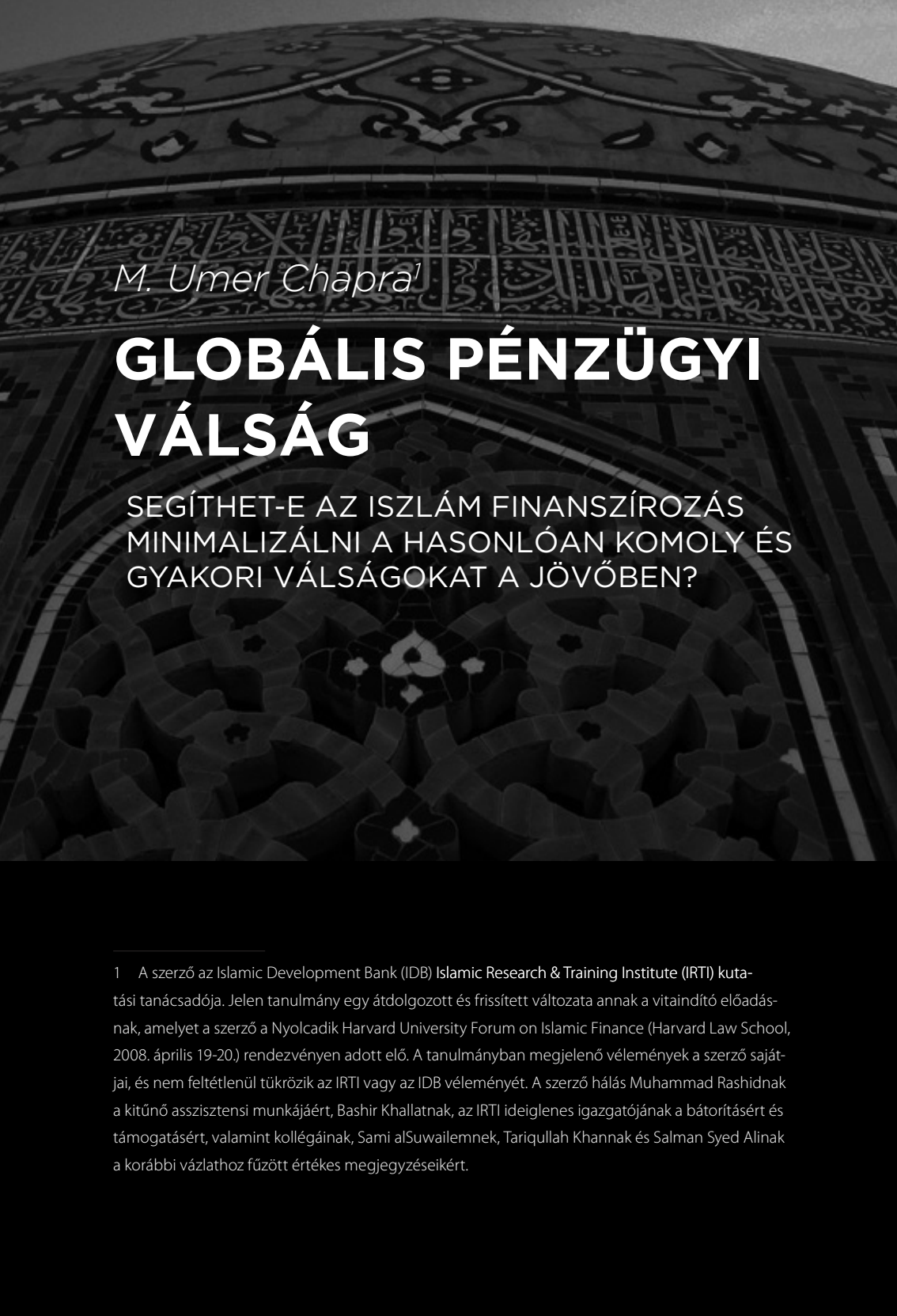




M. Umer Chapra¹

GLOBALIS PÉNZÜGYI VÁLSÁG

SEGÍTHET-E AZ ISZLÁM FINANSZÍROZÁS
MINIMALIZÁLNI A HASONLÓAN KOMOLY ÉS
GYAKORI VÁLSÁGOKAT A JÖVŐBEN?

1 A szerző az Islamic Development Bank (IDB) Islamic Research & Training Institute (IRTI) kutatói tanácsadója. Jelen tanulmány egy átdolgozott és frissített változata annak a vitaindító előadásnak, amelyet a szerző a Nyolcadik Harvard University Forum on Islamic Finance (Harvard Law School, 2008. április 19-20.) rendezvényen adott elő. A tanulmányban megjelenő vélemények a szerző sajátjai, és nem feltétlenül tükrözik az IRTI vagy az IDB véleményét. A szerző hálás Muhammad Rashidnak a kitűnő asszisztensi munkájáért, Bashir Khallatnak, az IRTI ideiglenes igazgatójának a bátorításért és támogatásért, valamint kollégáinak, Sami alSuwailemnek, Tariqullah Khannak és Salman Syed Alinak a korábbi vázlatához fűzött értékes megjegyzéseikért.

ABSZTRAKT. Az utóbbi három évtizedben a világ szinte összes országát sújtották pénzügyi válságok. Jelen írás kísérletet tesz ezen válságok elsődleges okának vagy okainak meghatározására. Különleges figyelmet kap az LTCM 1998-as összeomlása és az éppen uralkodó másodrendű (*subprime*) jelzáloghitel-válság az Egyesült Államokban, amely sokkal súlyosabb bármelyik eddigi válságnál, és már eddig is komoly tovagyrúzó hatása volt világszerte. A tanulmány érvei szerint a krízis egyik fő oka a megfelelő piaci fegyelem hiánya a pénzügyi rendszerben, amely túlzott hitelezéshez, magas tőkeáttételhez és végül válsághoz vezet. A pozíciók lezárása az eladás ördögi körét indítja be, amely önmagából táplálkozik, és az eszközárak meredek zuhanását eredményezi bankösszeomlások és gazdasági lassulás kíséretében. Az iszlám pénzügyek alapelvei – úgymint a kockázatok megosztása; az (elsősorban áruk és szolgáltatások vásárlására igénybe vehető) hitelezés; valamint az adósság továbbértékesítésének, a rövidre eladásnak, a túlzott bizonytalanságnak (*gharar*) és a hazardírozásnak (*qimar*) a tiltása – elősegíthetik egy fegyelmezettebb, és ezáltal lényegesen stabilabb pénzügyi rendszer létrejöttét.

BEVEZETÉS

A pénzügyi rendszer egyértelműen aktív szerepet játszott a világgazdaság gyors fejlődésében, különösen a második világháború után. A pénzügyi innovációk véget nem érő áramlata – az információs és kommunikációs technológia forradalmát is beleértve – döntő szerepet játszott ebben a fejlődésben. A rendszert ma mégis folyamatos válságok gyötrik. Egy becslés szerint az elmúlt négy évtizedben több mint száz válság alakult ki (Stiglitz 2003: 54). Egyetlen földrajzi terület vagy ország sem tudta magát ezen válságok hatása alól kivonni. Még azokat az országokat is súlyosan érintette, amelyek általában megbízható fiskális és monetáris politikát folytattak. A 2007 nyarán kezdődő, jelenleg is tartó pénzügyi válság sokkal komolyabb, mint ezelőtt a múltban bármelyik, és nem is mutatja az enyhülés jeleit annak ellenére sem, hogy összehangolt, három-négyezer milliárd dollár értékű csomaggal segített az Egyesült Államok, az Egyesült Királyság, Európa és még számos ország. A válság befagyasztotta a pénzpiacokat, az ingatlanok és a részvények értékének meredek hanyatlásához, bankok bedőléséhez, valamint a globális gazdaság és a pénzügyi rendszer sorsával kapcsolatos aggodalomhoz vezetett.

Mindez nyugtalanító érzéseket váltott ki azzal kapcsolatban, hogy a rendszerben valami alapvetően rossz, és ezért többen annak újratervezéséért kiáltottak. Az új rendszer olyan innovációt igényel, amely segítene megelőzni a válságok kirobbanását, elterjedését, vagy legalább minimalizálná azok gyakoriságát és hevesességét. Tekintve, hogy a világszerte

tapasztalt válságok komolysága és folyamatos visszatérései általánossá váltak, a kozmetikai változtatás nem lehet elégséges. Olyan innovatív lépésekre van szükség, amelyek valóban hatékony működést tesznek lehetővé. Viszont anélkül, hogy megállapítanánk a válság elsődleges okát, nem lehet ilyen szintű innovatív lépéseket tenni.

A VÁLSÁGOK ELSŐDLEGES OKA

A válságoknak kétségtelenül számos oka van. A legfontosabbként általában a bankok túlzott és nem eléggé körültekintő hitelezését szokták megnevezni.² Senki sem hibáztathatja ezért a bankokat, mivel, mint mindenki más, ők is csak a profitmaximalizálásra töreksenek egy olyan materialista kulturális közegben, ahol a bevétel és a vagyon maximalizálása az emberi teljesítmény legfelső fokát jelenti. Minél több hitelt nyújtanak, annál nagyobb lesz a bevételük. Mivel a saját tőke szűkös, ezért a hitelezés nagymértékű bővülése szükségképpen a tőkeáttétel jelentős növekedésével jár. Ugyanakkor ez az eszközárak fenntarthatatlan fellendüléséhez vezet, amelyet a fogyasztás és a spekulatív beruházások mesterséges növekedése követ. Minél magasabb a tőkeáttétel szintje, annál bonyolultabb lezárni a pozíciókat visszaesés idején. A pozíciólezárások sora pedig az eladások önmagából táplálkozó ördögi köréhez, és így az eszközárak meredek zuhanásához vezet, amit komoly pénzügyi válság követ, főleg ha a short ügyletek is megengedettek.

