

## A nemzetközi pénzügyi rendszer reformja

VÍGH-MIKLE SZABOLCS

*A nemzetközi pénzügyi rendszer az utóbbi öt évben sokat változott. Nagy előrelépés történt a nemzetközi pénzügyi sztenderdek meghatározása és alkalmazása terén. A feltörekvő országok valutarendszereiben is pozitív irányú változások mentek végbe, legtöbbször a piac és nem valamely hivatalos szerv, intézmény hatására. A nemzetközi pénzügyi intézmények múltbeli és jelenlegi tevékenységét, valamint a lehetséges reformokat illetően sokféle vélemény megtalálható a szakirodalomban. Kezdenek azonban kikristályosodni azok a fő vonalak, amelyek mentén a reformok megkezdhetők, illetve bizonyos területeken már meg is kezdődtek. Kevés előrelépés történt a magánszektornak a válságkezelés teréből történő részesedésének fokozása terén, és radikálisan új nemzetközi pénzügyi intézmények létrehozására nem túl sok esély van. Mindazonáltal az ezekre irányuló ötletek is segítenek rávilágítani azokra a problémákra, amelyekkel jelenleg a nemzetközi pénzügyi rendszer szembenézni kénytelen.\**

A pénzügyi liberalizáció és integráció nem olyan eredményeket hozott és hoz, mint amilyeneket a legtöbb elemző várt. Úgy vélték, hogy ez egy egyértelműen pozitív összegű játék: a tőkefelesleggel és alacsony megtérülési rátával rendelkező országokból tőke áramlik a tőkehiánnyal küszködő, de emiatt magas megtérülési rátával kecsegtető országokba. A tőkebefogadó országok növekedése felgyorsul, a befektetők portfóliója diverzifikálódik, így mindenki jobban jár. De a dolgok nem egészen így alakultak. A fejlődő piacok pénzügyi válságokba sodródtak, a pénzügyi integráció és globalizáció a piacok volatilitásának fokozódását hozta magával. A nemzetgazdaságok már olyan szorosan kapcsolódnak egymáshoz, hogy az egy-egy országban fellépő pénzügyi válságok rendkívül gyorsan, dominóeffektusként terjednek szét a világban. Ezért egyre nehezebb politikai támogatást szerezni a további liberalizációnak.

Az, hogy a világ még nemzetállamokból áll, viszont a technológiai fejlődés rendkívül olcsóvá tette a határon átnyúló tranzakciókat, komoly problémákkal járó kettősséget okoz. Egyrészt a nemzetállamok kölcsönösen előnyös gazdasági kapcsolatokat akarnak egymással. Másrészt viszont, meglehetősen „korlátozottan” érdeklí őket más államok vállalatainak boldogulása, polgárainak jóléte stb. Nem igazán hajlandók más államokat, illetve azok gazdasági szereplőit krízishelyzetben kiszegíteni. Például az Egyesült Államok egy országot sem akadályoz(hat) meg abban, hogy a dollárt tegye meg hazai fizetőeszköznek. Mégis, világosan látszik az argentin kormány általi, egy monetáris unió létrehozására irányuló tárgyalási kezdeményezésekre adott válaszból, hogy az Egyesült Államok, illetve a Fed nem fogja felvállalni a „lender of last resort” funkció<sup>1</sup> felelősségét egy másik országban is.

\* A Magyar Nemzeti Bank álláspontja nem feltétlenül egyezik a szerző által megfogalmazottakkal.

<sup>1</sup> Lender of last resort – „utolsó mentővár”: a jegybanknak az a funkciója, hogy a bajba került bankokat hitelnújtással kiszegíti, ha azok esetleges csődje a pénzügyi rendszer stabilitását veszélyezteti.

A hosszú távú növekedési kilátások nem igazán nyújtanak gyógyírt a pillanatnyi „fejfájásokra”. Például Latin-Amerikában a növekedés a 80-as évek 1 százalékáról felgyorsult 4 százalékra a 90-es években, de nem érte el a 60-as évekre jellemző szintet, ami pedig nagyságrendekkel kisebb volumenű tőkebeáramlás mellett valósult meg. Viszont a pénzügyi volatilitás, illetve a pánikok, válságok gyakoriságának növekedése nagy társadalmi és politikai költséggel jár az érintett országok számára. Mindezek következtében a nemzetközi pénzügyi architektúra reformja állandó vitatémává vált a szakmai fórumokon.

### **A nemzetközi pénzügyi rendszer reformja – a fő vonalak**

A nemzetközi pénzügyi rendszer megreformálását illetően nagyon sokféle nézet megtalálható a szakirodalomban, mégis felvázolhatók azok az alapkövetelmények, amelyekben viszonylagos konszenzus alakult ki. Ezek a következők.

– Az országok pénzügyi és gazdasági „egészségi” állapotának pontos és teljes, valamint megfelelő időben történő nyilvánossá tételének követelménye. Ez segítené a válsághelyzetek korai felismerését és a helyes válaszlépések kidolgozását. Ezen a területen nagyon sokféle és részletes reformjavaslat született. Egyes szerzők szerint nagyobb hangsúlyt kell kapnia az ún. „prosperity managementnek” a „crisis managementtel” szemben a nemzetgazdaságok állapotának „kollektív” figyelemmel kísérése során. A kormányokat arra kell ösztönözni, hogy stabil, kiszámítható, konzisztens gazdaságpolitikát folytassanak. Így például fontos része lehet a nemzetközi pénzügyi architektúra reformjának az IMF konzultatív tevékenységének megerősítése, ennek azonban nemcsak a fejlődő országokkal, hanem a legerősebb, legnagyobb gazdaságokkal szemben is érvényesülnie kell. Az olyan elemző jellegű munkáknak, mint az IMF World Economic Outlook vagy az OECD Economic Outlook, sokkal nagyobb jelentőséggel kell bírniuk.

– *A pénzügyi rendszerek, illetve azok szabályozásának reformja.* A reformnak a *Bázeleti Bizottság ajánlásai alapján* kell megtörténnie. Ami a pénz- és tőkepiacok liberalizálását illeti, a javaslatok meglehetősen bizonytalanok, tekintve, hogy az eddigi tapasztalatok megítélése korántsem egységes. Abban viszonylagos konszenzus van, hogy a liberalizációnak óvatosan kell bekövetkeznie a nem teljesen felkészült piacok megnyitásával járó kockázatok minimalizálása érdekében.

– *Időbeni és hiteles válaszlépések a potenciális „hazai gyökerű” és importált válságokra.* A javaslatok a rugalmas monetáris, fiskális és árfolyam-politika szükségességét hangsúlyozzák.

– A nagy volumenű és gyors tőkemozgások alapvető jellemzőjévé váltak a globális piacnak. Ilyen környezetben nagy a jelentősége annak, hogy mind a nemzetközi hitelnyújtók, mind a nemzetközi hitelfelvevők tudatában legyenek a kockázatoknak, és hajlandóak legyenek krízishelyzetben azok költségeit viselni. Megfelelő prudenciális szabályozással limitet lehet szabni a külföldi kötelezettségek felhalmozódásának.

A következőkben először a nemzetközi pénzügyi rendszer problémáinak okait magyarázó alternatív elméleteket mutatjuk be dióhéjban. Ezután a jelenlegi nemzetközi pénzügyi rendszer két legfontosabb intézményének, a Nemzetközi Valutaalapnak (IMF) és a Világbanknak létrejöttét, múltbeli és jelenlegi funkcióit, az azokra vonatkozó közvetlen kritikákat, illetve a megvalósítás küszöbén álló konkrét reformjavaslatokat foglaljuk össze. 1999-ben alapították a Pénzügyi Stabilitási Fórumot: röviden ismertetjük létrejöttének körülményeit, szándékolt funkcióit. Ezt követően mutatjuk be az új nemzetközi pénzügyi intézmények létrehozására irányuló javaslatokat.

## Mi okozza a pénzügyi rendszer problémáit?

A címben feltett kérdésre adott válaszok két csoportra oszthatók. Az első csoportba tartozó vélemények szerint a problémák a túlzott mértékű tőkeáramlásnak tulajdoníthatók. Ezt az irányzatot szokták a *Túl Sok Elméletének* (Theory of too Much) is nevezni. Ha valaki vagy valamilyen szervezet implicit garanciát vállal a kötelezettségek teljesítésére, a tranzakcióban részt vevő felek nem internalizálják az összes kockázatot. E miatt a morális kockázat miatt a magánhozamok magasabbak, mint a társadalmi hozamok, ami túlzott mértékű hitelezési aktivitást és torz allokációt eredményez. A megoldás a morális kockázat csökkentése, ahol lehetséges, de ahol ez nem keresztülvihető, ott is valamilyen módon akadályozni kell a tőkeáramlást (sand-in-the-wheels policies).

