

# Nézetek a globális egyensúlytalanságról: fenntartható vagy fenntarthatatlan pályán van-e a világgazdaság?

Gábor Tamás<sup>1</sup>

## Előszó

*A cikkem alapvető célja, hogy betekintést adjak a 21. század kezdetére kialakult globális pénzügyi helyzetről és annak egyensúlytalanságairól. Munkámat a globális egyensúlytalanság történelmi hátterének bemutatásával kezdem, majd azt követően megpróbálom a globális egyensúlytalanság definícióját alaposan körbejárni. Két ellentétes nézet alakult ki a globális egyensúlytalanságok témakörében. Az egyik oldalon a „tradicionális” szemléletmód áll, amely szerint az egyensúlytalanság veszélyt jelent a globális gazdaságra és a pénzügyi stabilitásra, míg a másik oldalt az „új paradigma” nézet képviseli, amely a napjainkra kialakult pénzügyi egyensúlytalanságot a gazdasági és pénzügyi globalizáció természetes következményének veszi. A cikk során igyekszem mindkét nézetet alaposan bemutatni. Mindeközben különböző modellek szemléltetésén keresztül próbálok lehetséges megoldásokat adni a globális egyensúlytalanság felszámolására. Ezt követően bemutatom korunk nemzetközi pénzügyi helyzetének alakulását napjaink pénzügyi válságának szemszögéből. A globális recessziós félelmek és a nagymértékű keresletcsökkenés következtében véleményem szerint egy kiigazítási folyamat vette a kezdetét. E fejezetben az egyensúlytalanság kialakulásáért felelős ciklikus tényezőkben bekövetkezett változásokat veszem számba.*

*Végezetül pedig állást foglalom a globális egyensúlytalanság fenntarthatóságával kapcsolatban.\**

*Journal of Economic Literature (JEL) kód: F32, F13, H62*

*\*A szerző köszöni Dr. Botos Katalinnak, az SZTE Közgazdaságtani Doktori Iskola vezetőjének a cikk megírásához nyújtott segítséget.*

---

<sup>1</sup> Gábor Tamás a Szegedi Tudományegyetem Közgazdaságtani Doktori Iskola PhD hallgatója, e-mail: gtnet@eco.u-szeged.hu

## Az egyensúlytalanságok történelmi háttere

Az egyes országok folyó fizetési mérlegében tapasztalható egyensúlytalanságok és ezeknek a világgazdaságra gyakorolt hatása nem új jelenség, hiszen az elmúlt évszázad során már számtalanszor lehettünk szemtanúi. A globális egyensúlytalansággal kapcsolatos aggodalmak azonban az utóbbi években ismét felerősödtek, ugyanis már nem csak a világ folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságának növekedése, hanem annak koncentrációja is egyre inkább jellemzővé válik. Az USA folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozása 2006-ra felszívta a fizetési mérleg aktívummal rendelkező hatvanhét ország nemzetközi fizetési mérlegének teljes aktívumának több mint a háromötödét. (Greenspan, 2008). Jelenleg Bracke, Bussiére, Fidora, Straub (2007) elemzése szerint ez az érték elérte a 75%-ot.

Nézzük meg a következőkben, hogy az elmúlt száz év során hogyan is alakult a világ pénzügyi egyensúlya.

Bár az aranystandard<sup>2</sup> rendszer idején az általános felfogás szerint nem alakulhatott ki különösebb egyensúlytalanság a világ pénzügyi rendszerében, azonban a tőkeáramlási folyamat miatt semmiképp nem hagynám ki a felsorolásból e korszakot. Ebben az időben a fejlett országokból (Nagy-Britannia, Franciaország) áramlott a tőke beruházás céljából a fejlődő „új világ” (USA, Kanada, Ausztrália, India) irányába. Mint említettem fizetési mérleg hiány vagy többlet hosszú távon nem alakulhatott ki, azonban maga a kereskedelmi mérleg kiigazítása egy nagyon lassú, másrészt pedig egy igen költséges folyamat volt.

A két világháború közötti időszakban a kezdeti növekvő egyensúlytalanságokat a szabadkereskedelem korlátozása és részleges megszűnése akadályozta, mely a második világháborút követő periódust továbbra is jellemezte. Az aranyparitás rendszere a 20. század elejére egyre kevésbé volt fenntartható, hisz a bank és hitelrendszer fejlődésével minden addiginál több papíralapú pénz került a forgalomba, amelynek egy idő után már nem volt elegendő aranyfedezete. Ez a felismerés indukálta az akkori gazdasági szakembereket arra, hogy egy új, jobb fajta monetáris rendszert alakítsanak ki.

A Bretton Woods-i korszak rögzített, bár kiigazítható árfolyamrendszere abban különbözött az aranystandard érától, hogy a határokat átlépő tőkemozgásokat nagyon szigorúan ellenőrizték és korlátozták. Valójában ez a rendszer nem tette teljes egészében lehetővé a

---

<sup>2</sup> Az aranystandard rendszere egy olyan monetáris rendszer volt, amelyben egy ország pénzének az értéke a törvény által megszabott módon az arany egy rögzített mennyiségével volt egyenlő. A bankjegyek a valuta meghatározott mértékében aranyra válthatóak voltak. Az aranypénzrendszer hatásaként az országok valutaárfolyamai a többi aranypénzhez képest szűk határok között állandósultak.

nettó megtakarítások országok közötti áramlását. Felhalmozódó külső hiányok esetén – az IMF hozzájárulása mellett – a nemzeti valuták leértékelésével igyekeztek a hiányokat felszámolni.

A 70-es évek elejére a külső fizetési pozíciókban kialakult globális feszültségek, illetőleg a devizastandard rendszer hibáinak következtében felszámolták a Bretton Woods-i rendszert. Az olajkereskedelem által indukált egyoldalú tőkeáramok és a fejlődő országok között kialakult nettó transzferek jellemezték e korszakot.

A 80-as években tovább növekedett az aggregált folyó fizetési pozíció mértéke, hiszen ekkoriban kezdett az amerikai folyó fizetési mérleg hiány szignifikánsan emelkedni a nagy többleteket felhalmozó országokkal – Japán, Németország, Hollandia – szemben. A nemzetközi feszültségeket az 1985-ös Plaza és az 1987-es Louvre Egyezmény segítségével oldották fel.<sup>3</sup>

A 90-es években a fejlett nyugati világ figyelme újra a fejlődő országok felé fordult. Egyrészt egy pénzügyi krízissorozat zajlott le, szinte kivétel nélkül minden fejlődő, újonnan iparosodott országban a túl laza monetáris és fiskális politika, továbbá a nem prudens pénzügyi szabályozások következtében, másrészt ezen nemzetek hatalmas fizetési mérleg hiányokat halmoztak fel – az előbb említett okok és az expanzív hitelfelvételek következtében. Az aranystandard rendszer óta először volt megfigyelhető az a klasszikus eset, mikor a gazdag, fejlett országok finanszírozták a szegényeket.<sup>4</sup>

Napjaink világgazdaságában újra a nagy fizetési hiányokra irányul a figyelem. A mostani helyzet sajátossága, hogy az USA deficitjének ellenpárját elsősorban kelet-ázsiai, valamint az olajexportáló országok többlete képezi. A makrogazdasági szempontból ellentmondásosnak tűnő helyzet egyben azt is jelenti, hogy a fejlődő piacok egyre inkább nettó hitelezővé, míg a fejlett országok (kivéve Japán és Németország) nettó hitelfelvevővé válnak. Mára az aggregált folyó fizetési pozíció mértéke – a globális output arányában – 80-as évek értékének kétszerese lett. A bruttó külföldi vagyoni pozíciója ez idő alatt négyszeresére,

---

<sup>3</sup> A Plaza és a Louvre egyezmény értelmében az öt gazdasági nagyhatalom (Franciaország, Nyugat-Németország, Japán, USA, Nagy-Britannia) megállapodott abban, hogy leértékelik az U.S dollárt a japán yennel és a német márkával szemben. A leértékelődött yen, pedig majd egy évtizedes deflációs hatást és pénzügyi buborékokat eredményezett Japánban.

<sup>4</sup> A klasszikus eset alatt azt a tőkeáramlási folyamatot értem, amit Raguram Rajannak, az IMF Kutatási Igazgatója elfogadhatónak és konvencionálisnak tart. „Adrian és Becky, egy képzeletbeli középkori házaspár valamelyik fejlett országban, bölcsen teszi, ha most minél több pénzt takarít meg és azt egy fejlődő országban fekteti be. Ott ezzel álláshoz juttatja Abébét és Nafisát, hogy aztán a beruházás hasznából Adrianék majd nyugodtan élhessenek öreg napjaikban. *Így kellene ma működnie a világgazdaságnak?*” – fogalmazott Rajan 2006-ban egy IMF-es konferencián.

míg a nettó külföldi vagyone háromszorosára növekedett (Bracke, Bussiére, Fidora, Straub, 2007). Mindemellett a jegybankokban felhalmozódott tartalékok is soha nem látott magasságokba emelkedtek, ami egy paradox jelenség a szabadon lebegtetett árfolyamok világában

A következő táblázat az előző történelmi áttekintés során bemutatott tőkeáramlások rövid, tömör összefoglalója.

**1. táblázat. A tőkeáramlás iránya az elmúlt száz évben.**

Korszak	Régió	
	Hitelező	Adós
Aranystandard (<1914)	Fejlett	Fejlődő
Bretton Woods	nincs	nincs
1970s	Fejlődő	Fejlődő
1980s	Fejlett	Fejlett
1990s	Fejlett	Fejlődő
2000s	Fejlődő	Fejlett

Forrás: Bracke, Bussiére, Fidora, Straub, 2007

### **Az globális egyensúlytalanság definíciója**

Mielőtt megadnám a globális egyensúlytalanság pontos definícióját, röviden kitérnék arra, hogy az ezredforduló óta kialakult helyzet miért is olyan „különleges”, ami miatt az utóbbi közel egy évtizedben olyannyira a figyelem középpontjába került.

