fontos kísérőjelensége volt a munkanélküliség csökkenése, amely a kamatlábakhoz hasonlóan történelmi mélypontra csökkent. Számos elemző szerint e mögött a munkanélküliség természetes rátájának - az amerikai gazdaságban bekövetkezett versenyképességi javulás, szerkezeti átrendeződés és kínálati alkalmazkodás miatti -

---

<sup>20</sup> Ebben kedvező volt a növekvő importverseny, a vállalati szektorban bekövetkező racionalizálás, valamint a rendkívül gyors technikai megújulás árnyékvédelmi korrólátó hatása.

csökkenése is megfigyelhető. Noha ennek igazságtartalma jobban megállapítható lesz, ha a gazdaság a ciklus leszálló ágában is képes marad a korábinál kedvezőbb munkanélküliségi eredményeket felmutatni, mivel a munkaerőpiacok hagyományos rugalmassága, az amerikai gazdaság erős munkahelyteremtő képessége, a szolgáltatási szektor folytatódó munkaerő felszívása együttesen jelentősen csökkentette a munkanélküliséget a konjunktúra idején.

A feltörekvő (és ezen belül a távol-keleti) gazdaságok válságának hatását az amerikai gazdaságra az említett háttér tényezők figyelembevételével kell értékelni. A feltörekvő gazdaságok helyzete vegyes hatást gyakorol az amerikai gazdaságra. A válság kedvező hatása részben a tőkeáramlások irányának megfordulásából ered: a 90-es évtized első felével szemben az elmúlt 18 hónapban jelentős tőkebeáramlás következett be, és ez hozzájárult a kötvényhozamok csökkenéséhez, mérsékelte a kamatlábakat és növekvő keresletet teremtett a részvénypiacon is, visszafogva a befektetői bizalom megrendülése nyomán a tőzsdei árak csökkenését. A jelentős tőkebeáramlás módosította a monetáris politika jellegét is. Míg korábban a FED a gazdaság túlfűtöttségének elkerülése érdekében a kamatlábak növekedését fontolgatta, addig most a külső sokkok lehetővé teszik a "soft lendinget" a kamatlábak növelése nélkül, sőt a negatív külső keresleti sokk miatt a FED a kamatcsökkenési trendet saját lépéseivel még fel is erősítheti. Az általános hozamcsökkenés teret adott a FED számára az irányadó banki kamatok csökkentésére is, ami semlegesítheti a nettó export és beruházási kereslet csökkenését és ennek kedvezőtlen reál GDP hatását.

A feltörekvő gazdaságok válsága nyomán felerősödött a kockázatmentes és ezen belül a dollárban történő befektetések vonzereje. A dollár erősödése összességében kedvező az amerikai gazdaság számára, mert összhangban áll a kamatlábak csökkenésével, mérsékli az inflációs nyomást, illetve a nettó export csökkenésével párhuzamosan addicionális gazdaságpolitikai lehetőséget ad a konjunktúra fokozatos moderálására.

A dollár erősödésének dezinflációs hatása mellett cserearányhatása is van. Mint azt Nolan-Wei (1998) tanulmánya is jelzi, a távol-keleti valutákban bekövetkezett drasztikus leértékelődés jelentős cserearányjavulással járt az USA számára és ez elősegítheti a GDP növekedését. A korábbi időszakok (elsősorban az 1980-as évek) tapasztalata azt mutatja ugyanis, hogy a gazdaságot ért kedvező cserearány-változás következménye a vagyonnövekedés miatt a kereskedelemben nem kerülő javak fogyasztásának bővülése volt. Ez ugyan tovább ronthatja a folyó fizetési mérleg egyenlegét, de a reál GDP alakulására kedvező hatással lehet.

A feltörekvő piacok válságából az amerikai gazdaságra gyakorolt említett pozitív hatások mellett jelentkeznek problémák is. A valutaválságokból eredő legjelentősebb negatív hatást az amerikai gazdaság számára a feltörekvő gazdaságok importkeresletének erőteljes csökkenése, illetve a reálárfolyamok jelentős leértékelődése nyomán a kereskedelemben kerülő javak szektorában bekövetkezett versenyképességjavulás. A növekvő amerikai exporton belül közel 30%-os volt a távol-keleti gazdaságok részesedése: mivel a valutaválságok által érintett régiókban a folyó fizetési mérleg egyensúlyzavarhoz történő alkalmazkodás elsősorban az import csökkenésében jelentkezik, ami jelentős kiesést okozott az amerikai exportőröknek.

A kereskedelmi és a folyó fizetési mérleg egyenlegének emiatt várható további romlása részben elkerülhetetlen, ha az amerikai gazdaság hozzá kíván járulnia távol-keleti gazdaságok válságából történő kilábalásához. Ellenben a hiány növekedése semlegesíti a dollár erősödését középtávon (ami egyéb tényezők, mint pl. az euro megjelenése miatt is várható), ami az inflációs és kamattrendek alakulását törheti meg.

A távol-keleti válság másik negatív hatását a pénzügyi szektor jövedelmezőségére gyakorolja. Az amerikai bankok, befektetési alapok jelentős kinnlevőségekkel rendelkeztek a távol-keleti régióban és a kihelyezések egy rész leértékelődött. Emiatt az érintett bankok, illetve általában a bankrendszer jövedelmezősége csökkent és ez a bankokat óvatosabbá tette újabb kihelyezéseikben, még a válság által nem érintett ágazatok felé is. A feltörekvő régió válságának egyik közvetett hatása lehet a hitelállomány korábban dinamikus növekedésének lassulása, ami tovább mérsékelheti a GDP növekedést. A befektetési alapok veszteségei ellenben a befektetők reálvagyonát csökkentik és a fogyasztói bizalmi indexre, illetve a fogyasztási kiadásokra hatnak negatívan.

Összességében a távol-keleti válság közvetlen hatásai nem jelentősek az amerikai gazdaságra<sup>21</sup>. A keresleti hatás és a befektetői bizalmi index csökkenése miatt lelassul a gazdaság növekedése, bár a csökkenés nyomán még mindig a potenciális növekedési ütem körül fog a gazdaság bővülni. A lassulás azonban lehetőséget ad a gazdaságpolitika számára, hogy a gazdaság elkerülje az aktuális és várt infláció gyorsulását, ennek megfelelően a kamatlábak emelését a konjunktúra lehűtése érdekében.

A külső válságok növekedésre gyakorolt mérsékelt hatása mellett is van néhány kritikus pont az amerikai gazdaság növekedési és egyensúlyi kilátásaiban. Az egyik problémát az jelenti, hogy a reál GDP növekedés fenntartására és a nettó export, illetve a belső keresleti elemek csökkenésének semlegesítésére a FED csak korlátozottan alkalmazhatja a kamatlábak csökkentését. Ennek az oka a pénzmennyiség említett növekedése, amely jelentő mértékben meghaladja a fejlett gazdaságok átlagos növekedési ütemeit és az inflációs nyomás felerősödésének veszélyével párosul. További monetáris lazítás nemcsak inflációs veszélyeket, de a dollár erőteljesebb leértékelődését is magában rejti.

A gazdaság kilátásait befolyásoló másik bizonytalansági tényező, hogy a vártnál nagyobb mértékben is lassulhat a belföldi felhasználás növekedése. Eddig ugyanis még nem érvényesült teljes körűen a vállalatok és háztartások keresletében a bizalmi index csökkenésének, a vagyoneszköz árak deflációjának a hatása. Ráadásul a magánszektor rendkívül alacsony és 1990-es években csökkenő megtakarítási hajlandósága (és ezzel párhuzamosan növekvő adóssága) még óvatosabbá teheti költekezésének növelésében.

Végezetül problémát jelenthet a fizetési mérleg alakulása, ami függ attól, hogy mikor élénkül meg a külső kereslet, valamint attól, hogy hogyan alakul a dollár árfolyama. A belföldi felhasználás lassuló növekedése természetesen kedvezően hat a külső egyensúlyra is, de ezt a hatást semlegesíthetik az árfolyam- és a versenyképességi változások.

### ***IV.3.Európai Unió***

A feltörekvő piacok válsága a fejlett gazdaságok közül legkevésbé az európai államokat érinti. A hatás korlátozott jellege azzal van összefüggésben, hogy kedvezőek a nyugat-európai régió makrogazdasági fundamentumai, a japán és az amerikai gazdaságnál kisebb mértékű a reál- és pénzügyi kapcsolatok intenzitása a válságrégiókkal, és a negatív hatásokat részben semlegesíti az euro bevezetéséből (elsősorban közép-, de egyes területeken már rövidtávon is) várható kedvező növekedési és versenyképességi hatása.