### Tőke mozgások korlátozása

1998. szeptember 20-án *Paul Krugman* elhelyezett az interneten egy provokatív tanulmányt, amely a *tőkeáramlások korlátozásával* mint a spekulatív támadások elleni egyik lehetséges fegyverrel foglalkozik. A következő napon Malajzia miniszterelnöke, Mahathir be is vetette ezt a fegyvert. 1999 februárjában a korlátozások többségét megszüntették, és a tények nem igazán mutatták azt, hogy Malajzia jobban került volna ki a régiót sújtó válságból, mint a többi érintett ország. De ez az epizód felvetette a jogos kérdést, vajon a spekulatív támadások elleni lehető legegyszerűbb védekezési módszer hatásos lehet-e. *Krugman* a tőkeáramlás korlátozását a legkevésbé rossz megoldásnak tartja. A drasztikus kamatlábemelés vagy leértékelés szerinte drámai hatással lehet a hazai gazdaságra és a bankrendszerre. Rögtön adódik azonban az ellenérv, mennyi jövőbeli külföldi befektetésre számíthat az az ország, amely egyszer már élt a befektetések repatriálásának korlátozásával. A kérdés azonban nem intézhető el ilyen könnyen. Még a nemzetközi hitelfelvétel-hitelnyújtás többperiódusos modelljeiben sem mindig a körülményektől független teljes visszafizetés a hatékony megoldás. Például, váratlanul alacsony gazdasági növekedés időszakában a részleges visszafizetés egyszerre szolgálhatja a hitelfelvevő és hitelező érdekeit. Azt azonban nem lehet tagadni, hogy ez a módszer – főleg kiszámíthatatlansága miatt – elriaszthat befektetőket. A korlátozások ráadásul tág teret adnak a korrupciónak.

Egy kevésbé radikális megközelítés azt tartja, hogy a nemzetközi intézményeknek meg kell engedniük a fejlődő országoknak – sőt ösztönözniük kell őket arra –, hogy a *rövid lejáratú tőkebeáramlást megadóztassák*. A legjobb példa erre Chile, amelynek gazdaságát a latin-amerikai térség legsikeresebbjeként tartják számon. 1992 májusától 1998 májusáig minden Chilébe irányuló nem tőkejellegű (non-equity) befektetés után a kezdeti befektetési összeg 30 százalékának megfelelő, nem kamatozó, egyéves lejáratú betétet volt kötelező elhelyezni. Mivel a betétet csak egy évig kellett tartani, a szabályozás által implikált effektív adórata magasabb volt a rövid lejáratú befektetéseken, mint a hosszú lejáratúakon. A chilei adó mögötti ráció az volt, hogy így visszafogható a hazai gazdasági szereplők túlzott rövid lejáratú eladósodása. 1998-ban, a folyamatosan deficit-es fizetési mérleg hatására, Chilében hatályon kívül helyezték ezt a korlátozó intézkedést. Mindazonáltal, ha a rövid lejáratú tőkebeáramlás megadóztatása transzparens módon megoldható (ami komoly követelmény olyan országokban, ahol a korrupció általános jelenség), jó módszer lehet a spekulatív támadások kivédésére, legalábbis bizonyos országokban.

Az alternatív nézet szerint a fundamentális problémát azok a tökéletlenségek, torzulások jelentik, amelyek akadályozzák a tőkeáramlást. Ezt nevezik a *Túl Kevés Elméletének* (Theory of too Little). Rámutatnak arra, hogy a tőkemobilitás évtizedei után is hatalmas különbség van a fejlett és fejlődő országok tőke-munka arányai között, holott a nemzetközi kereskedelem sztenderd elmélete szerint ennek meg kellett volna szűnnie, vagy legalábbis erőteljesen lecsökkennie. Többféle magyarázó elmélet is létezik, hogy miért áramlik ilyen kevés tőke az országok között. Az egyik a visszafizetési hajlandóság problémájára vezet vissza a jelenséget. Ha a szerződések jogi környezete bizonytalan, a visszafizetés nem igazán kényszeríthető ki, mindig lesznek nagy számban olyanok, akik nem fogják a felvett hiteleket visszafizetni, elrettentve a potenciális hitelezőket. A probléma csak fokozódik, ha az állam a hitelfeltevő, tekintve, hogy a nem fizetés „büntetése” a kormányokkal szemben igencsak korlátozott lehet. A kismértékű tőkebeáramlás oka lehet a gyenge nemzeti valuta is. Gyengének tekintendő a nemzeti valuta, ha 1) tartalékvalutaként nagyon kicsi a kereslet iránta; 2) nincs likvid piaca a hazai devizában denominált hosszú lejáratú papíroknak; 3) a rezidensek szignifikáns mértékben tartanak külföldi devizában denominált pénzügyi eszközöket akár belföldön, akár külföldön.

A nemzetközi pénzügyi intézmények a nemzetközi tőkemozgások minél teljesebb liberalizációja mellett teszik le a voksukat. Ugyanakkor jelenleg már elfogadják, hogy országonként jelentősen eltérő lehet a liberalizáció kívánatos ütemezése. A hivatalos álláspont szerint a válságok tovaterjedési sebességének növekedése olyan ár, amit meg kell fizetni, ha a nagyobb volumenű tőkemozgások gyümölcsseit le akarjuk aratni.

### **A globális pénzügyi rendszer Bretton Woods után**

Az 1944-es Bretton Woods-i konferencián döntés született a *Nemzetközi Valutaalap* (IMF) és a *Világbank* létrehozásáról. A két globális intézményt abból a célból alapították, hogy a világ pénzügyi rendszere a jövőben elkerülje azt a pénzügyi káoszt, ami a 30-as évekre volt jellemző, és biztosítva legyenek a stabil árfolyamok, a szabad kereskedelem és elegendő tőke a háború utáni újjáépítéshez, valamint a szegény országok felzárkóztatásához. Az IMF feladata lett az új monetáris rendszer fenntartása az árfolyamokkal, valamint a devizaműveletekkel kapcsolatos szabályok megalkotása és betartatása (illetve az ehhez történő segítségnyújtás). A Világbank ezzel szemben a fejlődő országok segítségét kapta feladatául. A háború utáni újjáépítés hatalmas költségeiből a két intézmény végül is csak nagyon kis részt vállalt át.

Az 1960-as évek végére a dollár gyengülése – ami az Egyesült Államok jelentős fizetésimérleg-hiánya miatt következett be – a Bretton Woods-i rögzített árfolyamok fenntartását rendkívüli módon megnehezítette. A dollár-arany konvertibilitás 1971-es megszüntetése, valamint a fix árfolyamrendszer 1973-as feladása után az IMF nemzetközi pénzügyi rendszerre gyakorolt hatása erősen redukálódott. Az IMF új feladatát abban találta meg, hogy tanácsokkal és hitelekkel segítse a fejlődő országokat. Ennek a hitelezési tevékenységnek már nem sok köze van az árfolyam-stabilitáshoz, sőt sokszor a hazai deviza nagymértékű leértékelése a feltétele a hitelhez való hozzájutásnak.

A Világbank alapítólevele hangsúlyos feladatként a magántőke áramlásának elősegítését jelöli meg, mégis a hitelek túlnyomó része kormányokhoz került, illetve kerül kihelezésre. Az 50-es években a hitelnújtás volumenét visszafogta az, hogy nem sok projekt felelt meg azoknak a feltételeknek, amelyeket a (zömmel kereskedelmi bankokból érkezett) vezetők – kereskedelmi banki sztenderdekből kiindulva – elengedhetetlennek tartottak. Kezdetben a hitelek infrastrukturális beruházásokat finanszíroztak. Lassan érlelődött ki az az elképzelés, hogy a Világbank olyan fejlesztési intézménnyé alakuljon

át, ami céljának tekinti az általános társadalmi jólét elősegítését, a szegénység csökkentését, a gazdasági növekedés alapfeltételeinek megteremtését. Jelenleg a hangsúly a jogi és szabályozási rendszerek, prudensebb állam- és vállalatirányítás és általában a magánszektor fejlődését elősegítő környezet kialakításának ösztönzésén van.

### **Kritikák és reformjavaslatok a Világbank és az IMF tevékenységével kapcsolatban**

Az IMF és a Világbank működését számos kritika éri manapság. Ezek egy része politikai jellegű, más része viszont gazdasági. A politikai spektrum bal- és jobboldaláról egyaránt bírálják ezt a két nemzetközi szervezetet, azért mert beavatkozik szuverén országok politikájába, és teszi mindezt úgy, hogy figyelmen kívül hagyja az adott ország tényleges érdekeit. Gyakori bírálat, hogy túl nagy hangsúlyt kapnak a gazdasági és különösen a pénzügyi tényezők, és túl kicsit a társadalmi és politikai jellegűek. Ez azt a vélekedést erősíti, hogy a különféle programokkal, hitelkonstrukciókkal a gazdag országok csak a saját befektetőiket védik, és az, hogy az adott ország lakosságát a megkövetelt intézkedések miképp érintik, lényegében irreleváns. Ez így természetesen mindenképpen túlzott leegyszerűsítés, de azt, hogy van valamiféle igazságmagja, még olyan neves közgazdászok is elismerik, mint *Jeffrey Sachs* vagy a Nobel-díjas *Joseph Stiglitz* (aki 1996-tól 1999 novemberéig a Világbank vezető közgazdásza volt).

