

SZÚCS FERENC*

A DÉLKELET-ÁZSIAI PÉNZÜGYI VÁLSÁG ÉS AZ INTÉZMÉNYEK KAPCSOLATA

A világ nagy megdöbbenéssel fogadta, mikor 1997-ben az addig csodálatra méltó növekedést produkáló országcsoporthoz, az ázsiai tigrisnek nevezett illúzió meghaladtá vált. S bár sokan kritizálták, még a lehangosabb bírálókat is elbizonytalanította a nemegyszer 10%-ot meghaladó gazdasági növekedés, s a tény, hogy Ázsia úgy lett néhány évtized alatt a világ harmadik legnagyobb gazdasági és politikai centruma, hogy mindeközben a jövedelmek elosztása egyenlőbbé vált, s a lakosság szellemi- és szociális állapota folyamatosan javult. Az országok versenyképessége – a folyamatosan bővülő export miatt – végtelennek tűnt. E sikerek láttán a rendszerben sokan egy „harmadik utas” megoldást véltek felfedezni, s volt olyan idő, mikor e modell a kapitalizmus és a piac felsőbbrendűségét kérdőjelezte meg. De mára e modell meghaladtá vált. Harmadik utas megoldás nem létezik, s ha mégis, akkor – mint Délkelet-Ázsia esetén is – csak időlegesen.

BEVEZETÉS

E dolgozat célja, hogy részletesen bemutassa a délkelet-ázsiai pénzügyi válságot, valamint azt, hogy mely intézmények játszottak lényeges szerepet a krízisben. A vizsgálat szerves része annak a kutatásnak, amely arra irányul, hogy megtalálja azokat az intézményeket, amelyek szignifikáns kapcsolatba hozhatóak a válságokkal. S bár a délkelet-ázsiai válságot már nagyon sokan vizsgálták, a vélemények sokaságából talán csak annyi látszik mindenki által elfogadhatónak, hogy a krízis okai rendkívül össze-

* A szerző a Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Kar doktori iskolájának hallgatója. Témavezető prof. dr. Julius Horvath egyetemi tanár, CEU.

tettek. Egyszerre jellemzi az eltérő történelmi és kulturális háttérből fakadó speciális intézményi berendezkedés, és a piacgazdasági átmenet során kialakult inkonzisztenciák.

Mindezek alapján egyáltalán nem meglepő, hogy a történeteket a hagyományos válságmodellek egyikével sem lehet maradéktalanul leírni. A szigorú kategorizálás helyett a legtöbb szerző azt állítja, hogy a krízis leginkább „bizalmi válság” volt. A kezdetben végtelennek tűnő bizalom – amely a speciális ázsiai intézményi struktúra következménye volt, s amely az egész gazdasági rendszert áthatotta – hirtelen elfogyott. E bizalmat az államok explicit és implicit garanciavállalásai táplálták, amelyek a '90-es évek elején bekövetkezett átfogó gazdasági liberalizációnak köszönhetően megszűntek. A liberalizációval pedig eltűnt a korábban sebezhetetlennek gondolt biztonság, s a gazdaságok inkonzisztenciái belülről feszítették szét a rendszert. 1997-re az addig csodálatra méltó növekedést produkáló országcsoporthoz, az ázsiai tigrisnek nevezett illúzió összeomlott. S bár sokan kritizálták, még a lehangosabb bírálókat is elbizonytalanította a nemegyszer 10%-ot meghaladó gazdasági növekedés, s az, hogy Ázsia úgy lett néhány évtized alatt a világ harmadik legnagyobb gazdasági és politikai centruma, hogy mindeközben a jövedelmek elosztása egyenlőbbé vált, s a lakosság szellemi- és szociális színvonala folyamatosan javult [49].

A sikerek láttán a rendszerben sokan egy „harmadik utas” megoldást véltek felfedezni, s volt olyan idő, mikor e modell a kapitalizmus és a piac felsőbbrendűségét kérdőjelezte meg. De mára e modell meghaladottá vált. Harmadik utas megoldás nem létezik, s ha mégis, akkor – mint Délkelet-Ázsia esetén is – csak időlegesen [11].

AZ ORSZÁGCSOPORT FUNDAMENTÁLIS HELYZETE

A délkelet-ázsiai valutaválság esetén a kiváltó ok a gazdaság fundamentális problémáira első ránézésre csak nehezen vezethető vissza. E mutatók a felszínen rendben voltak, amit jól jellemez, hogy a Világbank az országcsoporthoz írt tanulmányában [49] befektetési területként ajánlja az országokat, s ha a makrogazdasági mutatókat vizsgáljuk, erre minden oka meg is volt.

1. táblázat

A fontosabb makromutatók átlagos értéke országonként, a GDP százalékában 1990-1997 között [6], [9]

	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)
Korea	-1,7625	-1,7125	6,8	-1,6	-1,4
Indonézia	-1,7625	0,6125	6,9	-0,2	-12,5
Malajzia	-5,4375	-0,72857	8,4	-0,5	kb. -7,3
Fülöp-szigetek	-4,15	-7,625	4,5	-1,2	n.a
Szingapúr	12,825	11,4125	7,8	-6,1	n.a
Thaiföld	-6,3375	-5,3625	4,7	-4,1	-2,1
Kína	1,425	1,8	9,7	-0,3	n.a
Tajvan	4,0625	2,7	6,3	-1,3	n.a

(A) = A folyó fizetési mérleg egyenlege

(D) = A költségvetési deficit változása

(B) = A kereskedelmi mérleg egyenlege

(E) = Az államadósság nagyságának változása

(C) = A GDP növekedési üteme országonként

Az 1. táblázatból látszik, csak két ország, Malajzia és Thaiföld esetében beszélhetünk komolyabb mértékű folyó mérleg deficitről. A többi országban a hiány nem volt jelentős, sőt Szingapúrban minden évben jelentős többlettel tudtak zárni. BUSTELLO szerint [6] a folyó fizetési mérleg deficitjét elsősorban a kereskedelmi mérleg jelentős hiánya okozta, amit nem tudott ellensúlyozni a beáramló tőke-mennyiség. Az országok folyó fizetési mérleg pozíciója azt mutatja, hogy a valutaváltság és az adott ország világgazdasági versenyképessége között található összefüggés. Azok az országok, amelyek 1997-ben támadás áldozatai lettek, az 1990-es években végig deficitesek folyó fizetési mérleggel rendelkeztek, mint pl. Thaiföld, Malajzia, Fülöp-szigetek, Korea és Indonézia. Ezzel szemben Kína vagy Hong-Kong, amelyek kisebb hiánnyal zártak, kevésbé sérültek. E megállapítás nagyon hasznos következtetésekre enged. Az ázsiai válság ezek szerint részben magyarázható az első generációs modellcsaláddal, melynek lényege, hogy ha a gazdaság fundamentumaiban valamilyen negatív irányú folyamat indul el, akkor kezdetét veszi egy leértékelődési nyomás a valuta ellen [29].

A délkelet-ázsiai országokról GLICK szerint [19] bátran mondhatjuk, hogy relatíve jó makrogazdasági helyzetben voltak, hiszen nem volt egyetlen olyan fundamentális mutató sem, amely komoly problémát láttatott volna. A gazdaságok dinamikus növekedést produkáltak, és a költségvetési hiány, valamint az államadósság szintje is az OECD-országok átlaga alatt maradt. A fényes sikerek ellenére 1997-ben mégis kirobbant a világ talán eddigi legsúlyosabb pénzügyi válsága, amely nem az csak a rosszul teljesítő országokat, hanem egész Délkelet-Ázsiát sújtotta. Mindez viszont azt jelenti, hogy a magyarázat nem a felszínen, a makromutatók szintjén keresendő, hanem annál mélyebben, a gazdaság strukturális felépítésében, inkonzisztenciáiban lelhető fel [17].

AZ ORSZÁGCSOPORT RENDSZERJEGYEI, INTÉZMÉNYI BERENDEZKEDÉSE

Ahhoz, hogy megértsük, mi történt Ázsiában, vizsgálódásunkat az eltérő társadalmi berendezkedéssel, s az eltérő erkölcsi- és gazdasági értékek megismerésével kell kezdeni. Az ázsiai életfelfogás és értékrendszer ugyanis alapvetően más, mint az európai vagy az amerikai. Míg nálunk az individualizmus, az önérdekkövetés a vezérelv, addig az ázsiai világgépet főleg az évezredek hagyományok befolyásolják. Mái jelentős hatást gyakorol a konfucionizmus¹.