---

<sup>21</sup> Ezzel szemben a latin-amerikai gazdaságok válsága már súlyosabb következményekkel járhat az amerikai gazdaságra.

Az Európai Unióban összességében kedvezően alakulnak a fontosabb makrogazdasági fundamentumok. Az átlagos növekedési dinamika gyorsult az elmúlt években, de ezen belül a gazdaságok a konjunktúraciklus eltérő szakaszában vannak. A konjunktúra érett szakaszában van Nagy-Britannia, illetve a perifériális gazdaságok (Spanyolország, Portugália és Írország), ahol az elmúlt évek dinamikus reál GDP növekedése az átlagos jövedelmi szinthez történő gyorsuló konvergenciát eredményezett.

A potenciális és az aktuális GDP közötti különbség (output gap) alakulása viszont azt mutatja, hogy a konjunktúraciklus kezdeti szakaszában vannak még a mag (core) államok, ahol az elkövetkező időszakban a növekedés gyorsulása várható. A konjunktúraciklus eltérései nehézséget adnak majd az euro-övezet tagállamai számára a közös monetáris politika kialakításában, az egységes kamatszínvonalhoz történő alkalmazkodásban, de a külső válság hatásainak kezelése szempontjából ez az eltérés kedvező, mert lehetőséget ad arra, hogy a magállamok átvegyék a növekedés húzóerejének szerepét és részben semlegesítsék a külső exogén sokkok euro-övezetre gyakorolt kedvezőtlen hatását.

A feltörekvő piacok válságának lehetséges makrogazdasági hatásait tovább mérsékli, hogy az elmúlt 1-2 évben csökkent a külső és növekedett a belső keresleti elemek szerepe a konjunktúra alakításában. Az 1992/1993-as valutaválságot és a költségvetési konszolidáció belföldi keresletet csökkentő hatását követően az európai gazdaságok növekedésében egyre nagyobb szerepet játszik a nettó export növekedése. Ennek reál GDP növekedést húzó hatását váltja fel jelenleg a belföldi fogyasztás és a beruházások növekedése, amiben az 1990-es évek elejénél jóval kedvezőbb fiskális pozíciók, a reáljövedelmek növekedése nyomán bővülő fogyasztási kereslet és a tartósan javuló bizalmi index, valamint a kamatlábak csökkenése meghatározó.

Mivel csökken a konjunktúra függése a nettó exporttól, ezért a külső exogén sokkok negatív hatása is kisebb lesz az EU-ra mint pl. az USA-ra annak ellenére, hogy az EU gazdaságok nyitottsága - jelenleg még - nagyobb az amerikaiénál. Ezt a hatást tovább erősíti az EMU kialakulása, mert ennek erőteljes kereskedelemterelő hatása lesz, növelve a monetáris övezeten belüli kereskedelem részesedését.<sup>22</sup>

A reálgazdasági sokkok hatásait a konjunktúra ciklus alakulása és a konjunktúra szerkezete mellett a gazdaságpolitikai mix változása is befolyásolja. Miután 1997 végére az európai államok zöme teljesítette a fiskális konvergencia szükséges feltételeit és ezáltal kvalifikálta magát az EMU tagjai közé, enyhült a fiskális politika szigora. Az uralkodó gazdaságpolitikai mix a változatlanul szigorú monetáris és lazább fiskális politika lett. Az előbbi kedvező volt az infláció további csökkenése, míg az utóbbi a konjunktúra alakulása szempontjából.

A negatív külső sokkok hatását a reál GDP-re mérsékli az EU-n belül az EMU megvalósulásának utolsó fontos makrogazdasági előfeltétele a kamatlábak 1998-ban bekövetkezett konvergálása az egységes európai szintre. A kamatkonvergencia nyomán egyfelől várhatóan a magas reál GDP növekedésű és a konjunktúraciklus érett szakaszában található gazdaságok (pl. Írország, Portugália, Spanyolország) kamatszínvonalaik csökkenése miatt további növekedési impulzusokat kaphatnak, illetve az inflációs nyomás elkerülése érdekében ezt részben semlegesíthetik konzervatívabb fiskális politikával. Összességében

---

<sup>22</sup> Az EMU létrejöttének a kereskedelemterelő mellett kereskedelemteremtő hatása is lesz: az előbbi hatás azonban az elemzések szerint erősebb és gyorsabban érvényesülő lesz.

azonban a kamatkonvergencia inkább kedvezően érinti az európai monetáris övezet növekedési kilátásait és külső sokkokra adott válaszát.

A külső sokkokkal szemben az euro bevezetése is védelmet biztosíthat az európai gazdaságoknak. Az euro bevezetésének önmagában van a nagyobb tényező-mobilitásból és hatékonyságból, a tranzakciós költségek visszaszorulásából eredő növekedési hatása, a valutaválságok kirobbanásának kisebb valószínűsége mellett.

Az egységes valuta bevezetéséből a növekedési és egyensúlyi kilátásokra kedvezőtlen hatást az euro várható felértékelődése gyakorolhat, amely ronthatja az euro övezet folyó fizetési mérleg egyensúlyát, növelheti a versenyképesebbé vált feltörekvő piacok versenyelőnyeit és ezáltal erőteljesebb protekcionista lépéseket válthat ki az EU-ból. Ugyanakkor ezt a kedvezőtlen hatást semlegesítheti az egységes valuta bevezetésének tőkepiaci hatása: az egységesülő tőkepiacok, a felértékelődő euro, a kisebb tranzakciós költségek nyomán vélhetően növekedni fog az euro övezetbe a tőkebeáramlás és ennek kedvező növekedési és finanszírozási következményei lesznek.

Végezetül figyelembe kell venni a külső sokkok európai gazdasági övezetre történő transzmissziójánál, hogy a tőzsdei befektetések részesedése kisebb az európai megtakarítók portfóliójában, és ezért a tőzsdei árfolyamok visszaesése mérsékeltebb vagyonszűkítést és fogyasztási illetve beruházási hajlandóság csökkenést eredményez, mint az USA-ban.

Össességében az európai gazdasági övezet kedvező növekedési és makrogazdasági fundamentumok mellett érintette a feltörekvő piacok válsága és ennek tovagyűrűzése. Emellett a harmadik fejezetben elemzett transzmissziós csatornák az USA-val és Japánnal szemben mérsékeltebb hatást gyakorolnak a növekedési és egyensúlyi mutatókra, illetve ezeket a hatásokat részben semlegesíti az euro bevezetése 1999-ben.

**Táblázat 8. A vagyoneszközök árváltozása százalékban**

	<b>részvény</b> <b>1998.09.24-ig</b>	<b>részvény</b> <b>1997</b>	<b>részvény</b> <b>1992-1996-átl</b>	<b>ingatlan</b> <b>1997</b>	<b>ingatlan</b> <b>1992-96</b>
<b>USA</b>	8,6	29,5	14,5	4,3	3,3
<b>Nagy-Britannia</b>	0,6	26,1	11,4	8,4	-2,3
<b>Németország</b>	11,2	38,4	11,3	-4,6	1,8
<b>Olaszország</b>	13,4	53,1	7		
<b>Japán</b>	-6,9	-21	-1,3	-3,6	-4,4

Forrás: WEO (1998) 105p

Az európai gazdasági övezetre gyakorolt közvetlen hatások mellett azonban veszélyként jelentkezhetnek a közvetett negatív tovagyűrűző hatások. Az egyik ilyen lehetséges csatorna az amerikai gazdaság lassulásának hatása az EU-ra. Ez mind a kereskedelmen, mind a tőkeáramlások irányán, mind a keresztárfolyamok (további dollár gyengülés és euro erősödés) alakulásán át kedvezőtlenül érintheti az euro-övezet és az EU növekedési kilátásait. Ha az amerikai növekedés lassulása a vártnál tartósabb lesz, akkor ez akár 1 százalékponttal is mérsékelheti az euro-övezet konjunktúra kilátásait.

További veszélyként és közvetett hatásként jelentkezik a távol-keleti gazdaságok válságának intenzitása illetve hossza. Minél később következik be a kilábalás és tovább tart a belföldi jövedelmek és kereslet csökkenése, annál inkább rá lesznek ezen gazdaságok kényszerítve a



nettó export növelésére. Ez viszont aszimmetrikus sokkokat okozhat az euro-övezetben, és az egyes gazdaságok és ágazatok növekedési kilátásait kedvezőtlenül érintheti.