A túlzott leegyszerűsítés a két intézménynek is felróható. Főleg az IMF hajlamos arra, hogy nagyon is különböző gazdasági jellemzőkkel rendelkező országoknak lényegében ugyanolyan stabilizációs programcsomagot írjon elő. *Stiglitz* [2000] bírálata szerint az IMF szakértői meg vannak győződve arról, hogy okosabbak, képzetesebbek és kevésbé motiváltak politikailag, mint a célország közgazdászai.<sup>2</sup> Ráadásul az IMF által használt matematikai modellek gyakran hibásak vagy meghaladottak.

A rossz diagnózis rossz „gyógyszert” implikál, ami súlyosbíthatja is a helyzetet. Az IMF az *ázsiai válság* idején a bajba került országoknak ugyanazt a receptet „írta fel”, mint amit néhány évvel korábban a latin-amerikai országoknak: restriktív fiskális és monetáris politikát. *Stiglitz* már korán kifejezte aggodalmát, hogy a megszorító intézkedések recesszióba taszítják az ázsiai országokat. A magas kamatok tönkretethetik a rendkívül eladósodott kelet-ázsiai vállalatokat, a kormányzati kiadások radikális csökkentése pedig csak tovább zsugoríthatja a gazdaságot. *Stiglitz* elkezdett lobbizni a gyakorlat megváltoztatása érdekében. A Világbank szakértőit könnyen meg tudta győzni, de az IMF-nél hihetetlen ellenállásba ütközött. Az IMF-nél a döntések zárt ajtók mögött születnek, soha nem lehet tudni, hogy ki volt valamely javaslat támogatója, ellenzője stb. Amikor az IMF szakértői már nem tudtak szakmai ellenérvet felhozni, arra hivatkoztak, hogy az Igazgatótanács („Board”) – amelynek tagjait a fejlett országok pénzügyminiszterei jelölik ki – gyakorol rájuk nagy nyomást, ami ellen nem tudnak mit tenni. Egyes igazgatótanácsi tagok viszont azt mondták, hogy éppen ők azok, akiket „nyomnak” bizonyos irányba, mégpedig a menedzsment („Staff”) teszi ezt. Végül is az IMF-nél annyit tudtak *Stiglitznek* mondani, hogy ha a megszokott módszer tényleg recesszióba taszítja ezeket az országokat, akkor majd váltanak.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> *Stiglitz* szerint az IMF szakértői a jobb egyetemek harmadik vonalából kerülnek ki, és keveset tudnak arról az országról, ahová kiküldik őket, és ott is leginkább az ötcillagos szállodákról szereznek tapasztalatokat.

<sup>3</sup> „Ettől végigfutott a hideg a gerincemen” – írja *Stiglitz*.

A hasonló esetek megelőzése érdekében az *IMF* (és persze a Világbank) *döntés-előkészítő és döntéshozatali rendszere reformra szorul*. Viszonylagos konszenzus látszik kialakulni a következő (még meglehetősen általános szinten mozgó) javaslatok körül.

*Demokratikusabb és transzparensőbb rendszerre van szükség*. A javaslatok, „megoldások” kidolgozásába fokozottabban be kell vonni a fejlődő, feltörekvő országok szakértőit, így azok hitelesebbé válhatnak az érintett országok lakossága számára.

*A társadalom legsérülékenyebb szegmensének védelme a főbb prioritások között szerepeljen*. Folyamatosan felmerül, hogy a hitelezőknek nagyobb részt kellene vállalniuk kockázatos döntéseik költségeiből. Mégis a morális kockázat problémája nemhogy enyhülne, inkább súlyosbodik. A hitelfelvevő országok lakosai, akik pedig nem vettek részt a döntések meghozatalában, hatalmas terhet kénytelenek elviselni. *Igazságosabb költségmegosztásra van szükség*.

A nemzeti társadalmi-politikai viszonyok és gazdasági rendszerek, a tradíciók, a kulturális sajátosságok fokozottabb figyelembevételre a reformok, programok megtervezésekor. Az angolszász értékek másokra való ráerőltetése szükségtelen és súlyosbíthatja a válsághelyzeteket.

### **A Meltzer-bizottság jelentése<sup>4</sup> és annak kritikája**

A világ az elmúlt néhány évtizedben megszokta, hogy az *IMF* és a Világbank lényegében az amerikai kormány akaratát képviseli. Washington azonban mostanában nem egységes, többféle nézet, javaslat „forog” egyidejűleg, neves és befolyásos személyiségek által megtámogatva. Az amerikai Kongresszus létrehozta az *International Financial Institution Advisory Commission (IFIAC)*, amelynek a vezetését a Carnegie Mellon University professzorára, *Allan Meltzerre* bízták. A bizottság az *IMF* és a Világbank jövőbeli tevékenységére fogalmazott meg ajánlásokat. A következőkben először a Világbankkal, majd a Valutaalappal kapcsolatos javaslatokat tekintjük át, kitérve a bizottság álláspontjától eltérő, más szaktekintélyek által megfogalmazott véleményekre.<sup>5</sup>

A bizottság a *Világbank aktivitásának jelentős visszafogását* javasolta. Jelentésük lényege egy mondatban az, hogy a Világbanknak *tevékenysége és tőkéje jó részét át kell ruháznia* az egyébként szintén reformra szoruló regionális fejlesztési bankokra (Multilateral Development Banks – *MDB*). Véleményük szerint a Világbank (és a regionális fejlesztési bankok) jelenlegi tevékenységével nem mozdítja elő a legszegényebb országokban a szegénység megszüntetését, de még csak az életszínvonal, az életminőség emelését sem. *Nagyon széles szakadék van a retorika, illetve a tényleges tettek és eredmények között*. Például a Világbank nem segély (non-aid) jellegű kihelyezéseinek hetven százaléka 11 olyan országba áramlik, amelyekbe bőven érkezik magántőke is, holott a Világbank kinyilatkoztatott célja azoknak az országoknak a megsegítése, amelyek nem igazán férnek hozzá privát forrásokhoz. Nagy átfedések vannak a regionális fejlesztési bankok és a Világbank jelenlegi tevékenységében. Egymással versenyeznek a forrásokért, az ügyfelekért, a projektekért. Irodáik gyakran ugyanazokban a városokban vannak. A regionális bankok lemásolják a Világbank szervezeti struktúráját. Nemrégiben a Világbank tovább bővítette kihelyezett irodáit, tovább fokozva a párhuzamosságot, a potenciális konfliktusok valószínűségét a régiókban.

A bizottság azt ajánlja, hogy a Világbank öt év alatt vonja ki pénzét azokból az országokból, amelyek jól hozzáférnek a nemzetközi tőkepiacokhoz, vagy ahol az egy főre

<sup>4</sup> Lásd: Meltzer Commission ... [2000].

<sup>5</sup> A Meltzer-bizottságnak a nemzetközi pénzügyi sztenderdekkel kapcsolatos álláspontját a Pénzügyi Stabilitási Fórumról szóló fejezetben ismertetjük.

jutó nemzeti jövedelem 4000 dollár felett van. A kedvezményes hiteleket, garanciákat váltsák fel a vissza nem térítendő juttatások. A változások kihangsúlyozása érdekében javasolják az intézmény nevének megváltoztatását is – World Bankról *World Development Agency-re*.

Arról, hogy milyen változások legyenek a regionális fejlesztési bankok működésében, nemzetközi szinten vég nélküli vita folyik. 1996-ban létrehozták az IMF és a Világbank közös bizottságát, a Development Committee-t, az öt multilaterális fejlesztési bank (Világbank, Asian Development Bank, Inter-American Development Bank, African Development Bank, European Bank for Reconstruction & Development) közötti szorosabb koordináció elősegítésére. Számos javaslat született a regionális fejlesztési bankok tevékenységének megreformálására. Az a javaslat például, hogy a projektfinanszírozás helyett *több pénzt kell fordítani a szegénység elleni küzdelemre és a magán-szektor fejlesztésére*, beépült a hivatalos programba. Azt a javaslatot viszont, ami újra az infrastrukturális beruházások finanszírozásának adott volna prioritást, levették a napirendről.

A Meltzer-jelentés az IMF jövőjére vonatkozóan is markáns álláspontot fogalmaz meg. Az *IMF-nek*, hasonlóan az amerikai kormány véleményéhez, a feltörekvő országokra kiterjedő „*lender of last resort*” szerepet szánnak. Ez a funkció azonban csak azokra az országokra korlátozódna, amelyek megfelelnek bizonyos, a pénzügyi rendszerük stabilitására vonatkozó kritériumoknak, vagyis prekvalifikálják magukat az esetleges segítségnyújtásra.<sup>6</sup> A jelentés úgy fogalmaz, hogy *az IMF a feltörekvő országok kvázi lender of last resortja lenne*. A kvázi jelző arra utal, hogy nem lenne joga pénzt kibocsátani. *A hitelezés rövid lejáratra és magas kamattal történne*.