A konfucionista elvek alapján az ázsiai fejlődési modell egyik meghatározó pontja az állam, annak tudatosan és szelektív módon beavatkozó politikája. A feltörekvő piacokon tapasztalható sorozatos megrázkódtatások kapcsán a kritikusok kiemelik,

¹ Konfuciusz tanai szerint még itt, a földön kell az emberiség jólétét biztosítani. E cél megvalósításában viszont nem az egyén a legfontosabb, hanem az állam és a család. Minden „alattvalótól” gyermekies, odaadó engedelmességet követel följobbalóival szemben. Konfuciusz szerint a felülről jövő jó példának kell az emberi erkölcsöket megnevelíteni, s ha mindenki – a legmagasabb rangútól a legalacsonyabbig – megteszi kötelességét, az emberiség el fogja érni a földön lehetséges boldogság legmagasabb fokát, olvasható a Pallas Nagy Lexikonban. A korlátlan engedelmeség, a család és a közösség jólétének felsőbbrendűsége az egyénnel szemben determinálja, hogy a kialakult rendszer az angolszásztól teljesen eltérő jegyekkel fog rendelkezni.

hogy ezekben az országokban nem működtek azok a megfelelő intézmények és mechanizmusok, amelyek a kapitalizmust stabillá teszik. BENCZES szerint [3] ez azért alakult így, mert nem volt meg az a polgári típusú átalakulás, mint Európában a 17. században. Nem alakult ki az individuum központú világszemlélet, a szabad gondolkodás és a szabad vállalkozás jelentősége. Márpedig, ha egy gazdaságban a vállalkozó személye, és vele a vállalkozói szellem nem adott, akkor a fejlődésben annak pótlását egy másik szereplőnek kell vállalnia. A felzárkózásban minden társadalom esetén megjelölhető az a faktor, aki meghatározó szerepet játszik, aki felelős a tőke összegyűjtésében és elosztásában, a szükséges technológia megszerzésében, illetve a megfelelő ismeretek rendelkezésre bocsátásában. E kulcsszereplő lehet az egyén (vagy vállalkozó) mint Angliában, a bankszektor, mint Németországban, vagy az állam, mint Oroszországban, illetve Ázsiában, olvasható BENCZES [3], CORSETTI-PESENTI-ROUBINI [9] és TÖRÖK [44] munkáiban.

Az ázsiai országok a II. világháborúból vesztesként kerültek ki, porig rombolt gazdasággal, s úgy gondolták, hogy a felzárkózás a piaci koordinációs mechanizmusok mellett túl hosszú időt venne igénybe, s ezért, ahogy SZTÁLIN Oroszországában, az állam ragadta magához a kulcsszerepet, és próbált a növekedés motorjává válni. A régió országait az *állam által vezérelt piacgazdaságok* közé soroljuk, ahol az állam nem gyűrte maga alá a piacot, hanem megpróbálta terelni azt [2]. A magántulajdon széles tömegek számára való hozzáférése és megszilárdítása érdekében a földtulajdon újraelosztásába fogott, a pénzügyi közvetítő rendszer kiépítésébe kezdett, alárendelve azt az ipari tőkének, amelynek bizonyos szegmenseit kiemelten kezelte. A hosszú távú megtakarítások ösztönzésére gazdasági stabilitást teremtett, a külső versenyt igyekezett hozzáidomítani a hazai mozgástérhez. Szabályozta a szűkösen rendelkezésre álló keményvalutához való hozzájutást és támogatta az exportra történő termelést, illetve a fejlődés egy-egy újabb fokára érve az importhelyettesítő iparágak kiépítését. Hogy a gazdasági növekedés fennmaradjon, s hogy a világviszonylatban is versenyképes iparágak hosszútávon jól teljesíthessenek, a szükséges technológiatranszfer biztosításához nem zárta be kapuit a külföldi érdekeltségű nagyvállalatok előtt.

Míg a piacgazdasági rendszerekben a demokrácia, az egyén kvázi korlátlan mozgástere érinthetetlen, addig a keleten létrejött gyenge demokráciákban az egyéni szabadság nem igazi érték. Az *állam a legfőbb döntéshozó*, és döntéseit saját preferenciái alapján hozza. Az állam legfontosabb célja pedig a – politikailag nagyon jól eladható – *gazdasági növekedés*, illetve a *megosztott jólét* volt. Igyekeztek elérni, hogy a növekedésből egyéni szinten mindenki profitáljon, s nem engedték, hogy a nyugati rendszerekben előforduló, óriási jövedelem-különbségek halmozódjanak fel. A gazdaságvezetés mindig megválasztotta az általa preferált szektorokat, és ott piactorzító, protekcionista intézkedéseket alkalmazott [40], [44]. A kormányok rendszerint azokon a területeken jelentek meg ipar- és kereskedelempolitikáikkal, ahol magasabb növekedési lehetőségeket láttak (vagy akartak látni). A gazdaságok példátlan növekedése pedig folyamatosan igazolta a szelektív beavatkozást, s hirdette, hogy az állam maga is képes felismerni, hogy mely területeken érdemes fejleszteni, beruházni, hol és mivel érdemes a külpiacra lépni, tehát az állam képes a nemzetgazdaságért, a közjó érdekében cselekedni.

Nagyon fontos különbség, hogy amíg a piacgazdasági rendszerekben *a piac és az árrendszer* végzi az erőforrások allokációját, addig e rendszerben *az állam lesz a legfontosabb allokáló* intézmény, s az árak pusztán adminisztratív döntések

eredménye, és többnyire csak a gazdaságpolitikai vezetés céljai megvalósításához használt eszköz, mely nincs, vagy nagyon enyhe kapcsolatban van a piaci folyamatokkal.

Jellemző továbbá, hogy amíg nyugaton a gazdaságpolitika célja a fenntartható gazdasági növekedés, stabil külső és belső egyensúly mellett, addig keleten a *gyors felzárkózás élvezett abszolút prioritást*. Nyugaton e célt a kormány a gazdaság terelésével próbálja elérni, keleten viszont az állam a gazdaság aktív szereplője lett. A növekedést a kormányok a megtakarítások és a beruházások kiemelkedően magas szintjével próbálták megvalósítani. Azon túl, hogy maguk is beruháztak, igyekeztek a magánszektorra is bevonni a gazdaság felvirágoztatásába. Tették mindezt úgy, hogy a kormányok magukra vállalták a kockázatok jelentős részét úgy, hogy a beruházások mögé explicit vagy implicit állami garanciákat nyújtottak.

További markáns különbség, hogy amíg a ma fejlettnek nevezett gazdaságokban prudensen működő, *profitorientált szervezetek működnek fejlett jogi intézményi háttérrel*, addig keleten sokkal árnyaltabb a kép. Nyugaton a *politikai és a gazdasági alrendszer* egymástól jól elhatároltan működik, addig keleten e kettő teljesen összefonódott, így nincsenek éles határok a politikai, gazdasági és pénzügyi vezetés között¹. Ezt táplálja HORVATH szerint [23] az, hogy a bankok és a nagyvállalatok állami kézben vannak, amelyek legfőbb célja a gazdaságpolitikai célok teljesítése. Emiatt jelentős a politikának a gazdaságra gyakorolt hatása. Az állami autonómia beépült a társadalom szinte minden szegmensébe. Egy újfajta koordinációs mechanizmus, a *hálózat* alakult ki, melynek alapja a tagok közötti bizalom, a nem nyilvános tranzakciók. Ennek lényege, hogy a hálózat tagjai mások által nem vagy csak nagyon nehezen megszerezhető információkhoz is hozzájuthatnak [2]. A hálózat a személyes kapcsolatokra épült, amely a „*haveri kapitalizmus*” kialakulásához vezetett. Egy ilyen rendszerben szükségszerűen elvész a hierarchia, a szereplők nem egymás mellé rendelt szereplőkké válnak, s adott esetben nem tudni, ki rendelkezik a releváns információkkal. FRANKEL szerint [17] e problémát nem tartották jelentősnek, sőt még a külföldi elemzők egy része is egyszerűen „aszimmetrikus információnak” nevezte a rendszer e jellemzőjét.

A hálózatosodás felsőbbrendűségét táplálta, hogy az állam nem engedte a pénzügyi fejlődését. A *tőzsde nem volt jelentős*, s a külföldi pénzintézetek sem léphettek be a hazai piacokra. Mivel az állam nem szívesen látott volna olyan intézményt, mint a tőzsde, amely objektíven értékeli a vállalatok – s ezáltal a kormányzat – tevékenységét, a vállalatok esetén a részvényfinanszírozás nem játszhatott fontos szerepet. A tőkeszerzés egyetlen módja a bankhitel volt, amelyek megszerzése sokkal biztosabb volt, ha a vállalat valamely hálózat tagja. Ilyen hálózatok majd minden ázsiai országban vannak, pl. Japánban a *keiretsuk*, vagy *zaiibatsuk*, illetve Koreában a *chaebolok*. Mivel úgy gondolták, hogy a „*túlzott verseny*” káros lehet a pénzügyi piacon, a bankszektor védelmét nemcsak a közöttük lévő verseny lehetetlenségével, de a külföldi pénzintézetek – 1980-as évek végéig történő – kitiltásával is igyekeztek elérni [32], TÖRÖK [44]. A gazdaságvezetés szerint a verseny arra kényszerítette volna a pénzintézeteket, hogy olyan kihelyezéseket is vállaljanak, amelyek rendkívül

¹ Azokban a gazdaságokban, ahol a jogi szabályozás nem tiszta, és nem egyértelmű, ott a pénzügyi közvetítés akadályozott. A jogrendszerek esetén egyaránt kell érteni a jogi szabályozás minőségét és a jogszabályok kikényszeríthetőségét, a kikényszeríthetőség időigényét stb. [38]

kockázatosak¹. Ez persze a verseny, a kontroll alóli kibúvást, az erkölcsi kockázat (*moral hazard*) felerősödését segítette [41].