## V. A valutaválságok várható globális hatásai

A feltörekvő gazdaságokban bekövetkezett valutaválságokat és ezeknek a világgazdaságra történő tovagyrűzését számos korábbi válsággal összevetve szokták elemezni, meghatározva a korábbiakkal közös és az azoktól eltérő vonásait. Az összehasonlítás egyik alapja a fejlődő gazdaságokat korábban ért válságok összevetése a mostanival: itt elsősorban az 1981-1982-től kialakuló adósságválság, illetve az 1994-1995-ös mexikói valutaválság szolgálhat összevetési alapul.

Az 1981-1982-es, az 1994-1995-ös és az 1997-1998-as válságok számos ponton közös vonást mutatnak. Az egyik közös vonás, hogy a válságot megelőzően jelentős nettó tőkebeáramlás következett be a feltörekvő gazdaságokba, és a tőkebeáramlás növekedésében a keresleti tényezők mellett meghatározó súllyal részesedtek a hitelezők és befektetők döntései által determinált kínálati tényezők. A jelentős tőkebeáramlás egyben eltüntette a növekvő makrogazdasági problémákat, mert egészen a válság kirobbanásáig kevés jel utalt a várható problémákra<sup>23</sup>

A válságok másik közös vonása a hazai szereplők magas fedezetlen pozíciójának kialakulása volt. Ebben elsődleges szerepet játszott a kötött árfolyamrendszerek szinte általános alkalmazása és az ezáltal teremtett árfolyam-stabilitás, amit a belföldi pénzügyi intézetek és vállalatok tartós adottságként értékelték. A magas fedezetlen pozíciók kialakulása viszont a válság kirobbanásakor felerősítette a valutaválságokkal szükségszerűen összekapcsolódó pánikjelenséget, az egyensúlyi kondíciókkal inkonzisztens mértékű korrekciót követelve a vagyoneszközök áraiban és a nominális árfolyamszintekben. A fedezetlen pozíciók fennállása a válság kialakulását felgyorsító és mélységét növelő tényezőként hatott mind a három válság esetében.

A válságok harmadik közös vonása, hogy nem szabályozták megfelelően a hitelezők és a pénzügyi befektetők tevékenységét. Az 1981-1982-es adósságválság kirobbanásakor ez elsősorban a szindikált hitelek korlátlan, gyakran negatív reálkamatlábak mellett nyújtott növekedésében, míg az 1990-es évek válságaiban a közvetlen tőkebefektetések és elsősorban a portfólió-befektetések bővülésében jelentkezett. A hitelezési ciklus felfelé ívelő szakaszában a külföldi befektetők gyakorlatilag érzéketlenné váltak a kockázatok iránt és csak az abszolút, illetve a relatív elérhető hozamokra fordítottak figyelmet. A befektetők/hitelezők viselkedéséhez nagymértékben hozzájárult, hogy hiányoztak a megfelelő prudens szabályok, illetve intézmények, amelyek szabályozták volna a befektetők kockázatvállalását, a nyitott pozíciók vállalását, a hitelezés gyakorlatát.

A három válság további közös vonása, hogy a feltörekvő gazdaságokban robbant ki, viszont a fejlett és fejlődő gazdaságok összefonódása, valamint a fejlett gazdaságok pénzügyi

---

<sup>23</sup> Ebben a tekintetben a mexikói válság kivételnek tekinthető, mert ott 1994-ben a politikai feszültségek (Collossio meggyilkolása, a Chiapas-indiánok felkelése), valamint a makrogazdasági gondok (növekvő rövidtávú és a dollárhoz indexált államadósság, a peso erőteljes túlértékelődése, a növekvő folyó fizetésimérleg gondok) jelezték a feszültségek felhalmozódását.

közvetítőinek magas kinnlevőségei miatt gyorsan tovaterjedt a fejlett gazdaságokra is, befolyásolva növekedési ütemüket. A válságok azonban alapvetően a pénzügyi összeomlás és tovagyrúzó hatások által érintett fejlődő gazdaságokra korlátozódtak és egyik esetben sem alakult ki belőle globális krízis.

A hasonlóságok ellenére számos területen különbözik azonban a mostani válság a fejlődő gazdaságokat az elmúlt 20 évben ért két válságától. A válság világgazdasági kihatásait leginkább befolyásoló eltérés, hogy a fejlett gazdaságok makrogazdasági fundamentumai és kilátásai sokkal kedvezőbbek az előző két - és ezen belül különösen az 1981-1982-es - válságénál.

Egyrészt az 1981-1982-es válság során a fejlett gazdaságok bankjainak kinnlevőségei sokkal jelentősebbek voltak, mint most a befektetési alapok nyitott és bukott pozíciói a feltörekvő piacokon. Ráadásul a hitelválság során a veszteségek koncentráltan jelentkeztek a fejlődő régiók finanszírozásában döntő szerepet vállaló bankoknál, míg most egyes nagyobb befektetési alapokat (p. Long-Term Capital Management) leszámítva a veszteségek eloszlása arányosabb, bár a portfólió befektetések meghatározó szerepe miatt az árfolyamkockázatok elsősorban a befektetők oldalán jelentkeznek. .

Másrészt eltérő a fejlett gazdaságok érintettsége a feltörekvők valutaválságai által. Az 1981-1982-es adósságválság során a fejlett gazdaságokat kiugróan magas infláció és ennek leszorítására alkalmazott restriktív monetáris politika, mindennek következtében magas nominális és az infláció csökkenésével növekvő reálkamatlábak jellemezték. Ezzel szemben az 1990-es évek kitartó dezinflációs sikerei nyomán a pénzromlás üteme rendkívül alacsony, a nominális kamatlábak csökkennek és ez a reálkamatlábak esését is eredményezi. A fejlett gazdaságok reál GDP növekedési ütemében 1978-1981 között közel 3 százalékpontos visszaesés következett be az olaj- és adósságválság, valamint a szigorú monetáris politikák következtében. Ezzel szemben a jelenlegi válság csak kismértékben csökkenti a fejlett gazdaságok átlagos növekedési ütemét, eltérő mértékben és ütemben befolyásolja növekedési kilátásaikat.

A harmadik jelentős eltérés, hogy az 1981-1982-es válságot megelőzően és különösen azt követően lassú volt a világkereskedelem bővülése a jelentős cserearány változások, a keresletkorlátozó gazdaságpolitikák, valamint a terjedő protekcionizmus miatt. Ezzel szemben a világkereskedelem bővülése 1990 és 1996 között meghaladta az évi 6 százalékot, és a várható csökkenés ellenére a visszaesés mértéke összességében kisebb lesz az 1981-1982-ben tapasztaltnál.

A két válság közötti további differencia, hogy az 1981-1982-es válságnál meghatározó volt a hivatalos tőkeáramlások szerepe, míg jelenleginél a privát tőkeáramlások dominálnak. Emellett az 1981-1982-es válság során az árfolyam leértékelődésből eredő veszteségek a hiteleket felvevő gazdaságokat (ezen belül a felhalmozott adósságok államosítását követően a hitelfelvevő államokat ) sújtották, míg a jelenlegi válság során az árfolyamleértékelésből eredő tőkeveszteségeket a portfólió befektetők viselik. Ezen eltérések is hozzájárultak másfelől ahhoz, hogy a tőkebefektetők reagálása a hírekre felgyorsult, hogy a tőkeáramlások volatilisabbakká és a válságok gyorsabban terjedőkké váltak.

A mostani válság fontos eltérése az 1981-1982-től, hogy kezelése nem igényel az érintett feltörekvő gazdaságokban gyökeresen új gazdaságpolitikát, míg 1981-1982-öt követően a monetáris és fiskális mix teljes átalakítására volt szükség, széleskörű intézményi és szerkezeti

reformok mellett (IMF(1998)). A mostani válság során a monetáris és elsősorban a fiskális politikák sikeresek voltak, a válság által érintett gazdaságok zöme alapvető szerkezeti reformokon esett át, mégis válságba került. Ennek az oka, hogy a válsághoz vezető tényezők új köre bukkant fel, beleértve az átfogó pénzügyi liberalizálást, valamint a felerősödött tovagyrúzó hatásokat.

Végezetül az előbb említettekhez kapcsolódva a jelenlegi válság hatása abban tér el az 1994-1995-től, hogy sokkal erőteljesebb a reagálás a tőkeáramlások volumenében és irányában. Miközben az 1994-es mexikói válságot követően a feltörekvő gazdaságokba irányuló tőkebeáramlás gyakorlatilag nem változott (mindössze 3 százalékkal csökkent) és ezen belül egyes régiókba a beáramlás volumene még növekedett is, addig 1997-1998-ban a nettó beáramlás közel felére esett vissza, bár a visszaesés az egyes régiókat ekkor is differenciáltan érintette.