Egy újabb válsághelyzet kialakulása három erő kombinált hatásával előzhető meg. Az egyik az erkölcsi korlát, amely a profit, a vagyon és a fogyasztás bármi áron történő maximalizálásával kapcsolatos, az uralkodó szekuláris és materialista kultúrával összhangban lévő kapzsiságot fékezi. A második a piaci fegyelem, amely várhatóan korlátozná a tőkeáttételt, a túlzott hitelezést és a derivatívákat. A harmadik a rendszer strukturális reformja, a válságokat megelőzni képes, a fenntartható fejlődést támogató és a társadalom érdekeit védelmező prudenciális szabályozás és felügyelet kialakításával karöltve. Mivel mindhárom erőt eltompította a szekuláris filozófia, a materializmus és a liberalizmus, az emberiséget elárasztották a különféle, emberek okozta problémák, beleértve az ismétlődő pénzügyi válságokat, a családok szétbomlását, a jövedelmek és a vagyon kivirágó egyenlőtlenségeit, a bűnözést és az anómiát is.

Felmerül tehát a kérdés, hogy a piaci fegyelem miért nem volt képes korlátozni a túlzott hitelezést? Lehetséges, hogy a piaci fegyelem a pénzügyi rendszerben nem megfelelő? És ha ez a helyzet ma, ennek mi lehet az oka? A piac elsősorban pozitív és negatív

2 Ezt egyértelműen elismeri a Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS: Bank of International Settlements) a 2008. június 30-án kiadott 78. éves jelentésében, amelyben állításuk szerint a globális gazdaság mai problémáinak alapvető oka a régóta tartó, túlzott és imprudens hitelezés növekedése (BIS 2008a: 3).

ösztönzők formájában képes biztosítani a fegyelmet. Amennyiben ezek nem léteznek vagy gyengévé válnak, a piaci fegyelem is gyengülni fog. Az ösztönzők pedig a nyereség vagy veszteség lehetőségének távlatában állják meg a helyüket. A hagyományos rendszerben a profit fő forrása a kamat, amelyet a bankok a hitelműveleteik során szereznek. A veszteség pedig akkor jelenik meg, ha a bankok képtelenek kamatostul visszaszerezni a kölcsönöket. Éppen ezért elvárható lenne, hogy a bankok gondosan elemezzék saját hitelműveleteiket, hogy *ne* fogjanak bele azokba, amelyek veszteséghez vezethetnek. Felül kellene vizsgálni a túlzott hitelezést, ha a bankok attól tartanak, hogy olyan veszteségeket szenvednek el, amelyek a nettó nyereségüket csökkenthetik. Ez azonban nem történhet meg egy olyan rendszerben, ahol nyereség- és veszteségmegosztás nem létezik, és a kölcsönök visszafizetése a kamatokkal együtt általában garantált.

Két olyan tényező van, amelyek a bankok számára feltételezhetővé teszik, hogy a jövőben nem lesznek veszteségesek. Az egyik a fedezet, amelynek megléte alapvető és elkerülhetetlen bármely olyan pénzügyi rendszerben, amelyben kezelik a fizetési képesség kockázatát. Természetesen egyedül a jó minőségű fedezet képes erre. A biztosíték értéke ugyanakkor bizonytalan. Értékét ráadásul ugyanazok a tényezők gyengíthetik, mint amelyek a kölcsönt felvevők visszafizetési képességét. A fedezet ennélfogva nem helyettesítheti a projektfinanszírozás sokkal gondosabb értékelését. Ugyanakkor, ha nincs kockázatmegosztás, a bankok nem mindig fognak bele a fedezet gondos értékelésébe, és a finanszírozást bármilyen cél érdekében megvalósítják, beleértve a spekulációt is. Ez még inkább így van, ha a bankok számára lehetséges a fizetési képesség kockázatának átruházása azáltal, hogy az adósságot másnak adják el. A második tényező, amely a bankoknak biztonságot nyújt, a „túl nagy, hogy megbukjon” (*too big to fail*) fogalma, vagyis a biztosíték, hogy a központi bank kimenti őket (l. Mishkin 1997: 61). Egy ilyen biztonsági háló megléte nagyobb kockázat vállalására ösztönöz (Mishkin 1997: 62).

Ha a bankok túlzott mértékű hitelezést folytatnak profitjuk maximalizálása érdekében, akkor a betétesek miért miért nem kényszerítik a bankokat fegyelmesebb működésre? Ezt számos módon megtehetik: jobb menedzsmentet, nagyobb átláthatóságot és hatékonyabb kockázatkezelést követelhetnek. Amennyiben ez nem működik, meg is büntethetik a bankokat betétük kivételével. Mégsem tesznek így a hagyományos pénzügyi rendszerben, mert biztosítva vannak afelől, hogy a betétet kamatostól visszafizetik (Mishkin 1997: 62). Ez engedékennyé teszi őket, s ezért nem úgy járnak el saját pénzügyeikkel szemben, ahogy azt veszteségek elszívásának tudatában tennék.

A bankok és a betétesek tévesen azt feltételezik, hogy a veszteségekkel szemben immúnissá váltak, s ez meggátolja, hogy a piac kikövetelhesse a kívánt fegyelmet. Ez a hitelek összességének egészségtelen expanziójához, túlzottan magas tőkeáttételhez, *subprime* jelzáloghitelezéshez és általában a lehetőségeken túlnyúló költekezéshez vezet.

Ezt a tendenciát ráadásul tovább erősíti az is, hogy az adórendszerek jellemzően előnyben részesítik az adósságalapú finanszírozást a saját tőkés finanszírozással szemben – az osztaléknyereséget megadóztatják, míg a kamatfizetést le lehet írni az adóalapból.

A kockázat és hozam megosztásának hiánya csökkenti a piaci fegyelmet, ezáltal egy olyan törésvonalat vezetve be a pénzügyi rendszerbe, amely lehetővé teszi a befektetők számára a túlzott hitelezést és azt, hogy a tőkét a gazdasági környezet legkisebb rezdülésére egyik helyről a másikra áthelyezzék. Mindez nagyon volatilisá teszi a kamatlábakat és az eszközárakat, bizonytalanságot gerjesztve a tőkepiacokon, ami pedig akadályozza a tőkeképződést, és a források nem megfelelő elosztásához vezet (BIS 1982: 3). Ez a hitelezőket és a kölcsönt felvevőket is a hosszabb helyett a rövidebb lejáratú finanszírozás felé hajítja. Következésképpen a rövid lejáratú adósság állománya meredeken emelkedik, fokozva a gazdasági és pénzügyi instabilitást. Ezt a tényt az IMF elismerte az 1998 májusában megjelent *World Economic Outlook* kiadványában, amikor azt állította, hogy a magas rövid lejáratú adósságállománnyal rendelkező országok „különösképpen sebezhetők külső és belső sokkok esetén, és ezáltal érzékenyek a pénzügyi válságokra” (IMF 1998a: 83).

Az olvasóban bizonyára már most felmerül a kérdés, hogy miért az adósság növekedése – különösképpen a rövid lejáratúaké – fokozza az instabilitást? Az egyik fő oka ennek a könnyen megszerezhető hitel, a makrogazdasági egyensúlytalanság és a pénzügyi instabilitás szoros kapcsolata. A könnyen elérhető hitel lehetővé teszi, hogy a közszférának magas adóssága legyen, a magánszférának pedig azt, hogy a lehetőségei felett fogyaszson, és hogy hatalmas tőkeáttétellel rendelkezzen. Ha az adósságot nem produktívan használják fel, és így visszafizetésének menete nincs arányban a kint lévő adósság növekedésével, az a pénzügyi rendszer törékenységéhez és adósságválsághoz vezet. Minél inkább a rövid lejáratú adósságra támaszkodnak, és minél magasabb a tőkeáttétel, a válság annál súlyosabb lehet. A rövid lejáratú adósság ugyanis könnyen megújítható, amíg a hitelező érdekelt ebben, de a másik oldalon nehéz visszafizetni a kölcsönt, amennyiben az adott pénzmennyiséget veszteséges spekulatív eszközökben vagy közepes és hosszú lejáratú befektetésekből kötötték le.

Semmi alapvetően rossz nincs a rövid lejáratú adósság egy elfogadható szintjében, amit a háztartások, a cégek és a kormányok áruk és szolgáltatások vásárlásának és eladásának finanszírozására használnak fel. Ám a rövid lejáratú adósság túlzott mértékét jellemzően olyan nem produktív felhasználási módok felé terelik, mint a deviza-, a részvény- és az ingatlanpiaci spekulációk. Jean-Claude Trichet, az Európai Központi Bank elnöke helyesen mutatott rá, hogy „olyankor nagy a buborék kialakulásának valószínűsége, amikor a befektetők kölcsöntőke befektetésével hozzák létre pozícióikat” (Trichet 2005: 4).

Ha megvizsgálunk néhány, a nemzetközi pénzügyi rendszert érintő nagyobb válságot, mint például a kelet-ázsiai, az instabilitást a devizapiacokon, a Long-Term Capital

Management (LTCM) hedge fund összeomlását vagy az Egyesült Államok pénzügyi rendszerének jelenleg is tartó válságát, akkor azt találjuk, hogy a könnyen elérhető hitel és az adósság – különösen a rövid lejáratú adósság – meredek emelkedése a kockázatmegosztás hiányából eredő, a pénzpiacokon uralkodó nem megfelelő piaci fegyelem következménye (l. Chapra 2007: 166–173). Ebben az írásban egyedül az LTCM összeomlására, az Egyesült Államok gazdaságának egyensúlytalanságaira, valamint a másodrendű (*subprime*) jelzáloghitel-válságra fogok utalni.