Az előző fejezet során áttekintett egyensúlytalansági korszakoktól véleményem szerint három kritikus pontban tér el a mai helyzet.

Első, és talán legfontosabb különbség a világgazdasági szereplők számának bővülése. Míg egy évtizeddel ezelőtt, csupán tri-poláris rendszerről beszéltünk – USA, Európa és Japán –, addig jelen korunkra az akkor még perifériának számító országok gazdasági hatalommá váltak. Ezen „új” gazdaságok csoportjába a fejlődő ázsiai országok – Kína, India – a Latin-Amerikai országok, az olajárcsúcsok által megerősödött közel-keleti olajexportőr országok, és a szovjet blokk felbomlása után gazdasági hatalomra törő Oroszország tartozik. A világgazdaság geopolitikai térképének átrendeződését a 90-es években világszerte meginduló gazdasági liberalizáció és a szocialista blokk országainak a felbomlása indukálta. Mindehhez hozzájárultak a csökkenő szállítási költségek, az információs technológiák elterjedése, a pénzügyi közvetítőrendszer elmélyülése, melyek az országok között fennálló térbeli és időbeli

akadályok további leküzdését segítették elő.

Másodszor, a pénzügyi kapcsolatok nemzetközi összefonódása a globalizáció következtében soha nem látott szintre erősödött. Tíz évvel ezelőtt – a 90-es években – mind a kereskedelem, mind pedig a tőkeáramlás a klasszikus séma szerint zajlott, azaz a tőkeáramlás – mely során a fejlett országokból a fejletlenek felé áramlott a tőke – a kereskedelmi áramlás ellentételezése volt. Manapság azonban ez a folyamat megfordult és a bruttó pénzügyi tőkeáramlás megnégyszereződött.

Harmadszor, az ezredfordulót követő, 2008-ig tartó időszak új tényezője a töretlen gazdasági növekedés és a rendkívül alacsony volatilitás<sup>5</sup> volt. Ezzel szemben a 90-es években az egész globális piacra kihatással voltak a fejlődő országok válságai, melyek lerontották az akkori növekedési kilátásokat. Ezzel ellentétben 2002 és 2007 között a globális makrokörnyezet nagyon stabilnak tűnt, amely kb. 5 %-os világgazdasági növekedéssel párosult.

Összefoglalva tehát, a világgazdaságban megjelenő új szereplők, a folyamatosan mélyülő pénzügyi közvetítők rendszere és az évtized bő első felében tapasztalt stabil makroökonómiai feltételek járultak hozzá ahhoz, hogy korunk globális egyensúlytalansága más jellemzőkkel bírjon, mint a múltban.

Egy ország külső egyensúlyára, vagy egyensúlytalanságára két „véglet” felfogás létezik. Az egyik szerint, ha egy ország külső pozíciója a nullától különböző, akkor már egyensúlytalanságról beszélünk. A másik véglet értelmében, egy ország külső pozíciója, függetlenül annak nagyságától, egyensúlyt jelent, mindaddig, amíg ezt a helyzetet a magánszektor indukálja. Ez utóbbit hívja a szakirodalom Lawson doktrínának.

Bracke, Bussiére, Fidora, Straub (2007) tanulmánya az alábbi definíciót adja meg, mely véleményem szerint a legjobban foglalja össze a globális egyensúlytalanság lényegét. A definíció a következő: *„A globális egyensúlytalanság a rendszer szempontjából fontos országok olyan külső pozíciója, melyek működési zavarokat okozhatnak, és melyek kockázatot jelenthetnek a világgazdaság egésze szempontjából.”*

A meghatározás azonban némi magyarázatra szorul. A „külső pozíció” esetén hangsúlyozni kell, hogy az egyensúlyi problémák nem csak flow-szemléletben (azaz a fizetésimérleg folyó és pénzügyi egyenlegére vonatkozóan) vannak jelen, hanem az ún. stock-szemléletben is, azaz fontos a pénzügyi eszközállomány összetételének vizsgálata is. Azért lényeges ezt aláhúznunk, mert a pénzügyi globalizáció korában a pénzügyi dimenzió több mint csupán a folyó fizetési egyenlegek számbavétele.

---

<sup>5</sup> Az alacsony volatilitás alatt a minimális szintekre csökkenő növekedésbeli kilengéseket értek.

A „rendszer szempontjából fontos gazdaságok” alatt azon gazdaságokat értik, amelyek makroökonómiai és pénzügyi fejlődése lényeges hatással lehet a világgazdaságra. Ezen gazdaságok figyelemmel kísérése jelzi azt, hogy globális problémáról van szó. A „működési zavarokat okozhatnak” alatt a külső pozíciók felépülése során az adott országban bevezetésre kerülő intézkedéseket értnek, melyeknek kihatása lehet a globális gazdaságra (pl.: fix árfolyamrendszer bevezetése, strukturális és makroökonómiai intézkedések)..

Végül a „kockázatot jelenthet” alatt a megnövekvő külső pozíciók által a világgazdaságra ható rizikófaktort értik, mely hiányoknak mind a hirtelen csökkentése, mind pedig a növekedése további veszélyt jelenthet. A globális egyensúlytalanságok alakulása egy váratlan sokk bekövetkezése esetén egyértelműen kedvezőtlen következményekkel járhat a pénzügyi piacok számára.

Mint már említettem, az egyensúlytalanságot vizsgáló szakirodalomnak az utóbbi néhány évben két tábora alakult ki. Az első, és a régebbi szerint, az egyensúlytalanság tartós megléte monetáris kockázatot és pénzügyi feszültséget generál. A másik nézet szerint, az egyensúlytalanság egy „stabil” állapot, melyet a piac láthatatlan mozgatórugói alakítanak ki és szüntetnek meg. A következőekben az egyensúlytalanság tradicionális modelljét kívánom bemutatni.

### **Az egyensúlytalanság tradicionális modellje**

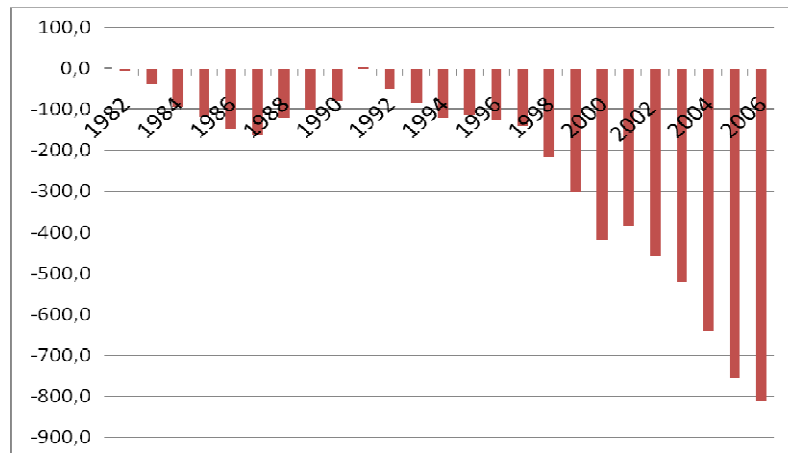
Az USA folyó fizetési mérlege az 1990-es évek eleje óta folyamatos, növekvő hiányt produkál, melynek mértéke soha nem látott magasságokba emelkedett 2006-ra. Elérte a 857 milliárd dollárt<sup>6</sup>, mely a GDP 6,5 %-ának (1. ábra) felelt meg (Bergsten, 2007). Mindezek következtében az ezredfordulót követően, de különösen 2003 után, egyre nagyobb figyelmet szenteltek az egyensúlytalanság okaira, a „fenntarthatóság” kérdésére, és a lehetséges gazdaságpolitikai lépésekre. A témát kutatók köre két csoportra osztható: azokra, akik szerint a jelenlegi helyzet nagy veszélyt jelent a globális gazdaságra és a pénzügyi stabilitásra – Bergsten (2008), Cline (2007), Obstfeld, M., & Rogoff, K. (2004). Aherane & Cline és társai (2007), Botos (2007), stb.–, és azokra, akik szerint a kialakult helyzet a reál- és pénzügyi

---

<sup>6</sup> Ilyen hatalmas összeg esetén a mérési technikák közti különbségek miatt nincs egy általánosan elfogadott adat. Bergsten 857 milliárd dolláros deficitjétől eltér például az U.S. Bureau of Economic Analysis intézet számítása, mely szerint a hiány mértéke 811 milliárd dollár volt 2006-ban.

szféra globalizációjának természetes terméke – pl.: Caballero, R., Farhi, E., & Gourinchas, P.-O. (2006), Xafa (2007,2007b), Cooper (2005), Gave C., Kaletsky, Gave L. (2005). Az egyszerűség kedvéért az első csoportot „tradicionális nézet”, a másodikat pedig az „új paradigma” nézet pártolónak nevezzük (Xafa,2007).

**1. ábra. Az USA folyó fizetési mérlege (milliárd \$).**



Forrás: U.S Bureau of Economic Analysis.

Mivel a tradicionális nézet nagyobb szakirodalommal rendelkezik, és jóval régebbi időre nyúl vissza, ezzel folytatom gondolatmenetemet.

