

Pénzügyi globalizáció új szemszögből

A tanulmány négy szerzője a pénzügyi globalizációt vizsgálja egy új megközelítésben: a hagyományos tényezők mellett a sikeres pénzügyi globalizációnak közvetett (járulékos) előnyei is vannak a belföldi pénzügyi szektorra, a makrogazdasági fegyelemre, valamint az állami és vállalati kormányzásra nézve. A szerzők szerint a pénzügyi globalizáció sem nem pörgeti fel a gazdasági növekedést, sem nem kezelhetetlen - válságokhoz vezető - kockázat, azonban a pontosabb kép érdekében erősen indokolt az előnyök és a kockázat empirikus vizsgálata.

A pénzügyi globalizációt (a határokon átívelő pénzáramlások növekedését) gyakran hibáztatják számos gazdasági válságért, amely az 1980-as években Latin-Amerikában, az 1990-es években pedig Mexikóban és Ázsiában következett be. Egyesek szerint az érintett országok elhamarkodottan adták fel tőkeszabályozó eszközeiket, és ezzel kiszolgáltatottá váltak a gyors tőkemozgásokkal és a piaci szereplők csordaszellemével szemben. Ennek elkerülése érdekében a tőkemozgások liberalizációjának együtt kell járnia egy erős intézményrendszer kiépítésével.

Miközben a kereskedelem liberalizációjának kölcsönös előnyeiről már egyetértés született az elméleti közgazdászok körében, addig a pénzügyi globalizáció hasznairól és költségeiről továbbra is heves vita folyik. Egyes közgazdászok (például *Dani Rodrik, Jagdish Bhagwati és Joseph Stiglitz*) szerint a korlátok nélküli tőkeáramlások károsak a globális pénzügyi stabilitás szempontjából, míg mások (például *Stanley Fischer és Lawrence*

Summers) úgy látják, hogy a megnövekedett nyitottság alapvetőnek bizonyult abban a folyamatban, amelynek során az alacsony jövedelmű országok közepes jövedelműekké váltak, valamint a stabilitást is növelte az ipari országok körében. Ennek a vitának komoly gazdaságpolitikai jelentősége van, annál is inkább, mert olyan nagy gazdaságok, mint Kína és India az utóbbi időben lépéseket tettek a tőkemozgások szabaddá tétele érdekében.

A szerzők egyik alapvető megállapítása, hogy a pénzügyi globalizáció nem pusztán megkönnyíti a belföldi beruházások tőkéhez jutását, hanem egyben közvetett hasznai is vannak. A közvetlen növekedési hatásnál sokkal fontosabb az, hogy hogyan hozzák létre a tőkeáramlások ezeket az úgynevezett *járulékos hasznokat (collateral benefits)*. Ezek a potenciális hasznok – többek között a belföldi pénzügyi szektor fejlődése, a külföldi verseny miatt hatékonyabbá váló vállalatok, a jobb állami és vállalati kormányzás – a hatékonyság és a teljes tényezőtermelékenység növekedéséhez vezethetnek.

Ezek a folyamatok – a pénzügyi mélyülés, az intézmények kiépülése – azonban időbe telnek, ezért relatíve rövid időtávon könnyebb a pénzügyi globalizáció költségeit megfigyelni, mint a hasznait. Empirikusan még hosszú távon is nehéz kimutatni a termelékenység-növelő hatást. Másrésztől nem szabad a járulékos hasznok jelentőségét eltúlozni sem. A hagyományos csatornákat is meg kell említeni: a pénzügyi integráció növelheti a beruházásokat, mert elhárítja a belföldi megtakarítások alacsony szintje miatti korlátokat; valamint csökkenti a tőke költségét. Ezeket a csatornákat azonban

a szerzők véleménye szerint túlhangsúlyozták a korábbi kutatások során.