AZ LTCM ÖSSZEOMLÁSA

Az egyesült államokbeli LTCM *hedge fund* 1998-as összeomlása a magas tőkeáttételű rövid lejáratú kölcsönöknek köszönhetően következett be. Annak ellenére, hogy maga a hedge fund megnevezés a kockázatcsökkentést juttatja eszünkbe, „a hedge fund tipikusan pont annak ellenkezőjét teszi, mint amire a neve utal: spekulál” (Edwards 1999: 189). „Ez nem jelent többet, mint kapzsi spekulánsokat, akik számos kölcsönt vesznek fel, hogy ezzel feljavítsák a fogadásaikat” (The Risk Business 1998: 21). Ezek a hedge fundok többnyire nem szabályozottak, nem akadályozzák őket a tőkeáttételre és a short pozíciókra vonatkozó korlátozások, és szabadon szerezhetnek koncentrált pozíciókat teljes cégekben, iparágakban, szektorokban – azaz olyan pozíciókat, amelyeket más intézményi befektetéskezelőknél imprudensnek tartanának (Edwards 1999: 190; Sulz 2007: 175). Éppen ezért lehetőségük van olyan befektetési és kereskedelmi stratégiákat követni, amelyeket a saját érdeküknek megfelelően választanak anélkül, hogy figyelnének arra, ez milyen hatással lesz másokra. Ezekhez a befektetési alapokhoz kötődik ma a New York-i és a londoni tőzsdék forgalmának közel fele (Sulz 2007: 175).

Erős azonban a gyanú, hogy ezek a hedge fundok nem izoláltan működnek. Ha úgy tennének, bizonyára nem lennének képesek nagy hasznot termelni, és eleve sokkal nagyobb kockázatnak lennének kitéve. Éppen ezért normális esetben hajlamosak összhangban működni. Ez azért válik lehetségessé, mert a vezérigazgatók gyakran ugyanazokba a klubokba járnak, együtt ebédelnek, azaz meglehetősen jól ismerik egymást (Plender 1998). Saját vagyonuk és az a hatalmas mennyiségű összeg, amelyet kölcsönként tudnak szerezni, képessé teszi őket bármely ország pénzpiacának destabilizálására, amikor csak előnyük származik belőle. Ezért általában azzal vádolják őket, hogy Hong Kongtól Londonig és New Yorkig manipulálják a piacokat (The Risk Business 1998: 21). Mahathir Muhammad, Malajzia volt kormányfőjének vádja szerint a short pozíciókra játszó devizaszpekulánsok, és elsősorban a nagy hedge fundok okozták a maláj ringgit összeomlását 1997 nyarán, ami végül a maláj gazdaság összeomlásához vezetett (Mahathir bin

Mohamad 1997: C1; Stiglitz 2007: 2). Nehéz azonban megállapítani, hogy ez a vád igaz vagy hamis, mivel az alapok gyakorlattan, titokban és egyetértésben működnek. Mégis, ha a vád igaz, nem elképzelhetetlen, hogy ezek az alapok hozzájárultak az angol font, a thai bát és más devizák összeomlásához.

Az LTCM tőkeáttétele 1998 közepén 25:1 volt (BIS 1998: 108; Sulz 2007: 179), de a veszteségek, amelyeket 1998 augusztusában elszenvedett, a tőkéjét (nettó eszközértékét) a kezdeti 4,8 milliárd dollárról 2,3 milliárd dollárra csökkentették. A tőkeáttétele ezzel 50:1-re növekedett. A tőkéjét azonban a további veszteségek folyamatosan erodálták, így 1998. szeptember 23-án az eredeti értékének csupán egynegyede, 600 millió dollár volt. Mivel a mérlegfőösszege meghaladta a 100 milliárd dollárt azon a napon, a tőkeáttétel a saját tőke 167-szeresére nőtt (IMF 1998b: 55). Az LTCM adóssága ezzel már kezelhetetlenné vált. A Federal Reserve-nek (Fed) azért kellett megmentenie, mert a hedge fund bedőlése rendszerszintű kockázatot jelentett volna. Számos, a Fed által felügyelt jelentős kereskedelmi bank, amelyeket egészségesnek és megbízhatónak tartottak, hatalmas pénzüsségeket kölcsönöztek ezeknek az alapoknak. Ha a Fed nem mentette volna meg őket, az Egyesült Államok pénzügyi rendszerében komoly válság következhetett volna be, amely tovább terjedhetett volna, és megfertőzhette volna a világot.³ Ha egyetlen, csupán 8,4 milliárd dollár tőkével rendelkező hedge fund balszerencséje képes lett volna az amerikai és a teljes világ gazdaságát egy pénzügyi katasztrófa szakadékába taszítani, akkor teljes joggal tehetjük fel a kérdést, hogy mi történne, ha a 9000 befektetési alap közül, amely több mint 2800 milliárd dollárnyi eszközt kezel, jó néhány bajba jutna.⁴

A hedge fund képes titokban folytatni a műveleteit, mert ahogy a Fed Kormányzótanácsának korábbi elnöke, Alan Greenspan magyarázta: „a szabályok elkerülése érdekében úgy strukturálták azt, hogy az ügyfelek számát a nagyon kifinomult és nagyon gazdag egyénekre korlátozzák” (Greenspan 1998: 1046). Azt ugyanakkor nem magyarázta meg, hogy a feltehetően nagyon jól szabályozott és felügyelt bankrendszerben lévő bankok miképp látták lehetségesnek, hogy túlságosan nagy tőkeáttétellel nyújtsanak kölcsönt a „nagyon kifinomult és nagyon gazdag” egyéneknek kockázatos spekulációikhoz, amikor köztudott, hogy minél magasabb a tőkeáttétel, annál nagyobb a fizetési képtelenség

3 Ezt Greenspan a következő szavakkal ismerte el: „Ha az LTCM bukása előidézte volna a piacok befagyását, az számos piaci résztvevő számára jelentős veszteségeket okozott volna, beleértve néhány nem közvetlenül kapcsolódó céget, továbbá potenciálisan sok nemzet gazdaságának kárt okozott volna a sajátunkat sem kímélve” (Greenspan 1998: 1046).

4 A hedge fundok száma a Financial Stability Forumtól származik (www.fsforum.org). A kezelt eszközök mennyiségéről szóló adat 2007 harmadik negyedévére vonatkozik (forrás: Institutional Investor Newstől, a Hedge Asset Flowstól és a Trends Report, 2008).

kockázatának valószínűsége. A tőkeáttétellel megkötött pozíciók lezárása nagyobb bomlásokhoz vezethet a pénzügyi piacokon, mivel eltúlozzák a piaci műveleteket, és ezek nem kívánt hatást (*knock-on effects*) váltanak ki (IMF 1998b: 51–53).

Ez azt mutatja, hogy a válság nem csupán a bankok helytelen szabályozásának lehet a következménye, mint ahogy Kelet-Ázsiában történt, hanem olyan kellőképpen szabályozott és felügyelt rendszereknél is előfordul, mint amilyen az Egyesült Államok. Annak ellenére, hogy ha a hedge fundokat nem is szabályozták, de a bankokat igen. Akkor viszont miért adtak kölcsön a bankok hatalmas összegeket az LTCM-nek és más alapoknak? Mit csináltak a felügyelők, és miért voltak képtelenek felfedezni és kijavítani ezt a problémát a válság előtt? Van valamilyen biztosíték arra, hogy a hedge fundok szabályozása banki kockázatmegosztás nélkül megállíthatná a túlzott tőkeáramlást a további spekulánsok felé?

AZ EGYESÜLT ÁLLAMOK GAZDASÁGÁNAK URALKODÓ EGYENSÚLYTALANSÁGA¹⁵

A fegyelem hiánya a pénzügyi rendszerben két komoly problémát is okozott az Egyesült Államokban is. A közzsféra költségvetési deficitje és a magánszféra elégtelen megtakarítása egyaránt aggodalomra adott okot meg nem csupán az Egyesült Államok, hanem a világ gazdaság számára is. A szövetségi kormányzat az 1998 és 2001 közötti rövid időszakot leszámítva 1970 óta folyamatosan költségvetési deficitet termel. A költségvetés 2000-es 255 milliárd dolláros többlete 2004-re 412 milliárdos hiánnyá módosult (Kohn 2005: 1–2; IMF 2008: 602). A hiány ezt követően, 2005, 2006 és 2007-ben 317, 248, majd 163 milliárd dollárra csökkent (IMF 2008: 1188), de becslések szerint 2008-ra rekordmértékűre, 438 milliárd dollárra nő. A közeljövőben a hiány további csökkenése helyett ismét növekedés várható, mivel a kormány a pénzügyi rendszert, teljesíteni a kampányígéreteket, miközben a babyboom-generáció eléri a nyugdíjkorhatárt.

A folyamatos hiány az Egyesült Államok bruttó államadósságát 2008 márciusára már több mint 9 400 milliárd dollárra növelte, s ez hozzávetőlegesen 79 000 dollár adós-

5 L. Donald Kohnnak, a Fed Kormányzótanács tagjának *Imbalances in the US Economy* című előadását, amely a 15. éves Hyman Minsky Konferencián hangzott el: Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, New York, 2005. április 22. (*BIS Review*, 28/2005).

ságot jelent adófizetőkként.⁶ Ebből a külső adósság körülbelül 25 százalék, ami gyakorlatilag kétszerese az 1988-ban mért 13 százaléknak. A folyamatos folyófizetésimérleg-hiányból eredő növekvő külső adósságnak kedvezőtlen hatása volt a dollár árfolyamára a nemzetközi devizapiacokon.