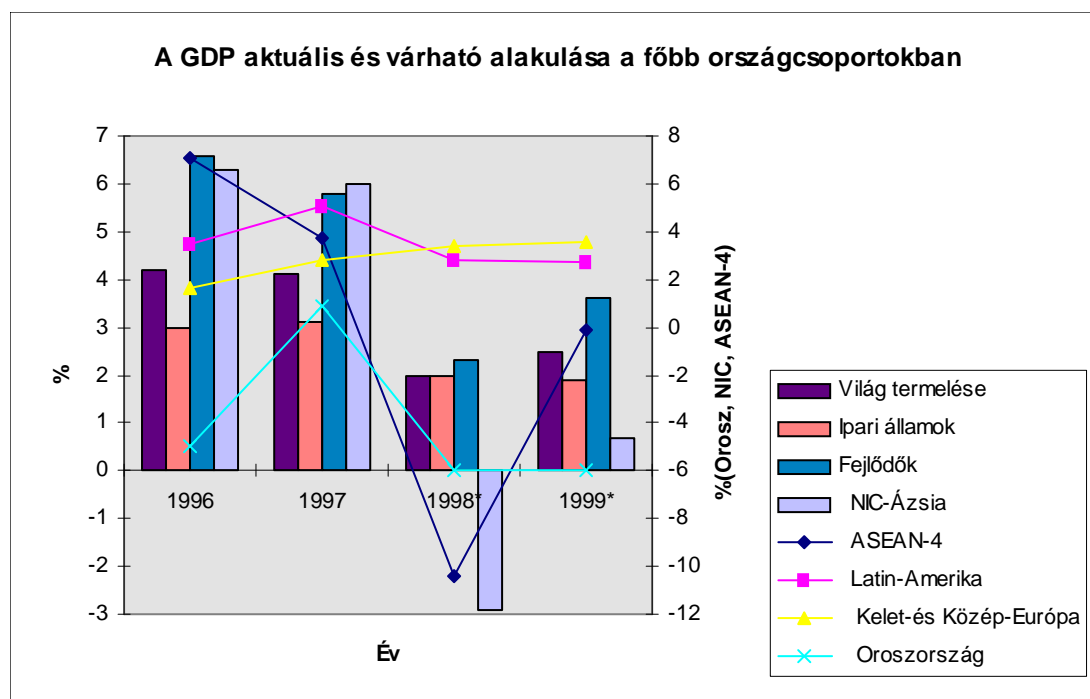
Annak ellenére, hogy sok összevetés során tettek kísérletet a jelenlegi válságjelenségek 1929-1933-as világgazdasági válsággal történő összehasonlítására, a két válság között okaiban, lefolyásában és várható következményeiben is alapvető különbségek vannak:

1. Az akkori világgazdasági válság a fejlett gazdaságokat, a világ GDP-jének döntő részét előállító országokat érte és innét gyűrűzött tovább az akkoriban felzárkózó gazdaságokra. Ezzel szemben a mostani válság a feltörekvő piacokról indult, hatásaiban zömében (Japánt leszámítva) itt is érvényesül és csak korlátozottan befolyásolja a fejlett gazdaságok növekedési kilátásait. Ezáltal globális következményei is mérsékeltebbek és csak rövidtávon érzékelhetőek lesznek.
2. Az 1929-1933-as válság globalizálódásának egyik kiváltó eszköze a kompetitív leértékelések, a "beggar-thy-neighbor" politika volt, amikor a nemzeti valuták leértékelésével kívánták a kötött árfolyamrendszerek mellett a nemzetgazdaságokat védeni a válság begyűrűzése ellen. Erre ma összehasonlíthatatlanul kisebb a lehetőség: egyrészt mert a mai árfolyamrendszerek sokkal rugalmasabbak, másrészt mert a leértékeléseknek effektív korlátai vannak.
3. Az 1929-1933-as válsággal szemben ma sokkal nagyobb tere van az anticiklikus monetáris-költségvetési politikának, amely csökkenti a válság tovagyrűzését. Ráadásul az akkori válsághoz képest jelentősen megnőtt a gazdaságpolitikai koordináció terepe, ami lehetővé teszi a konjunktúraciklus eltérő szakaszában lévő gazdaságok között a válság leküzdése érdekében "pozitív összegű játszmák" folytatását.

**A válság hatásai.** A válság közvetlen hatásainak egyike a világtermelés növekedési ütemének mérséklődése, elsősorban a válság által közvetlenül és közvetve érintett régiókban. A világ GDP-jének növekedési üteme az 1997-es 4,1 százalékról 1998-ra előreláthatóság 2 százalékra, illetve 1999-re 2,5 százalékra mérséklődik. A válság hatásai a várakozásoknak megfelelően eltérő mértékben és időzítéssel hatnak a fejlődő és fejlett gazdaságokra. A fejlődő gazdaságok esetében a hatások azonnal és erőteljesen érvényesültek: ezt mutatja, hogy az 1997-ben még átlagosan 5,1 százalékos reál GDP növekedés 1998-ban 2,3 százalékra mérséklődik (jelentős regionális differenciálódás mellett), majd egyes gazdaságok kedvező növekedési kilátásai, illetve a távol-keleti gazdaságok recesszióból történő fokozatos kilábalása nyomán idén 3,5 százalék fölé is gyorsulhat. A fejlett gazdaságokat a válság hatásai kisebb mértékben érték el, de tartósabban érvényesülhetnek: ennek megfelelően az 1997-ben még 3,1 százalékos reál GDP növekedése 1998-ban és idén is 2 százalék körülire mérséklődik.

A feltörekvő piacokon belül alapvető eltérést eredményez, hogy a korábbi évek trendjét folytatva 1998-ban és 1999-ben Latin-Amerika és Kelet-Európa növekedési kilátásai a legbiztatóbbak. Kelet-Európában a reál GDP növekedése a válság ellenére gyorsul 1998-ban és 1999-ben is, miközben Latin-Amerikában az 1998-as visszaesést követően a nem sokkal alacsonyabb növekedési ütem fennmaradása valószínűsíthető a brazil gondok mellett is. Az ázsiai régióban az egymásra rakódó válságok miatt csak nagyon lassú kilábalás várható az 1997-1998-as zuhanást követően: a régió növekedési üteme tartósan alatta marad a válságot megelőző, illetve a feltörekvő piacok átlagához viszonyított értékeknek.

**Grafikon 6**



Ami a fejlett gazdaságokat illeti, a korábbi fejezetben leírt folyamatok arra mutatnak, hogy a válság differenciáltan érinti a három vezető régiót. A belső válság és a külső exogén sokkok kedvezőtlen hatása Japán esetében a legerőteljesebb, ami 1998-ban a GDP 2,5 százalékos csökkenéséhez vezetett. Abban az esetben, ha a dollár felértékelődése folytatódik, ha a bankrendszer szanálására tett lépések első eredményei éreztetik hatásukat a vállalati hitelkereslet és a fogyasztói bizalom alakulására, realizálódnak a japán kormány által elhatározott fogyasztásélénkítő lépések és ha a távol-keleti régió kilábalása is megkezdődik, akkor a GDP 1998-as visszaesését idén esetleg stagnálás, majd ezt követően fokozatos növekedés válthatja fel. Összességében miközben Japán már átjutott a GDP visszaesés mélypontján, addig a szerkezeti reformok által gyakorolt hatások még érvényesülni fognak és kérdéses, hogy miképpen alakul a keresletösztönző lépések sorsa is, amelyek eddig alig hoztak eredményt.

A három régió közül a legkedvezőbb növekedési kilátásokkal Nyugat-Európa rendelkezik, ahol mind a makrogazdasági fundamentumok kedvezően alakulnak, mind a feltörekvő gazdaságok válsága által generált exogén sokkok mértéke a legkisebb. A növekedés az Euro-övezetben különösen dinamikus lehet, jelezve a közös valuta bevezetésének növekedést generáló hatását, a kamatlábak csökkenését és hogy a gazdaságok zöme a konjunktúraciklus fellendülő szakaszában lesz. Az EU euro-övezetnél lassúbb növekedési kilátásait elsősorban

az angol konjunktúra lanygulása magyarázza. Összességében azonban az EU helyzetére a külső válság csekély hatással van: a fennálló kinnlevőségek, a kereskedelmi és pénzügyi összefonódás mértéke az EU és a válság által érintett régiók között nem gyakorol erőteljes hatást a növekedés ütemére.