A Meltzer-jelentés azt állapította meg, hogy *az IMF által felszámított kamatok jelenleg rendkívül alacsonyak*. A készenléti vagy kiterjesztett (extended financing facility) hitelkonstrukciókért folyamodó országoknak a G-5 országok (USA, Franciaország, Németország, Japán és Egyesült Királyság) súlyozott átlagos rövid lejáratú kamatlábát plusz egy kis prémiumot kell fizetniük.<sup>7</sup> Ez jóval alacsonyabb, mint amit ezeknek az országoknak a nemzetközi tőkepiacokon fizetniük kellene.<sup>8</sup> Ez komoly morális kockázatot jelent. A Bizottság ezért azt javasolja, hogy *a Valutaalap által felszámított kamat haladja meg azt a kamatszintet, amelyen a hitelkérelmező ország egy héttel a hitelkérelem benyújtása előtt a nemzetközi tőkepiacon hitelhez juthatott volna*. Az amerikai pénzügyminisztérium és Stanley Fischer<sup>9</sup> is túl magasnak tartana ekkora „büntetőkamatot”. Fischer szerint nem krízis-, hanem normál időszaki kamatszinthez képest kellene megállapítani az IMF által felszámított kamatot. Amikor egy adott ország a Valutaalaphoz fordul hitelért, akkor a (magán-) tőkepiacon már nagy valószínűséggel nem tud nagy összegben hitelhez jutni. Túlélésükért küzdő politikusokat nem valószínű, hogy egy magas kamat elriasztana az IMF-hez való fordulástól. A Valutaalaptól való hitelfelvétel pedig nem éppen árrugalmas.

Kritika éri az IMF-hitelek *futamidejét* is. A készenléti konstrukciók 1-3 éves lejáratúak, és negyedévente történik a lehívás. A visszafizetés az egyes lehívások után 2,25-4

<sup>6</sup> A prekvalifikációs kritériumokról részletesebben lásd később.

<sup>7</sup> 1997-ben 4,7 százalék, 1998-ban 4,4 százalék, 1999-ben pedig 5,1 százalék volt az átlagosan felszámolt kamatszint.

<sup>8</sup> Részben a kritikákra válaszul az IMF 1997-ben az újonnan kreált Kiegészítő Tartalék (Supplemental Reserve Facility – SRF) konstrukcióra már magasabb kamatot állapított meg (300-500 bázisponttal a hagyományos IMF-hitelkamattal felett). Ezt a magasabb kamatot azonban nem a teljes állományra kell fizetni. Például a 2000 decemberében Argentínának nyújtott hitelkeretnek csak egyötöde SRF, a többi 80 százalék készenléti hitel.

<sup>9</sup> Idézi: Goldstein [2001].

évvel történik.<sup>10</sup> A kiterjesztett finanszírozásuk általában 3 éves lejáratúak, szintén negyedéves gyakoriságuk a lehívások, és a visszafizetés 4,5-7 évvel a lehívások után történik. Az SRF-hitelek – amelyeket a rövid távú, piaci bizalomvesztésből származó problémák orvoslására találtak ki – visszafizetési ideje 1-1,5 év. A Meltzer-bizottság *drasztikus futamidő-csökkentést* javasol – maximálisan 120 napos (amit egyszer lehet meghosszabbítani még 120 nappal) hitelkonstrukciókat tartana kívánatosnak. Azzal érvelnek, hogy az IMF-nek csak likviditási, és sohasem szolvenciális problémák megoldásában kell segíednie, amelyek viszont természetüknél fogva rövid távúak. Az amerikai Pénzügyminisztérium és *Stanley Fischer* is irreálisan rövidnek tartaná a 4-8 hónapos lejáratot. Egy IMF-kutatás kimutatta, hogy egy valutaválság után 1,5 évvel, egy bankválság után pedig több mint 3 évvel tér vissza az adott ország GDP-növekedése a trendhez. Az ázsiai országok és Mexikó felépülése a krízisből szokatlanul gyors volt. Nem szabad azonban a politikát a legjobban teljesítőkhöz igazítani. A G-7 országok pénzügyminiszterei valamilyen áröstönzéssel élnének a futamidő csökkentése érdekében.

Vita tárgya a Valutaalap hitelkihelyezéseinek *nagysága* is. A túl nagy összegű „megmentő csomagok” fokozzák a morális kockázatot. A magánbefektetők túlzott védelemben részesülnek rossz hitel-, illetve befektetési döntéseik következményeitől, ami a piaci fegyelem romlásához és a jövőbeli válságok valószínűségének növekedéséhez vezet. A kisebb „csomagok” csökkentenék a morális kockázatot, javítanák a piaci fegyelmet és fokoznák a magánszektor részvételét a válságkezelésben. A Meltzer-bizottság amellett hogy hangsúlyozza a morális kockázat fontosságát, *nem javasolja a hitelösszegek nagyságának csökkentését*. Sőt, az adott ország egyéves adóbevételének megfelelő szintre emelné a kvótát, ha az ország megfelel bizonyos prekvalifikációs kritériumoknak. Ezzel a módszerrel például Brazília 139 milliárd dollárt kapott volna, majdnem tízszer annyit, mint amennyit ténylegesen kapott 1999 elején. Az amerikai pénzügyminisztérium szerint a Meltzer-javaslat meghaladja az IMF lehetőségeit, és feleslegesen növeli a morális kockázatot.<sup>11</sup> A nagy IMF-csomagok védelmezői gyakran azzal érvelnek, hogy a katonai *Powell-doktrína* a pénzügyi világra is alkalmazható. A doktrína lényege az, hogy nagyon gondoljuk meg, hol avatkozunk be, de ha a beavatkozás mellett döntünk, azt „elsőprő” erővel (overwhelming force) tegyük, hogy a siker garantált legyen. „Elsőprő” erő azonban nem áll az IMF rendelkezésére, hiszen nem teremthet pénzt, a nagyobb hitelező országok kormányai, törvényhozói pedig már most is ellenérzésüknek adnak hangot a csomagok mérete láttán. Ráadásul a válságkezelésben nemcsak az IMF-csomagok számítanak, sőt az sem biztos, hogy a leglényegesebb tényezők közé tartoznak.

A „lender of last resort” klasszikus Bagehot-féle definíciójának része, hogy az ezzel a funkcióval felruházott intézmény fedezet mellett hitelez. A fedezet megkövetelése például jó tesztje annak, hogy a hitelkérelmező tényleg csak illikvid, vagy inszolvens is egyben (egy szolvens hitelfeltevő mindig rendelkezik jó fedezettel). *Az IMF nem fedezet mellett hitelez. Ehelyett különféle feltételeket követel meg. Ezek a feltételek lefedik a monetáris és fiskális politikát, árfolyam-politikát és a strukturális politikák egész sorát (pénzügyi szektor, kereskedelem, közszféra stb.)*.<sup>12</sup> A hiteleket ráadásul nem egy összegben, hanem szakaszosan folyósítják, attól függően, hogy az adott ország mennyit

<sup>10</sup> 2000 szeptembere előtt a visszafizetés a lehívások után 3,25-5 évvel történt.

<sup>11</sup> 2000 szeptemberében az IMF Igazgatótanácsa pótlékot vetett ki a „nagy” IMF-hitelek kamatára – 100 bázispontot a kvóta 200 százaléka megfelelő hitelre, ami 300 bázispontra nő, ahogy a felvett hitel a kvóta 300 százaléka fölé emelkedik.

<sup>12</sup> Az utóbbi 3-4 évben tipikusan egy egyéves készenléti hitelmegállapodáshoz kb. tucatnyi, egy hároméves EFF-megállapodáshoz 50 strukturális jellegű feltételt kapcsolnak. Ezek kétharmada a fiskális politikára, a pénzügyi szektor reformjára és a privatizációra vonatkozott.

haladt előre a feltételek teljesítése terén. Sok magánhitelező is az IMF feltételeinek teljesítését foglalja bele a hitelszerződésbe, illetve azoknak az országoknak hitelez, amelyeknek az IMF is. A feltételek megállapítása és azok ellenőrzése azonban problémákkal terhelt. A feltételekről szóló tárgyalások sokszor elhúzódnak; a teljesítés figyelemmel kísérésének tökéletlenségei a folyósításokban zavarokat okoznak; politikai nyomásra néha akkor is folytatódik a folyósítás, amikor még az előírt feltételek nem teljesültek; néha pedig egyszerűen rossz, a gazdaságnak inkább kárt, mint hasznot hozó feltételeket állapítanak meg. Állandó vita tárgya, hogy az IMF *ex ante* vagy *ex post* feltételeket állapítson-e meg. A Meltzer-jelentés rendkívül kritikus a jelenleg alkalmazott *ex post* jellegű megközelítéssel szemben. Úgy érvelnek, hogy azokat a feltételeket, amelyeket az idő igazolt, vagyis beváltak, azokat a piac amúgy is kikényszerítette volna, viszont például az ázsiai válság csak mélyebbé vált az IMF közreműködésétől. A bizottság azt ajánlja, hogy IMF felejtse el a legtöbb makroökonómiai és strukturális jellegű feltételét. Ehelyett a következő, rövid távú likviditási IMF-segítségre *prekvalifikáló kritériumok* bevezetését javasolja: 1) külföldi pénzügyi intézmények piacra való szabad belépése és működése; 2) az államadósság lejárat szerkezetének rendszeres és időben történő közvélemény-kérdése; 3) a kereskedelmi bankok megfelelő tőkésítettsége – nemzetközi sztenderdek alapján; 4) megfelelő fiskális politika (*proper fiscal requirement*).<sup>13</sup> A Bizottság nem tiltaná meg az IMF-nek, hogy tanácsokat adjon, viszont nem köthetné a tanácsok megfogadásához a hitelek folyósítását. Számos szakértő szerint ezek a kritériumok nem alkalmasak a pénzügyi válságok kitérésének megakadályozására. A kritériumok a pénzügyi szektorra vonatkoznak, miközben a válságoknak gyakran mélyebb reálgazdasági, illetve strukturális gyökerei vannak. *Feldstein* véleménye<sup>14</sup> szerint a Valutaalapnak két kérdést kell feltennie magának, mielőtt valamilyen reform végrehajtását szabja meg a feltörekvő országok számára valamely programjában való részvétel feltételeként. 1) Szükséges-e ez a reform ahhoz, hogy az ország a jövőben hozzáférjen a nemzetközi tőkepiacokhoz? 2) Megkövetelné-e a Valutaalap az adott reform végrehajtását egy vezető fejlett országtól is, ha történetesen az lenne egy program alanya? Ha bármelyik kérdésre nemleges a válasz, az adott reform nem lehet a program feltétele. Az IMF új ügyvezető igazgatójának, *Horst Kohlernek* és az új amerikai pénzügyminiszternek, *Paul O'Neillnek* a nyilatkozatai arra utalnak, hogy a Valutaalap „áramvonalasítani” fogja feltételrendszerét.<sup>15</sup>