Ez a hiány önmagában nem jelentett volna komoly problémát, ha az Egyesült Államok magánszektorának megtakarítása nem csökken meredeken. A nettó magánmegtakarítások (a háztartások és a vállalati szektor megtakarításai leszámítva a befektetéseket) a háztartások és a cégek által felvett kölcsönöknek és költekezésüknek köszönhetően csökkentek. Ez nem lett volna lehetséges a pénzügyi rendszer túlzott és imprudens hitelezése nélkül. Az utóbbi három évben (2005–2007) a háztartások nettó megtakarítása kevesebb mint 1 százalékát képezte adózott jövedelmüknek, szemben az 1950 és 2000 közti 8 százalékos átlaggal (Kohn 2005: 1; OECD 2008: Annex Table 23). A kormányzati deficit a háztartások és a vállalatok bruttó adósságával együttesen körülbelül a GDP 350 százalékára növelte a teljes amerikai adósságot. Ennek fel kellett volna nyomnia a kamatlábakat, de mégsem így történt a külföldről beáramló tőke miatt. Ez a beáramlás azonban nem volt zökkenőmentes, mert nem csak az USA nettó külföldi eladósodását növelte rekordmagasságba mind abszolút értékben, mind pedig GDP-arányosan, hanem csökkentette a kamatlábakat is, ami a fogyasztási célú kiadások és a lakóingatlanárak meredek emelkedését eredményezte.

Mindez rávilágít a döntő kérdésre: a külföldiek meddig lesznek hajlandók kölcsönöket folyósítani? A dollár erejébe és stabilitásába vetett bizalom szükséges ahhoz, hogy az tartalékvalutaként szolgálhasson. Ez viszont nem lehetséges, ha a külföldiek nem hajlandók dollárt tartani. Mi történik, ha az éves deficitek tartósak lesznek, csökkentve a dollárba vetett bizalmat, és így a tőke kiáramlik az Egyesült Államokból? Ez nem pusztán elméleti kérdés. Az utóbbi 40 évben a dollárnak négy komoly leértékelődéssel kellett megküzdenie. Mivel a világ devizakészletének majdnem kétharmada még mindig dollárban van,⁷ a más devizák vagy árupiaci termékek felé történő elmozdulás, ahogy az az 1960-as évek második felében történt, a dollár árfolyamának hirtelen eséséhez, a kamatlábak és az árupiaci termékek árának emelkedéséhez, valamint az Egyesült Államok gazdaságának recesz-

6 Az Egyesült Államok Nemzeti Adósságszámláló Órája (U.S. National Debt Clock) szerint a kinn lévő államadósság 10,2 ezer milliárd dollár volt 2008. október 5-én. A nemzeti adósság törvényben rögzített plafonját már 11,315 ezer milliárd dollárra növelték, hogy alkalmazkodjon az adósság várt növekedéséhez.

7 2007 harmadik negyedévének végén az azonosított hivatalos devizatartalékok 63,8 százaléka amerikai dollár volt.

sziójához vezethet. Ez pedig az egész világon egy hosszúra nyúló recessziót eredményezhet. A kései korrekció így megbosszulná magát, hiszen a piaci fegyelem már sokkal korábban és lényegesen kevesebb szenvedéssel ugyanoda vezethetett volna. Ehhez hasonlóan az Egyesült Államok elnökének a pénzügyi piacokat vizsgáló munkacsoportja (President's Working Group on Financial Markets) is helyesen vonta le a következtetést a 2007 februárjában megjelent *Principles and Guidelines Regarding Private Pool of Capital* című tanulmányában, miszerint a rendszerkockázatok visszaszorításának leghatékonyabb módja a piaci fegyelem megerősítése.

A MÁSODRENDŰ (SUBPRIME) JELZÁLOGHITEL-PIACI VÁLSÁG

A másodrendű (*subprime*) jelzáloghitel-piaci válság, amelynek most az Egyesült Államok is a markában találja magát, szintén a túlzott hitelezés következménye. Az értékpapírosítás, azaz a finanszírozás „originate-to-distribute” modellje⁸ lényeges szerepet játszott ebben. Az értékpapírosítás kétségtelenül hasznos innováció volt: a hitelezőknek nagyobb hozzáférést biztosított a tőkepiacokhoz, csökkentette a tranzakciós költségeket, és lehetővé tette a szélesebb körű kockázatmegosztást. Ennek eredményeképpen növekedett a jelzáloghitel-kínálat, ami hozzájárult a háztulajdonosok 1994. évi 64 százalékos arányának 2007-es 68 százalékra való növekedéséhez (Bernanke 2007: 1).

Ugyanakkor még egy hasznos innovációnak is lehet negatív hatása, ha azt a piaci fegyelmet csökkentő módon alkalmazzák. A jelzáloghitelek kibocsátói a fizetéseképtelenség teljes kockázatát továbbhárították a hitelértékpapír végső vásárlójára. Éppen ezért kevesebb ösztönző maradt a nyújtott hitelek gondos elemzésére (Mian és Sufi 2008: 4; Keys et al. 2008). Következésképpen a nyújtott hitelek mennyisége nagyobb prioritást élvezett, mint azok minősége, és így a nem elsőrendű hitelfelvevők számára is megnőtt a felvehető kölcsönök összege. Bernake, a Fed Kormányzótanácsának elnöke szerint

8 A kifejezés a kereskedelmi bankok azon gyakorlatát takarja, hogy az általuk nyújtott hitelek nem tartják meg a mérlegükben, hanem azokat (jellemzően portfóliókba „összecsomagolva”) értékpapírok formájában továbbértékesítik, megfelelő jutalék mellett. A hitelkockázatot így már nem a bank, hanem az értékpapír birtokosai viselik, akik viszont sokszor nem tudják ezt a kockázatot megfelelően felmérni. Az *originate-to-distribute* arra utal, hogy az értékpapírosított hitelek esetében a bankok a jutalékok maximalizálására törekedve már nem érdekeltek a hitelezők megfelelő szűrésében („azért kezeltetnek hitelek, hogy értékpapírosíthassák azokat”). [Részletesebben l. pl. Király Júlia - Nagy Márton (2008): Jelzálogpiacok válságban – kockázatalapú verseny és tanulságok. In: *Hitelintézeti Szemle*, Vol. 7., No. 5.: 450-482. – a lektor]

„a hitelezés túlnyomó többsége az utóbbi években nem volt sem felelős, sem pedig prudens... Ráadásul a megtévesztő, tisztességtelen és álnok kölcsönzési gyakorlat néhány kölcsönfelvevőt olyan jelzáloghitelbe sodort, amelyet tudatosan sosem választott volna (Bernanke 2008: 1).

Így az a kontroll, amit a piaci fegyelem érvényesíthetett volna az önérdek felett, nem lépett működésbe. Ez pedig elhintette a jelzáloghitel-válság magvait, ami nem pusztán a jelzáloghitelek pénzügyi problémáihoz, hanem az Egyesült Államok pénzügyi rendszerének válságához vezetett, és tovagyűrűzött más országokba is.⁹ Következésképpen számos bank és más pénzintézet dőlt be, kényszerült mentőövet elfogadni, vagy államosították az adófizetők költségén nem csupán az Egyesült Államokban, hanem az Egyesült Királyságban és számos más országban is. Az általános vélemény szerint a helyzet annál rosszabb lesz, minél több hitelkártya kibocsátó intézmény és derivatívakereskedő válik fizetéseképtelenné a válság vagy egy esetleges gazdasági recesszió miatt.

Amikor túlzott és meggondolatlan a hitelezés, és a hitelezők nem biztosak a visszafizetésben, a credit default swapok (CDS) és hasonló derivatívák igénybevétele, amelyekben védelmet keresnek az adósok bedőlésével szemben, szintén túlzottá válik. A CDS megvásárlója díjat fizet az eladónak (egy hedge fundnak), amelyért cserébe az adós fizetéseképtelensége esetén egy biztos kompenzációhoz jut. Ez nem okozott volna semmilyen problémát, ha a védelmet a hitel tényleges nyújtója élvezte volna. Ugyanakkor egy tipikus CDS-ügylet esetén a hedge fund a swapot nem csak egyetlen banknak adja el, hanem számos másiknak is, amelyek hajlandók fogadni egy specifikus adós fizetéseképtelenségére, annak ellenére is, hogy esetleg ők maguk nem is adtak kölcsönt az adósnak. A fogadásokat kötő befektetők továbbadhatják a swapokat másoknak, amivel még tovább fokozhatják a kockázatot. Ennek megfelelően a kinn lévő derivatívák névértéke 2008 első negyedében 692 ezer milliárd dollárosra nőtt (ebből a CDS-ek névértéke 62,2 ezer milliárd dollár), míg a második negyedévre 600 ezer milliárd dollárra mérséklődött (ebből a CDS-ek névértéke 54,6 ezer milliárd dollár) (BIS 2008b: 20). Habár ez a csökkenés után is még mindig több mint tízszer nagyobb volt, mint a világ 57 ezer milliárd dolláros teljes kibocsátása.

Mivel a derivatívák piacát nem szabályozzák és felügyelik úgy, mint a biztosítókat, a kereskedőkre nem vonatkoznak törvényes korlátok, minimum tőke- és tartalékkövetelmények, valamint egyéb prudenciális szabályozások. Ez pedig jelentős mértékű bizonytalanságot okozott a túlzott tőkeáttételnek kitett hat-tíz kereskedőnél, akik a derivatívák végső elszámolói: vajon képesek lesznek-e teljesíteni a kötelességeiket abban az esetben, ha sokan fizetéseképtelenné válnak? Bármelyikük fizetéseképtelensége egy globális

9 A Mortgage Bankers Association szerint durván 4,2 millió jelzáloghitel járt le vagy került árvéreztésre 2007 végén, valamint további hárommillió adós kerülhet hasonló helyzetbe a közeljövőben (Herszenhorn és Bajaj 2008: 2).

láncreakciót eredményezhet, ami a derivatívavásárlókat sok milliárd dollárnyi értéktelen szerződés birtokosává teheti, és bedöntheti a nemzetközi pénzügyi rendszert. Nem csoda, hogy Soros György a derivatívákat „hidrogénbombáknak”, Warren Buffett pedig „pénzügyi tömegpusztító fegyvernek” nevezte.