**Táblázat 9. A GDP alakulása a fejlett gazdaságokban (százalékos változás)**

	1996	1997	1998*	1999*
<b>Ipari államok</b>	3	3,1	2	1,9
<b>USA</b>	3,4	3,9	3,5	2
<b>Japán</b>	3,9	0,8	-2,5	0,5
<b>Németország</b>	1,3	2,2	2,6	2,5
<b>EURO-övezet</b>	1,6	2,5	3	2,8
<b>Olaszország</b>	0,7	1,5	2,1	2,5
<b>EU-övezet</b>	1,7	2,7	2,9	2,5

A növekedési ütemek alapján 1999-ben az USA-ban lesz a legnagyobb a fejlett régiók növekedési ütemének lassulása, ami már 1998-ban megkezdődik. A növekedés lassulása részben érthető is a hosszú konjunktúrát és a FED korábbi szigorítási szándékait illetően. A visszaesés fő forrása azonban az ázsiai válság által érintett szektorok pénzügyi pozíciójának és ennek az amerikai tőzsde- és a fogyasztói bizalmi indexre gyakorolt hatása, illetve a nettó export csökkenése lesz. A távol-keleti gazdaságok kereskedelmi és folyó fizetési mérleg egyenleg korrekciója elkerülhetetlenül csökkenti az amerikai reál GDP növekedési ütemét. Ugyanakkor a visszaesés részben kedvező is lesz, mert továbbra is elkerülhető a kamatlábak növelése és az infláció gyorsulása is. Figyelembe véve az amerikai gazdasági növekedés mögötti tényezőket (elsősorban a teljes termelőhatékonyság magas hozzájárulását) feltételezhető, hogy a növekedés visszaesése átmeneti lesz és hamarosan a reál GDP növekedési ütemének ismételt felgyorsulása következik.

A növekedési ütemek lassulása közvetlen hatást gyakorol a világkereskedelem bővülésének dinamikájára is. A nemzetközi export- és import 1990-1996 között évi 6 százalékkal bővült, amit az 1997-es 9,7 százalékos növekedés követett. A válság nyomán a növekedési ütemek csökkenése, illetve a fenntarthatatlan folyó ,fizetési mérleg pozíciók korrekciója, valamint a reálárfolyamok jelentős átrendeződése nyomán 1998-ban jelentős visszaesés várható a világkereskedelem növekedésben. A visszaesés egyformán érinti az export és import, de mértéke magasabb a fejlődő gazdaságokban a kereskedelmi mérleg korrekció miatt. A világkereskedelem dinamizmusa azért is csökkent olyan jelentősen 1998-ban, mert a legdinamikusabban bővülő régióban volt a legerőteljesebb a visszaesés mind az intra-, mind az interregionális kereskedelemben. A többi feltörekvő régió esetében a visszaesés mérsékeltebb lesz és elsősorban az egyes régiókon belül jelentősebb külső egyensúlyi problémákat felhalmozó gazdaságokat érintheti.

A világkereskedelem bővülése 1999-ben meghaladhatja a tavalyit, bár a növekedés dinamikája elmarad az 1990-es évek első felében regisztrálttól. A fellendülést részben a fejlett gazdaságok kedvezőbb reál növekedése indokolja. Másfelől a bekövetkező árfolyam átrendeződések is a kereskedelem bővülését indukálják, elsősorban a kedvező növekedési mutatókkal rendelkező fejlett gazdaságok bővülő importkereslete miatt. Végezetül az erősödő dinamika forrása lehet ismételten a feltörekvő gazdaságok, és ezen belül az ázsiai régió növekedési teljesítményének javulása . A folyó fizetési mérleg korrekciót követő kisebb kényszer a külső mérlegek javítására, Japán esetlegesen magasabb növekedési ütemének kereskedelemdinamizáló hatása szintén a kereskedelem élénkülését vetíti előre.

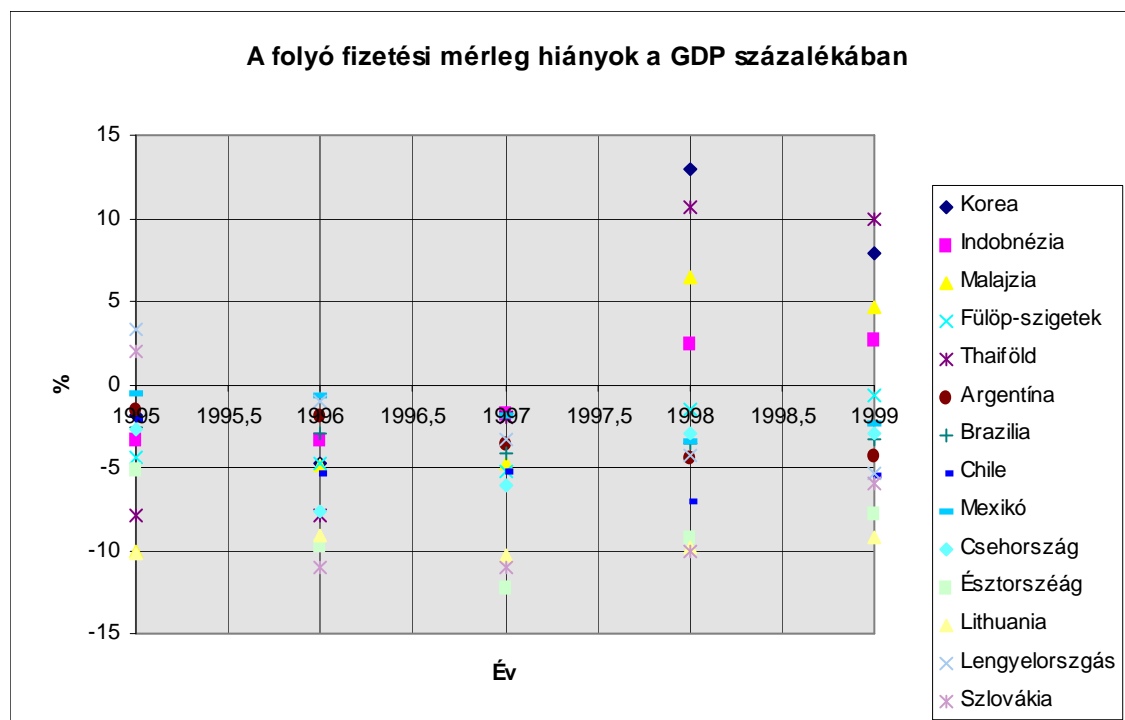
**Táblázat 10. A világkereskedelem alakulása (százalékos változás előző évvel szemben)**

	1996	1997	1998*	1999*
	6,8	9,7	3,7	4,6
<b>Import</b>				
<b>fejlettek</b>	6,4	9	4,5	4,7
<b>fejlődők</b>	9,3	9,8	1	4,6
<b>átalakulók</b>	10	8,2	3,5	3,5
<b>Export</b>				
<b>fejlettek</b>	6	10,3	3,6	4,2
<b>fejlődők</b>	8,8	10,9	3,9	5,5
<b>átalakulók</b>	7	6,9	5,3	5,9
<b>Olajárak</b>	18,4	-5,4	-31,1	9,3

Forrás: WEO (1998) 34p.

Ugyanakkor a világkereskedelem jelzett dinamizmusa mellett változni fog a feltörekvő gazdaságok fizetési mérleg pozíciója is. A távol-keleti és más válságok rávilágítottak a folyó fizetési mérleg fenntarthatóságának problémájára és ez széleskörű korrekciós hullámot indított el a feltörekvő gazdaságok között. Ezt ösztönözte az is, hogy a befektetők, hitelminősítők értékelésében a korábbinál magasabb súllyal szerepel a folyó fizetési mérleg pozíció mint a makrogazdasági pálya fenntarthatóságát befolyásoló tényező. Miközben átlagosan (a következő grafikon tanulsága szerint) jelentős korrekció következik be a folyó fizetési mérleg/GDP egyenlegben, addig a korrekció erőteljes szóródást mutat az egyes gazdaságok között.

### Grafikon 7



A válság következtében számottevő változás következett be a **tőkeáramlások globális volumenében és szerkezetében**, különösen a feltörekvő gazdaságokba irányuló tőkebeáramlást illetően. A beáramlás volumene - tükrözve a feltörekvő piacok

kockázatosságának hirtelen megugrását - az 1990-es évekre jellemző majdnem töretlen növekedést követően 1998-ban jelentősen csökkent és az 1999-re várható felfutás nyomán is csak az 1996-1997-es szint alig 75 százalékát éri el. A tőkeáramlásokon belül rövidtávon vélhetően felerősödik a fejlett gazdaságok közötti áramlások részesedése az eltérő fejlettségű gazdaságok közötti tőkemozgások rovására.