BENCZES szerint [3] a Távol-Keleten teljesen elutasították a fejlesztési modellek közül azokat, amelyek a befelé fordulást választják². A komparatív előnyök elvén alapuló nemzetközi kereskedelemben rejlő előnyöket akarták kiaknázni, és a *külkereskedelemben látták a növekedés motorját*. A versenyképes külkereskedelem kialakításához viszont szükség volt megfelelő politikai légkörre, és a fejlesztéshez szükséges szellemi és anyagi tőkéhez. Az elsőt a mindenkori kormányzat mindig is prioritásként kezelte, míg a másik két tényezőt külföldről várták, direkt tőkeberuházásokon keresztül. A működő tőke pedig kihasználta a kedvező légkört, s egészen 1997-ig évente átlagosan a GDP 1,5%-ának megfelelő FDI áramlott az országcsoportba [6].

A keleti gazdaságok *ipar- és kereskedelmi politikájára* jellemző a szelektív beavatkozás. A gazdaságvezetés mindig megválasztotta az általa preferált szektorokat, és ott piactorzító, protekcionista intézkedéseket alkalmazott. A kormányok azokon a területeken jelentek meg ipar- és kereskedelempolitikáikkal, ahol magasabb növekedési lehetőségeket láttak (vagy akartak látni). A gazdaságok növekedése pedig később igazolta a szelektív beavatkozást, s hirdette, hogy az állam maga is képes felismerni, hogy mely területeken érdemes fejleszteni, beruházni, hol és mivel érdemes a külpiacra lépni. Míg a hazai piacon jelentősen korlátozták a versenyt, addig kifelé, a nemzetközi piacokon TÖRÖK szerint [44] a szabad és korlátozásmentes verseny hívei voltak. Persze mindezt a „tisztességes verseny” keretein belül képelték el, ahol a tisztességes verseny nem jogi, hanem erkölcsi kategória. Mivel erkölcsi, ezáltal nem egzakt és nem objektív. A hatóságok által nem kedvelt szereplő könnyen kiszorulhatott a piacról.

Kulcselem a *genkyoku*, ami az adott iparág jó, zavartalan és „harmonikus” működéséért felelős kormányzati egységet jelent [44]. A *genkyoku* számára egy iparág akkor megfelelő, ha kevés szereplőből áll, s ezek relatív piaci pozíciója stabil. Ha ez az állapot megváltozik – mondjuk a verseny éleződésével – akkor az szükségszerűen állami beavatkozást igényel. A harmóniára, a kiegyensúlyozott és egyenlő növekedésre való törekvés alapján nem a profit, és a vállalati részvények értékének rövid távú maximalizálása volt a cél, hanem a hosszú távú szemlélet alapján a vállalati vagyon, a *market share* növelése.

GOLDSTEIN és TURNER [20], valamint CAPIRO és HONOHAN [8] szerint a tulajdoni struktúra esetén jelentős, hogy *egy pénzügyi intézmény állami-, vagy magántulajdonban van-e*. Kimutatták, hogy az állami bankok sokkal kockázatosabb és nagyobb volumenű hiteleket nyújtanak, ráadásul e bankok esetén a nemteljesítő hitelek aránya

¹ Azokban az országokban, ahol magas a külföldi bankok szerepe, sokkal erősebb a pénzügyi rendszer. Ennek oka az, hogy a hazai bankok nem képesek teljesen diverzifikálni portfóliójukat, hiszen hiteleik jelentős részét a hazai piacra helyezik ki. A külföldi tulajdonú bankok rendszerint az anyaországon kívül még más országokban is működnek, így – azon túl, hogy tőkeerősek – szükségszerűen kevésbé kitétek egy esetleges negatív sokknak az adott országban. E bankok további externális hatása lehet, hogy olyan szakmai tapasztalatot hoznak be (akár a kockázatkezelés, akár a monitoring terén), amelyekkel a hazai pénzintézetek korábban nem rendelkeztek, valamint az, hogy esetükben sokkal kevésbé beszélhetünk a bail-out problémájáról, hiszen sokkal kisebb a politikai kísértés a kiegészítésre. [32]

² Ilyen lehetett volna az ebben az időben gyakran alkalmazott importhelyettesítő iparosítás.

szignifikánsa magasabb, mint a magántulajdonú bankoknál. A délkelet-ázsiai országokban a bankok és a pénzügyi intézményrendszer szereplői szinte kizárólagosan állami tulajdonban voltak, ami erősítette a rossz hitelek kialakulásának folyamatát.

A megtakarítások ösztönzését a Távol-Keleten nemcsak a viszonylagos politikai és jogi biztonság, illetve a pozitív reálkamatok szolgáltatták, hanem az *államok explicit és implicit garanciavállalása* a betétek értékállóságára ahelyett, hogy betétbiztosító intézményeket működtettek volna [23], [48]. Az állam így tartósan képes volt fenntartani a megtakarítók folyamatos bizalmát a pénzügyi szektor iránt, elkerülve az esetleges pánikot, ami a bankok megrohanásához vezethet, akár az egész rendszert veszélyeztetve. A kisegítés a vállalatokra is érvényben volt, amellyel a csődök elkerülése mellett az élethosszig tartó foglalkoztatást (a társadalom felől a rendszer iránti elkötelezettséget) is könnyen biztosítani lehetett.

A fent felsorolt jellemzők tehát szemléletesen mutatják, hogy az ázsiai és az angolszász rendszerek markánsan eltérő jegyekkel rendelkeznek. A kérdésre, hogy melyik rendszer a jobb, nem létezik egyértelmű válasz. Attól függően, hogy honnan indulunk, egy adott problémát más-más módon kell kezelni. Az ázsiai és az angolszász növekedési modell esetén ez az eltérő indulóhelyzet az eltérő történelmi fejlődésből fakad. RAJAN és ZINGALES tanulmányukban [36] nagyon szemléletesen bemutatják, hogy bizonyos esetekben az ázsiai modell lehet jobb, mint a kapitalista rendszer, bár a fejlettség egy bizonyos pontján túl már korlátot jelent.

Azok a vállalatok, amelyek szoros kapcsolatban állnak a bankokkal, könnyen és olcsón juthatnak külső forráshoz. A szoros banki kapcsolat megkönnyíti a külső forrásszerzést, így kevésbé függ a vállalat a *cash-flow*-tól. A vállalat ezért rövidtávon sokkal versenyképesebbé válik, s a rendszer makroszinten lényegesen gyorsabb növekedést tud produkálni. Hosszútávon viszont csökken a hozzáadott-érték teremtésének kényszere, ami előrevetíti a rövidtávon megszerzett növekedésbeli előny felmorzsolódását. Ráadásul e kapcsolatalapú rendszerben a tradicionális, jól ismert és bevált eszközök termelése preferálva van az innováció-igényes iparágak termékeivel szemben, hiszen az ár- és piaci jelzések hiánya itt kisebb probléma. A high-tech- és R&D-beruházások finanszírozása sokkal több bizonytalanságot hordoz magában, mint a fizikai eszközök gyártása. Az ázsiai (kapcsolatalapú) rendszer tehát a gazdaság fejlődésének egy korai stádiumában lehet jó, ott, ahol még magas a hagyományos javak aránya az innováció-igényes termékekhez képest, illetve, ha a gazdaságban az intézményrendszer – amely magában foglalja a bankrendszert, a jogi rendszert stb. – fejletlen. Ha viszont a gazdaság és az intézményrendszer fejlődése túl jut egy ponton, akkor már a szereplők kapcsolatalapú relációja korlátozó tényezővé válik.

Komoly problémát jelentett a *pénzügyi szektor gyors liberalizációja*, mely a válságba került fejlődő országok szinte mindegyikénél megtalálható a válság előtti időben. Mexikóba és a délkelet-ázsiai országokba a válságot megelőző három évben átlagosan a GNP 5%-ának megfelelő külföldi tőke áramlott [15]. Az elemzők természetesen nem a liberalizáció ellen érvelnek, hanem azt hangsúlyozzák, hogy a nem kellő körültekintéssel megvalósított nyitás a legtöbb esetben károkat okoz¹. A liberalizáció ugyanis szinte minden országban a kamatlábak csökkenő kontrollját, a

¹ Itt érdemes megjegyezni, hogy korábban a Washingtoni Konszenzus minden fejlődő országnak javasolta a pénzügyi rendszer liberalizációját, függetlenül attól, hogy az ország milyen specifikus jellemzőkkel rendelkezik. [48]

hitelezési politika lazulását okozta, amely nagyfokú tőkebeáramláshoz vezetett [32]. A tőkebeáramlás persze nem szükségszerűen okoz pénzügyi válságot. A gondot rendszerint a tőkebeáramlás sebessége jelentette. A tőke túl gyorsan áramlott be, amit a lazább szabályozás alatt működő bankrendszer túl gyorsan ki is hitelezett. A nem kellő körültekintés, a régi banki intézményi struktúra, a hagyományos menedzseri ismeretek, a laza szabályok, az összefonódások és a korrupció azt okozta, hogy a bankoknak megnőtt a rosszhitel állományuk [12]. E hipotézist erősíti a tény, hogy az erősen szabályozott gazdaságokban (Szingapúr, Tajvan, Hongkong) nem okozott a válság akkora károkat.