Amikor a rendszer eléri a krízispontot, már nehéz megállítani a folyamatokat. A központi bankok számára nem marad más választás, mint kimenteni a bankokat, csökkenteni a kamatlábakat, és likviditást biztosítani a recesszió elkerülése érdekében. A likviditást rendkívül alacsony kamatlábakon tették elérhetővé, amelyek nem csak a köz- és magánszektor adósságát növelik, hanem lehetővé teszik az imprudens finanszírozás folytatását is. Ezt egy pénzügyi válság követi majd, amely újra megköveteli, hogy a rendszerbe további likviditást pumpáljanak a krízis legyőzése érdekében. Ezért, míg a jelenlegi válság megfékezése céljából különféle intézkedéseket fogadnak el, ezzel egyidejűleg fontos kigondolni egy hatékony módot a jövőbeni válságok elkerülésére azáltal, hogy ellenőrizzük a túlzott és meggondolatlan kölcsönfolyósításokat a pénzügyi rendszerbe bevezetett nagyobb fegyvelmen keresztül.

A pénzügyi rendszerbe bevezetett nagyobb fegyvelm azonban megfoszthatja a nem elsőrendűnek ítélt hitelfelvevőket attól a finanszírozástól, amelyre szükségük lenne egy ház vagy más alapvető áruk és szolgáltatások megvásárlásához, vagy a saját vállalkozásuk megalapításához. Ennélfogva valamiféle megállapodásra van szükség, hogy a kölcsönért folyamadók ezen típusa is részesülhessen a finanszírozásból. Ahelyett, hogy milliárdokat költenénk arra, hogy megmentsük a pénzügyi rendszert az ilyen kölcsönvevők fizetéseképtelenségétől, miután a válság felütötte a fejét, kíváncsabb lenne létrehozni számukra még a válság előtt olyan mechanizmusokat, amelyek olcsó finanszírozást nyújtanak megfizethető feltételek mellett. Amennyiben nem így teszünk, valószínűleg tovább növekszik a szakadék a gazdagok és a szegények közt, valamint súlyosabbá válik a szociális és a politikai feszültség is.

Ezért nagyon nagy szükség van a pénzügyi rendszer újjáépítésére. Bookstaber (2007) helyesen vonta le a következtetést, amikor azt állította, hogy a mai pénzügyi válságok nem a gazdasági instabilitásnak vagy a természet rendjének, hanem a pénzpiacok rossz megtervezésének a következményei. A *The Economist* szintén megjegyezte, hogy „a világnak szüksége van egy új gondolkodásmódra, ami a pénzügyet és a vele járó kockázatokat illeti” (Wall Street’s Crisis 2008: 25). Ez az a pont, ahol az iszlám pénzügy értékes hozzájárulást tud nyújtani a nemzetközi pénzügyi rendszer számára.

AZ ISZLÁM PÉNZÜGYI RENDSZER

Az iszlám vallás egyik legfontosabb célkitűzése, hogy igazságosabbá tegye a társadalmat. Ez nem lehetséges addig, amíg az összes intézmény, beleértve a pénzügyi rendszert is, nem járul hozzá pozitívan ehhez a célhoz. Az egyik nélkülözhetetlen alapelv ennek eléréséhez, hogy az ember életének minden aspektusát, legyen az társadalmi, gazdasági, politikai vagy nemzetközi, alá vessük az erkölcsi értékeknek. Ez segíthet megfékezni a kapzsiságot és a mohóságot, amelyek az emberi teljesítmény legmagasabb fokaként a vagyon maximalizálását és a kielégülést nevezik meg (I. Galbraith 1972: 153).

A pénzügyi rendszer akkor lenne képes elősegíteni az igazságosságot, ha az erősség és a stabilitás mellett legalább további két feltételt is teljesítene. Egyrészt a finanszírozónak is osztoznia kell a kockázatban, hogy *ne* háruljon a veszteség összes terhe a vállalkozóra. Másrészt pedig a pénzügyi források méltányos részének elérhetőnek kell lennie a szegények számára, hogy felszámolható legyen a szegénység, és csökkenthetők legyenek a jövedelmi és vagyonbeli különbségek. Az iszlám értékek keretein belül igazságosság nélkül nem lehetséges a fenntartható fejlődés. Az igazságtalanság végül pusztuláshoz vezet (Korán 57: 25). Számos klasszikus muszlim tudós, beleértve Abu Júsufot (731–798), al-Mawardit (972–1058), Ibn Tajmiját (1263–1328) és Ibn Haldúnt (1332–1406), hangsúlyozta az igazságosság és a fejlődés közti szoros kapcsolatot. Mára ezt a közgazdasági irodalomban is egyre inkább hangsúlyozzák.

Ahhoz, hogy az igazságosság első feltétele teljesüljön, az iszlám a finanszírozótól és a vállalkozótól egyaránt megköveteli, hogy a nyereséget és a veszteséget méltányosan osszák meg. Ebből a célból az iszlám pénzügy egyik alelve: „kockázat nélkül nincs nyereség”. Ha szeretnénk nyereséget elérni, késznek kell lennünk a kockázat megosztására is. A kockázat és hozam megosztása a pénzügyi rendszerben segíthet rábírní a pénzintézeteket arra, hogy a kockázatot gondosabban felmérjék, és a források felhasználását hatékonyabban ellenőrizzék. A kockázat kettős, a finanszírozó és a vállalkozó általi felmérése segíthet nagyobb mértékű fegyelmet biztosítani a pénzügyi rendszernek, továbbá csökkenteni a túlzott hitelezést, és egészségesebbé tenni a pénzügyi rendszert. Viszont nem elég egyedül a bankokat a kockázatmegosztásra ösztönözni, mert a profitmaximalizálás vágya arra ösztönözné őket, hogy kedvezzenek a túlzott hitelezésnek. Ezért szükséges a betéteseket is arra ösztönözni, hogy sokkal aktívabb szerepet játsszanak a fegyelem kikényszerítésében. Ez akkor válik lehetségessé, ha a betétesek is osztoznak a nyereségben vagy a veszteségben.

Mivel azonban a látra szóló betétek tulajdonosai nem realizálnak hasznot, nem lenne igazságos, ha a finanszírozás kockázatait is ők vállalnák. Éppen ezért garantálni kell betétjeiket. Velük ellentétben viszont a lekötött betétek tulajdonosai osztoznak

a nyereségen, így a kockázatokat is meg kellene osztaniuk. Ezáltal pedig ideiglenes részvényesekké válnának. A betétek lekötése részvényvásárlással, a feltörés beváltással lenne egyenértékű. Ez a lekötött betétek tulajdonosait a bankjaik ellenőrzésére, továbbá nagyobb átláthatóság, jobb kormányzás, hatékonyabb kockázatkezelés-menedzsment, könyvvizsgálat, szabályozás és felügyelet követelésére ösztönözné. Ha a betétesek részt vennének a kockázatmegosztásban is, az szintén arra ösztönözné őket, hogy körültekintőbben válasszák meg azt a bankot, amellyel együttműködnek.

A fegyelem fent vázolt módjának bevezetése helyett a nemzetközi pénzügyi rendszer elsődleges fókuszának középpontjában jelenleg a szabályozás és a felügyelet áll. Semmi kétség sincs afelől, hogy a szabályozás és a felügyelet egyaránt fontosak és elkerülhetetlenek, és nagy megkönnyebbüléssel nyugtázzhatjuk, hogy jelentős fejlődés figyelhető meg ebben az irányban a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság (Basel Committee on Banking Supervision) égisze alatt. Ugyanakkor a szabályozás és a felügyelet sem alapulhat maradéktalanul két fő tényezőn. Először is, a kapzsiság és a fukarság nem fékezhető meg csupán a szabályozás által. A szabályok pontos betartása melletti morális elköteleződés ugyanúgy fontos, mert a gátlástalan személyek alattomos módon anélkül is kijátszhatják a szabályokat, hogy lelepleznék őket. Másodszor, a szabályozásokat nem lehet az összes országban és minden egyes eszközkezelőre egységesen alkalmazni a mérleg alatti tételek és a banki titoktartás standardjai miatt, valamint azért sem, mert a banki könyvvizsgálók akadályokba ütköznek a banki eszközök minőségvizsgálata során. Az LTCM összeomlása és az Egyesült Államokban éppen uralkodó pénzügyi válság világosan rámutatnak, hogyan kerülhetnek a bankok nehéz helyzetbe túlzott hitelezések miatt még egy nyilvánvalóan jól szabályozott rendszerben is.

A szabályozás és a felügyelet ezért sokkal hatékonyabb lehetne, ha kiegészülne egy olyan paradigmaváltással, miszerint a bankok és a lekötött betétek tulajdonosai megosztják a pénzügyi közvetítéssel kapcsolatos kockázatokat a pénzügyi rendszer nagyobb fegyelme érdekében. Ahogy azt néhány elemző (Calomiris 1998; Meltzer 1998; Yeager 1998) felvetette, csupán az állami újratőkésítés nem vihet bennünket közelebb a megoldáshoz, mert a bankok tőkéje jellemzően csak a kockázattal súlyozott eszközök (*risk-weighted assets*) értékének 8 százaléka körül mozog. Az is fontos, hogy nem elég csupán a bankokat a kölcsönkérelmek gondos aláírására ösztönözni, hanem a betéteseket is motiválni kell a körültekintő bankválasztásra és banki ügyeik gondosabb ellenőrzésére. A betétesek szövetségekre szervezése mindezt megkönnyítené számukra.