A nettó tőkebeáramlások volumenének visszaesése az egyes régiókat azonban eltérően fogja érinteni annak függvényében, hogy miképpen alakul növekedésük és egyensúlyi mutatóik fenntarthatósága, és milyen mértékben vannak kitéve a feltörekvő piacok válságának. Mindezek alapján jelentősen csökken a nettó tőkebeáramlás Ázsiába, elsősorban a nettó hitelezés csaknem teljes körű visszaszorulása miatt. Hasonlóképpen a nettó tőkebeáramlás csökkenése várható Latin-Amerikában, részben a régió kockázati prémiumának növekedése, részben az egyes jelentősebb tőkefelszívó gazdaságok kisebb vonzereje miatt.

Ezzel szemben az előrejelzések (amelyek közül az egyiket a következő táblázat tartalmazza) egyértelműen a kelet-európai beáramlások növekedését valószínűsítik. Ezt magyarázza, hogy a feltörekvőnek számító régiók között itt a legkisebb a válság negatív hatása, hogy az EU-hoz való közeledés addicionális növekedési előnyöket és a kockázati felár fokozatos mérséklődését eredményezi, hogy a makrogazdasági fundamentumok (az egyes gazdaságok között növekvő mértékű differenciálódás mellett is) kedvezően alakulnak. A beáramlások növekedése annak ellenére várható, hogy minimálisra csökken Oroszország részesedése, amely az elmúlt 1,5-2 évben a térségbe irányuló nettó tőkebeáramlás közel 40 százalékát jelentette.

**Táblázat 11. A tőkeáramlások várható alakulása a fejlődő gazdaságokba (Mrd. US dollárban)**

	1997	1998*	1999*
<b>Fejlődők</b>			
<b>Nettó privát áramlás</b>	139	65,8	116,1
nettó FDI	126,5	108,2	97,8
nettó FPI	55,5	32	38,4
nettó egyéb	-43	-74,4	-20,1
<b>Ázsia</b>			
<b>Nettó privát áramlás</b>	28,8	-44,3	11
nettó FDI	60,2	48,2	40,4
nettó FPI	11,6	-12,2	2,6
nettó egyéb	-43	-80,4	-32,1
<b>Latin-Amerika</b>			
<b>Nettó privát áramlás</b>	87,5	75,2	66,6
nettó FDI	54,1	49	44,3
nettó FPI	38	27,8	20,7
nettó egyéb	-4,6	-1,6	1,6
<b>Átalakuló gazdaságok</b>			
<b>Nettó privát áramlás</b>	22,7	20	31,1
nettó FDI	18,2	18,8	17,9
nettó FPI	20,7	14,3	11,8
nettó egyéb	-16,2	-13	1,5

*Forrás: WEO (1998) 79p.*

A nettó tőkebeáramlások regionális szerkezetének átrendeződése mellett változik a tőkebeáramlások típus szerinti megoszlása is. Várhatóan a teljes tőkeáramláson belül növekedni fog a közvetlen tőkebefektetések részesedése. Ezt egyfelől indokolja, hogy 1997-1998-ban a nettó tőkebeáramlások visszaesésének időszakában a közvetlen tőkebefektetések alig mérséklődtek, visszaigazolva stabilitásukkal kapcsolatosan korábban megfogalmazott állításokat (Turner, 1996). Miközben a nettó tőkebeáramlásokra nagyobb ingadozás volt jellemző, addig a közvetlen tőkebefektetések részesedése erőteljesen növekedett. A másik tényező ami valószínűsíti a közvetlen tőkebefektetések további növekedését, hogy a válság következtében bekövetkezett árfolyamleértékelődés növeli a feltörekvő gazdaságokba eszközölt tőkebefektetések vonzerejét. Az alulértékelt árfolyamok mellett olcsóbb befektetési lehetőségek a beáramlások növekedéséhez vezettek már 1998-ban is a válság által érintett ázsiai államokban, miközben a beáramlások összes többi eleme csökkent.

A közvetlen tőkebefektetések növekedése mellett erőteljesen csökken az elkövetkező 1-2 évben a portfólió befektetések volumene a feltörekvő piacokon. A befektetések csökkenését motiválja, hogy a mostani válságból tanulva a befektetők óvatosabban szemlélik ezen piacokat és módosították a hozamok és kockázatok súlyozását a befektetési döntéseik meghozatalakor. A portfólió befektetések növekedését korlátozhatja még a rövid- és középtávú tőkeáramlások korlátozásával, erőteljesebb szabályozásával kapcsolatosan terjedő gyakorlat, ami elsősorban a rövidebb lejáratú beáramlásokat fogja csökkenteni.

A portfólió befektetések csökkenése azonban vélhetően átmeneti, illetve az egyes gazdaságokat eltérően érintő folyamat lesz. Egyrészt azért, mert a kamatlábak csökkenése idővel a fejlett gazdaságok portfólió befektetőit a feltörekvő piacokon eszközölt befektetéseik növelésére készíti, különösen ha a kockázati felárak a válságot megelőző szintre csökkennek. Másrészt a mostani válság sem képes semlegesíteni a pénzügyi közvetítőrendszer globalizálódásának hatását, a kockázatcsökkentés érdekében elkerülhetetlen portfólió diverzifikációt.

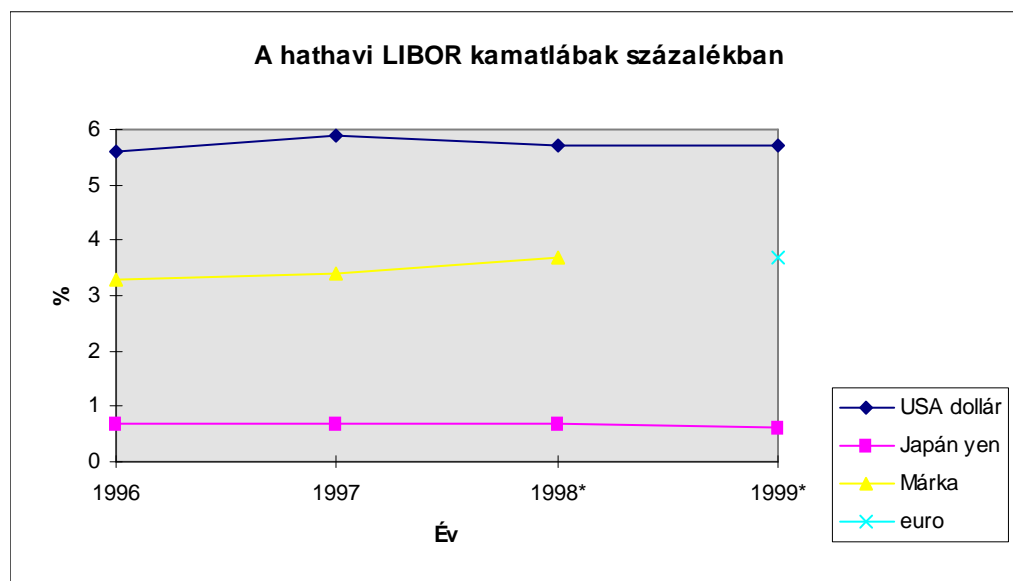
A tőkebeáramlások harmadik formájánál, a közvetlen vállalati/banki hitelfelvételnél, illetve a kötvénykibocsátásoknál rövidtávon további csökkenés várható. A kihelyezések csökkenése 1997-1998-ban volt meghatározó, amikor az ázsiai gazdaságok felé zárult be ezen finanszírozási csatorna. A következő években a nettó egyéb források bevonását korlátozza, hogy az ázsiai régió változatlanul nettó hitelvisszafizető lesz, miközben a többi régió részesedése ezen a piacon korlátozott.

Egyetlen terület van ahol a latin-amerikai és kelet-európai hitelfelvevők aktivitása jelentős és a piac alakulását meghatározó mértékű volt: a kötvénykibocsátások, ahol elsősorban az állami, illetve a jelentősebb magántársaságok kibocsátásai számottevőek a két régióból. Ezen a területen további forrásbevonás növekedés várható a két régióban, amit a közvetlen hitelfelvevételek csökkenése semlegesíthet.

A válság eredményeképpen a *kamatszínvonal* elmúlt években megfigyelt csökkenésének folytatása várható. A kamatlábak a kedvező makrogazdasági fundamentumok, ezen belül elsősorban az infláció mérséklődése nyomán tovább csökkennének a válságtól függetlenül, de ehhez a fejlett gazdaságokban két további tényező társul. Egyrészt a feltörekvő piacokról ide átáramló megtakarítások tartósan a finanszírozási források többletkínálatát eredményezik, csökkentve a kamatszínvonalat.