A fenntarthatatlanság mellett állást foglalo közgazdászok már az évtized eleje óta egyre nagyobb figyelemmel kísérik az USA költségvetési mérlegének alakulását. A clintoni adminisztráció fiskális többletéből ugyanis a bush-i vezetés expanzív túlköltekező szövetségi politikája a beiktatást követő évben már lényeges hiányt generált szövetségi szinten. Mindemellert a magánszférában – mind a háztartási, mind pedig a vállalati szektorban – jelentkező megtakarítási kedv rohamos csökkenése további fejfájást okoz az egyensúlytalanságot kutató közgazdászoknak. Az évtized első felében tapasztalható megdöbbenően alacsony dollárkamatlábak<sup>7</sup> ugyanis érthetően nem megtakarításra, hanem további beruházásra és vásárlásra ösztönözte az amúgy is nagy fogyasztói keresletet támaztó amerikai lakosságot. E vélemény szerint az egyre szélesedő amerikai folyó fizetési hiány részben a felelőtlen fiskális és monetáris politikák következményei, melynek korrekciójára minél hamarabb szükség van a rendszer bizalmának a helyreállítása érdekében. Az USA-t finanszírozó fejlődő gazdaságokból áramló tőke „hirtelen” lecsökkenése, vagy esetleges megszűnése tragikus következményekkel járna, mind az amerikai, mind a világgazdaság

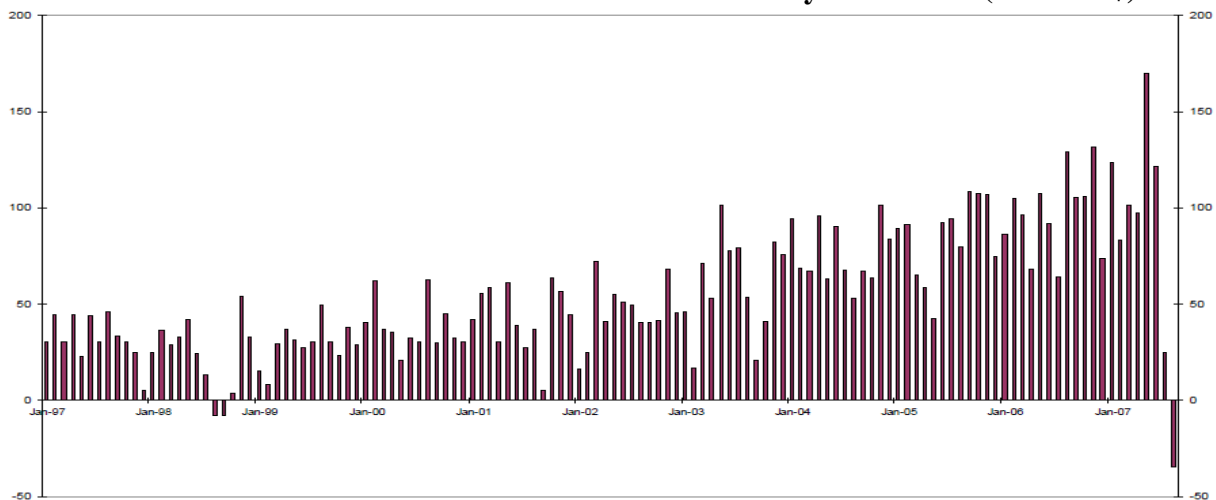
<sup>7</sup> A FED Szövetségi Nyíltpiaci Bizottsága (FOMC) 2003 és 2004 júniusa között 1%-ra csökkentette a FED irányadó kamatrátáját a gazdaság élénkítése céljából.

számára. C. Fred Bergsten<sup>8</sup> számítása szerint az USA hiányának pótlására és a gazdaság „működésére” az országnak így is naponta 8 milliárd dollárra van szükség, melyet külföld finanszíroz. Ha az előbb említett finanszírozási hajlandóság megcsappanna és ennek következtében a források elapadnának, akkor az, egy olyan kényszerű kiigazítási folyamatot vonna maga után, mely masszív dolláreszközök eladásához, az USA kamatlábának szárnyalásához és végül az amerikai gazdaság „mélyrepüléséhez” vezetne – ami maga után vonná a világgazdaság recesszióját.

Ahhoz, hogy ez a folyamat elkerülhető legyen, a szabályozó hatóságoknak szerte a világon ki kell egyensúlyozni a világgazdasági régiók közötti keresletet-különbségeket, az USA-ban csökkenteni kell a fiskális deficitet, az Európai Unióban és Japánban növekedést és versenyképességet elősegítő strukturális reformokat kell végrehajtani, végül pedig az ázsiai országok belföldi kereslet-élénkítésére és valutáik felértékelésére van szükség (Xafa, 2007). Lényegében egy hasonló indíttatású folyamat kezdetéről tárgyaltak az érintett felek – USA, EU, Japán, Kína, Saudi Arábia – 2006 tavaszán az IMF ülésén<sup>9</sup>, melynek eredményeit a rákövetkező évben hozták nyilvánosságra. Tényleges előrelépés azonban mind a mai napig nem történt (IMF, 2007).

Mindeközben 2000 és 2007 között a külföldi befektetők étvágya az amerikai államkötvények iránt tovább növekedett (2. ábra).

**2. ábra. A nettó külföldi amerikai államkötvény vásárlások (milliárd \$).**



Forrás: US Treasury, Office of Debt Management.

<sup>8</sup> C. Fred Bergsten a Peterson Institute for International Economics igazgatója.

<sup>9</sup> IMF Press Release No. 06/118, 2006. június 5.



2006-ra az amerikai értékpapír vásárlások értéke elérte az 1.142 milliárd dollárt, melyből, ha levonjuk az amerikaiak által külföldön vásárolt papírok értékét – 249 milliárd dollár –, akkor a nettó tőkebeáramlás mértéke így is nagyobb lesz – 893 milliárd dollár –, mint a rekord magas 857 milliárd dolláros folyó fizetési deficit (Xafa, 2007)! A hatalmas mértékű államkötvény vásárlások legfőképpen az USA gazdasági szerepére vezethető vissza, arra, hogy az ország az elmúlt évtizedek legprosperálóbb, és a legstabilabb hozamokat ígérő gazdaság volt. A szakirodalomban ezért is emlegetik sokszor Amerikát, mint „*safe heaven*”, azaz a „biztonság mennyországának”. Ez a tendencia főként az ezredforduló óta figyelhető meg ilyen szignifikáns mértékben, ugyanis az USA-ba irányuló tőke a 90-es években főként külföldi működőtőke (FDI) formájában érkezett (Salvatore, 2007).

A globális egyensúlytalanság kialakulásáért felelős másik domináns szereplő Kína. Az ország 2006-os folyó fizetési mérleg többlete elérte a 250 milliárd dollárt, mely az ország GDP-jének a 9%-át tette ki (Goldstein, 2007). Ennek a mértéke 2007-ben 371 milliárd dollárra gyarapodott, mely meghaladta a GDP 11,4%-át.<sup>10</sup> Kína ezzel – Japánt és a többi ázsiai országot nemrégiben lekörözve – messze a világ legnagyobb fizetési többletével rendelkező országává vált. A jegybanki tartalékok tekintetében is megelőzte Japánt az 1 billió<sup>11</sup> dolláros deviza tartalékával. A globális kiigazításhoz Kína a tradicionális nézet szerint elsődlegesen azzal tudna hozzájárulni, ha engedné valutáját felértékelni. Egy tanulmány szerint a kínai renminbit<sup>12</sup> 35%-al kellene felárazni a dollárral szemben a szükséges kiigazítások érvényesüléséhez (Ahearne et al, 2007). Abban az esetben, ha Kína lebegtetné az árfolyamát, akkor a piac „rövid” idő alatt elvégezné helyette az árfolyam kiigazításokat. Mindezek ellenére Kína masszívan beavatkozik a hazai pénzpiacon dollár felvásárolásokkal, mellyel alacsonyan tartja a renminbi árfolyamát. Az intervenció mértéke 2007-ben elérte a havi 40-45 milliárd dollárt, mely az így is rekord magas jegybanki tartalékok mértékét növeli tovább (Ahearne et al, 2007). Az elmúlt két évben Kína gazdasági növekedésének egynegyede a folyamatosan növekvő kereskedelmi többletéből származott, így nem meglepő, ha eddig nem kívánt változtatni a kereskedelmi és árfolyam politikáján. Az alulértékelt árfolyamra úgy tekintenek, mint az ország gazdasági növekedésének forrására, illetve „állásteremtő szubvencióra”. Ezzel azonban nyíltan és folyamatosan munkanélküliséget

---

<sup>10</sup> CIA The World Factbook

<sup>11</sup> A magyar billió angol megfelelője a „trillion”, melyet nem szabad összekeverni az angol „billion”-al, az ugyanis a magyar nyelvben milliárd. Jelen esetben Kína jegybanki dollártartaléka 1 billió, azaz 1000 milliárd dollár.

<sup>12</sup> Az amerikai szakirodalomban a renminbi szót használják a kínai yuan (magyarul: yüan) megnevezésére.

exportálnak a világra. Abban az esetben, ha csak Kína tartaná a valutáját a dollárral szemben alulértékelt, az nem jelentene az amerikai gazdaságnak leküzdhetetlen problémát. Mivel azonban Kína az ázsiai gazdasági régió zászlóshajója, ezért a többi ország nem engedheti meg a valutafelértékelés lehetőségét, ez ugyanis Kínával szemben súlyos versenyképesség veszteséget okozna. Ez az oka tehát annak, hogy Kína árfolyam politikája nagyban befolyásolja a nemzetközi kiigazítási folyamatokat. Ázsia rendelkezik ugyanis a többletek több mint 50%-val, amely az USA gazdaságával áll szemben (Bergsten, 2007). Az e fajta árfolyam politika azonban nem más, mint egy „burkolt, költségvetésen kívüli eszközökkel megvalósított exporttámogatás és importkorlátozás, ami ellentétes azokkal a szabad kereskedelmi eszmékkel, amelyen az elmúlt fél évszázad fejlődése alapult” (Botos, 2007, 79.o.).