Az iszlám pénzügy ideális formájában a finanszírozás *mudáraba* és *musáraka*¹⁰ módjai által jelentősen megnövelné a saját tőke arányát a vállalatokban, valamint a nyere-

10 Az iszlám pénzügyi konstrukciókra vonatkozó fogalmakról I. Pálfi Gergő e számban megjelent írását – *a szerk.*

ség- és veszteségmegosztás mértékét a projektekben és vállalkozásokban. Még a főáramú közgazdaságtanban is vannak támogatói a saját tőkés finanszírozásra való nagyobb támaszkodásnak. A Harvard Egyetem professzora, Kenneth Rogoff szerint „Egy ideális világban a saját tőkés finanszírozás és a közvetlen befektetés sokkal nagyobb szerepet játszana”. További állítása szerint „ha a hitelek és a saját tőke nagyobb egyensúlyban lennének, az jelentősen javítaná a kockázatmegosztást, és jócskán tompítaná a pénzügyi válságok hatásait” (Rogoff 1999: 40). Az IMF is sikraszállt a saját tőke általi finanszírozás mellett. Érvei szerint „az adóssággeneráló beáramlásokkal ellentétben a közvetlen külföldi befektetésekre gyakran mint a fejlesztés finanszírozásának biztonságosabb és sokkal stabilabb módjára tekintenek, mert az a tulajdonra és így az üzem, a berendezések és az infrastruktúra ellenőrzésére vonatkozik, elősegítve a gazdaság növekedésteremtő képességét, szemben a rövid távú külföldi kölcsönökkel, amelyek sokkal inkább a fogyasztás finanszírozását szolgálják. Továbbá válság idején, miközben más befektetők meg tudnak szabadulni a belföldi értékpapiroktól, és a bankok elutasíthatják a kölcsönök megújítását, a fizikai tőke tulajdonosai csak nehezen találhatnak vevőt részesedésükre” (IMF 1998a: 82).

A saját tőkére való nagyobb mértékű támaszkodás ugyanakkor nem feltétlenül jelenti az idegen tőke általi (azaz hitelek révén történő) finanszírozás elutasítását. A saját tőke, illetve a nyereség- és veszteségmegosztás ugyanis nem feltétlenül tudja kielégíteni az egyének, a vállalatok és a kormányzatok összes pénzügyi szükségletét. Az idegen tőkével való finanszírozás ennek következtében elkerülhetetlen, de ettől még nem kellene támogatni a nem alapvető és pazarló javak fogyasztását és a terméketlen spekulációt. Ezért az iszlám pénzügyi rendszer nem teszi lehetővé, hogy közvetlen hitelezés és kölcsönfelvétel által adósság alakulhasson ki. Az adósság sokkal inkább a reáleszközök eladásán és bérletén, az eladáson és bérletén alapuló finanszírozási módokon (*murábaha, idzsára, szalám, isztiszná és szukúk*) keresztül alakul ki. Vagyis a cél az, hogy egyes cégek azonnal megvásárolhassák azokat az árukat és szolgáltatásokat, amelyekre sürgősen szükségük van, de csak abban az esetben, ha később képesek lesznek visszafizetni az igényelt összeget. Az iszlám továbbá lefektetett bizonyos feltételeket, amelyek segítenének megelőzni az adósság túlzott elterjedését. Néhány ezek közül:

1. Az eszköz, amelyet eladnak vagy bérbe vesznek, reáleszköz legyen, ne pedig elképzelt vagy eszmei;
2. az eladónak birtokolnia kell az árut, amelyet elad vagy bérbe vesz;
3. a tranzakció legyen valódi kereskedelmi tranzakció a vétel és eladás tényleges szándékával; és
4. az adósságot nem szabad továbbértékesíteni, így a vele járó kockázatot sem lehet másra hárítani. Ezt a kockázatot magának a hitelezőnek kell viselnie.

Az első feltétel segíthet felszámolni a legtöbb spekulatív tranzakciót, beleértve a *gharart* (túlzott bizonytalanság) és a *qimart* (hazardírozás). A második feltétel biztosítja, hogy az eladó (vagy a bérbeadó) is osztozzon a kockázat egy részén azáltal, hogy a nyereségből részesedik majd. Amint az eladó (finanszírozó) szert tesz az eladásra vagy bérbeadásra szánt áruk tulajdonjogára és birtokolja azokat, egyben a kockázatot is viseli. Ez alól a saria kivételt tesz a *szalám* és az *isztiszná* esetében. Itt ugyanis az áruk még nem elérhetőek a piacon, az eladás előtt kell őket létrehozni. Az iszlám finanszírozás ezért csak a reálgazdaság fejlődésével összhangban képes elterjedni és így megfékezni a túlzott hitelexpanziót.

A harmadik és a negyedik feltételek, vagyis hogy a tranzakció legyen valódi kereskedelmi tranzakció, és a hitelező ne hárítsa másra a kockázatot adósságának eladása által, szintén segíthetnek felszámolni a spekulatív és derivatív tranzakciókat, és megelőzhetik, hogy az adósság magasan a reálgazdaság szintje fölé emelkedjen. A feltételek a reálszektor számára sokkal több pénzügyi forrást szabadítanak fel, ami kedvezne a foglalkoztatási és önfoglalkoztatási lehetőségek bővülésének, valamint a szükségleteket kielégítő áruk és szolgáltatások termelésének.

A KÖLTSÉGVETÉSI HIÁNY CSÖKKENTÉSE

Az iszlám addig nem lesz képes fegyelmet biztosítani a pénzügyi rendszeren belül, amíg a kormányok nem csökkentik a központi bankoktól felvett kölcsönöket olyan szintre, hogy az egyensúlyban legyen az ár- és a pénzügyi stabilitás céljával. Ha a kormányok nagy mennyiségű kölcsönöket vesznek fel a központi bankoktól, akkor sokkal több pénzt kínálnak a bankoknak, mint ami szükséges, ezáltal elősegítve a monetáris expanziót. Alapvetően a túlzott likviditás és a magas tőkeáttétel teszi lehetővé a bankok számára, hogy laza hitelezést folytassanak. Ezért szükséges, hogy legyenek független központi bankok, illetve törvényi korlátok a kormány által felvett kölcsönök mértékére annak érdekében, hogy a költségvetés hiánya ne haladja meg a stabil növekedés keretein belüli mértéket.

ISZLÁM FINANSZÍROZÁS A GYAKORLATBAN

Az iszlám pénzügyi rendszer eddigi fejlődése csak részben harmonizál az iszlám vízióval. Eddig nem volt képes arra, hogy teljesen kibújjon a hagyományos finanszírozás kényszerzubbonyából. A saját tőkés finanszírozás, illetve a haszon- és veszteségmegosztás módszereinek alkalmazása jelentéktelen, míg az adósságtերemtő eladáson és bérleten alapuló

gyakorlat máig túlsúlyban van. Ráadásul az adósságtերemő eljárásoknál az iszlám bankok, valamint a hagyományos bankok ágazatai sem feltétlenül teljesítik a saría által lefektetett feltételeket. Igyekeznek legális cseleket alkalmazni (*hiyal*) annak érdekében, hogy az összes kockázatot átruházzák a vásárlókra (adósokra) vagy a bérelőkre. Ezért az iszlám pénzügyi rendszer a gyakorlatban nem tükrözi az elvart állapot hiteles képét.

Felmerül tehát a kérdés, hogy a rendszer miért nem volt képes jelentős előrelépést produkálni a nagyobb hitelesség elérése érdekében. Ennek egyik alapvető oka az, hogy még nem alapították meg azokat az intézményeket, amelyek szükségesek az anonimitással, a morális kockázattal, a megbízó-ügynök érdekonfliktussal, és a pénzügyi kötelezettségek kései kiegyenlítésével kapcsolatos kockázatok minimalizálásához. Az ilyen intézményekre azért van szükség, hogy a bankok lehetőleg hozzájussanak az ügyfelekkel kapcsolatos megbízható információkhoz, és biztosítsák, hogy az általuk hitelezett tőke felhasználása megállapodás szerint és hatékonyan történjen, valamint a bevallott nyereség a vállalkozás valódi állapotát tükrözze. Szükség lenne rájuk azért is, mert elősegítenék az időben történő visszafizetést, valamint azonnal igazságot szolgáltatnának, amennyiben a bank ügyfelei vitázni kezdenének, vagy makacs módon halogatnák a fizetést. Végül szükség lenne rájuk azért is, hogy segítsenek a bankok számára forrásokat szerezni likviditási válság idején. Efféle intézmények megalapítása jelentős előrelépés lenne egy az iszlám pénzügy számára kedvező környezet létrehozásának irányába. Minél tovább tart az ilyen intézmények megalapítása, annál tovább tart a vízió megvalósítása.¹¹

NÉHÁNY KIEGÉSZÍTÉS A NEM ELSŐRENDŰ HITELFELVEVŐK KAPCSÁN

Míg a pénzügyi rendszerbe bevezetett nagyobb fegyelem a kockázat és a hozam megosztásán keresztül segíthet előmozdítani a tőketárs és a vállalkozó közti igazságosságot, nem járul hozzá ahhoz, hogy a pénzintézetek által mobilizált nemzeti megtakarítás haszna a gazdaság összes szektorában elterjedjen. A nem elsőrendű hitelfelvevőktől a legnagyobb valószínűséggel megszabadulnának. A pénzügyi rendszer általában hajlamos volt így cselekedni a világ csaknem összes országában, amivel fokozta a jövedelmi és vagyoni egyenlőtlenségeket. Arne Bigsten helyesen észlelte, hogy „a tőke elosztása a birtok elosztásánál is sokkal kevésbé egyenlő”, és „a bankrendszer hajlamos megerősíteni a tőke egyenlőtlen elosztását” (Bigsten 1987: 156). Khawaja és Mian legutóbbi tanul-

11 Néhány ilyen típusú intézményről szóló rövid áttekintéshez l. Chapra (2008).

mányukban bemutatták, hogy a bankok hajlamosak előnyben részesíteni a politikához kötődő vállalatokat (Khwaja és Mian 2005).