A nemzetközi pénzügyi architektúra reformjáról szóló vitákban nagy súllyal szerepel a *magánszektor részvétele a válságkezelésben*. A G-7 pénzügyminiszterei, valamint az IMF is úgy vélik, hogy az utóbbi időben számottevő előrelépés történt ezen a téren. Különösen Dél-Koreát és Brazíliát emelik ki, mint ahol sikerült a válságkezelés terheit megosztani a nemzetközi intézmények és a magánszektor között. Számos elemző nem osztja ezt a véleményt. *Eichengreen – Harold* [2001] szerint az IMF kísérletei arra, hogy szignifikáns mértékben vonja be a rendezésbe a magánhitelezőket és -befektetőket, alapvetően kudarcot vallottak. A Meltzer-bizottság úgy véli, hogy az IMF-nek (vagy más nemzetközi intézménynek) nem kell beleszólnia abba, hogy a hitelezők és a hitelfelvevők milyen módszerekkel, milyen szerződésbe foglalt klauzulákkal próbálják meg tompítani a nem fizetés esetén kialakuló konfliktusokat. Vannak, akik kötelezővé tennék ún. „collective-action clauses” csatolását minden államkötvény-szerződéshez.

<sup>13</sup> Ez a követelmény nincs részletezve az anyagban, így nem lehet tudni, pontosan mire is gondoltak. Az IMF jelenlegi követelményeinek nagy része is fiskális jellegű.

<sup>14</sup> Idézi: *Goldstein* [2001].

<sup>15</sup> *Goldstein* [2001].

Azzal, hogy *George W. Bush Junior* lett az Egyesült Államok elnöke, megnőtt az esélye annak, hogy a Meltzer-jelentés javaslatai, vagy legalábbis egy részük, hivatalos kormányprogrammá váljanak.

### Árfolyamrendszerek közötti választás

A nemzetközi pénzügyi architektúra reformjáról szóló vita részét képezi a különböző árfolyamrendszerek közötti választás problémája is. A szakirodalomban az utóbbi időben az a vélemény vált népszerűvé, hogy a feltörekvő országok számára a két szélsőséges megoldás valamelyike a jó választás; vagyis vagy lebegjen szabadon a hazai valuta árfolyama, vagy legyen „keményen” rögzítve („hard peg” – currency board vagy dollarizáció). A kiigazítható rögzítés (adjustable vagy soft peg) túl sebezhető a nagy tőkemozgások időszakában. A Meltzer-bizottság azt tanácsolja, hogy az IMF határozottan álljon ki a lebegő árfolyamrendszer mellett, de azt ne tegye a programjaiban való részvétel feltételévé. Más szakértők továbbmennek, és azt javasolják, hogy az IMF ne hitelessen olyan országoknak, amelyek készek megvédeni devizájuk egyértelműen túlértékelt árfolyamát.

A lebegő árfolyamrendszerre való áttéréstől számos feltörekvő ország – alapvetően két okból – fél. A hazai és a külföldi magánbefektetők a történelmi tapasztalatokból kiindulva úgy vélhetik, hogy a monetáris politika ilyen jellegű „lazítása” azt jelenti, hogy a kormány, illetve a monetáris hatóságok gazdaságpolitikai prioritásaiban változás történt. Ennél megalapozottabb azoknak az országoknak a félelme, amelyek bankjai, vállalatai nagy, fedezetlen, külföldi devizában denominált kötelezettségállománnyal rendelkeznek. Egy nagyobb leértékelődés sok bankot és vállalatot csődbe juttathat – lásd az ázsiai válságot. Ebben az esetben a dollarizáció lehet a „második legjobb” (second best) megoldás – ha az „első legjobb” (first best), vagyis a nagy fedezetlen devizakötelezettség-állomány (currency mismatch) megszüntetése nem lehetséges.

Vannak olyan vélemények is, amelyek szerint semmiféle teoretikus alapja nincs annak a kinyilatkoztatásnak, hogy csak a két szélső megoldás tartható fenn hosszabb távon. A jó árfolyam-politika erősen környezetfüggő. Ráadásul semmilyen árfolyamrendszer nem képes megvédeni egy gazdaságot a válságtól, ha rossz a gazdaságpolitika, illetve gyenge a pénzügyi szektor prudenciális ellenőrzése.

### Pénzügyi Stabilitási Fórum

A pénzügyi válságok, illetve azok más országokra való tovaterjedési sebességének növekedése arra készítette a legfejlettebb országok képviselőit, hogy új módokat keressenek a különböző nemzeti és nemzetközi felügyeleti hatóságok és pénzügyi intézmények közötti koordinációra, kooperációra. A G-7 országok képviselői 1998. októberi találkozójukon megbízták *Hans Tietmeyert*, a Bundesbank akkori elnökét, hogy folytasson tárgyalásokat a megfelelő szervezetekkel, és tegyen javaslatot arra, milyen intézkedések és szervezeti változtatások szükségesek a nemzetközi válságmegelőzés hatékonyabbá tételéhez.

Az ún. „Tietmeyer-beszámolót” és annak ajánlásait 1999 februárjában fogadták el.<sup>16</sup> A beszámoló három olyan területet jelölt meg, ahol a nemzetközi együttműködés mielőbbi javítására lenne szükség.

1. Fel kell gyorsítani, illetve erősíteni szükséges azokat a munkálatokat, amelyek nemzeti és nemzetközi szinten is elősegítik a pénzügyi rendszerek sebezhetőségének felismerését, és olyan hatékony pénzügyi, szabályozási és felügyeleti eljárásokat kell megfogalmazni, amelyek csillapítani képesek ezt a sebezhetőséget.

2. Hatékonyabb eljárások szükségesek a legjobb gyakorlatot tükröző nemzetközi alapelvek kidolgozására és alkalmazására.

3. Javítani szükséges, és folyamatossá kell tenni a különböző pénzügyi szervezetek felügyeletéért és stabilitásáért felelős szervezetek közötti együttműködést.

4. A Beszámoló az előbbieken mondottak hatékony kezelése érdekében javaslatot tett a Pénzügyi Stabilitási Fórum megalapítására.

A Pénzügyi Stabilitási Fórumot 1999. április 14-én alapították Washingtonban, elnöke 3 éves megbízatással *Andrew Crockett* (a BIS ügyvezető igazgatója) lett. Bázisban működik, titkársági feladatait a BIS támogatja, és évente legalább kétszer ülésezik. A Pénzügyi Stabilitási Fórum eddig már több munkacsoportot hozott létre, és azok beszámolóit fogadta el. Ezek közül az egyik legfontosabb dokumentum a pénzügyi stabilitást biztosító kulcsfontosságú alapelveket foglalja magába.

A Pénzügyi Stabilitási Fórum tagjai (jelenleg: elnök + 39 tag):

– azok a nemzeti hatóságok, amelyek a főbb nemzetközi pénzügyi központok pénzügyi stabilitásáért felelősek (jegybankok, felügyeleték és pénzügyminisztériumok képviselői), 25 tag;

– szektorspecifikus nemzetközi szakmai szervezetek (Bázeli Bizottság, IOSCO stb.), amelyek a nemzetközi ajánlások és alapelvek kidolgozásáért a felelősök, 6 tag;

– nemzetközi pénzügyi intézmények, amelyek a nemzeti és nemzetközi pénzügyi rendszerek felügyeletéért, valamint az alapelvek alkalmazásának elősegítéséért felelősek, 6 tag;

– a piaci infrastruktúrák jegybanki szakértőinek bizottságai, 2 tag.