A közvetett hasznok három területen lehetnek a legjelentősebbek: a pénzügyi szektor fejlődése, az intézményrendszer minősége és a makrogazdasági politikák területén. A kutatások szerint a nemzetközi pénzáramlások fontos katalizátor szerepet töltenek be a belföldi pénzpiac fejlődésében, mind a bank- és részvénytőzsdák méretét, mind pedig a szabályozást és a felügyeletet tekintve. A számtalan módszert felölelő kutatások – amelyek magukba foglalnak ország-esettanulmányokat is – szerint minél nagyobb a külföldi bankok jelenléte egy országban, annál magasabb színvonalú a pénzügyi szolgáltatásaik minősége és jobb a pénzügyi közvetítés hatékonysága. A gyakorlat tehát megerősíteni látszik azt a fő elméleti feltevést, miszerint a külföldi szereplők belépése növeli a hatékonyságot. A részvénytőzsdák a liberalizáció után nagyobbak és likvidebbek lesznek.

Az empirikus vizsgálatok azt is mutatják, hogy a pénzügyi globalizáció miatt egyes országokban a vállalati kormányzási struktúrák is módosultak a külföldi verseny és a nemzetközi befektetők igényei miatt. Sőt, a jól szabályozott és ellenőrzött pénzügyi szektorral rendelkező országokból érkező FDI elősegíti az intézményi fejlődést is a feltörekvő gazdaságokban.

A tőkeáramlások liberalizációja javíthatja a makrogazdasági politikák fegyelmét is, mert megnöveli a gyenge politikákkal összefüggő potenciális költségeket és a jó politikákkal kapcsolatos hasznokat. A liberalizáció sebezhetőbbé teszi az országot a globális befektetői vélekedések gyors változásaival szemben, viszont egyben jelezheti az ország elkötelezettségét is a jobb makrogazdasági politikák iránt. Habár a pénzügyileg nyitottabb országoknak jellemzően jobb a mo-

netáris politikája (amit az alacsony infláció mutat), a pénzügyi nyitottság és a jobb fiskális politika között nincs szisztematikus kapcsolatra utaló bizonyíték.

A pénzügyi integráció tehát katalizátor szerepet tölt be számos termelékenységnövelő csatornánál. Egyes tanulmányok ugyanakkor felvetették, bizonyos kezdeti feltételek szükségesek ahhoz, hogy a pénzügyi nyitottság növekedési hasznot hozzon és csökkenjen a válságok kockázata. Az empirikus tanulmányok szerint ilyen alapvető (küszöb)feltétel a pénzügyi szektor fejlettsége, az intézmények és a belföldi makrogazdasági politikák minősége, valamint a kereskedelem integráltsága. Ezen feltételek és a pénzügyi globalizáció közötti interakció határozza meg a növekedést és a volatilitást.

Megfigyelhető, hogy a küszöbfeltételek többsége hasonlít a járulékos hasznokhoz. A pénzügyi globalizáció katalizátor szerepet játszik bizonyos szintű járulékos haszon eléréséhez, azonban ha ezen dimenziók valamelyike nem megfelelő, az kockázatosabbá teszi a folyamatot.

A szerzők összképe pozitív a pénzügyi globalizáció hasznairól, azonban ahogy az országok lépéseket tesznek a nagyobb integráltság felé, jelentős problémákba ütközhetnek. A fejlődő országok számára a pénzügyi globalizáció egy sor olyan járulékos hasznot generál, ami elősegítheti a hosszú távú növekedést és a jólétet. Ugyanakkor ha a nyitás anélkül történik, hogy meglennének bizonyos alapvető támogató feltételek, nem a hasznok jelentkeznek, hanem az országnak a tőkeáramlásokkal szembeni fokozott sebezhetősége kerül előtérbe. Ez a feszültség nehezen kerülhető el.

A szerzők szerint bár a kockázat nem küszöbölhető ki teljes mértékben, javítható a helyzet, még akkor is, ha nincs minden országra alkalmazható általános

recept. Figyelembe kell venni az adott országra jellemző kezdeti feltételeket és a járulékos hasznok relatív fontosságát is. Ilyen módon úgy érhetőek el a pénzügyi globalizáció hasznai, hogy a kockázatot a minimálisra lehet csökkenteni. További kutatások szükségesek, mielőtt egy ilyen megközelítést a gyakorlatban ki lehet építeni, az azonban így is látszik, hogy

sokkal nehezebb a pénzügyi globalizáció hatásait értékelni, mint azt korábban gondolták.

(Ayhan Kose–Eswar Prasad–Kenneth Rogoff–Shang-Jin Wei: A new look at financial globalisation. VoxEU.org, 2007. június 19.)

FELCSER DÁNIEL