2. táblázat

Nettó magántőke-beruházás, 1990-1998 (milliárd USA dollárban) [39], [6]

	1990	1992	1994	1996	1997	1998
Nettó FDI	6	6,3	6,5	9,5	12,1	4,9
Nettó portfólió-befektetés	0,3	5,3	8,3	20	12,6	-6,5
Banki hitel és egyéb	17,9	15	18,4	32,9	-44,5	-44,5
Összes nettó magántőke beáramlás	24,2	26,6	33,2	62,4	-19,7	-46,2
Összes nettó magántőke beáramlás a GDP %-ában	4,5	4	4	5,8	-2	-7,1

Ahogy az a 2. táblázat adataiból is látszik, a beáramló tőkemennyiségnek csak egy kisebb része, a GDP 1,5%-a volt közvetlen működőtőke-beruházás, a nagyobbik rész portfólió-befektetéseken vagy banki hitelen keresztül realizálódott. Érdekes, hogy e beruházások jelentős többsége rövid lejáratú eszközökbe ment, főleg spekulatív céllal, ami a pénzügyi rendszer sebezhetőségét erősítette, valamint mutatta, hogy a befektetők kellően óvatosak voltak a rendszerrel szemben. E rendszer, mint egy fekete doboz, számukra is átláthatatlan, de rövid távon rendkívül jövedelmezőnek bizonyult, tudhatjuk meg MOSOLYGÓ és SZABÓ tanulmányából [33]. A tőkepiacnak tehát különösen fontos szerepe volt az ázsiai válság kifejlődésében. A tőkebeáramlás pedig a kedvező várakozásokkal és a növekvő gazdaságok tényével is alátámasztva a – buborékosodás elvének megfelelően – még több tőkét vonzott. A külföldi kötelezettségek állománya exponenciálisan nőtt, a valuta reálértékben folyamatosan felértékelődött, s SZEKERES szerint [43] megindult egy komoly felértékelődési folyamat az eszközök (részvény, föld, ingatlan) piacán is. A kezdeti eufórikus hangulatban – MINSKY modelljének [24] megfelelően – a várakozások táplálta dinamika az eszközárakat felfelé hajtotta, miáltal a háztartások vagyona nőtt, élénkült a belföldi kereslet, ami tovább növelte a kibocsátást. A részvényárak emelkedése miatt a tőkebevonás költsége csökkent, óriási vállalati beruházások, túlberuházások jöttek létre, melyek hatékonysága idővel folyamatosan csökkent, előrevetítve a jövedelmezőség elkerülhetetlen csökkenését [28].

A bankok óriási és olcsó többletlikviditáshoz jutottak, amelyet mindenáron ki kellett helyezniük, így valódi és prudens hitelvizsgálat nélkül nyújtottak hitelt vállala-

latoknak és magánszemélyeknek egyaránt¹. Fedezetként pedig ingatlant (lakás, föld) vagy részvényeket kértek, amelyek ára folyamatosan emelkedett², így a kockázatos hitelek aránya a banki portfólióban minimálisra csökkent, viszont megnőtt a bankszektor kitétsége [43]. A befektetők – KRUGMAN [30] szavaival élve – ún. „panglossi várakozással” tekintettek a jövőbe, mert a bank-, az üzleti és a politikai szféra komoly összefonódása miatt erős állami garanciavállalást gondoltak a szereplők befektetéseik mögé, s a bankok által nyújtott olcsó források miatt kockázatosabb befektetéseket is vállaltak. Emiatt viszont még jobban emelkedtek az eszközárak, mint ahogy a fundamentumok alapján elvárható lett volna [33]. Ezt az eufórikus hangulatot tükrözték a tőzsdeindexek is, melyek értéke minden országban jelentősen nőtt a vizsgált időszakban³.

A hirtelen megnövekedett tőke kínálatot azonban nem tudta követni az intézményi infrastruktúra és a szabályozás fejlődése⁴. A kereskedelmi bankok a liberalizációt követő időszakban jelentős autonómiára tettek szert, s mivel nem alakult ki a prudenciális bankfelügyelet nyugaton elvárt szigora, a létrejött koordinációs vákuumban a bankrendszer „önállósította” magát. Saját szabályai szerint, saját preferált ügyfeleknek adtak hitelt. Ez ellen a kormányzat nem akart fellépni, hiszen a „*haveri kapitalizmusra*” jellemzően, a komoly személyi átfedések miatt a politikának sem gazdasági, sem morális érdeke nem fűződött a szigorú szabályozáshoz [3]. A *transzparencia szinte teljesen eltűnt a rendszerből*, a kihelyezések feltételei személyes ismeretség, vagy megegyezés alapján, és nem pedig egységes kockázatelemzés mellett történtek. A banki és nem banki pénzügyi közvetítők úgy kínáltak egyre több hitelt a beruházásokhoz, hogy azok jövedelmezősége már az elején is kétséges volt. A bankok persze folyamatosan maguk mögött tudták az állami garanciákat, amely azelőtt a rendszer integráns részeként végig fenntartotta a gazdaság működőképességét.

Csakhogy a liberalizáció – ami igen nagy mozgásteret tett lehetővé a bankszektorban – aláasta a rendszer korábbi bankgaranciáját. A korábbi biztos és erőskező állam, a védőháló eltűnt, s helyettük az erkölcsi kockázat (*moral hazard*) jelensége nyert mindinkább teret, melynek az állam implicit védőhálójának megléte (vagy annak hite) erősen kedvezett [1]. A *pénzügyi ellenőrző és felügyelő szervek hiánya* és az erkölcsi kockázat WILLIAMSON [48] és FERGUSON [14] szerint ahhoz vezetett,

¹ A bankok egyre inkább kénytelenek voltak a nagyvállalati szektornál jóval kockázatosabb kis- és középvállalati, illetve a háztartási szektorba hitelezni. [43]

² Szekeres [43] szerint az ingatlanpiacnak különleges szerepe volt a térségben. Egyrészt a hitelezésben (fedezetként) és a részvénypiacon (tőzsdei ingatlanecégek révén), másrészt önmagában (ingatlanként, tőkejóságként, állóeszközként) is hozzájárult a buborékosodáshoz, s így a válság egészéhez. Az ingatlanszektor jelentőségét Hongkong példáján keresztül világíthatjuk meg, ahol az ingatlanszektor 1996-ban 18 százalékkal járult hozzá a GDP-hez. A hongkongi bankok kihelyezéseinek több mint 50 százaléka kapcsolódott ingatlanügyletekhez (ingatlanfejlesztés, jelzáloghitelezés), a kormányzat bevételeinek 40 százaléka ebből a szektorból származott. A válság nyomán előálló kamatemelkedés az ingatlanárak eséséhez vezetett, s ez az egész bankszektorra kedvezőtlen hatással járt az ügyfélkockázat, valamint a fedezetek értékének szempontjából. [33]

³ Bustello [6] számítása szerint 1990 és 1995 között a koreai tőzsdeindex 1,27-szorosára, a malajziai 1,97-szorosára, a filipp-szigeteki 3,98-szorosára, a hongkongi 3,33-szorosára, a thaiföldi 2,09-szorosára nőtt.

⁴ Gavin és Hausmann [18], valamint Kaminsky és Reinhart [25] szerint a hitelezési boom azért biztos előjele a válságnak, mert szükségszerűen lerontja a bankok mérlegét.

hogy a pénzügyi közvetítők prudens hitelvizsgálat nélkül nyújtottak hitelt a preferált ügyfeleknek¹, ezáltal nőtt a bankrendszeren keresztül az egész pénzügyi rendszer sebezhetősége². E folyamatot erősíti, hogy a tőke állományát és összetételét viszonylag nehéz mérni, így a kockázatmenedzselés is korlátokba ütközik [21].

A kockázat-menedzsment nyugaton alkalmazott technikai ismeretlenek voltak. Emiatt a pénzügyi közvetítők alábecsülték mérlegük eszközoldali kockázatát, amikor pénzzel látták el az elsősorban növekedésben érdekelt hazai vállalkozásokat és figyelmen kívül hagyták a forrásokban rejlő kockázatot, amikor külföldről rövid lejáratú hiteleket vettek fel. A gyenge intézményi alapokra helyezett és nem megfelelően végigvitt pénzügyi liberalizáció tehát a pénzügyi rendszer olyan fejlődését eredményezte, melynek rendszerjegyévé vált a sebezhetőség és a túlzott eladósodás. Ezt szemlélteti a 3 táblázat.