– A Pénzügyi Stabilitási Fórum tagjai 12 olyan, nemzetközi intézmények által már korábban kibocsátott, kulcsfontosságú alapelveket választottak ki, amelyek alkalmazását elengedhetetlennek vélik egy ország pénzügyi stabilitásának, s ezáltal a nemzetközi pénzügyi rendszer stabilitásának a biztosításához. Ezek az alapelvek nem kizárólag pénzügyiek, ami azt jelenti, hogy a pénzügyi stabilitás nem kizárólag a pénzügyi rendszer szabályozásától függ.

<sup>16</sup> [www.fsforum.org](http://www.fsforum.org)

## A Fórum által elfogadott alapelvek

| Terület                                 | Alapelvek   | Kibocsátó |
|---|---|-----------|
| Gazdaságpolitika<br>transzparenciája    | 1. A pénzügypolitika átláthatóságát biztosító legjobb eljárások gyűjteménye   | IMF       |
|   | 2. A fiskális politika átláthatóságát biztosító legjobb eljárások gyűjteménye | IMF       |
|   | 3. Általános adat-közzétételi rendszer Speciális adat-közzétételi alapelvek   | IMF       |
| Intézményi és piaci<br>infrastruktúra   | 4. Fizetéseképtelenség, felszámolás, csőd                                     | Világbank |
|   | 5. A „corporate governance” alapelvei   | OECD      |
|   | 6. Nemzetközi számviteli sztenderdek  | IASC      |
|   | 7. Nemzetközi auditálási sztenderdek  | IFAC      |
|   | 8. A rendszerszinten fontos fizetési rendszerek működésének alapelvei         | CPSS      |
|   | 9. Negyven ajánlás a pénzmosás megelőzéséhez                                  | FATF      |
| Pénzügyi szabályo-<br>zás és felügyelet | 10. A hatékony bankfelügyelet alapelvei                                       | BCBS      |
|   | 11. Az értékpapír-szabályozás és -felügyelet céljai, alapelvei                | IOSCO     |
|   | 12. A biztosításfelügyelet alapelvei  | IAIS      |

A sztenderdek meghatározása viszonylag könnyű dolog. Az országokat rávenni az alkalmazásukra és az „önkéntes” betartásukra már jóval nehezebb. Az ösztönzés két „csatornán” keresztül valósulhat meg. Az egyik lényege az, hogy *a piac megjutalmazza a „jól viselkedőket”*. Ami, ha a piaci szereplők tudják, hogy mely ország mely sztenderdeket alkalmazza és melyeket nem, tükröződni fog az országok hitelképességi minősítésében, a hitelfelvételi költségeikben. A különböző nemzetközi intézmények egy ideig reménykedtek abban, hogy a privát hitelminősítő cégek majd értékelik az országokat a sztenderdeknek való megfelelés tekintetében, és publikálják az eredményeket. Ez nem következett be, kikényszerítve, hogy egy nemzetközi pénzügyi intézmény vállalja fel az értékelés és minősítés funkcióját.

Mivel nincs olyan nemzetközi szervezet, amely működésében lefedné az összes érintett alapelvet, a Pénzügyi Stabilitási Fórum elfogadta, hogy *az ellenőrzés fő koordinátora az IMF* legyen, szorosan együttműködve a Világbankkal. Ennek érdekében az IMF létrehozta az ún. *ROSC* (Report on the Observance of Standards and Codes – Jelentés a sztenderdek és szabályok betartásáról) jelentérendszerrel. A jelentés két részből áll: az első rész annak összefoglalója, hogy egy ország gyakorlata mennyiben tért el a nemzetközi alapelvektől, míg a második része minősíti, értékeli az adott ország által folytatott gyakorlatot, és megjelöli azokat a területeket, amelyek gyakorlatán változtatni szükséges.

Miután a jelentés lényege a tartalmi mondanivalójában van, ezért nem tartalmaz számszerű minősítést. Az egyes országok részvétele az értékelésben nem kötelező, önkéntes alapon működik.

A ROSC-jelentés az 1999-ben elindított *FSAP* (Financial Sector Assessment Program – Pénzügyi szektor értékelése) részét képezi. A FSAP célja annak értékelése, hogy egy ország pénzügyi rendszere milyen mértékben van kitéve a pénzügyi válságoknak. Ennek keretében kizárólag a pénzügyi alapelveknek való megfelelést értékeli. A FSAP kísérleti beindítására 12 ország részvételével (köztük Magyarországgal) tavaly került sor. Miután a FSAP-ban történő részvétel önkéntes, rendkívüli jelentősége van, hogy a fejlett országok milyen példát mutatnak a fejlődő, átalakuló gazdaságok előtt. Ezért a G-20 országok 2000. októberi ülésükön egyöntetűen kötelezettséget vállaltak arra, hogy alávetik magukat az értékelésnek.

Két tényező hat a „piaci jutalmazás” (market pay-off) csatorna működése ellen. Az egyik az azzal kapcsolatos aggodalom, hogy a sztenderdeknek nem megfelelő országok nyilvános megnevezése válságok kitörését indukálhatja. Mostanában azonban ez az aggodalom elenyészni látszik. Az utóbbi időben az FSF, az OECD és az ún. Financial Action Task Force<sup>17</sup> is közzétett országokat „megbélyegző” listákat. A „bűnösök” megnevezésének általánossá váló gyakorlata a hivatalos intézmények egyre „agresszívabb” hozzáállását tükrözi a különféle nemzetközi sztenderdek betartatásához. A másik ellenható tényező az, hogy a sztenderdek sokféle területet fednek le, amelyek nagy része kívül esik az IMF kompetenciáján. A korrekt értékelés hatékony intézmények közötti kooperációt követel meg. Ezen a téren lehet még fejlődni.

Az ösztönzés másik csatornája az ún. „Bretton Woods csatorna”. Az IMF és a Világbank a sztenderdeknek megfelelő országoknak kedvezőbb feltételek mellett nyújt hiteleket (nagyobb kvóta vagy alacsonyabb kamat). A részletek még kidolgozás alatt vannak, bár az IMF 1999 áprilisában bevezetett CCL (Contingency Credit Line)<sup>18</sup> konstrukciójához való hozzájutásnak már most is egyik feltétele a nemzetközi pénzügyi sztenderdeknek való megfelelés. Eddig azonban még senki nem folyamodott ilyen hitelkeretért.

A Meltzer-bizottság javaslata az, hogy a nemzetközi pénzügyi sztenderdeket a Bank for International Settlement (BIS) állapítsa meg, és bízzák rá a nemzeti hatóságokra, hogy akarják-e alkalmazni azokat vagy sem. Ők a „szabályozási verseny” jótékony hatását hangsúlyozzák.<sup>19</sup> Ez az a terület azonban, ahol a bizottság ajánlása biztosan nem fog érvényesülni, ugyanis mindenki más (aki szakmailag számít) a nemzetközi ellenőrzés, illetve a meg nem felelőkkel szembeni szankciók mellett van.

A nemzetközi pénzügyi sztenderdek alkalmazása a nemzetközi pénzügyi architektúra reformjának azon részterülete, ahol az utóbbi néhány évben a legnagyobb előrelépés történt. Amit lehet még javítani, az a különböző értékelő feladatokat ellátó nemzetközi pénzügyi intézmények közötti együttműködés, valamint a magánszektor – különösen a nagy hitelminősítő cégek – fokozottabb szerepvállalása az értékelésben.

### **Javaslatok új nemzetközi pénzügyi intézmények létrehozására**

Az új globális intézmények létrehozására irányuló javaslatokat gyakran intézik el azzal a sommás érveléssel, hogy politikailag irreálisak, technikailag kivitelezhetetlenek, és különben sem lenne semmilyen lényegi pozitív hatásuk. Erre persze az a szintén meglehetősen sommás válasz szokott érkezni, hogy a közös európai pénz, a Szovjetunió felbomlása vagy a német újraegyesítés is elég irreálisnak tűnt nem is olyan hosszú idővel ezelőtt.

#### *Nemzetközi „Lender of Last Resort”*

Az IMF-nek egyfajta globális lender of last resortként való működése már az 1944-es Bretton Woods-i konferencián is felmerült javaslatként. De hiába érvelt *John Maynard Keynes* a javaslat mellett, az Egyesült Államok képviselői nem támogatták.

<sup>17</sup> A pénzmosás megelőzése céljából létrehozott nemzetközi bizottság.

<sup>18</sup> Hitelkeret előre nem látott eseményekre.

<sup>19</sup> A szabályozási versenyről lásd a Globális Pénzügyi Szabályozó Hatóságról szóló fejezetet.

Jelenleg is rendkívül neves közgazdászok állnak e javaslat mögött, például *Mishkin, Meltzer, Fisher* stb.<sup>20</sup> Az 1998-as G-7 találkozáson tett „Clinton-javaslat” is ilyesmire irányult. Az ilyenfajta javaslatok szerint az IMF egy „*vészhitelkerettel*” állna azon országok rendelkezésére, amelyek megfelelnek bizonyos makroökonómiai és szabályozási követelményeknek. Egy ilyen hitelkeret léte önmagában csökkentené a spekulatív támadások valószínűségét. Az IMF jelenlegi tevékenysége definitíve nem felel meg egy lender of last resort funkciójának, mivel nem kötelezi el magát ex ante, hanem a válság kitörése után dönt diszkrecionálisan, illetve egyeztetések után a „megmentő” csomagok odaítéléséről.