**Grafikon 8**



Másrészt az ázsiai válság negatív keresleti hatásainak semlegesítése érdekében a jegybankok jobban hajlanak a kamatcsökkentési lépésekre, feltéve ha ezek az inflációs célok realizálását nem veszélyeztetik. Ez az elkövetkező időben elsősorban a dollár kamatokat mérsékelheti tovább, mert a yen kamatok esetében nincs számottevő csökkentési lehetőség, míg az euro-övezeten belül az stabilitás megteremtése lesz a mérvadó.

## **VI. A valutaválságok és tovagyűrűzésük tanulságai**

A tanulmány zárófejezete röviden összefoglalja a mostani valutaválságok által felvetett fontosabb problémákat. A fejezetben csak a főbb kérdések felvetésére kerül sor, részben terjedelmi korlátok miatt, részben mert az egyes kérdésekkel más tanulmányokban részletes elemzés található.

1. Az elmúlt évtized átfogó pénzügyi liberalizálása, az intézményi befektetők tevékenységének erősödő globalizálódása, a feltörekvő piacok növekvő részesedése a nemzetközi tőkeáramlásokban azt eredményezték, hogy erőteljesebb lett a külső sokkok, a spekulatív támadások szerepe a pénzügyi/valutaválságok kirobbanásában, függetlenül a támadásnak kitett gazdaság makrogazdasági fundamentumainak alakulásától. A valutaválságok kirobbanása időben elszórtabb, véletlenszerűbb lett az 1990-es évek elejével összevetve és erősödött az exogén sokkok, a piaci torzulások és a befektetői preferenciák és viselkedésminták által nagymértékben meghatározott tőkeáramlások szerepe a valutaválságok kirobbanásában.

2. Az exogén sokkok és a spekulatív támadások szerepének növekedése mellett is figyelembe kell venni azt, hogy a valutaválságok egy részénél a kiváltó okot a makrogazdasági fundamentumok gyengesége jelentette. A fundamentális tényezők exogén sokkoknál nagyobb

szerepe mutatható ki a kelet-európai valutaválságok esetében (elsősorban az orosz, bolgár, szlovák krízis és kevésbé a cseh válság), valamint a latin-amerikai gazdaságoknál. Természetesen a külső sokkok szerepe ezekben a válságokban is jelentős volt, azonban a döntőek a fenntarthatatlan egyensúlyi problémák voltak. Ugyanakkor azokban a gazdaságokban is, ahol a külső sokkok, spekulatív támadások robbantották ki a válságot és a hagyományos makrogazdasági fundamentumok rendben voltak, a válság kirobbanásában a pénzügyi sérülékenység, a Krugman által makrogazdasági gyengeségnek nevezett tényezők is szerepet játszottak. Önmagukban a külső sokkok akkor és ott generáltak valutaválságot, ahol és amikor a gazdaságpolitika válsággellenes lépéseit, a makrogazdasági egyensúlyzavarok leküzdésének lehetőségeit ezek a gyengeségek korlátozták.

3. A makrogazdasági fundamentumok szerepének változása, a pénzügyi sérülékenység felértékelődése mellett is figyelembe kell venni, hogy módosul a válság kialakulása szempontjából releváns fundamentumok köre. Miközben a valutaválságokkal kapcsolatos elsőgenerációs modellek, illetve a feltörekvő gazdaságokkal kapcsolatos elemzések is a költségvetési deficit, ennek jegybanki hitellel történő finanszírozását, illetve a folyó fizetési mérleg hiányának növekedését jelölik meg a valutaválságokat elsősorban kiváltó fundamentális tényezőknek, addig a mostani válságok más fundamentumokra hívják fel a figyelmet, bővítve a fundamentális tényezők körét: a nettó rövidlejáratú devizaadósság nagysága, a bankrendszer mérlegének alakulása, a szélesebb értelemben vett pénzmennyiség aránya a jegybanki tartalékokhoz, illetve a belföldi hitelállomány növekedési üteme. Ezen tényezők szerepe mind a válságok közvetlen kirobbantásában, mind a pénzügyi sérülékenység említett növekedésében fontosabb szerepet játszott az 1990-es évek végének válságaiban, mint a hagyományos makrogazdasági fundamentumok.

4. A távol-keleti és oroszországi, illetve más kelet-európai valutaválságok (ld. pl. az 1996-es bolgár, az 1997-es cseh és az 1998-as szlovák válságokat) empirikusan is igazolják a valuta- és bankválságok közötti szoros kapcsolatot. Ahogy számtalan tanulmány elemezte a két válság közötti kapcsolat aszimmetrikus, mert a bankválságok gyakrabban okozzák a valutaválságokat, míg a fordított kapcsolat ennél korlátozottabb. Emellett azonban a bankrendszer és a valuta válságok egymást erősítik: a bankválságok jelentős fiskális költségekkel rendelkeznek, korlátozzák a kötött árfolyam védelme érdekében alkalmazható monetáris politikai eszközök körét, csökkentik a külső forrásokallokálásának és felhasználásának hatékonyságát, miközben a valutaválságok jelentősen rontják a bankok mérlegét, a flow és stock pozíciójukat. Emellett számos elemzés (többek között Kaminsky-Reinhart (1997), World Bank (1998)) mutatja, hogy a két válság együttes jelentkezésekor a válság költségei számottevően emelkednek.

A mostani válságtapasztalatok is jelzik, hogy milyen fontos a kellőképpen feltökésített, jól felügyelt és szabályozott bankrendszer szerepe a valutaválságok elkerülésében. Ennek hiánya felerősíti a makrogazdasági egyensúlyzavarok negatív hatásait, fokozza a gazdaságok pénzügyi sérülékenységét, korlátozza a rendelkezésre álló gazdaságpolitikai eszközök körét, ami jelentősen növeli a kötött árfolyamok elleni támadás valószínűségét.

5. A valutaválságok ismételt felvetik a tőkeáramlások liberalizálásának kérdését. A pénzügyi rendszer zártságából, a pénzügyi elnyomásból eredő hátrányok közismertek, és az empirikus tapasztalatok is azt mutatják, hogy a nyitottabb, liberalizált pénzügyi rendszerrel rendelkező gazdaságok átlagos növekedési üteme 1 százalékponttal magasabb a pénzügyileg zárt gazdaságokénál (World Bank (1998)). A tőkeáramlások liberalizálása számos statikus és

dinamikus előny realizálást teszi lehetővé a liberalizáló gazdaságok számára kezdve a magán fogyasztás és a beruházások időbeli kisimításától, a folyó fizetési mérleg hiányok finanszírozásán keresztül, a befektetési és finanszírozási lehetőségek jobb diverzifikálásáig.

Az említett előnyök mellett is nagyobb figyelem irányul jelenleg azon tényezőkre, amelyek elsősorban nem a liberalizálás szükségességét kérdőjelezzik meg, hanem a liberalizálás ütemét, szerkezetét befolyásolják. Az egyik ilyen tényezőcsoport a liberalizáló gazdaságok belső pénzügyi szektorának fejlettsége, a pénzügyi közvetítés szofisztikáltsága és pénzpiaci torzulások mértéke, illetve a nemzetközi pénzügyi tranzakciók nyitottsága. Ameddig belső pénzügyi torzulások (monopolizált piaci szerkezetek, elégtelen bankfelügyelet, connected lending, túlzott mértékű közvetlen és közvetett állami szerepvállalás) jellemzik a liberalizálni kívánó gazdaságokat, addig vélhetően mind arányát, mind időbeli jelentkezését illetően erősebb lenne a tőkeáramlások liberalizálásából eredő költségek és kockázatok (boom-and bust ciklus kialakulása, túlzott mértékű kockázatvállalás a hazai bankok által, a rövidebb lejáratú oldal felé történő eltolódás a forrás és eszköz oldalon), mint a liberalizálásból származó előnyökké.

A liberalizálni kívánó országok pénzügyi rendszerének állapota mellett a nemzetközi tőkepiacok torzulásai, a tőkeáramlások anomáliái (pánikok és eufóriák, exogén sokkok gyors és túlzott mértékű felerősödése és tovagyűrűzése) is befolyásolják a liberalizálás időzítését és szerkezetét. Miközben a spekulatív támadások lehetőségét nem zárják ki ezek az anomáliák, a liberalizálni kívánó gazdaságokat a makrogazdasági fundamentumok megerősítésére, a rossz fundamentumok melletti liberalizálás elhalasztására kell hogy ösztönözzék. Eddig ugyanis sok esetben (ld. pl. Oroszország) a liberalizálás éppen ezen makrogazdasági hiányosságok elleplezésére, az elkerülhetetlen reformok halasztására szolgált. Az átmeneti előnyök mellett az elkerülhetetlen válságokat követő privát és közösségi szektorbeli csődök, növekedési ütem visszaesések, leértékelési és inflációs nyomások követték.