3. táblázat

A pénzügyi szektor néhány jellemző mutatója 1997-ben országonként [6], [9]

	Ⓐ	Ⓑ	Ⓒ	Ⓓ	Ⓔ
Indonézia	69	11	15	119,6	950
Korea	70	16	13,4	156,4	510
Malajzia	107	7,5	7,4	92,7	200
Thaiföld	116	15	27,4	143,3	420

Ⓐ = A magánszektorban nyújtott banki hitelek aránya (GDP %)

Ⓑ = Nem teljesítő hitelek a banki eszközállomány arányában (%)

Ⓒ = Külföldi kötelezettségek az összes banki passzívák arányában (%)

Ⓓ = Hitelek és betétek aránya (%)

Ⓔ = Idegen tőke és saját tőke aránya a vállalatoknál 1997-ben (%)

E folyamatok közben a bankok helyzete persze mesés volt, a felértékelődő hazai valuta miatt a külföldi kötelezettségeik hazai valutában kifejezett értéke folyamatosan csökkent, míg a helyi követeléseik mögött álló eszközfedezetek értéke magas és növekvő volt, ami egyértelműen a külföld felé történő eladósodást ösztönözte.

MISHKIN szerint [32] komoly probléma volt a „*too big to fail*” intézménye. Minden gazdaságban igaz, hogy a jelentős pénzügyi vállalatokat megvédi a kormányok, ha bajba kerülnek, hiszen nagyságuk miatt csődjük jelentős károkat okozhat. Mind politikai okokból, mind reálgazdasági szempontból erős érdek fűződik e vállalatok életben tartásához. Ez természetesen az erkölcsi kockázatot erősíti, ami halmozot-

¹ Ráadásul a bank-és üzleti szféra összefonódása miatt rengeteg veszteséges nagyvállalat el tudta érni – a személyes kapcsolatok és a kereszttulajdonlások révén – hogy a bankok hitellel fedezzék veszteséges működésüket. Nagyon sok esetben felmerült, vagy be is bizonyosodtak törvénytelen ségek, olvasható helyi tudósítóktól, mint McDermott és Wessel [51]. Az összejárás, a korrupció jelentősen hozzájárult ahhoz, hogy a bankok rosszhitel-állománya ekkorára nőjön [19].

² Kumar-Masson-Miller [31] szerint a vállalatok, mivel maguk mögött tudják az állam kiegészítő politikáját, sokkal nagyobb kockázatot vállalnak működésük során, amely az egész gazdaság kockázatát növelik.

tan jelentkezik azokban a kevésbé fejlett országokban, ahol a még nem teljesen kiépült pénzügyi piacon csak kevés, relatíve erős szereplő van. A probléma természetesen igaz a reálgazdasági szektor vállalataira is. A nagy vállalatok ugyanis csődjükkel könnyen magukkal rántathatják a nekik hitelező pénzügyi vállalatokat is. Az állami helytállás tehát akkor is szükséges, ha a reálgazdaság vállalatai bajba kerülnek, és a pénzügyi vállalatok még nem elég erősek¹.

A fejlődő országok esetén további komoly problémát jelenthet, hogy az *intézményrendszer fejlődése nem képes lépést tartani* a gazdaság növekedési ütemével [37]. A relatíve fejletlen intézményi struktúra a reálgazdaság számára egyfajta pénzügyi korláttá válik, ezáltal lassítja a gazdasági növekedést. Ez ellen kiutat jelenthet a liberalizáció, ami elindíthatja ugyan a növekedést, de megnöveli a válságok valószínűségét.

GOLDSTEIN és TURNER [20], valamint CAPIRO és HONOHAN [8] a fent felsoroltak mellett kiemeli, hogy a tulajdoni struktúra esetén jelentős, hogy *egy pénzügyi intézmény állami vagy magántulajdonban van-e*. Kimutatták, hogy az állami bankok sokkal kockázatosabb és nagyobb volumenű hiteleket nyújtanak, ráadásul e bankok esetén a nemteljesítő hitelek aránya szignifikánsa magasabb, mint a magántulajdonú bankoké. A délkelet-ázsiai országok esetén a bankok szinte kizárólagosan állami tulajdonban voltak, ami erősítette a rossz hitelek kialakulásának folyamatát.

E gazdasági struktúra tehát a nyugati viszonyoktól markánsan – sok esetben irracionális módon – eltér. Bár az 1960-as, 1970-es években az ázsiai országcsoport sokkal jobban teljesített, mint a másik két világgazdasági centrum, a kilencvenes évekre növekedése kifulladásra került. A pénzügyi közvetítők ugyanis csak olyan eszközökbe ruháztak be, amelyeket ismertek és biztonságosnak vélték. Megtehették, hisz nem volt verseny a piacon. E viselkedés viszont elvágta a vállalatok fejlődési lehetőségeit, ami miatt folyamatosan lemaradt a világpiacon uralkodó versenyben.

A HÁTTÉRBE MEGHÚZÓDÓ PROBLÉMÁK

Az országcsoport a válság előtt eddig szinte sehol nem tapasztalt teljesítményt ért el. A jövedelmek 1960 és 1990 között átlagosan háromszor gyorsabban növekedtek évente, mint Latin-Amerikában. 1960 és 1985 között az egy főre eső jövedelmek megháromszorozódtak Japánban, Tajvanban, Dél-Koreában, Hongkongban és Szingapúrban, miközben a jövedelemkülönbségek folyamatosan csökkentek. Az emberek életminősége folyamatosan javult, 1960-ról 1990-re az emberek várt élethossza 56 évről 71 évre növekedett, az abszolút szegénység ugyanezen időszak alatt 58%-ról 17%-ra esett vissza [49]. Az USA és az EU országaihoz viszonyított technológiai rés csökkent, köszönhetően a masszív humántőke befektetéseknek, a technológia importnak, az exportorientált gazdaságpolitikának és az direkt külföldi beruházások elősegítésének.

A tökéletes felszín alatt, a csodálatos mutatók árnyékában viszont olyan folyamatok indultak el, amelyek lassan felőrölték a rendszer teljesítményét. S bár a szakirodalomban ázsiai csodának nevezték e teljesítményt, néhány szerző már korábban megkérdőjelezte a folyamatok fenntarthatóságát, és előrevetítette a szükség-

¹ Ez a jelenség játszódott le Dél-Koreában, ahol a legnagyobb *chaebolok* adósság/saját tőke aránya irracionális mértékűre duzzadt a 90-es évek végére. Néhány példa: a Hyundai adóssága a saját tőkéjének 4,391-szerese, míg ugyanez a mutató a Daewoonál 3,37, az LG-nél 3,46, a Samsungnál 2,68 volt.

szerű lassulást. KRUGMAN szerint [28], [29] az országcsoport teljesítménye nagyon sok hasonlóságot mutat a Szovjetunióval, ahol az output gyors növekedése szintén az inputfelhasználás növekedésének volt az eredménye. Ez az iparban foglalkoztattak létszámának nagyarányú növelését jelentette, minek következtében az alkalmazottak száma a népesség 27%-ról 51%-ára nőtt. Adminisztratív intézkedésekkel a mezőgazdaságban dolgozó emberek tömegét irányították át az iparba. A humán tőkébe való masszív befektetés következtében pedig jelentősen nőtt a foglalkoztattak iskolázottsági szintje.

S ugyanúgy, ahogy a szocialista gazdaságoknak a nyugati országokkal szemben vélt felsőbbrendűségét, az ázsiai országok csodának tartott növekedését is az inputfelhasználás extenzív növekedése magyarázta¹. A megtakarítások tartósan magas aránya a tőkeberuházások növekedését okozták éveken keresztül, melynek nagysága 1960 és 1990 között éves átlagban a GDP 20%-át is elérte [49]. FRANKEL [17] és HORVATH [23] szerint e növekedés viszont szükségszerűen csak időleges, s a lassulás elkerülhetetlen. Egyrészt azért, mert egy idő után már nem lehet több embert az iparba átcsoportosítani, és nem lehet tovább növelni a megtakarítási határátát. Másrészt a neoklasszikus iskola tanításai szerint a túlberuházás a tőkeállomány növekedését jelenti, ami a tőke határtermékének csökkenését eredményezi, s versenyfeltételek mellett ez a tőkebefektetések csökkenő jövedelmezőségét vonja maga után. Ezt igazolja, hogy a beruházások nagysága az output értékéhez viszonyítva 11%-ról 40%-ra nőttek 1996 és 1990 között [28].

Más szerzők a világpiacon bekövetkezett változásokat hangsúlyozzák. GLICK [19] és HORVATH [23] szerint fontos korlát, hogy a kínai gazdaság végig az 1990-es években erőteljes – exportorientált – növekedést produkált, másrészt a japán gazdaság komoly lassulásnak indult, amely tovább szűkítette az országcsoport exportpiacait.