Az 1990-es évek vége óta a deficitesebb folyó fizetési mérleggel rendelkező országokban az átlagos egy főre jutó jövedelem magasabb, mint a folyó fizetési többlettel rendelkező országokban, azaz a tőke a szegényebb országokból a gazdagabb országok felé áramlik. Lucas (1990) már az 90-es évek elején felhívta erre a különös jelenségre – mely később „Lucas paradoxonként” vonult be a szakirodalomba – a figyelmet, hogy a kialakuló tőkeáramlási folyamat ellentmond a hagyományos neoklasszikus modellnek, mely szerint a tőkének épp a gazdag országokból kellene a szegényebb országokba áramlania. E folyamat, melyet sokszor „perverz tőkeáramlásnak” is neveznek, a társadalmak és gazdaságok különböző fejlettségi szintjeivel magyarázható. Míg az iparosodott, innováció-orientált fejlett országok (USA, EU, Japán) fogyasztói társadalmakká váltak az elmúlt évtizedek során, addig az újonnan iparosodott, feltörekvő országok – kiemelten a kelet-ázsiai régió – a fogyasztási szokásaikban messze lemaradtak a „nyugati” társaiktól. A legtöbb feltörekvő országot hatalmas megtakarítás hányad jellemzi a társadalom minden szintjén. Ahhoz, azonban, hogy ezt a nagymértékű felhalmozást pontosan megértsük, számos nem gazdasági okot kellene számításba venni, ami nem témája cikkemnek (a társadalom kora, a szociális háló hiánya, a munkaerő alulfejlettsége, ideológiai különbségek stb...). Az alulfejlett pénzpiacok és az elégtelen belföldi árupiaci kínálat mellett a lakosság számos ország esetében (pl.: Kína) korlátozva van abban, hogy külföldről elégítse ki a keresleti igényeket. Nem beszélve arról, hogy a nehéz körülmények között élő lakosság nem engedheti meg magának azt a luxust, hogy vagyontalanságát az igen volatilis fejletlen hazai pénzügyi piacokon fektessék be.

Végül pedig a bizonytalanságot, mint a fogyasztás bővülését korlátozó tényezőt említeném meg. A lakosság ugyanis bizonytalan az időskori anyagi helyzetet illetően. Ez nem is csoda, hisz a legtöbb fejlődő országban a szociális háló kérdésköre még mindig csak elméletben

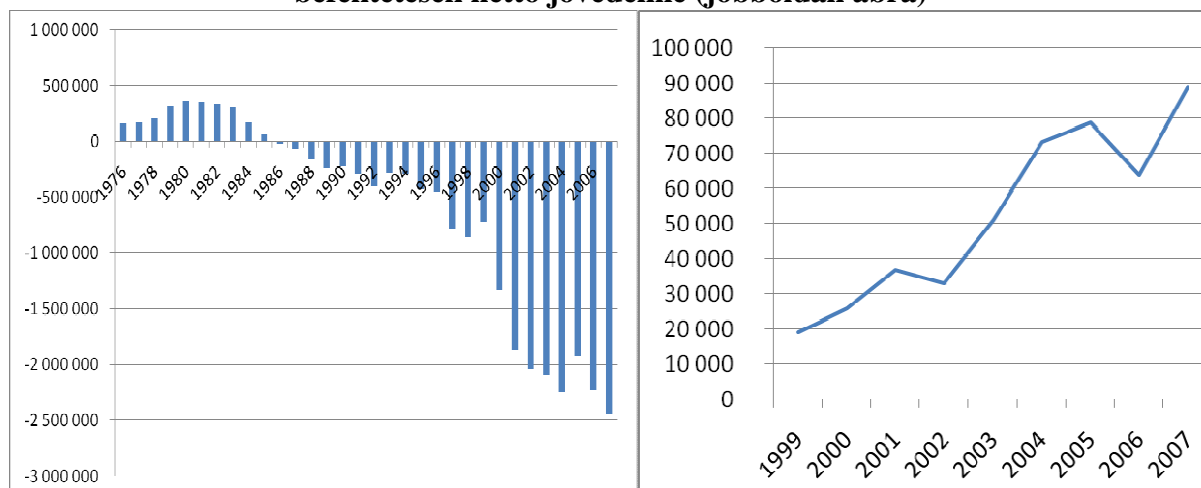
született meg, gyakorlatban alig. Így nem marad más, mint megtakarítani (Botos, 2007).

Bernanke (2005) ezt a folyamatot „a globális megtakarítás bősége”-ének ( „*Global Savings Glut*”) nevezte el. Arra kereste a választ, hogy mik azok a tényezők, amelyek az USA-n kívüli „világot” megtakarításra ösztönzik. Érvéle három részből áll. Az első szerint, az idősödő ázsiai lakosság előtakarékosági okokból való megtakarítása áll a háttérben. Másodszor a 97-98-as válságsorozatot követően felépült ázsiai gazdaságokban a befektetési lehetőségek hiánya okozta a nagy megtakarítási hányadot, és végül pedig az elmúlt években többszörös csúcspontot megdöntő növekedő olajár és ennek köszönhetően az olajexportőr országokban kialakult folyó fizetési többlet vezetett az amerikai dollárok felhalmozásához.

Dooley és társai (2003) ezt a paradox tőkeáramlási folyamatot a „Revived Bretton Woods” teóriával magyarázzák. Eszerint az ázsiai országok az árfolyamukat alulértékelt tartják a dollárral szemben, hogy ezzel a hazai és külföldi működőtőkét az exportorientált ágazatok felé csábítsák. Ennek eredményeképp tartós folyó fizetési többlet alakul ki és további dollár milliárdok halmozódnak fel az ázsiai központi bankok tartalékaiban – melyek magyarázzák Bernanke „megtakarítási bőség” elméletét. Ennek okán az ázsiai országoknak – és nem csupán a befektetőiknek – inkább megéri a felhalmozás nagy részét Amerikába „kivinni” és ott állampapírokat vásárolni rajta, mivel a hazai pénz és tőkepiac közel sem tud hasonló biztos és kiegyensúlyozott hozamokat biztosítani, mint az amerikai társuk. Az előbb említett tőkének egy részét azonban visszacsalogatják az országba FDI formájában.

Ez a tőkeáramlási folyamat az USA számára egy „túlzott privilégiumot” jelent („*Exorbitant Privilege*”), melyet Gourinchas és Rey(2006) fogalmazott meg először. Az USA tudniillik sokkal nagyobb hozamot keres a külföldi – főként ázsiai – befektetéseiben (FDI és részvénybefektetések), mint amiket fizet a külföldiek által vásárolt amerikai államkötvények hozama után. Az Egyesült Államok kormánya egy kvázi hatalmas befektetési alapként funkcionál. Ezt támasztja alá, hogy az amerikai nemzetközi befektetések nettó jövedelmi egyenlege folyamatos növekedést mutatott az utóbbi időszakban, annak ellenére, hogy nettó nemzetközi pozíciója a 90-es évek eleje óta egy fokozatos negatív trendet produkál (lásd 3. ábra). A „túlzott privilégium” az USA szerepét, mint a kulcsvaluta országát és a „világ bankárját” tükrözi, mely likvid, alacsony kockázatú, alacsony hozamú eszközöket kínál, míg másik oldalról, pedig magas hozamú eszközöket vásárol a világ fejlődő részéről.

**3. ábra. USA nettó nemzetközi befektetési pozíciója (baloldali ábra) és a nemzetközi befektetések nettó jövedelme (jobboldali ábra)**



(US \$ millióban).

Forrás: U.S. Bureau of Economic Analysis.

**Az egyensúlytalanság mögött álló tényezők és felszámolásának különböző modelljei**

A globális egyensúlytalanság kialakulásáért felelős tényezők hátterében strukturális és ciklikus faktorokat feltételezhetünk (ECB, 2007). Míg a hosszútávú folyamatokat a strukturális tényezők alakítják, addig rövidebb távon az egyensúlyi folyamatokért a ciklikus tényezők a felelősek. Az utóbbi alatt a globális kereslet alakulását rövidtávon befolyásoló hatások értendők. A ciklikus tényezők közül elsősorban az eszközárak és a gazdasági ciklusok alakulása, valamint a belföldi kereslet, az államháztartási megtakarítások és az olajárak változásai a legfontosabbak. Az eszközárak mozgása ugyanis a nettó megtakarításon és a háztartások fogyasztási szokásain keresztül befolyásolja egy ország folyó fizetési pozíciójának alakulását. Az Egyesült Államoknak a 90-es évek eleje óta tartó folyó fizetési deficitjének gyarapodása együtt jár a háztartások belföldi megtakarításainak egyre nagyobb visszaesésével, és a – hitelből való – fogyasztás felerősödésével. Az e fajta kapcsolat a háztartások nettó megtakarításai és a folyó fizetési mérleg egyenlege között nem csupán az USA-ra jellemző, hanem több OECD-országra is (ECB, 2007). A ciklikus tényezők között az ingatlanárak változása nagy hatással van a folyó fizetési mérleg pozíciójának alakulására. Az ECB (2007) tanulmánya szerint a kettő között negatív korreláció feltételezhető, azaz a lakásárak emelkedése növelheti a fogyasztást és csökkentheti a megtakarításokat, vagyis az eszközárak alakulása nagymértékben befolyásolja a folyó fizetési mérleg helyzetét. Kína kereskedelmi egyenlegének az évezredforduló óta megfigyelhető intenzív növekvő többlete nem csupán az export jelentős növekedésének köszönhető, hanem az import igen szignifikáns

lassulásának is, mely leginkább az importhelyettesítésből és a belföldi beruházások visszaeséséből adódik.

Egy elnyúló termelékenységi sokkot követően a folyó fizetési mérleg egyenlege nagy valószínűséggel a hiány irányába mozdul el a beruházások növekedésével párhuzamosan. Mindez azt feltételezi, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlege a gazdasági ciklussal ellentétesen alakul. Az előbb hivatkozott jelentés a ciklikus tényezők között említi még az államháztartási megtakarítások változását, illetve az olajárak alakulását.

Bár a strukturális tényezők fontosságából arra lehet következtetni, hogy az egyensúlyi zavarok feloldódása várhatóan fokozatos kiigazítás révén megy majd végbe, továbbra is az a kulcskérdés, hogy mindez a változás milyen hatást gyakorol a világ gazdaságra és a pénzügyi piacokra.