Mindez baljós jövőt jósol a társadalom számára, mert azt eredményezi, hogy a vállalkozókat csupán egy társadalmi osztályból toborozzák, ezáltal meghiúsul, hogy a vállalkozói tehetségeket a társadalmi erőforrások egészéből aknázzák ki (Leadbearer 1986: 5). Mivel a pénzügyi rendszer a gazdaságon belül domináns szerepet játszik az egyén politikai hatalmának, társadalmi státuszának és gazdasági feltételeinek meghatározásában (I. Claessens és Perotti 2007), nehéz lenne elérni az iszlám társadalmi-gazdasági céljait a rendszer olyan átstrukturálása nélkül, amely nem segítené elő a fenti célok megvalósítását.

Ez sokkal fontosabbá válik azért is, mert ahogy azt már jeleztük, a pénzügyi rendszerbe való nagyobb fegyelem bevezetésére való törekvés tovább ronthatja az egyenlőtlenségi viszonyokat azáltal, hogy megfosztja a nem elsőrendű hiteligénylőket a hitelhez jutástól. Ezért be kell vezetni a pénzügyi rendszerbe néhány megfelelő innovációt, hogy az ilyen típusú hiteligénylők számára is biztosítva legyen a megfelelő hitel, amely segítségével megvalósíthatják a saját házról és mikrovállalkozásokról szóló álmaikat. Azon társadalmakat, ahol a szegények nem képesek kikerülni a bérabszolgáltatásból azáltal, hogy saját vállalkozást alapítanak – és az itt megtermelt nagyobb jövedelem segítségével kielégíthetik alapvető igényeiket –, nem lehet igazságosnak tekinteni. Muhammad Yunus, a Grameen Bank alapítója találónan fogalmazta meg, hogy az önfoglalkoztatás finanszírozására olyan jogként kellene tekinteni, amelynek kritikus szerepe van a többi jog elnyerésében (Yunus 1987: 31). Az Egyesült Államok képviselőháza által alapított Select Committee on Hunger jelentésében összefoglalta, hogy „a fejlődő országok informális gazdaságában a mikrovállalkozások számára nyújtott kis összegű hitelek jelentősen növelhetik a szegények életszínvonalát, az élelmiszer-biztonságot, és a helyi gazdaságokban fenntartható javulást hozhatnak” (1986: v).

A tapasztalat azt mutatja, hogy a mikrovállalkozások általában életképes intézményeknek bizonyultak – a visszafizetés aránya tekintélyes, a fizetéseképtelenség aránya alacsony. Azt is bebizonyították, hogy sikeres eszközei a szegénység és a munkanélküliség elleni harcnak. Az International Fund for Agricultural Development (IFAD) tapasztalatai szerint a leginkább vállalkozó kedvű szegényeknek utalt hitelt az általuk lehetővé tett nagyobb jövedelemből gyorsan visszafizetik (Ifadicide 1985: 15). A bangladesi Grameen Bank adatai azt mutatják, hogy az állandó visszafizetési arány a bank alapítása óta 99 százalékos (Yunus 1984: 12).

Éppen ezért számos ország alapított olyan speciális intézetet, amely hitelt nyújt a szegényeknek és az alsó középosztálybeli vállalkozóknak.¹² Annak ellenére, hogy ezek

12 A néhány muszlim országban működő, mikrohitelt nyújtó intézményekkel kapcsolatos tapasztalatokról I. Obaidullah (2008).

rendkívül hasznosak voltak, két fontos probléma is akadt, amelyeket meg kellett oldani. Az egyik ezek közül a kamatorientált mikrofinanszírozási rendszerben történő hitelezés magas költsége. Qazi Kholiquzzaman Ahmed, a Bangladesh Economic Association elnöke által írt időszerű tanulmány kimutatja, hogy a mikrofinanszírozási intézmények által felszámolt effektív kamat, a Grameen Bankot is beleértve, akár 30–45 százalékot is elérheti.¹³ Ez komoly nehézségeket okoz a kölcsönfelvevőknek az adósság visszafizetése során. Gyakran nem csak arra kényszerítik őket, hogy feláldozzák alapvető fogyasztásukat, hanem arra is, hogy újabb kölcsönöket kérjenek. Ez pedig akaratlanul is beszippantja őket egy vég nélküli adósságciklusba, ami nem csak a szegénységet állandósítja, hanem a nyugtalanságot és a társadalmi feszültséget is növeli (Ahmad 2007: xvii-xix; l. még Sharma 2002).¹⁴ Nem csoda, hogy a bangladesi pénzügyminiszter az ország mikrohitel-kamatlábait zsaroló kamatlábaknak nevezte meg a 2004-ben Dhakában a mikrohitelről szervezett csúcstalálkozón.¹⁵

Fontos, hogy míg a csoportos hitelezési módszert, amit a Grameen Bank és más mikrohitelezési intézetek alkalmaznak a visszafizetés biztosítása érdekében, megtartják, addig a nagyon szegények számára humánus, kamatmentes módon mikrohitelt nyújtának. Ez akkor válhat lehetségessé, ha a mikrofinanszírozási rendszert a *zakat* és a *vakf*¹⁶ intézményekbe integrálják. A muszlim országokban azok számára, akik képesek viselni a mikrohitel költségeit, előnyösebb lenne a nyereség- és veszteségmegosztás, valamint az eladáson és bérleten alapuló finanszírozás iszlám módjait népszerűsíteni. Nem csak a kamatok elkerülése érdekében, hanem azért is, hogy megelőzhető legyen a hitellel való, személyes fogyasztás formájában történő visszaélés.¹⁷

13 Ez egészen hihető, hiszen számos egyéb tanulmány ennél még magasabb kamatlábakat közöl. Nimal Fernando (2006), az Asian Development Bank kelet-ázsiai osztályának vezető mikrofinanszírozási szakértője szerint a régióban a legtöbb mikrofinanszírozási intézet által felszámított nominális kamatláb mértéke egy évben 30 és 70 százalék közt mozog. Az effektív kamatok még magasabbak az általuk kiszabott jutalék és illeték miatt (Fernando 2006: 1). Mannan szerint pedig az effektív kamatok 54 és 84 százalék közt mozognak (Mannan 2007: 2, 12).

14 Sharma (2002) szerint „míg a Grameen Bank mikrohitelezési modellje a szegény közösségeket egy állandó adósságcsapdába vezette, a fizetéseképtelenek növekvő száma komoly visszaesést jelentett a bolíviai kísérlet során” (Sharma 2002: 2).

15 Idézi Fernando (2006: 1).

16 A zakat jótékonytságot, a vakf jótékonyági alapot, alapítványt jelent. Előbbiről részletesebben l. Pálfi Gergő e számban megjelent írását – *a szerk.*

17 Részletekért l. IRTI/IDB (2007: 30) és Feroz (2007: 42).

A másik problémát, amellyel a mikrofinanszírozás szembesül, a mikrofinanszírozási intézetek rendelkezésére álló elégtelen mennyiségű forrás jelenti. A problémát nehéz lesz megoldani, hacsak nem integrálják a mikrofinanszírozási szektort a kereskedelmi bankokba, hogy felhasználva azok nagy mennyiségű pénzügyi forrásainak jelentős részét, képesek legyenek megvalósítani ezen kulcsfontosságú társadalmi-gazdasági célokat. A kereskedelmi bankok jelen pillanatban nem teljesítik ezt az igényt, és a Select Committee on Hunger helyesen állapította meg, hogy „ezekben az országokban a formális pénzintézetek nem ismerik fel a szegények tulajdonában lévő, bevételt generáló vállalkozások életképességét” (1986: v). Ez azért lehet így, mert a kereskedelmi bankok számára túlságosan kényelmetlen, ha közvetlenül részt vesznek a mikrovállalkozások finanszírozásában. Ám nekik nem is kell így tenniük. Ők a saját leányvállalataikon vagy olyan intézeteken keresztül is tudnak működni, amelyeket ebből a célból alapítottak meg (ehhez hasonlóak pl. a mezőgazdasági bankok, szövetkezeti bankok, fejlesztési bankok, lízingscégek és finanszírozási cégek). Mindazonáltal nem csupán a kereskedelmi bankok, hanem a mikrohitel-intézetek számára is fontos csökkenteni az ilyen típusú finanszírozás költségeinek kockázatát.

A kockázat abból fakad, hogy a mikrovállalkozások nem képesek elfogadható biztosítékot nyújtani. A kockázatsökkentés egyik módja az, ha csoportos hitelezési módszert alkalmazunk, amely már bizonyította hatékonyságát. A másik módszer a ma ismert kölcsöngarancia-mechanizmus, amelyet már számos országban bevezettek. Azért, hogy csökkentsük a kölcsöngarancia-mechanizmus terheit, lefedhetjük a nagyon kicsi mikrovállalkozások fizetéseképtelenségéből eredő veszteséget a *zakat*keretből, feltéve, ha a kölcsön folyósítása a finanszírozás iszlám módja szerint történik, és nem tartalmaz kamatot. A harmadik módszer a személyes fogyasztásra fordított hitel minimalizálását jelenti azáltal, hogy pénz helyett szerszámok és berendezések formájában nyújtjuk a hitelt az iszlám finanszírozás *idzsára* (haszonbérlet) módja szerint. Az általuk igényelt nyersanyagokat és árukat a *murábaha*, *szalám* és *isztiszná* módszer szerint lehetne biztosítani. Ha emellett forgótőkét is igényelnek, azt a *zakat*keretből *kard haszan* (kamatmentes kölcsön) formájában lehetne nyújtani.¹⁸

A további kiadásokat, amelyek a kereskedelmi bankoknál felmerülnek a mikrovállalkozások átvilágítása és finanszírozása során, szintén csökkenteni kellene. A nagyon szegény embereknek nyújtott iszlám finanszírozási módokon alapuló kölcsön esetében a kiadás egy részét szintén lehet a *zakat*keretből biztosítani. Ennek elsődleges célja azon lehetőség megteremtése a szegények számára, hogy megálljanak a saját lábukon. A kormányoknak érdemes lenne megfontolniuk, hogy azok esetében, akik a *zakatra* nem jogosultak, de mégis segítségre szorulnak, támogassák a költségek egy részét legalább a kez-

18 Az ezen finanszírozási módokkal kapcsolatos kockázatokról részletesebben I. IRTI/IDB (2007:30).

deti fázisban. Mindezt annak érdekében, hogy segítsenek megvalósítani a dédelgetett célokat: az önfoglalkoztatás lehetőségének előmozdítását, a jövedelem- és a vagyon-egyenlőtlenség csökkentését. A rendszer érettebbé válásával együtt valószínűleg csökken a *zakattól* és a kormányzati támogatástól való függés is. Ez a verzió mindenesetre jobb lett volna, mint milliárdokat költeni a pénzügyi rendszer stabilizálására a másodrendű jelzőloghitelek eredményeként létrejött pénzügyi válság miatt.