Az ázsiai tigrisek KRUGMAN [28] szavaival élve csak „papírtigrisek” voltak, s növekedésük szükségszerűen időleges volt. S bár az országoknak minden lehetősége adott volt, hogy kihasználják a „későn érkezők előnyét”, s a legújabb technológiák átvételével a felzárkózás után tartós növekedést produkáljanak, a választott politika nem volt megfelelő, s ezen alternatív gazdasági növekedési modell meghaladottá vált [40].

MAKROÖKONÓMIAI INKONZISZTENCIÁK

A fent elemzett strukturális bajokat csak erősítette néhány makroökonómiai probléma. Ilyen volt az árfolyam-politika, melynek egyik sarokpontja volt az USD-hoz kötött fix árfolyam². 1995-ben viszont a korábbi trend megtört, és az USA dollárja felértékelődött a japán yennel – és egyéb valutákkal – szemben. A korábban hozzákötött ázsiai valuták túlértékeltté váltak³, s az exportszektort – mely korábban a fejlődés motorjának számított – ez súlyosan érintette: a kivitel megdrágult, a versenyképesség pedig fokozatosan romlott.

¹ A növekedés tehát nem egy gazdasági csoda, hanem a megtakarítási és beruházási ráták időlegesen az aranypálya szerinti növekedési ráta fölé emelése volt [42].

² A kereskedelmi szerkezet indokolt volna egy olyan kosár összeállítását, amelyben a japán Yen is helyet kap, de az 1985-ös Plaza Egyezmény (mellyel a japán fizetőeszközt felértékeltek), illetve a Yen folyamatos felértékelődése ezt nem ösztönözte.

³ Míg 1995-ben 85 ¥/\$ volt az árfolyam, addig 1997-re a dollár 127 ¥/\$-ra erősödött [19].

A másik súlyos probléma mindezzel az volt, hogy az üzleti szereplők korábban USD-ban denominált hiteleket vettek fel, majd ezt belföldi valutában továbbhitelezték. Ügyleteiket általában nem fedezték, mert a rögzített árfolyamrendszer, valamint a hazai deviza alacsony múltbeli árfolyamkockázata miatt úgy vélték, erre nincs szükség. A leértékelődés megindulása viszont a külföldi kötelezettségek belföldi fizetőeszközben kifejezett értékének megugrásához vezetett, ami az adósok részéről pánikszerű eladási hullámot indított el.

A fix árfolyamrendszer számos reálgazdasági előnye mellett persze a *moral hazard* forrása is lehet [13]. Az állam explicit módon garanciát vállal az adott ország valutájának adott paritáson történő átváltására. Ha a gazdasági folyamatok romlanak, akkor a bizonytalanság nő, s az explicit garancia implicitté válik, és megjelenik az aszimmetrikus információ-ellátottságból fakadó bizonytalanság. Amíg a garancia explicit, a szereplők külföldi valutában kötött ügyleteiket (hitelnyújtás, kölcsönfelvétel stb.) nem fedezik, hiszen úgy gondolják, az átváltási arány fix, a fedezeti ügylet „fölsleges”. Ennek hatására nagymennyiségű fedezetlen, rövid távú, külföldi valutában denominált adósság halmozódhat fel a gazdaságban, ami EICHENGREEN és HAUSMANN [13] szavaival élve „időzített bombaként várja, hogy felrobbanjon”¹.

További problémát jelentett a külföldi tőke beáramlásának lassulása. Addig ugyanis, amíg tart, a kedvező folyamatok – a gazdasági és exportnövekedés, a külső egyensúly fennmaradása – folyamatosan fennállnak. Ha a tőke beáramlása elapad, vagy lassul, akkor a kedvező folyamatok pillanatok alatt ellentétükbe fordulnak. Ráadásul egy ennyire buborékosodott gazdaságban, ahol a növekedés teljes egészében a szereplők várakozásainak függvénye, a növekedési ütem pusztán mérséklődése is elég lehet a tőkebeáramlás leállítására, amely aztán a korábbi optimista várakozások megfordulásán keresztül a tőke kiáramlásához vezet. A kibocsátás pedig 1997-re tényleg lelassult. A belföldi fogyasztás olyan alacsony volt, hogy az már nem lehetett dinamizáló erő, a megtakarítások pedig – a korábbi évek túlberuházásai miatt – nagyon alacsony megtérülési mutatókat hoztak, s tovább már az sem lehetett komoly húzóerő. A gazdaság lassulása a hazai valuta iránti kereslet csökkenéséhez vezetett, ami folyamatos leértékelődési nyomást jelentett a valutákra [30]. A szereplők viselkedése, jövőre vonatkozó várakozása egy pillanat alatt megváltozott, s megindult a tőke – főleg a spekulatív tőke – kiáramlása. Ez pedig katasztrofális következményekkel járt, egyrészt megindult a belföldi valuták leértékelődése, emiatt a külföldi kötelezettségek belföldi valutában kifejezett értéke emelkedett. Másrészt az eszközárak esni kezdtek, miáltal a banki kihelyezések fedezeti értéke lezuhant. A pánik, a tőkemenekítés és a leértékelődő valuták hatására a valutaválság pillanatok alatt begyűrűzött a térség majd minden országára.

¹ Emiatt egyes szerzők azt javasolják, hogy minél inkább flexibilis, vagy legalábbis széles sávval rögzített árfolyamrendszert érdemes létrehozni [13].

VALUTAVÁLSÁG

Az első valuta, amely ellen támadás indult, a thaiföldi baht volt 1997. május közepén [23], [7]. A thai jegybank a szingapúri jegybank segítségével megpróbált interveniálni, és USD-ért bahtot venni a nemzetközi pénzpiacokon, de valójában semmi esélye sem volt, hiszen egy rendkívül feszült állapotban óriási mennyiségű spekulatív tőke indult meg kifelé, amely ellen bármilyen védekezés értelmetlen lett volna. A thai jegybank bejelentette a baht lebegtetését, amely rövid idő alatt 18%-kal leértékelődött. Ezután nem sokkal Fülöp-szigetek (július 11.), Malajzia (július 14.), Szingapúr (július 17.), Indonézia (augusztus 14.), Tajvan (október 18.) és Dél-Korea (december 16.) is felhagyott a korábbi fix árfolyamrendszerével [7].

A sorozatos IMF és egyéb intézményi hitelek ellenére minden valuta jelentősen leértékelődött, és a válság kiterjedt az egész országsoportra [14]. Minden országban megindult a pánikszerű menekülés MINSKY által 1964-ben leírt folyamata [24]. Mivel mindenki igyekezett megtakarításait likvid és biztonságos eszközökbe tenni, megjelent a likviditáshiány. A vállalatok és a bankok megpróbálták eladni a fedezetként náluk tartott eszközöket, ami által azok ára hirtelen leesett. A részvények és az ingatlanok ára napok alatt töredékükre esett, a kamatlábak pedig az édig emelkedtek, ami az eszközpiacon buborék kipukkanásához vezetett.

Komoly gazdasági – világgazdasági – recesszió következett be, vállalatok százai mentek csődbe finanszírozási problémák miatt, megnőtt a munkanélküliség, s az életben maradt bankok kockázatos-hitel állománya óriásira duzzadt, ami előrevetítette, hogy a kilábalás sem lesz könnyű, és főleg nem lesz olcsó [30].

Az ázsiai válságot alapvetően második generációs modellként szokták aposztrofálni. Az elméletcsalád lényege, hogy egy valutaválság kitöréséhez alapvetően nincs szükség makrogazdasági inkonzisztenciára. A gazdaságban a várakozások, azok önbeteljesítő jellege és a nyájhatás az, ami az eseményeket mozgatja [34]. S bár a makramutatók nem voltak nagyon rosszak, a befektetők tisztában voltak azzal, hogy a rendszer sebezhető, amit igazol, hogy főleg rövid távú értékpapírokat vásároltak. Tudták, hogy amíg az állam garanciái érvényesek, addig nem veszíthetnek, de mivel mind a thaiföldi, mind a maláj jegybank elengedte a fix árfolyamot, úgy gondolták, hogy a rendszer korábbi védelmezője már nem képes fenntartani a korábbi állapotokat. Ez rövid idő alatt tudatosult, s óriási erővel indult meg a pánikszerű tőkemenekülés¹. A jegybankok a BENSALD és JEANNE [50] által megalapított harmadik generációs modellcsalád következtetései szerint nem is próbáltak védekezni. Mivel szinte minden országban lebegtetni kezdték az árfolyamot, azok pillanatok alatt jelentős mértékben leértékelődtek².

A történetek alapján nagyon sok szerző a spekulánsokat tekinti a krach legfőbb okozóinak. A spekulánsokkal kapcsolatban sokan gondolkoznak úgy, mint MAHATMIR MOHAMED malájföldi miniszterelnök, aki nagyon fontos – és egyre nő-

¹ A menekülés intenzitását erősítette a nyájhatás, miszerint az idő rövideje miatt a befektetők nem tudnak mérlegelni, azt a kevés, relevánsnak tűnő információt használták fel, hogy mindenki más menekül. Egy ilyen helyzetben ez racionális viselkedés ugyan, de nyájhatásszerű, önmagát erősítő irreverzibilis folyamatokat indukál Hámori [22].