Egyes modellekben – pl.: real-side modell – ez a hatás az árfolyamok kiigazításában jelentkezik majd, más vélemények szerint azonban ennek nem lesz számottevő hatása, mivel az egyes országok belföldi keresletének átrendeződése, valamint az ezzel járó jelentős kínálatoldali kiigazítás biztosítja majd a folyó fizetési mérleggel kapcsolatos egyensúlyi zavarok csökkenését. Más kutatások arra mutatnak rá, hogy az elmúlt harminc évben az eszközárak alakulása sokkal nagyobb hatást gyakorolt az USA kereskedelmi mérlegére, mint az árfolyam. Azaz inkább a részvények és ingatlanok árainak változása lehet az egyensúlyi zavarok kiigazításának forrása.

Az ECB (2007) jelentésben beszámoltak arról is, hogy a folyó fizetési mérleg kiigazításának hatvan, korábban már előfordult esetét vizsgálva megállapították, hogy azok mintegy fele ún. „belső kiigazítás”-sal történt (árfolyam lényeges leértékelődése nélkül, a hazai kereslet csökkenésével és a gazdasági növekedés visszaesésével valósult meg). Az esetek másik fele szinte egyenlő arányban oszlik meg az ún. „külső kiigazítás” (amikor az alkalmazkodás elsősorban árfolyam-korrekció révén valósul meg) és az ún. „vegyes kiigazítás” esete között. A múltbeli példák alapján tehát az mondhatjuk, hogy a fejlett országok kiigazítási folyamata többnyire nem az árfolyamváltozásnak köszönhetően valósult meg. A következőekben bemutatok több konkrét modellt az egyensúlytalanság felszámolására.

### *Real-side modell*

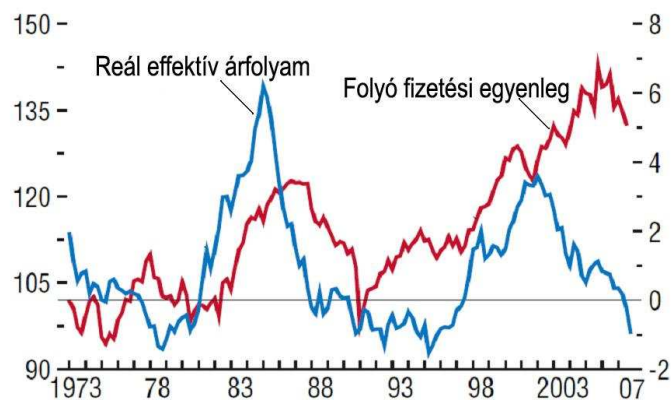
A modellek közül talán a legpeessimistább jövőképet a „*real-side modell*”, azaz a reál-oldali modell vázol fel, amely figyelmen kívül hagyja a tőkeáramlást és a portfólió optimalizálást. Ezen modellt alkalmazó szimulációk nagyarányú dollárleértékelésben látják a globális interdependenciák problémájának megoldódását. E nézet szerint az USA-nak szignifikánsan csökkenteni kellene a dollár reál effektív árfolyamát a világ többi valutájával szemben. Cline (2005), Ahearne és társai(2007) szerint ennek a csökkentésnek a mértéke minimum 8%-nak, maximum 28%-nak kell lennie ahhoz, hogy az USA által stabilnak tekinthető 3%-os szintre csökkenjen a folyó fizetési mérleg hiánya. Ezen kalkulációk természetesnek veszik, hogy a deficit mértékét csökkenteni kell, és ehhez az egyetlen kiegyensúlyozó tényező az árfolyam.

E megközelítés esetén, amely kizárólag a kereskedelmi áramlásokra fókuszál, a kiigazítási folyamat az export és a nem-export szektor ill. a belföldi és a külföldi javak iránti kereslet globális újraallokálásán keresztül valósul meg. Ezen elmélet mivel a kereskedelem alacsony rugalmasságával számol hatalmas folyó fizetési egyenlőtlenségeket generál (Xafa,2007).

De valójában tényleg ennyire felülértékelt a dollár?

A többség szerint a válasz nem. A 2002-es dollárcsúcs óta C. Fred Bergsten szerint az amerikai dollár reál effektív árfolyamon 20-25 %-al, Xafa szerint „csak” 16%-al értékelődött le. Jelenleg is a dollár árfolyama a hosszú távú átlagárfolyam szintje alá ereszkedett (4. ábra).

**4. ábra. A dollár reál effektív árfolyamának (bal oldal, 1973= 100%) és az amerikai folyó fizetési egyenlegének (jobb oldal, GDP%-ban) alakulása.**



Forrás: IMF.

McKinnon és Schnabl(2006) kritizálta a real-side modellt, mert szerintük a rugalmasságon alapuló számítások nagyban félrevezetőek. Először is, a modell nem veszi figyelembe az USA kereskedelmi partnereinek az árfolyam felértékelődéséből származó deflációs hatását. Példának okáért, amikor Japán az 1985-ös Plaza Egyezményt követően

felértékelni hagyta a yen árfolyamát a dollárral szemben, akkor egy évtizeden át tartó deflációval sújtott gazdasági pangás periódusa következett, anélkül, hogy a folyó fizetési többlete szignifikánsan csökkent volna. Másodszor az sem tiszta, hogy a másik oldalon ez a hatalmas árfolyam felértékelődés hogyan zajlik le. A reál effektív árfolyamra gyakorolt nominális felértékelődési hatása ugyanis megszűnik, amint a deflációs hatás felerősödik – mint ahogy Japánban is történt. McKinnon és Schnabl végül arra a következtetésre jutott, hogy a masszív dollár leértékelésnek az USA kereskedelmi mérlegére gyakorolt hatása nagyon bizonytalan és homályos, míg a világgazdaság stabilitását pedig egyértelműen aláásná.

### *Portfolio balance modell*

Míg a real-side modell a reál effektív árfolyamok átértékelődéséből és a kereslet rugalmasságából vezeti le az egyensúlyt kialakító folyamatokat, addig a „*portfolio balance modell*” a gazdasági növekedésből és a kamatlábak alakulásából indul ki (Caballero et al 2006).

Mivel az árfolyam alakulások egyre nagyobb részben a tőkepiacon határozódnak meg, néhány kutató az elemzéseikben a fókuszát áthelyezte a folyó fizetési mérlegről a tőke mérleg vizsgálatára. A „*portfolio balance modell*” segítségével a különböző gazdasági sokkok globális tőkepiaci mozgásokra és a kamatlábra gyakorolt hatását lehet elemezni. Cabarello és társai(2006) két okkal magyarázzák a tőke USA irányú mozgását: egyrészt az amerikai gazdaság – megelőzve a másik két versenytársát, az EU-t és Japánt – „legfelsőbb” és legbiztonságosabb gazdasági szerepével, másrészt pedig a fejlődő országokban rejlő magas kockázati szinttel. A fejlődő országok pénzügyi piacai ugyanis alulfejlettek és megbízhatatlanok, a magántulajdon védelme nincs igazán „köbe vésve”, és a politikai környezet is nagy kockázatokat rejt magában. A modellben árfolyam vagy kamatláb kiigazításra csak akkor kerülhet sor, ha a növekedési különbség az USA és az EU/Japán között megfordul az utóbbiak javára, – *keresleti oldali hatás* – vagy ha a fejlődő országok fejlett és megbízható pénzügyi közvetítő rendszert valósítanak meg – *kínálat oldali hatás*. Az USA makroadatainak nyilvánosságra hozatala alkalmával tapasztalható piaci reakciók lényegesen alátámasztják tehát azt a tényt, hogy a dollár árfolyamának fő mozgatórugója nem a deficit alakulásának adatai, hanem az USA növekedési kilátása és kamatláb alakulása.

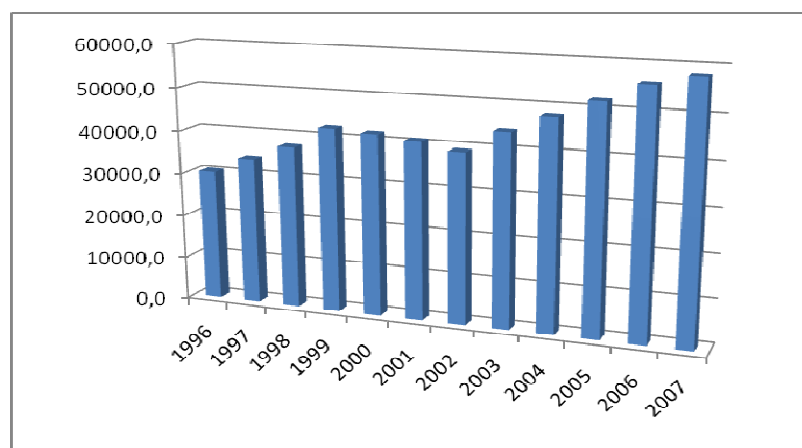
Cooper (2005) hasonló következtetéseket von le. Azt állítja, hogy az USA deficitje lényegében két dolog következménye; a pénzügyi piacok globalizációjának és a demográfiai változásoknak. Ehhez hozzáteszi még azt is, hogy a jelenlegi helyzet még egy jó ideig messze

van attól, hogy fenntarthatatlannak nevezhessük. Rámutat arra, hogy a többleteket felhalmozó országok többnyire idősödő, de még nagy megtakarítási hányaddal rendelkező nemzetek, – pl: Japán, Németország, Kína – melyek nem valószínűek, hogy a közel jövőben csökkenteni fogják fizetési többletüket.

Mivel a deficit főként nettó külföldi állampapírok vásárlásán keresztül keletkezik, a fenntarthatóság valódi tesztje a külföldiek által tartalékolni kívánt amerikai eszközök mennyiségén múlik Cooper (2005) szerint. Az egyik tanulmányában két hipotézissel él, azonban egyik sem vonja maga után a fenntarthatatlanságot. Az első eset az feltételezi, hogy a folyó fizetési mérleg hiánya továbbra is konstans fennmarad, évi kb. 600 milliárd dolláros szinten. Ha az USA gazdasága nominális értelemben 5%-os szinten növekszik, akkor a nettó külföldi követelés GDP-hez viszonyított aránya évekig növekedni fog, mígnem eléri 15 év múlva az 50%-os csúcst, majd azt követően csökkeni kezd. A második teszt az előzőnél sokkal szigorúbb feltételrendszerrel kalkulál, mivel ebben az esetben a folyó fizetési deficit a GDP százalékában marad konstans és nem pedig nominális értelemben.