A liberalizálni kívánó gazdaságok természetesen nem képesek önmagukban a nemzetközi tőkepiaci anomáliákat, torzulásokat, aszimmetriákat kezelni. Ehhez koordinált lépésekre lesz szükség, amely egyfelől olyan kérdéseket érint mint a nemzetközi "lender-of last resort" szükségességét és szereplőjét, a befektetők nemzetközi tevékenységének szigorúbb szabályozását, a prudenciális-felügyeleti-auditálási eljárások szigorítását egyfelől, másfelől viszont - figyelembe véve a tovagyűrűzések erejét - a liberalizálási lehetőségek előfeltételekhez kötését (liberalizálási klubok kialakítását (Wyplosz(1998))). Ez olyan addicionális korlátozó tényezőt jelent a tőkeáramlásokat megnyitni kívánó gazdaságok számára, amely érzékenyen érintheti liberalizálási lépések sebességét és ütemezését.

6. Az elmúlt évek valutaválságai is rámutattak arra, hogy a pénzügyi válságok más egészséges, illetve támadásnak kitett gazdaságokra történő tovagyűrűzésének csatornái bővültek, a tovagyűrűzés sebessége erősödött, és az exogén támadásokkal szembeni hatékony védekezés lehetősége jelentősen szűkült. A feltörekvő gazdaságokban a gazdaságpolitikának alkalmazkodnia kell ahhoz a helyzethez, amit már nem csak a reál- de pénzpiaci tranzakciók nagyfokú szabadsága is jelent. A gazdaságpolitika eddig gyakran csak korlátozottan vette figyelembe azt, hogy ezek a gazdaságok valóban kis nyitott gazdaságokká váltak reál- és pénzügyi értelemben is, ami jelentősen módosítja az alkalmazható gazdaságpolitikai lépések körét.

7. A valutaválságok számának növekedése, a nemzeti valutákkal szembeni spekulatív nyomás felerősödése, a privát befektetők által realizált előnyök és vállalt költségek közötti aszimmetria a nemzetközi pénzügyi intézményrendszer szerkezetének ismételt újragondolására készíti az elemzőket. Az újraszabályozandó kérdések közé tartozik a pénzügyi válságok során a végső hitelező kérdése, a tőke- és pénzpiaci szereplők nemzetközi tevékenységének szabályozása, a nemzetközi befektetések szigorúbb ellenőrzése és szabályozása, a feltörekvő közepes jövedelmű gazdaságok által sikeresen alkalmazható és fenntartható árfolyamrendszer kérdése. Összeségében a nemzetközi pénzügyi intézményrendszernek alkalmazkodnia kell a nyitottság fokozódásához és a határokon átnyúló tranzakciók volumenében bekövetkezett változásokhoz.

## Hivatkozások:

**Agenor P.- Masson P.R.:** „Credibility, reputation and the Mexican peso crisis”. International Monetary Fund Working Paper, Washington 1995

**Agenor P.- Bhandari J.- R. Flood:** „Speculative attacks and models of balance of payments crisis.” International Monetary Fund Staff Papers 1992/2, 357-394 p.

**Pierre Richard Agenor-Robert Flood:** Macroeconomic Policy, Speculative Attacks, and balance of Payments crises. In.: Handbook of International Economics. Edited by. v Ploeg. 1997, Amsterdam

**Árvai Zs.-Vincze J.:** Valuták sebezhetősége:Pénzügyi válságok a 90-es években. MNB Füzetek 1998/1. Budapest 1998.

**BIS:** 67<sup>th</sup> Annual report , 1997 Basle

**BIS :** 68<sup>th</sup> Annual Report, Basle 1998

**Blackburn K.- M.Sola :** „Speculative currency attacks and balance of payments crises”. Journal of Economic Surveys 1993/2

**Blanco H.- Garber P. :**”Recurrent devaluations and speculative attacks against the Mexican peso” Journal of Political Economy 1986/febr.

**Calvo G.- Mendoza E.:** ”Petty crime and cruel punishment: lessons from the Mexican debacle”. American Economic Review 1996/May

**Cumby R. Wijnbergen S. :**”Financial policy and speculative runs with the crawling peg: Argentina 1979-1981” Journal of International Economics 1989

**Demirgus Kunt- E. Detragiarche:** The Determinants of Banking Crises: Evidence from developing and developed Countries. International Monetary Fund Working Paper /97/106, Washington DC

**Dornbusch R.:** "Collapsing exchange rate regimes.” Journal of Development Economics 1987/1

**Dornbusch R.- Goldfajn I.- Valdes R.:** ”Currency crises and collapses” Brookings Papers on Economic Activity 1995/2

**Edin P.A. -A Vredin :** „Devaluation risk in target zones: Evidence from the Nordic Countries” Economic Journal 1993/january

**Edwards S.:**” The Mexican peso crisis”. NBER Working Paper 1996

**Eichengreen B.-A.Rose. Ch.Wyplosz:** „Speculative attacks on the pegged exchange rates: an empirical exploration with special reference to the European Monetary system.” European Economy 1997/2

**Eichengreen B.-A.Rose. Ch.Wyplosz:** „Contagious currency crises.” CEPR Working Paper 1997, London

**Flood R. - Garber P. :** " Collapsing exchange rate regimes: some international examples" Journal of International Economics 1984/ August.

**Flood R- Marion N.:** Speculative attacks, Fundamentals and Self-fulfilling Prophecies. CEPR Working Paper. London, 1997

**Frankel J. Okongwu C.:** „Liberalized portfolio capital inflows in emerging markets: sterilization, expectations and the incompleteness of interest rate convergence” NBER Working Paper 5156, 1995

**Frankel J.-Rose A:** "Currency crashes in emerging markets: empirical indicators” NBER Working Paper 5437, 1996/

**International Monetary Fund:** World Economic Outlook. 1997 Október, 1998 Május, 1998 Október, IMF Washington

**International Monetary Fund:** International Capital Markets. 1998 Október, Washington

**Kaminsky G.L.-Lisondo S.-Reinhart C.:** The Leading indicators of Currency Crises”. International Monetary Fund Working Paper 1997/79, 1997 Washington

**Kochar K.-P.Loungani- M. Stone :**The East Asian crisis: macroeconomic Developments and policy Lessons. International Monetary Fund Working Paper 1998/128

**Krugman P.:** Exchange rate instability. MIT Press 1988.

**Krugman P.:**” Are Currency crises self-fulfilling?” NBER Annual Macroeconomics Conference pp.345-407, 1996

**Milesi-Ferreti G. -A. Razin :**”Sustainability of persistent current account deficits”. NBER Working Paper 5467 Cambridge, 1996

**Milesi-Ferreti:**” Sharp reductions in current account deficits” IMF Working Paper 1997/168

**Milesi-Ferreti G. -A. Razin :**”Current account: Selected East Asian and Latin-American experiences” International Monetary Fund Working Paper 1996/10

**MITI (Japan Ministry of International Trade and Industry) (1998)** Japanese foreign direct investments. Tokyo, Ministry of Finance Printing Bureau.

**Noland M.- Liu L.- Robinson S.- Wang Z.:** Global Economic Effects of the Asian Currency Devaluations. Institute for International Economics Policy Analyses in International Economics, Nr. 56 July 1998 Washington

**Obstfeldt M.:** ”The logic of currency crisis” Cahiers Economique et Monetarire 1994/43 189-213 p.

**Obstfeldt M.:** "Models of currency crisis with self-fulfilling features" European Economic Review 1996/april

**Obstfeldt M.:** „International Currency Experience: New Lessons and Lessons Relearned" Brookings Papers on Economic Activity 1995/1, 119-220p.

**Ozkan F.- A. Sutherland :**" Policy measures to avoid currency crisis" Economic Journal 1995/3

**Sachs J.-Tornell A.- Velasco A.:** "Financial crises in emerging markets: The lessons from 1995" NBER Working Paper 5576, 1996

**Salant S.- Henderson D.:** "Market anticipation of government policies and the price of gold" Journal of Political Economy 1978/aug.

**World Bank :** Global Economic Prospects. Washington DC 1998 December.