² Kivétel ez alól a hongkongi dollár, aminek sikerült megvédeni az árfolyamát, mert e mögött ott állt a kínai jegybank tartaléka, ami kellő biztonságot adott az intervenció sikeréhez.

vekvő – jelentőséget tulajdonít a nemzetközi pénzügyi spekulációnak. Szerintük a pénzügyi válságok legfőbb okozói a nemzetközi tőkepiaci spekulánsok, s főleg a *hedge fundok* [5], [45]. Természetesen ez így nem igaz. Tudjuk, hogy épp azok az országok váltak a spekuláció áldozataivá, amelyek korábban a legnagyobb haszonélvezői voltak az éveken át beáramló külföldi tőkének. Ezen országok pontosan tudták, hogy a beáramló tőke nagy része spekulatív, főleg rövid lejáratú, relatíve magas hozamú, likvid eszközökbe áramlik [26]. Az igazi felelősség tehát a politikai vezetésé, amely nem tudott ellenállni a dollár-milliárdok csábításának, és az általa elérhető gazdasági növekedésből származó politikai előnyöknek.

Abban persze igaza van BROWNNak, hogy a spekulatív tőkét célszerű kétfelé választani. Van az „igazi” spekulatív tőke, amely meglévő arbitrázslehetőségeket használ ki és tüntet el, de van egy másik része is, a manipulatív tőke, amely akár a piacok megtévesztésével, a várakozások szándékos befolyásolásával is megpróbálja elérni, hogy a pénzügyi értékek az ő előzetes várakozásai szerint alakuljanak. Ezek ellen célszerű volna védekezni, bár a mai integrált pénzügyi piacokon e szereplőket kiválasztani szinte lehetetlen. Az egyetlen hatékony módszer az áttekinthető, szigorú pénzügyi szabályozás lehet [5], [45].

Nagyon érdekes, hogy a média alapvetően a spekulánsokat tekintette az ázsiai krízis legfőbb okozójának. KING [26] viszont bemutatja, hogy valójában nem ők, hanem a japán kereskedelmi bankok spekulációs tevékenysége – azok tőkemenekítése – okozta a válságot. E bankok ugyanis – amikor Japánban megindultak a negatív irányú folyamatok – egész Ázsia-szerte lecsökkentették kintlévőségeiket, hogy veszteségeiket minimalizálják.

A japán bankok hitelkihelyezésének folyamata az 1980-as években kezdődött, amikor az anyaországban a részvény- és eszközügyi buborék kipukkadt, és meggyengítette a pénzügyi rendszert. A hazai hitelek jövedelmezősége esett, amit a liberalizációval megjelent pénzügyi verseny csak erősített. A 10 legnagyobb japán bank átlagos profitrátája 1997-re 0,53%-ra esett, ami arra ösztönözött, hogy magasabb jövedelmezőségű pénzügyi piacokra fektessenek be. Tovább erősítette e folyamatot, hogy a Bank of Japan 1995 áprilisában 0,5%-ra csökkentette az alapkamatlábát. A japán bankok nagy nyereséggel kecsegtető, külföldi befektetéseket választottak a délkelet-ázsiai pénzügyi piacokon. Mivel a régió fix árfolyamrendszerébe vetett bizalom ekkor még teljes volt, a hitelek mellé nem kötöttek fedezeti ügyleteket, ami tovább növelte azok jövedelmezőségét [26].

A bajok akkor kezdődtek, amikor 1995-ben Thaiföldön, Koreában és a Fülöp-szigeteken a részvény és kötvénypiacok hozamai mintegy 10%-kal estek, miközben az amerikai részvények az alacsony kamatlábak és az alacsony inflációs ráta miatt 35%-ot erősödtek viszonylag rövid idő alatt. E folyamatok 1996-ra 37%-kal csökkentették a thaiföldi, és 33%-kal a dél-koreai tőzsde értékét, ami számos koreai kereskedelmi bank csődjéhez vezetett. Eközben Japánban az eszközár-defláció állandó volt, s a nem teljesítő hitelállomány a bankok 610 milliárdos teljes hitelállományának 12%-ára növekedett. A japán bankok tehát rendkívül feszült helyzetben voltak, s 1997 márciusában, amikor néhány thaiföldi kereskedelmi bank bajba került, a japán bankok rögtön megindították a – később óriási méretűvé gyűrűző – tőkemenekítést. A krízist tehát a japán kereskedelmi bankok indították, válaszul az otthoni romló folyamatokra, s a válság azért Thaiföldön indult, mert abszolút és relatív mértékben is ott volt a legmagasabb a japán kintlévőségek összege [26].

BEFEJEZÉS

Az eddigiek alapján könnyen belátható, hogy a délkelet-ázsiai országok gazdasági növekedése nem volt fenntartható. De mindez még nem magyarázza azt, hogy a – fundamentálisan indokolható – gazdasági lassulás után miért következett be a világ egyik legsúlyosabb, pénzügyinek keresztelt valutaválsága. A válasz nem triviális. E válság alapvetően nem csak pénzügyi, hanem bizalmi jellegű válság is volt. A rendszerrel szemben korábban kiépült, s végtelennek tűnő bizalom az, ami elfogyott 1997-re. Ennek egyszerre volt oka a gazdaság fundamentális gyengesége és a pénzügyi rendszer sebezhetősége [10]. A szereplők hiába várták az állami kiegészítést, a korábban mindenható kormányzat elvesztette erejét, s már nem volt képes befolyásolni az eseményeket. Természetesen ez még mindig nem okozott volna válságot, az igazi problémát az jelentette, hogy a korábbi védőháló, a bizalom helyett nem volt új, azzal egyenértékű garancia. Nem voltak olyan intézmények, amelyek a korábbi rendszer helyébe álltak volna a liberalizáció után, nem voltak meg a nyugaton ismert pénzügyi szabályozó hatóságok [30].

A tapasztalatok alapján tehát elmondható, hogy a pénzügyi stabilitás nem csak a nyugati értelemben vett intézményi struktúrával működhet, de stabilitása, és az iránta táplált bizalom elengedhetetlen. Az elemzők egyet értenek abban, hogy minél stabilabb egy pénzügyi rendszer, annál kisebb a válságok valószínűsége [32].

Az elemzéseknek a kölcsönös függőségi viszonyok következtében – melyek mind vertikális, mind horizontális szinten értelmezhetők – az egész pénzügyi közvetítő rendszert át kell fogniuk, vagyis a bankrendszeren túl mindazon nem banki intézményeket is vizsgálni kell, amelyek valamilyen módon részt vesznek a pénzügyi közvetítésben [21]. Ide tartozik a brókercégektől kezdve a befektetési alapokon át a biztosítókig és a különböző pénztárakig számos intézménytípus [32]. Az elemzés során az intézményrendszer stabilitásán végső soron azt értjük, hogy milyen mértékben képes ellenállni a rendszer egésze a külső és belső megrázkódtatásoknak, sokkoknak. A sokkok természetesen nem minden esetben vezetnek válsághoz, de az instabil pénzügyi környezet önmagában is gátolja a gazdaság egészséges fejlődését [32].

A pénzügyi instabilitás okait illetően többféle nézet létezik, melyek relevanciája eltérő lehet attól függően, hogy milyen időszakot, illetve milyen országokat vonunk be az elemzési körbe. A pénzügyi rendszer egészét érintő probléma-források közül leggyakrabban az alábbiakat említi a szakirodalom: a pénzügyi szektor gyors liberalizációja, a prudencia hiánya, a *moral hazard* jelenléte, a bizonytalanság és a „*too big to fail*” intézményének megléte. Fontos szerepet játszik a megfelelő kockázatmenedzsment, a jogi szabályozás erőssége, a helytelen gazdaságpolitika, az árfolyam-mechanizmus hitelessége, a nem-hatékony erőforrás allokáció, a nem kielégítő számviteli és könyvvizsgálói szabályozás, a gyenge piaci fegyelem. Kritikus tényező az erőtlen piacgazdaság, a külföldi bankok alacsony részvétele, a kereskedelmi bankrendszer tulajdoni struktúrája, stabilitásának foka, a nem megfelelő tőkeszabályozás, valamint az állami tulajdonú pénzügyi intézmények magas aránya, és a vállalatok rossz mérlege [32].

A fent említett intézmények szerepét igyekeztem megvizsgálni a délkelet-ázsiai válság esetén, de ezek mellett szintén súlya van a központi banknak (milyen jogosítványai vannak, illetve mennyire független), a pénzügyi felügyelet megfelelő működésének, a jegybank és a pénzügyminisztérium kapcsolatának, a jegybank és a pénz-

ügyminisztérium preferenciáinak az inflációt és az outputot illetően, illetőleg annak, hogy az ország vett-e részt az ország valamilyen nagyobb integrációban

A pénzügyi válságok említett okai persze nem csak együttesen, hanem külön-külön is, illetve tetszőleges kombinációban is előfordulhatnak, így a pénzügyi stabilitás elemzése is rendkívül komplex feladat. Egyes részterületekre való koncentráció torzítja az összképet, így a pénzügyi stabilitás elemzése során szükségszerűen a maga komplexitásában érdemes vizsgálni a kérdést.