C. Gave és társai (2005) még ezeken is túlmennek, és kijelentik, hogy a folyó fizetési mérleg fenntarthatóságának a releváns indikátora nem a GDP, hanem az USA aggregált vagyona. Ez a vagyon, az USA nettó privát vagyona, melynek értéke 2007 végére kb. 58.000 milliárd dollárra volt tehető. (5. ábra.)

**5. ábra. Az U.S háztartások nettó vagyona (milliárd \$).**



(A nettó privát vagyon alatt háztartások és a non-profit vállalatok nettó vagyonát értem.)

Forrás: Federal Reserve, Flow-of-fund accounts, 2008.

Az éves 800-850 milliárd dolláros tőkebeáramlás, mely a folyó fizetési hiány finanszírozásához szükséges, a háztartások nettó vagyonának csupán az 1,4 %-a! Ha a nettó privát vagyon az elmúlt tíz év átlagában, 6,3 %-os éves szinten az elkövetkezendőkben is tovább növekszik, akkor a deficit mértéke fokozatosan „elfogy” – a kalkulációk szerint az



éves nettó vagyon növekedésének az ¼-ére. Ebből Gave és társai (2005) arra következtetnek, hogy a folyó fizetési mérleg GDP-hez viszonyított 6,5%-os vagy akár annál nagyobb mértékű hiánya is fenntartható.

Gondolatban hasonlítsuk össze az USA nettó külföldi kötelezettségét, ami 2.500 milliárd dollár (3. ábra) az USA nettó vagyonával, ami 58.000 milliárd dollár (nem pedig az USA GDP-je mellé tegyük, ami pedig 14.000 milliárd dollár). Melyik vállalat aggódna egy 4,3%-os adósság/vagyon arányért és mely hitelintézet tagadná meg a forrás kihelyezését? A válasz: senki. Ennek a fényében belátható, hogy Gave teóriája nem is áll olyan messze a valóságtól.

### **A fenntartható egyensúlytalanság, avagy az „új paradigma” nézet**

Az előző fejezetekben láthattuk, hogy napjainkra nő azoknak a kutatóknak a száma, akik nem feltétlenül látják az egyensúlytalanságot fenntarthatatlannak – pl.: Caballero és társai (2006), Dooley és társai (2003), Xafa (2007, 2007b), Cooper (2005), Gave és társai (2005) stb.. Kutatásaikból az következik, hogy az árfolyamváltozások, pontosabban a dollárárfolyam leértékelés – amihez C. Fred Bergsten és a Peterson Institute munkatársai tántoríthatatlanul ragaszkodnak – közel sem hozzák meg az elvárt egyensúlygeneráló hatást. Sőt, további monetáris sokkokat és pénzügyi feszültségeket generálnak. Éppen ez például a *real-side modell* hátránya, ugyanis figyelmen kívül hagyja a folyó fizetési deficit azon tulajdonságát, amely lehetővé teszi a szükséges dollárlikviditás világgazdaságba való juttatását, ami pedig az USA folyó fizetési mérleg hiányát a jól működő nemzetközi monetáris rendszer integrált és fenntartható részévé teszi.

A másik nagy változás, hogy már kevésbé tekintenek a GDP-re, mint a modellek és a kalkulációk kiindulási pontjára. Példának okáért Gave és társai (2005) tézisükben az USA nettó vagyona és az amerikai deficit között húztak párhuzamot – és nem pedig a GDP és a deficit között.

Mi állhat tehát azon új felfogás mögött, amely szerint nem is olyan nagy a baj? A századfordulóra egy egészen sajátos kereskedelmi és pénzügyi feltételrendszer alakult ki a világgazdaságban. Az elmúlt évtizedek ugyanis alapos strukturális változást hoztak. A Szovjetunió és a keleti blokk összeomlása, az ázsiai országok gazdasági hatalommá való integrálódása, mind hozzájárult ahhoz, hogy kialakult egy globális kínálati lánc – pontosabban egy hatalmas pozitív kínálati sokk. Ez idő alatt – eltekintve néhány megrázkódtatástól – csökkent az infláció, mérséklődtek a gazdasági kilengések (ciklusok) és csökkentek a globális

gazdaságban rejlő kockázatok (Xafa, 2007).

Xafa és Gave szerint egy „gyors vagyonosodási periódusba” lépett a világgazdaság, a munka és a tőke hatékonyabb allokációjának eredményeként, amit pedig a globalizáció és az információs technológia gyors elterjedése tett lehetővé. A fejlett országok az alacsony kvalifikált munkaintenzív ágazatokat kihelyezik a fejlődő országokba – pl.: összeszerelés –, míg a menedzsmentet és magas képzettséget igénylő apparátusokat megtartják. Ez a folyamat az amerikai gazdasága számára egy igen kedvező üzlet: az amerikai vásárlók olcsón jutnak a külföldön összeszerelt és legyártott termékekhez, míg az amerikai vállalatok rekord magas profitot realizálnak.

A fenntarthatatlansággal kapcsolatos pesszimista jóslatok olyan egyensúlytalansági vizsgálatokon alapulnak, melyek a bruttó kereskedelmi forgalmat veszik górcső alá, és nem a hozamot, a profitot. Mielőtt levonnánk a következtetéseket az USA „nagy” deficitjével kapcsolatban és annak a globális gazdaságra gyakorolt hatásáról, jogosan feltehető a kérdés: Mely államok profitálnak a világgazdaság tőke és kereskedelmi áramlásaiból a legnagyobb mértékben? A fejlődő országok termelői, akik az USA-ba exportálják termékeiket alig 2-3%-os nyereséghányaddal, vagy az USA vállalatai, melyek nyereséghányada eléri a 20 %-ot? A válasz egyértelmű: az USA és a nyugati fejlett gazdaságok. A nyereséghányad közötti különbségek, pedig az elmúlt évben nem hogy csökkentek volna, hanem tovább nőttek. Ennek az oka, hogy az amerikai vállalatok az összeszerelő és gyártó üzemeiket az olcsóbb munkaerő irányába mindig továbbköltöztetik, míg ők maguk „learatják a babérokat” (Xafa, 2007).

Az előzőkben láthattunk számos olyan modellt, mely szerint a globális egyensúlytalanság fenntartható és az elkövetkezendő időkben stabil marad. A fenntarthatóság támogatói azzal érveltek, hogy a jelenlegi helyzetben „látszólag” minden fél jól jár. Az USA társadalma éppen ezért megteheti, hogy hitelből él és keveset takarít meg. Mindezen feltételezéseket a 2008 nyara után bekövetkezett gazdasági világválság eszkalálódása előtti stabil világgazdaság időszakában tették. Mára azonban, mint az a következő fejezetben látható, a hitelválság és a reálgazdasági válság kiteljesedésével a végtelenségig való hitelből élés abszolút nem tartható. Tehát a globális egyensúlytalanság fenntarthatóságának hívei kénytelenek lesznek téziseiket korunk világgazdasági helyzetére tekintettel módosítani.

## A globális kiigazítás megkezdődött?

Az előző fejezetekben már többször tettem arra utalást, hogy az ezredfordulót követő hatalmas növekedési potenciállal rendelkező stabil makrogazdasági környezet 2008 őszétől megtört. Az elmúlt években tapasztalható globális pénzügyi piacok „irracionális túlburjánzása”<sup>13</sup> olyannyira felfújta az eszköz és részvényárakat, melynek csak egy hirtelen és fájdalmas piaci korrekció vethetett véget. Alan Greenspan, egykori FED elnök, akit sokan azzal vádolnak, hogy a szabályozási politika háttérbe szorításával elősegítette a mostani pénzügyi válság kibontakozását, egy kongresszusi meghallgatáson elismerte az eddigi károk fényében, hogy tévedett korábbi szabadpiaci ideológiájában. Mindezek arra hívják fel a figyelmet, hogy az elmúlt időszak felelőtlen és túlzottan laza monetáris és fiskális politikája nem tartható tovább. A lassan már gazdasági világválsággént emlegetett, másfél éve tartó gazdasági krízishullám 2008 őszére elérte a reálgazdaságot is. A recessziós félelmek és a ciklikus tényezőkben bekövetkezett változások hatására azonban úgy tűnik, mégis csak kezdetét vette egy globális kiigazítási folyamat.

A 2006-ban rekordszinten álló – 857 milliárd dolláros – amerikai folyó fizetési mérleg deficitje 2007 végére 731 milliárd dollárra, 2008 végére pedig 569 milliárd dollárra zsugorodott, amely a GDP-jének a 3,96 %-ra zsugorodott.<sup>14</sup> Ezt a feltételezést az Economist írása is alátámasztja, ugyanis a neves gazdasági lap elemzői szerint az évtized végére 2,3%-ra csökken a folyó fizetési mérleg hiánya Amerikában.<sup>15</sup>

A globális egyensúlytalanság csökkenésének irányába számos olyan ciklikus tényezőbeli változás mutat, melyet a globális recessziós félelmek indukálnak. Mielőtt azonban sorba venném e tényezőket, alá kívánom húzni, hogy a strukturális faktorokban még nem történtek jelentős változások, így nem lehet előre megjósolni, hogy milyen hatással lesz hosszú távon napjaink kialakult helyzete az egyensúlytalanságra. A ciklikus tényezők, mint már korábban említettem, azon faktorok összessége, melyek rövidtávon hatással vannak a globális kereslet alakulására. Ezek elsősorban az eszközárak, a gazdasági ciklusok alakulása,

---

<sup>13</sup> Az kifejezés – angolul: „irrational exuberance” – Greenspan legendás híres fordulata, mely egy beszédében hangzott el 1996. december 5-én a washingtoni Hilton Hotelban a „Központi bank feladatai a demokrata társadalomban” című konferencián. A szófordulat – mely később tőzsdei szakkifejezéssé vált – a tőkepiaci árak indokoltnál gyorsabb ütemű, fékezhetetlen növekedésére utal, mely magában rejt a fájdalmas és drasztikus mélyrepülés esélyét (Greenspan, 2008b).