Az IMF-nek egy tényleges lender of last resort funkcióval való felruházása komoly akadályokba ütközne, illetve következményekkel járna. Az IMF jelenleg körülbelül 200 milliárd dollárnyi kihitelezhető forrással bír. Semmi nem mutat arra, hogy a legfejlettebb országok hajlandók lennének akkora összeget az IMF részére biztosítani, ami elegendő lenne egy fejlődő országok ellen irányuló nagyobb mértékű spekulatív támadás úgymond megelőzésére. Ráadásul *a nagyobb IMF-forrás kockázatvállalóbb magatartásra ösztönözné a fejlett országok bankjait* is. A G-7 országok monetáris és szabályozó hatóságainak így is komoly erőfeszítéseket kellett tenniük annak érdekében, hogy meggyőzzék saját kereskedelmi bankjaikat arról, hogy nem számíthatnak segítségre, ha belebuknak valamilyen fejlődő országbeli befektetésükbe. Egy legalább 1000 milliárd dollár kihitelezhető forrással rendelkező, explicit módon felvállalt lender of last resort funkcióval bíró IMF mellett aligha lenne hiteles ez a „szigorúság”.

Azok, akik egy elegendően nagy pénzügyi felett rendelkező nemzetközi lender of last resort létrehozására tesznek javaslatot, nem hagyhatják figyelmen kívül, hogy *a pénzügyi intézmények felügyelete várhatóan még jó ideig a nemzeti hatóságok kezében marad*. Ha a kereskedelmi bankok baj esetén nemzetközi segítségre számíthatnak, az nem csupán a bankokat ösztönözné nagyobb kockázatvállalásra, hanem *a felügyeleti tevékenység lazulását is okozná*. Ez a probléma valamennyire orvosolható lenne egy olyan rendszerrel, amelynek keretében az országok kockázatosságukkal valamennyire arányosan járulnának hozzá a kihitelezhető forrásokhoz.

Persze túlzás lenne azt állítani, hogy a globális pénzügyi rendszerben eddig még semmilyen intézmény nem vállalt fel eseti lender of last resort funkciót. 1995-ben a G-7 országok a Nemzetközi Valutaalappal, a Világbankkal és más OECD-országokkal szoros együttműködésben 50 milliárd dolláros „segélycsomagban” részesítették Mexikót, és hasonlókat ajánlottak fel egyes ázsiai országoknak is. Természetesen nem (csak) az altruizmus motiválta ezt a segítségnyújtást. A feltörekvő országok gazdaságainak „összszeszugorodása” komolyan érintette volna az OECD-országok vállalatait. A pénzügyi instabilitás a fejlett országok bankjaira is potenciális fenyegetést jelentett. Végül, de nem utolsósorban, a politikai instabilitás is komoly aggodalmak forrása volt.

A G-7 országoknak a fejlődő országok megsegítésére előteremthető pénzügyi összege azonban nem lenne elegendő a tőkemenekülés (debt run) megelőzésére, különösen ha globális válságról van szó. Egy másik kritika a G-7 országok nem éppen következetes politikáját érinti. Például sok ázsiai vezető nehezményezte, hogy a G-7 és az IMF által megkövetelt hitelfeltételek sokkal szigorúbbak voltak az ázsiai országokkal szemben, mint Mexikóval és Brazíliával szemben. A G-7 országok vezetői erre azzal válaszoltak, hogy a modern lender of last resort funkció gyakorlása megköveteli egyfajta „*konstruktív bizonytalanság*” (constructive ambiguity) fenntartását. Ha a segítségnyújtás feltételei már jó előre tisztán láthatók, az érintett felek a potenciális segítségnyújtást bealkulálják üzleti döntéseikbe, és esetleg túlzott kockázatot vállalnak.

<sup>20</sup> Lásd: Rogoff [1999].

Ez a felfogás persze némileg ellentmond a korábban említett ex ante elkötelezettségnek, amivel egyes szakértők az IMF-et (vagy más, a funkciót felvállaló szervezetet) felruházni szándékoznának.

### *Nemzetközi válságmenedzser*

Egyes közgazdászok szerint *a lender of last resort intézménye* a fejlett országokban leginkább egyfajta *válságmenedzselő funkcióval bír, és ezt viszonylag kis tőkével is el tudja látni*. Például az LTCM<sup>21</sup> 1998. augusztusi megmentése a FED-nek egy centjébe sem került. Ehelyett „rávette” az LTCM hitelezőit arra, hogy további „összehangolt hitelműveletekkel” tartsák felszínen a céget. Manapság az ilyen *együttes, összehangolt hitelnyújtás megszervezése* a lender of last resort intézmények legfőbb eszköze a bajba jutott pénzügyi intézmények megsegítésére. Egy nemzetközi intézménynek (például az IMF-nek) sem kellene tehát nagyon sok pénz felett rendelkeznie ahhoz, hogy ellássa a nemzetközi lender of last resort funkcióját. Az olyan konzervatívok, mint például *Meltzer*, vitatják a lender of last resort szerep ilyesfajta felfogását. Véleménye szerint a klasszikus Bagehot-szabályokat kell alkalmazni: a funkciót felvállaló intézményeknek időlegesen illikvid, de egyébként szolvens bankoknak büntetőkamat felszámolásával, fedezet megkövetelésével kell hitelt nyújtaniuk. Persze a modern világban ezek a követelmények gyakran nem teljesülnek. Olyan intézményeket is megmentenek, amelyek tartósan inszolvensek. Ritkán számítanak fel büntetőkamatot, és krízishelyzetben a fedezet megkövetelése – a felértékelés nehézségei miatt – is problémás. Ráadásul, meglehetősen irrealisztikus elvárni az IMF-től, hogy eldöntse minden egyes esetről, hogy illikviditás vagy inszolvencia áll-e fenn.

Az IMF jelenleg leginkább ún. ex post válságmenedzseléssel foglalkozik, ami azonban természeténél fogva csak korlátozott hatásokkal bírhat, mégpedig a következők miatt.

– A prevenció hatásosabb, mint a gyógyítás. Ha egy válság kitör, a pénzügyi csatornákon keresztül a gazdasági fundamentumok azt hihetetlen gyorsasággal megszenvedik. Nemcsak a hazaiak, hanem a nemzetközi kapcsolatokon keresztül más országokéi is. A gazdaságnak okozott kár nagyon nehezen hozható rendbe.

– A sürgősségi támogatás meglehetősen bizonytalan, és gyakran túl későn érkezik ahhoz, hogy megakadályozza a piacokat a rossz egyensúlyi állapot felé való elmozdulásban. Fontos lenne, hogy a segítségnyújtás még azelőtt megérkezzen, hogy a krízis indukálta forráscsökkenés a reálgazdaságban visszafordíthatatlan károkat okozna. A jelenleg működő nemzetközi pénzügyi intézmények döntéshozatali rendje ezt lehetlenné teszi.

– A magánbefektetők jól járnak anélkül, hogy bármilyen terhet vállalnának is a válságkezelésből. Krízishelyzetekben azonban nem reális azt várni a magánszektortól, hogy a „mentő” csomagok költségeinek számottevő részét átvállalja.

### *Nemzetközi csődbíróság*

Időről időre felmerül egy nemzetközi csődbíróság létrehozásának a gondolata is. A nemzetközi csődbíróság a nemzeti csődbíróságokhoz hasonló funkciókkal és jogosítványokkal bírna. Egy csődbírósági határozat *lélegzetvételhez juttathatná az adósokat, megakadályozhatná, hogy a hitelezők nyomására potenciálisan nagy jövedelemmel járó*

<sup>21</sup> Long Term Capital Management – amerikai befektetési intézmény.

*projekteket kelljen likvidálniuk.* Lehetővé tenné például, hogy az adósok elsőbbségi kötvények kibocsátásával működő tőkét vonjanak be.

A nemzetközi csődbíróság intézményének gondolata újabb próbálkozás a tömeges tőkekimenekítés (country debt run) problémájának megoldására. A fizetési kötelezettségek időleges felfüggesztése legalább olyan hatékony válságkezelési eszköz, mint a lender of last resort funkció gyakorlása. Ráadásul *nem hordoz olyan morális kockázatot*, mint egy több ezer milliárd dolláros ország hitelkeret. A csődbíróságok nemzeti keretek között nagyon hatékonyan látják el feladatukat, jogos a kérdés, nem lenne-e esetleg szükség – analóg módon – nemzetközi szinten is ilyesmire?