HIVATKOZÁSJEGYZÉK

- [1] ÁRVAI ZSÓFIA - VINCZE JÁNOS (1998): Valuták sebezhetősége: Pénzügyi válságok a 90-es években, MNB Füzetek, 1. sz.
- [2] BARA ZOLTÁN - SZABÓ KATALIN (1996): Összehasonlító gazdaságtan, AULA Kiadó, Budapest.
- [3] BENCZES ISTVÁN (2000): Válság és átalakulás, Külgazdaság, XLIV. évf. március 56-76. o.
- [4] BENCZES ISTVÁN (2002): A fejlesztő állam válsága Ázsiában, Külgazdaság, XLVI. évf. május 23-41. o.
- [5] BROWN, J. STEPHEN (2001): Hedge funds: omniscient or just plain wrong, Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 9. 301-311. o.
- [6] BUSTELLO, PABLO (1998): The East Asian financial crises: an analytical survey, ICEI Working Papers, No. 10. vagy <http://www.ucm.es/info/icei/saia/bwp98.pdf>
- [7] BUSTELLO, PABLO - GARCÍA, CLARA - OLIVIÉ, ILIANA (1999): Global and domestic factors of financial crises in emerging economies: Lessons from the east asian episodes (1997-1999), ICEI Working Papers, No. 16.
- [8] CAPIRO, GERALD - PATRICK, HONOHAN (2000): Finance in a world of volatility, World Bank, mimeo
- [9] CORSETTI, GIANCARLO - PESENTI, PAOLO - ROUBINI, NOURIEL (1998): Fundamental determinants of the asian crisis: A preliminary empirical assessment, www.stern.nyu.edu. Letöltve: 2006. 01. 05.
- [10] CORSETTI, GIANCARLO - PESENTI, PAOLO - ROUBINI, NOURIEL (1999): What caused the Asian currency and financial crisis?, Japan and the world economy, 11. sz., 305-373. o.
- [11] CSABA LÁSZLÓ (2004): DE-KTK Összehasonlító közgazdaságtan szemináriumon elhangzottak, 2004. őszi szemeszter
- [12] DOUGLAS, W. DIAMOND - RAUGHAM, G. RAJAN (2000): Banks, short term debt and financial crises: theory, policy implications and applications, NBER Working Paper, No. 7764.
- [13] EICHENGREEN, BARRY - HAUSMANN, RICARDO (1999): Exchange rates and financial fragility, NBER Working Papers, 7418.
- [14] FERGUSON, W. ROGER (1998): The Asian crisis: lessons to be learned and relearned, szenátusi előadás, 1998. március 4., www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1998/19980304.htm
- [15] FOLKERS-LANDAU - DAVID, SCHINASI - GARY, J. CASSARD (1995): Effect of capital flows on the domestic financial sectors in APEC developing countries, IMF, Washington DC.

- [16] FREDERIC, S. MISHKIN (2001): Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries, NBER Working Paper, No. 8087.
- [17] FRANKEL, A. JEFFREY (1998): The Asian model, the miracle, the crises and the fund, Elhangzott a The US International Trade Commission értekezletén.
- [18] GAVIN, MICHAEL - RICARDO, HAUSMAN (1996): The roots of Banking crises: the macroeconomic context, banking crises in Latin America, Interamerican Development Bank and John Hopkins University Press, Baltimore, 27-63.o.
- [19] GLICK, REUVEN (1998): Thoughts on the origins of the Asia crises: impulses and propagation mechanisms, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper, No. PB98-07
- [20] GOLDSTEIN, MORRIS - TURNER, PHILLIP (1996): Banking crises in emerging economics: origins and policy options, BIS Economic Papers, No.46.
- [21] HAIZHOU, HUANG - CHENGGANG, XU (1999): Financial institutions, financial contagion, and financial crises, Center for International Development at Harvard University Working Paper, No. 21
- [22] HÁMORI BALÁZS (1998): Érzelemgazdaságtan, Kossuth Kiadó, Budapest 1998
- [23] HORVATH, JULIUS (2002): Paul Krugman on financial crises in the 1990's, kiadatlan kézirat, Political Economy of International Money, CEU, tavaszi szemeszter.
- [24] HYMAN MINSKY (1964): Longer waves in financial relations: financial factors in the more severe depressions, The economic review, 3. sz. 324-335. o.
- [25] KAMINSKY, G - REINHART, C. (1999): The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments-problems, The American Economic Review, vol. 89., 473-500.
- [26] KING, R. MICHAEL (2001): Who triggered the Asian financial crises?, Review of International Political Economy, Vol.8., No3., 438-466.o.
- [27] KRUGMAN, PAUL (1979): A model of balance-of-payments crises, Journal of Money, Credit and Banking, 11, 3.sz. 311-325.o.
- [28] KRUGMAN, PAUL (1994): The myth of Asia's miracle, Foreign Affairs, Vol.73, No.6.
- [29] KRUGMAN, PAUL (1997): Asia's miracle is alive and well?, Time, Vol.150, No.13, 1997. szeptember 29.
- [30] KRUGMAN, PAUL (1998): What happened to Asia?
<http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>
- [31] MANMOHAN, S. KUMAR - PAUL, MASSON - MARCUS, MILLER (2000): Global financial crises: institutions and incentives, IMF Working Paper 00/105.
- [32] MISHKIN, S. FREDERIC (1999): Lessons from the Asian crises, NBER Working Paper, No.7102.
- [33] MÓSOLYGÓ ZSUZSA - SZABÓ JÓZSEF (1998): Az ázsiai válság és hatásai, Külgazdaság, XLII. évf. október 4-13. o.
- [34] OBSTFELD, MAURICE (1986): Rational and self-fulfilling balance-of-payments crises, The American Economic Review, 76. 1. sz. 72-81. o.
- [35] RADLET, STEVE - SACHS, JEFFREY (1998): The onset of the East Asian financial crisis, NBER Working Paper, 6680.
- [36] RAJAN, R. G. - ZINGALES, L. (2001): Financial systems, industrial structure and growth, Oxford Review Of Economic Policy, Vol. 17., No.4.

- [37] ROMAIN, RANCIERE - AARON, TORNELL - FRANK, WESTERMANN (2005): Systemic crises and growth, NBER Working Paper, No. 11076.
- [38] SUAREZ, ROJAS - LILIANA AND STEVEN, WEISBORD (1994): financial market fragilities in Latin America: from banking crisis resolution to current policy challenges, IMF Working Paper, 94/117.
- [39] SACHS, JEFFREY - TORNELL, AARON - VALESCO, ANDRÉS (1995): The collapse or the Mexican peso: what have we learned?, National Bureau of Economic Research, Working Paper, No. 5142.
- [40] SAREL, MICHEL (1996): Growth in East Asia - what we can and what we cannot infer, www.imf.org
- [41] SHIMIZU, YOSHINORI (2003): Moral hazard and legal regulation in the financial market: Japan, East Europe and China, *Journal of Asian Economics*, 211. sz. 1-11. o.
- [42] SOLOW M. ROBERT (1956): A contribution to the theory of economic growth, *Quarterly Journal of Economics*, No. 70. 65-94.o.
- [43] SZEKERES VALÉRIA (2003): A japán pénzügyi válság - okelemzés és kiütkeresés, *Külgazdaság*, 47.évf., 6. szám., 19-38.o.
- [44] TÖRÖK ÁDÁM (2001): Piacgazdasági érettség többféleképpen?, *Közgazdasági Szemle*, XLVIII. évf., 2001. szeptember, 707-725.o.
- [45] TÜREI SÁNDOR (1998): Elfajzott-e a pénzügyi rendszer? *Külgazdaság*, XLII. évf. 1998. szeptember, 75-78. o.
- [46] WESSEL, DAVID - MCDERMOTT, DARREN (1997): Financial-sector weaknesses are rolling Asian currencies, *The Wall Street Journal*, 1997. október 6.
- [47] WILLIAMSON, JOHN (1990): Latin American adjustment: how much has happened?: Washington, DC: Institute for International Economics, 1990 április.
- [48] WILLIAMSON, JOHN (1998): Learning from East Asia's woes, Institute For International Economics, www.iie.com/publications/papers/williamson0398.htm
- [49] World Bank (1993): The making of the East Asia miracle, *World Bank Policy Research Bulletin*, Vol.4, No.4.
- [50] BENSaid, BERNARD - JEANNE, OLIVIER (1997): The instability of fixed exchange rate systems when raising the nominal interest rate is costly, *European Economic Review* 41, 1461-1478. o.
- [51] WESSEL, DAVID – MCDERMOTT, DARREN (1997): Financial-sector weaknesses are rolling asian currencies, *The Wall Street Journal*, 1997. október 6.