<sup>14</sup> CIA The World Factbook 2009

<sup>15</sup> The Economist – Country Forecast United States, 2008.október 22.

a belföldi kereslet, az államháztartási megtakarítások és az olajárak változásai.

A globális recessziós félelmekre és az amerikai „ingatlanlufi” kipukkadásának hatására az Egyesült Államokban és Nyugat-Európában is zuhanásba kezdtek az ingatlanárak 2007 őszétől. Ennek háttérében az adósságcsapda elől menekülni kívánó háztartások eladásra kínált ingatlanjainak százezrei, továbbá a hirtelen megcsappanó ingatlankereslet állt. Mind a fenti tényezők, mind pedig a lakossági hitellehetőségek beszűkülése nagyban visszafogja az amerikai lakosság elmúlt évekbeli mértéktelen fogyasztását. A belföldi lakossági kereslet visszaesése következtében pedig az USA csökkentette importját a legtöbb partnerével, kiemeltképpen Kínával szemben, amely vélhetőleg a folyó fizetési mérleg pozíciójának javulását fogja eredményezni. Látható tehát, hogy napjaink korrekciós folyamatát nem az árfolyam reálgazdasági kiigazítása, hanem a belső kereslet kényszerű beszűkülése indította el. Felhívnom a figyelmet arra, hogy a fenntarthatóság hívei által oly sokat emlegetett korlátlan túlköltekezés lehetősége igenis megkérdőjelezhető, hiszen ennek lehetünk ma szemtanúi. A New York-i egyetem közgazdászprofesszorra Nouriel Roubini, aki az egyike volt azon keveseknek, akik már több mint egy évvel ezelőtt megjósolták a mostani a válságot, azt nyilatkozta egy hazai rendezvényen<sup>16</sup>, hogy 2009 végéig minden bizonnyal globális recesszióval kell számolnunk. Ez a veszély elsődlegesen az Egyesült Államokat érinti, ugyanis az ország GDP növekedése a 2007-es igen alacsony 2%-os szintről 2008-ra 1,3 %-ra zsugorodott, mely a hitelpiaci likviditás beszűkülésének és lakossági fogyasztás és a vállalati beruházások megcsappanásának együttes következménye.<sup>17</sup> A gazdaság növekedésének felívelő szakasza, mint az eddig látható volt, a deficit növekedését „segítette elő”, míg a jelenlegi hanyatló szakasz inkább a korrekció irányába hat.

Az amerikai folyó fizetési mérleg további korrekciójának irányába hat a nyersanyagárak csökkenése is. Az utóbbi időszak két legnagyobb nyersanyagár sokkját okozó kőolaj és a mezőgazdasági termékek árai ugyanis 2008 nyara óta hatalmas csökkenést mutatnak. Az olaj ára a rekord magas 145 dolláros szintről 2009 decemberére 40 dolláros szintre zsugorodott, és azóta is a 40-50 dolláros sávban tartózkodik<sup>18</sup>, amely az olajexportáló országokat részben tömörítő OPEC országok – kiemeltképpen Szaúdi Arábia – gigantikus méretű folyó fizetési mérleg többleteinek további felhalmozódását csillapítja. A 2008 nyarán tapasztalható olajár

---

<sup>16</sup> OTP Alapkezelő 15. születésnapja alkalmából rendezett konferencia, Budapest, 2008. október. 19

<sup>17</sup> Az amerikai GDP növekedése az Economist elemzése szerint 2009-ben teljesen megtorpan. Sőt, 2009-ben 2 %-al zsugorodni fog a bruttó nemzeti össztermék.

<sup>18</sup> A cikk írásának ideje 2009 február.

szálguldáskor nem sokan adtak arra esélyt, hogy az olaj ára rövid időn belül a 100 dolláros szint alá csökkenhet. Nem hittek abban, hogy az amerikai gazdaság problémái ilyen szinten befognak gyűrűzni a világgazdaság egészébe. Az olajár ilyen drámai mértékű csökkenése mögött tehát a recessziós félelmek miatti drasztikusan csökkenő olajkereslet áll.

A globális egyensúlytalanság kialakulásáért felelős másik nagy gazdasági szereplő, Kína, részéről is pozitív korrekciós folyamatnak lehettünk az utóbbi időben szemtanúi. A kínai renminbi 2005 közepe óta lassú, de fokozatos felértékelődést mutat a dollárral szemben – habár még így is alulértékelt maradt reál effektív értelemben a 2002-es dollárúrcsúchhoz képest<sup>19</sup>. A kínai többlet felére való csökkentéséhez Bergsten (2008) véleménye szerint a renminbi 30%-os dollárral szembeni felértékelésére van szükség, ami effektív<sup>20</sup> árfolyamon egy 12%-os felülértékelődést jelent.<sup>21</sup> Mindehhez arra van szükség, hogy Kína tovább lazítson a folyamatos intervenciókat alkalmazó árfolyampolitikáján.

Az amerikai belföldi kereslet visszaesésével az USA-ba irányuló kínai export lényegesen csökkent, amely a két ország fizetési pozíciójának javulása irányába hat. A 2008 végén bejelentett 586 milliárd dolláros kínai gazdaságélénkítő csomag<sup>22</sup> keretében, melynek célja a gazdasági visszaesés megelőzése, infrastrukturális beruházásokat hajtanak végre, növelik az eddig szegényesnek mondható szociális kiadások mértékét és a belföldi kereslet fokozására keresletélénkítő intézkedéseket hajtanak végre. Mindezek végre elindíthatják Kínát az export-orientált növekedés helyett a belső keresletorientált növekedés útján, mely mindenképp a globális egyensúly elősegítését teszi lehetővé. Kína 2007-es rekord nagyságú 11,7%-os GDP bővülése 2008-ra régóta nem látott egyszámjegyűvé, 9%-ra zsugorodott, amely az Economist előrejelzése szerint 2009-re 7-7,5%-ra csökken. Ugyanezen forrás szerint a folyó fizetési mérleg többlete a nagymértékű kereskedelmi többlet következtében továbbra is meghatározó marad, azonban mértéke 2009-re 7,5%-ra, 2010-re pedig 5,8%-ra fog apadni.

Az előző bekezdésekben említett – Egyesült Államokkal és Kínával kapcsolatos – változások mind-mind abba az irányba mutatnak, hogy rövidtávon mindenképp a globális gazdasági egyensúly felé vette a világot az irányt. Azt azonban igen sajnálatos ténynek tartom, hogy egy ilyen nagyságú, világméreteket öltő gazdasági sokknak kellett bekövetkeznie a

---

<sup>19</sup> [www.chinability.com](http://www.chinability.com) Kína gazdasági internetes honlapja szerint a renminbi/dollár kurzus a 2004-es 8,3 yüanról 2008 májusáig 6,8 yüan –ra erősödött.

<sup>20</sup> Az effektív árfolyammozgás százalékban azt fejezi ki, hogy az adott valuta (dollár) árfolyama egy bizonyos időszak óta az összes fontos valutával szemben átlagosan hány százalékban változott.

<sup>21</sup> Abban az esetben, ha a többi ázsiai gazdaság is hasonlóan engedné felértékelődni nemzeti valutáit.

<sup>22</sup> BusinessWeek, 2008. november 9.

korrekció megkezdéséhez. Bár a ciklikus tényezők többnyire az egyensúly irányába hatnak, hadd említsek meg az Egyesült Államok esetén két tényezőt, mely esetleg aggodalomra adhat okot a közeljövőben.

Sok amerikai elemző úgy tartja, hogy az amerikai folyó fizetési mérleg hiányának az elsődleges oka az amerikai szövetségi túlköltekezés. Ha azonban az elmúlt tíz év adatait megvizsgáljuk, láthatjuk, hogy a pénzügyi egyensúly bizonyos időszakokban a folyó fizetési mérleg hiány irányával ellentétesen mozdult el – 1998 és 2001 között a költségvetés többletet halmozott fel, annak ellenére, hogy a folyó fizetési hiány továbbra is emelkedett. Mindazonáltal, Greenspan (2008) véleménye szerint nincsen a mérleghiánynak legelfogadhatóbb magyarázata, és nincsenek kizárólagos tényezők. Így a globális egyensúlytalanság elemzésénél nem hagyhatjuk figyelmen kívül az amerikai költségvetés túlköltekezésének mértékét sem. A szövetségi kiadások 2003-as rendkívül magas – 500 milliárd dollárt meghaladó – hiányát 2007-re sikerült a költségvetésnek a GDP mintegy 1,2%-ra, 162 milliárd dollárra lefaragnia, mely mindképpen bizakodásra adhatott okot a globális egyensúlytalanság megoldását sürgető tudósok és kormánytisztviselők körében. Azonban a 2008-as gazdasági recesszió és hitelválság egy olyan helyzetet teremtett, amelyben az amerikai kormányzat kénytelen volt ezermilliárd dollárt is meghaladó tőkét pumpálni a gazdaságba, továbbá számos a rendszer szempontjából fontos pénzintézetet megmenteni. Mindezek következtében a 2008-as év költségvetési hiánya 455 milliárd dollárra gyarapodott.<sup>23</sup> Úgy gondolom, hogy e hatalmas mértékű növekmény mindenképp a recesszió számlájára írható, mely a gazdasági stabilizációt követően 2010-2011-től újra visszatérhet a GDP 1-2%-os szintjére.