A mikrovállalkozások ugyanakkor valószínűleg nem képesek jelentősen előrelépni, hacsak a környezetükben nem hajtanak végre lényeges változásokat a piacokhoz való könnyebb hozzáférés biztosításán és a szükséges fizikai és szociális infrastruktúra megteremtésén keresztül. Egy ilyen infrastruktúra, amely magában foglalja a szakmai továbbképző intézeteket, az utakat, az elektromosságot és a vízkínálatot, segíthet növelni a mikrovállalkozások hatékonyságát, és csökkenteni azok költségeit, ezáltal pedig lehetővé teszi számukra, hogy sikeresen versenyezzenek a piacon.

EGY JÖVŐBENI FELADAT

Az iszlám pénzügyi rendszer eddig a globális pénzügyi piac nagyon kis részét volt képes megszerezni, és annak ellenére, hogy pontosan a *sarí*a által megkívánt módon működik, a közeljövőben bizonyára nem lesz képes jelentős mértékben hatni a nemzetközi pénzügyi rendszerre. Valószínűleg nem várhatóak lényegi változások a hagyományos pénzügyi rendszerben. A Nyugat által a jelenlegi válság leküzdése érdekében eddig alkalmazott hiánypótló intézkedések, bár szükségesek és elkerülhetetlenek, meredeken megnövelik a köz- és magánszektor már így is nagyon magas adósságát. Ennek következményeképpen a válságok a jövőben még erőteljesebbek lehetnek. Mit kellene tenniük a muszlim országoknak? Az egyetlen választási lehetőségük az, hogy racionálisan elmagyarázzák az iszlám rendszert annak érdekében, hogy kialakítsanak egy általános meggyőződést annak érdeimeiről. Mindez sokkal hatékonyabb lenne, ha ők maguk valósítanák meg a rendszert megfontoltan és nyíltan a saját országaikban, mivel így gyakorlatilag megerősítenék a hatékonyságot, amellyel előmozdítanák a pénzügyi egészséget és stabilitást.

Fordította: Csánó Szabina

Lektorálta: Tulassay Zsolt

HIVATKOZOTT IRODALOM

- Ahmad, Qazi Kholiquzzaman (szerk.) (2007): *Socio-Economic and Indebtedness-Related Impact of Micro-Credit in Bangladesh*. University Press Limited (UPL).
- Bank for International Settlements (BIS) (1982): *Annual Report*. BIS.
- Bank for International Settlements (BIS) (1998): *Annual Report*. BIS.
- Bank for International Settlements (BIS) (2008a): *Annual Report*. BIS.
- Bank for International Settlements (BIS) (2008b): *Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments*. BIS.
- Bernanke, Ben (2007): Subprime Mortgage Lending and Mitigating Foreclosures. In: *BIS Review*, No. 104.
- Bernanke, Ben (2008): *Fostering Sustainable Homeownership. A National Community Reinvestment Coalition* éves ülésén tartott beszéde. Interneten: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080314a.htm> (Letöltve: 2010.08.30.).
- Bigsten, Arne (1987): Poverty, Inequality and Development. In: *Surveys in Development Economics*. Szerk.: Gemmell, Norman. Blackwell.
- Bookstaber, Richard (2007): *A Demon of Our Own Design: Markets, Hedge Funds, and the Perils of Financial Innovation*. John Wiley.
- Calomiris, Charles W. (1998): The IMF's Imprudent Role as Lender of Last Resort. In: *The Cato Journal*, Vol. 17., No. 3.: 275–295.
- Chapra, M. Umer (2007): The Case Against Interest: Is it Compelling? In: *Thunderbird International Business Review*, Vol. 49., No. 2.: 161–186.
- Chapra, M. Umer (2008): *Innovation and Authenticity in Islamic Finance*. Bevezető előadás a Harvard Law Schoolon rendezett *Eighth Harvard University Forum on Islamic Finance* rendezvényen.
- Claessens, Stijn – Perotti, Enricho (2007): Finance and Inequality: Channels and Evidence. In: *Journal of Comparative Economics*, Vol. 35., No. 4.: 748–773.
- Edwards, Franklin R. (1999): Hedge Funds and the Collapse of Long-term Capital Management. In: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13., No. 2.: 189–210.
- Fernando, Nimal A. (2006): *Understanding and Dealing with High Interest Rates on Micro-credit*. Asian Development Bank.
- Feroz, Ehsan Habib (2007): The Halal way to Social Change. In: *Islamic Horizons*, január/február: 42.
- Galbraith, John Kenneth (1972): *The New Industrial State*. New American Library. [Magyarul (1970): *Az új ipari állam*. KJK].

- Greenspan, Alan (1998): Statement by Alan Greenspan, Chairman, Board of Governors of the Federal Reserve System, before the Committee on Banking and Financial Services, US. House of Representatives, October 1, 1998. In: *Federal Reserve Bulletin*, december: 1046–1050.
- Herszenhorn, David – Bajaj, Vikas (2008): A Bipartisan Bid on Mortgage Aid is Gaining Speed. In: *The New York Times*, április 2.
- Ifadicide. Indiscriminate hostility to aid agencies is not in America's interest. (1985). In: *The Economist*, február 16.: 15.
- International Monetary Fund (IMF) (1998a): *World Economic Outlook, May*. IMF.
- International Monetary Fund (IMF) (1998b): *World Economic Outlook and International Capital Market, December*. IMF.
- International Monetary Fund (IMF) (2008): *International Financial Statistics, August*. IMF.
- Islamic Research and Training Institute of the Islamic Development Bank (IRTI/IDB) (2007): Framework and Strategies for Development of Islamic Microfinance Services. Tanulmány az *Islamic Microfinance Development: Challenges and Initiatives* konferenciához, 2007. május 27.
- Keys, Benjamin – Mukherjee, Tanmoy – Seru, Amit – Vig, Vikrant (2008): *Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence From Subprime Loans 2001–2006*. Europe Finance Association 2008 Meetings Paper.
- Khwaja, Asim – Mian, Atif (2005): Do Lenders Favour Politically Connected Firms?: Rent Provision in an Emerging Financial Market. In: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 120., No. 4.: 1371–1411.
- Kohn, Donald L. (2005): Imbalances in the US Economy. In: *BIS Review*, No. 28.
- Leadbearer, Charles (1986): Rags to Riches: Fact or Fiction. In: *Financial Times*, december 30.: 5.
- Mahathir bin Mohamad (1997): Highwaymen of the Global Economy. In: *Wall Street Journal*, szeptember 23.
- Mannan, M. Abdul (2007): *Alternative Microcredit Models in Bangladesh: A Comparative Analysis of Grameen Bank and Social Investment Bank Ltd.: Myths and Realities. A First International Conference on Enhancing Islamic Financial Services for Micro and Medium-sized Enterprises* konferencián ismertetett tanulmány, 2007. április 17–19.
- Meltzer, Allan H. (1998): Asian Problems and the IMF. In: *The Cato Journal*, Vol. 17., No. 3.: 267–274.
- Mian, Atif – Sufi, Amir (2008): The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis. In: *NBER Working Paper*, No. 13936.

- Miskhin, Frederic S. (1997): The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers. In: *Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City*: 55–96.
- Az előadás a *Maintaining Financial Stability in a Global Economy* szimpóziumon hangzott el, Jackson Hole, Wyoming, augusztus 28–30.
- Obaidullah, Mohammed (2008): *Role of Microfinance in Poverty Alleviation: Lessons from Experiences in Selected IDB Member Countries*. IRTI/IDB.
- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) (2008): *Economic Outlook*, No. 82.
- Plender, John (1998): Western Crony Capitalism. In: *Financial Times*, október 4.
- President's Working Group on Financial Markets (2007): *Principles and Guidelines Regarding Private Pool of Capital*. Interneten: <https://ustreas.gov/press/releases/hp272.htm> (Letöltve: 2010.08.30.).
- Rogoff, Kenneth (1999): International Institutions for Reducing Global Financial Instability. In: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4., No. 13.: 21–46.
- Sharma, Sudhirendhar (2002): Is micro-credit a macro trap? In: *The Hindu*, szeptember 25.
- Stiglitz, Joseph E. (2003): Dealing with Debt: How to Reform the Global Financial System. In: *Harvard International Review*, Vol. 25., No. 1.: 54–59.
- Sulz, Rene M. (2007): Hedge Funds: Past, Present and Future. In: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, No. 2.: 175–194.
- The Risk Business. Turmoil in financial markets. (1998). In: *The Economist*, október 17.: 23–25.
- Trichet, Jean-Claude (2005): *Asset Price Bubbles And Monetary Policy*. In: BIS Review, No. 44.
- Elhangzott: Monetary Authority of Singapore, Szingapúr, 2005. június 8.
- Wall Street's Crisis. (2008). In: *The Economist*, március 22.: 25.
- Yeager, Leland B. (1998): How to Avoid International Financial Crises. In: *The Cato Journal*, Vol. 17., No. 3.: 257–265.