Az analógia azonban nem jó. Egy nemzeti csődbíróság lefoglalhat eszközöket, és leválthatja a vállalat igazgatótanácsát. Eléggé valószínűtlen lenne ilyesfajta jogosítványokkal felruházni egy nemzetközi intézményt, vagyis jogot adni neki arra, hogy nemzeti vagyontárgyakat foglaljon le, és eltávolítsa a hatalmon lévő kormányt. Már nemzeti keretek között is felmerülnek ilyen problémák, lásd a helyi önkormányzatok csődjeit. *Tényleges hatalom nélkül a nemzetközi csődbíróság intézménye nem sokat érne.*

### *Globális pénzügyi szabályozó hatóság*

A bázeli direktívák fontos lépést jelentettek és jelentenek egy egységes szabályozás irányába, viszont vannak olyan közgazdászok, akik szerint tovább kellene lépni, és létrehozni egy globális pénzügyi szabályozó hatóságot. A bázeli direktívák hasznosak, de – ahogy azt Japán pénzügyi rendszere a 90-es években jól illusztrálta – a nemzeti hatóságok nem mindig érvényesítik kellő szigorral. Egy globális szabályozó hatóság nem kötődne olyan mértékben az ellenőrzendő bankokhoz, mint a nemzeti hatóság, így kevesebb érdek hatna a szabályok szigorú betartatása ellen. Legalábbis elméletileg. A tényleges hatalom azonban itt is hiányzik. *Ahhoz, hogy egy globális hatóság lényegi hatalommal rendelkezzen, sokkal nagyobb mértékű politikai integrációra van szükség.*

De még ha a politika irrealitásától eltekintünk is, akkor is van egy érdekes ellenérv a centralizált szabályozás és felügyelet ellen. A jelenlegi decentralizált struktúrában, ha egy pénzügyi intézmény vagy egy ügyfél valamilyen tevékenységet vagy ügyletet a nemzeti szabályozási keretek között nem vagy csak nagyon drágán tud véghezvinni, talál módot arra, hogy külföldön azt mégis olcsóbban megtegye. A szabályozók általában ezt érvnek tartják a szabályok harmonizálása mellett. Az eltérő külföldi szabályozás mindig is biztonsági szelepet jelentett a rossz hazai szabályozással szemben. Nagyon sok pénzügyi innováció köszönheti a létét szabályozási kiskapuknak. A szabályozási rezsimek közötti „verseny” használhat a pénzügyi szolgáltatások fejlődésének.

### *Nemzetközi „Betétbiztosítási” Alap*

Soros György nevéhez fűződik leginkább az a javaslat,<sup>22</sup> hogy *az országadósságokra is létre kellene hozni egyfajta biztosítási alapot.* A hitelfelvevő országok – hitelfolyósításkor előre – biztosítási díjat fizetnének be az alapba. Az IMF országonként megállapítaná a hitelkereteket, és a G-7 országok határozottan megtagadnák a nem biztosított hitelek miatt elszenvedett veszteségek megtérítését.

A javaslatot több szempontból is kritizálják.<sup>23</sup> Először is, egy ilyen G-7 ígéret aligha lenne hiteles, tekintve, hogy a betétek biztonságára vonatkozó kormányzati garanciák a

<sup>22</sup> Idézi: Rogoff [1999].

<sup>23</sup> Lásd: Rogoff [1999].

legtöbb országban amúgy sincsenek kinyilvánítva. Másodsor, nem világos, hogy az IMF miként állapítaná meg a hitelkereteket és a felszámolt biztosítási díj nagyságát. Harmadsor, *a nemzetközi csődbírósághoz és szabályozó hatósághoz hasonlóan egy nemzetközi betétbiztosítási alap sem sokat érne tényleges hatalom nélkül.*

A javaslat azonban rávilágít egy fontos problémára. Ha a gazdasági szereplők olyan kockázatos tevékenységekben vesznek részt, amelyek negatív externáliákat generálnak – sérülékenyebb pénzügyi rendszer, valamint a konszolidáció költségei –, akkor azokat a tevékenységeket egy ideális világban valamilyen módon meg kell adóztatni. Nemzeti keretek között ez a differenciált tőkekövetelményekkel és biztosítási díjakkal elég jól megoldható. Globális viszonylatban azonban túl sok a bizonytalanság és az egymással ellentétes politikai érdekek ahhoz, hogy ez keresztülvihető legyen.

#### *Globális Központi Bank*

Az euró megszületése, valamint a nagy árfolyam-volatilitás miatti „elkeseredettség” arra késztetett egyes szerzőket, hogy javasolják Globális Központi Bank létrehozását, amely *globális pénzt bocsátana ki.* Egy ilyen intézmény létrehozásának *nagyon szoros politikai integráció az előfeltétele,* ami aligha várható a közeli jövőben.

A javaslattal szemben elméleti kifogások is emelhetők. *A devizák versenye hasznos dolog.* Erősíti az antiinflációs politikák hitelességét, és ez felülmúlja a koordinált monetáris politikából származó előnyöket. Ráadásul a világ egyes részei más és más monetáris politikát igényelhetnek. Az árfolyamok mozgása hatékonyabban „igazítja” egymáshoz a gazdaságokat, mint mondjuk, a relatív árak mozgása vagy a munkaerő áramlása. *Aligha hihető, hogy a világ egésze egyetlen „optimális valutaövezet”.*

Vannak, akik szerint a globális lender of last resort funkció feltételezi, hogy az azzal felruházott intézménynek feltétlenül joga kell, hogy legyen a pénzkibocsátásra, különben nem tudja ellátni a feladatát. A Fed, az Európai Központi Bank és a Bank of Japan elég nagy ahhoz, hogy válság esetén likviditást pumpáljon a rendszerbe. *A pénzkibocsátás joga* ráadásul a lender of last resort funkcióval elkerülhetetlenül együtt járó *morális kockázatokat* csak *súlyosbítaná.*

#### *Záró megjegyzések*

A nemzetközi pénzügyi rendszer az utóbbi öt évben sokat változott. Nagy előrelépés történt a nemzetközi pénzügyi sztoenderdek meghatározása és alkalmazása terén. A feltörekvő országok valutarendszereiben is pozitív irányú változások történtek, legtöbbször a piac és nem valamely hivatalos szerv, intézmény hatására. A Nemzetközi Valutaalap hitelezési tevékenységének kondíciói is kedvező irányba kezdtek módosulni. Kevés előrelépés történt azonban a magánszektorban a válságkezelés teréből történő részesedésének fokozása, valamint az IMF és a Világbank tevékenységének újrafókuszálása terén. Radikálisan új nemzetközi pénzügyi intézmények létrehozására, mint láthattuk, nem túl sok esély van. Ugyanakkor ezek az ötletek is segítenek rávilágítani azokra a problémákra, amelyekkel jelenleg a nemzetközi pénzügyi rendszer szembenézni kénytelen.

*Magyarország* már túljutott azon a fejlődési stádiumon, hogy rászoruljon IMF- vagy világbanki hitelekre, támogatásokra. A dinamikus gazdasági növekedés fenntartásához magánforrásokból is elegendő tőke érkezik az országba. Országkockázati megítélésünk kedvező, a pénzügyi stabilitás feltételei a legfontosabb alapelvek alkalmazásával, valamint a bankrendszer konszolidálásával megeremtődtek. Ezt támasztja alá az is, hogy az orosz válság nem okozott komoly problémát sem a pénzügyi rendszerben, sem általában a gazdaságban.

Az első kísérleti FSAP-programban az első 12 ország között önkéntesen Magyarország is részt vett; az IMF és a Világbank közös küldöttsége 2000 februárjában folytatta le vizsgálatát hazánkban. A jelentés megállapításai kedvezőek Magyarországra nézve, és a jelentés elkészülte óta a néhány kifogásolt részterületen (tőke mozgások liberalizálása, árfolyamrendszer rugalmassága, piaci kockázatok szabályozása, illetve a bankrendszer jövődolgozóssége) is pozitív irányú változások következtek be.

A régióban elsőként – és sok fejlett országot is megelőzve – a magyar jegybank állt elő *Stabilitási Jelentéssel* – 2000 tavaszán –, ami rendkívül pozitív fogadtatásra talált a nemzetközi pénzügyi intézményeknél. Az új jegybanktörvényben pedig már expliciten megjelenik a jegybank felelőssége a pénzügyi intézményrendszer stabilitásáért.

#### Felhasznált irodalom

- Bryant, Ralph C.* [1999]: Reforming the International Financial Architecture. Brookings Discussion Papers in International Economics, No. 146.
- Christoffersen, Peter – Errunza, Vihang* [1999]: Towards a Global Financial Architecture: Capital Mobility and Risk Management. Issues. Kézirat.
- Eichengreen, Barry – James, Harold* [2001]: Monetary and Financial Reform in Two Eras of Globalization (and In Between). Kézirat.
- Fernandez-Arias, Eduardo – Hausmann, Ricardo* [1999]: International Initiatives to Bring Stability to Financial Integration. Inter-American Development Bank. Kézirat.
- Goldstein, Morris* [2001]: An Evaluation of Proposals to Reform the International Financial Architecture. Paper prepared for NBER Conference on „Management of Currency Crisis. Monterey, California.
- Meltzer Commission on International Financial Institutions [2000]: <http://csf.colorado.edu/roper/if/Meltzer-commission-mar00/>
- Robinson, Karina* [2000]: What’s Next for the Multilaterals. *The Banker*, 2000. június.
- Rogoff, Kenneth* [1999]: International Institutions for Reducing Global Financial Instability. NBER Working Paper, 7265.
- Rowley, Anthony* [2000]: Meltzer Report Puts Cat Among Pigeons. *The Banker*, 2000. június.
- Stiglitz, Joseph* [2000]: Arrogance Beyond Compare. *The Banker*, 2000. június.
- [www.fsforum.sg](http://www.fsforum.sg)