A másik tényező, amely aggodalomra adhat okot, az amerikai dollár 2008 júliusa óta tartó fokozatos erősödése. Egy ilyen hektikus gazdasági környezetben az erős dollár drasztikusan visszaveti az amerikai GDP növekedést az elmúlt évek motorjaként emlegetett export rohamos visszaesésén keresztül.<sup>24</sup> Bár ez a folyamat hozzájárul a globális inflációs várakozások csökkenéséhez a dollárban denominált eszközök és nyersanyagok – olaj – árának csökkenésén keresztül, az amerikai gazdaságot ez nem nyugtatja meg. Véleményem szerint a dollár erősödése mögött a kockázati étvágy jelentős csökkenése, illetve az amerikai fizetőeszköz továbbra is egyre erősödő szerepe áll. A befektetők biztonságos menedéknek tekintik az amerikai dollárt és nagy arányban vásárolnak be az amerikai államkötvényekből,

---

<sup>23</sup> US Treasury Department – Final Monthly Treasury Statement FY 2008, 09/30/2008

<sup>24</sup> „Grim economic news elevates economists' fears” - USA Today, 11/04/2008

amelynek eredményeként a hosszú futamidejű amerikai államkötvények hozama drasztikusan lecsökkent az utóbbi hónapokban. A dollár kurzusának alakulása úgy gondolom, hogy a világgazdaság következő években várható stabilizációjának a függvénye lesz. Ameddig az európai és az ázsiai piacok folytatják mélyrepülésüket, addig a tőke az alacsony kockázatú, stabil amerikai kötvénypiacot fogja menszvárként keresni, mely az USD-index további emelkedését eredményezi. Ez a folyamat pedig hosszú távon mindenképp kedvezőtlenül hat a globális egyensúlytalanság korrekciós folyamatára.

## **Összefoglalás**

Cikkem azzal a céllal készült, hogy a globális egyensúlytalansággal kapcsolatos tudnivalókat egy „csokorba” gyűjtsem. A történeti áttekintésben bemutattam, hogy a napjainkra jellemző globális egyensúlytalanság nem új a nap alatt. Az ezredfordulóval megváltozott makroökonómiai és pénzügyi tényezők miatt sokkal nagyobb figyelmet kell szentelni erre a „rég-új” jelenségre a benne rejlő veszélyek miatt. A globális egyensúlytalanság részletes definíciója után szemléltettem a századforduló óta kialakult új tőkeáramlási folyamatokat – melynek iránya pont ellentétes a klasszikusok tanokkal –, illetve a szélesedő fizetési pozíciók új feltételrendszerét, melyet az „új” világgazdasági szereplők, a pénzügyi közvetítő szektor – soha nem látott – mélysége és a 2008-ig tartó stabil makrogazdasági feltételek alkottak.

Igyekeztem bemutatni napjainkra kialakult két ellentétes nézetet a globális egyensúlytalansággal kapcsolatban; a tradicionális nézetet, amely szerint az egyensúlytalanság veszélyt jelent a globális gazdaságra és a pénzügyi stabilitásra, és az „új paradigma” megközelítést, mely a kialakult pénzügyi egyensúlytalanságot a gazdasági és pénzügyi globalizációnak természetes következményének veszi. A dollárral és globális gazdaság egyensúlytalanságával kapcsolatos ítéletnap jóságotok mind a mai napig nem következtek be. Nem volt még arra példa, hogy egy jó pénzügyi rendszerrel, alacsony inflációval rendelkező fejlett országban az árfolyam kiigazítás különösebb instabilitást okozott volna. Az USA gazdasága pedig az elmúlt időszak sorozatos megrázkódtatások ellenére is – 9/11, Iraki háború, Katrina stb.. – stabil tudott maradni.

Úgy gondolom, hogy napjaink pénzügyi globalizációja egy teljesen új – az elmúlt évszázadtól eltérő – feltételrendszert hozott létre, mely természetesnek veszi a rendszerben

benne rejlő egyensúlytalanságokat. Az országhatárokat szinte korlátlanul átlépő pénzügyi folyamatok Amerika folyó fizetési mérleg hiányát teljesen finanszírozhatóvá tették. A „portfolio balance” modell esetében láthattuk, hogy a globális egyensúlytalanságok a tőkeáramlások világméretű portfólió optimalizációja következtében jöttek létre, éppen ezért a tradicionális kereskedelmi egyensúly modellje – mely kizárólag a flow típusú áramlásokat veszi számba, a stock típusút nem – nem alkalmas a helyzet elemzésére. Mind a flow, mind pedig a stock-szemléletű vizsgálat esetén véleményem szerint a globális egyensúly egy önmagát korrigáló jelenség, aminek a megoldódásához nincs szükség különösebb külső beavatkozásra. A 2007 óta tartó, és 2008-ban felerősödő globális recessziós félelmek a ciklikus tényezőkben számos olyan változást hoztak, melyek rövidtávon úgy hiszem a globális kiigazítás irányába fognak hatni.

Mára bizton állíthatjuk, hogy jelen korunk pénzügyi válsága egy reálkiigazodást kényszerített ki, amely nem árfolyam kiigazítással, hanem a kereslet kényszerű beszűkülésével valósult meg. A fenntarthatóság hívei által sokszor emlegetett korlátlan túlköltekezés tehát nem állja meg a helyét, hiszen ez előbb vagy utóbb buborékokat szül, melyek – mint láthattuk – kipukkannak. A nagy kérdés az, hogy a világgazdaság, különösen az Egyesült Államok és Kína, miképpen tudja majd a még soron következő recessziós aggodalmakat és a jövőben napvilágot látó kritikus gazdasági problémákat kezelni. Ez azért is lényeges, mert e két gazdaság fűti a világgazdaság fő motorját. Ettől függ ugyanis mind a 21. század világgazdaságának további alakulása, mind pedig az egyensúlytalanság kiigazításának a kérdésköre. Mindesetre azt már most ki kell jelenteni, hogy a válság lecsengését és a stabilizációt követően az egyensúlytalanság két csoportját, mindenképp össze kell majd vetni és megvizsgálni miként alakultak az egyensúlytalanságot alakító strukturális és ciklikus tényezők.

### **Irodalomjegyzék:**

Ahearne, A., Cline, W. R., Lee, K. T., Park, Y. C., Pisani-Ferry, J., Williamson, J. (2007): *Global imbalances: Time for action*. Peterson Institute for International Economics, Policy Brief No. 7-4.

Bergsten C. F. (2007): *Currency Misalignments and the US Economy*. Peterson Institute for International Economics

Bergsten C. F. (2008): *Global Imbalances and Currency Misalignments*, World Economic



Forum, Davos, Switzerland, 2008. January

Bernanke, B. S. (2005). *Remarks at Sandridge lecture*. Virginia Association of Economics, The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Richmond, VA. 03/2005.

Bracke T, Bussière M, Fidora M, Straub R.(2007): *A framework for assessing global imbalances*, Occasional Paper Series, No. 78, ECB

Botos Katalin (2007): *Árfolyamok és egyensúlytalanság. Külgazdaság*, LI. évf., 2007. november- december

Caballero, R., Farhi, E., & Gourinchas, P.-O. (2006). *An equilibrium model of global imbalances and low interest rates*. NBER Working Paper No. 11996.

Cline, W. (2005). *The Case for New Plaza Agreement*. Peterson Institute for International Economics. Policy Brief 05-4

Cline, W (2007): *Impact of the Lower Dollar and Higher Oil Price sin the US Current Account Ballance*, Peterson Institure for International Economics, November 2007.

Cooper, R. N. (2005, November). *Living with global imbalances: A contrarian view*. Institute for International Economics Policy Brief No. 5-3.

Dooley, M., Folkerts-Landau, D., & Garber, P. (2003). *An essay on the revived bretton woods system*, NBER Working Paper No. 9971

ECB (2007): *Adjustment of Global Imbalances in a finally integrating world*, in: *ECB Monthly Bulletin*, 08/2007.

Gave, C., Kaletsky, A., & Gave, L.-V. (2005). *Our brave new world*. Hong Kong: GaveKal Research

Goldstein M.(2007): *A (Lack of) Progress Report on China's Exchange Rate Policies*, Peterson Institute for International Exconomics, Working Paper No. WP-07-05

Gourinchas, P.-O., & Rey, H. (2006). *From world banker to world venture capitalist: U.S. external adjustment and the exorbitant privilege*, NBER Working Paper No. 11562

Greenspan A. (2008): *Fizetési mérlegek és adósság*, In: *A zűrzavarok kora: Kalandozások az új világban*, HVG Kiadó Zrt., Bp, 2008-11-11

Greenspan A. (2008b): *Irracionális túlburjánzás*, In: *A zűrzavarok kora: Kalandozások az új világban*, HVG Kiadó Zrt., Bp, 2008-11-11

IMF (2007): *International Monetary and Financial Committee Reviews Multilateral Consultation*, IMF Press Release No. 07/72, April 14, 2007

Lucas, R. (1990): *Why doesn't capital flow from rich to poor countries?* *American Economic Review*, Vol. 80, No 2 (May)

McKinnon, R., & Schnabl, G. (2006): *Devaluing the dollar: A critical analysis of william*

cline's case for a new plaza agreement. *Journal of Policy Modeling* 28 (2006) pp. 683–694

Mussa M. (2008): *Global Economic Prospects 2008/2009: Hoping for a Global Slowdown and a US Recession*, Peterson Institute for International Economics, April 2008.

Obstfeld, M., & Rogoff, K. (2004). *The unsustainable U.S. current account position revisited*, NBER, Working Paper No.10869

Salvatore D.(2007):U.S: trade deficits, structural imbalances and global monetary stability, *Journal of Policy Modeling* 29 (2007) pp. 697-704.

Xafa M. (2007): Global imbalances and financial stability, *Journal of Policy Modeling* 29 (2007) pp. 783-796

Xafa M. (2007b): Global imbalances: Do they matter? , *Cato Journal*, Vol. 27, No. 1, Winter 2007.