

A nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszer működése – egy „nem-rendszer” strukturális feszültségei*

Báger Gusztáv

A nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszer az elmúlt évtizedekben szinte folyamatosan napirenden szereplő vitatéma volt a közgazdaságtanban. Legutóbb a 2007-ben elkezdődött és 2008-ban globálissá vált pénzügyi válság irányított kiemelt figyelmet olyan témakörökre, mint a globális pénzügyi intézmények és vállalatok tevékenysége, a pénz- és tőkeáramlások alakulása, a nemzetközi szabályozás, valamint a jegybankok szerepe. A válság mélysége és hatása különösen felnagyította a rendszer hiányosságait, és olyan megoldások keresésére sarkall, amelyek – kiküszöbölve, de legalábbis mérsékelve a rendszer negatív externáliáit – elősegíthetik a fenntartható, inflációmentes és kiegyensúlyozott gazdasági növekedést.

Ezt szem előtt tartva a tanulmány egyik célja a mai rendszer fogalmi keretének, főbb szerkezeti elemeinek rövid bemutatása. Ennek szükségességét a Bretton Woods-i rendszerhez képest bekövetkezett jelentős változások is indokolják. A tanulmány másik célja a rendszer bonyolult működésének átfogó bemutatása, vagyis a rendszert alkotó főbb elemek szerepének és egymással való kapcsolatuknak a vázolása; a részletek vizsgálatát nem tekinti feladatának.

A tanulmány alapján megállapítható, hogy nagyfokú hiányosságai miatt a nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszer nem elégíti ki egy jól működő rendszer követelményeit. Nem alkalmas arra, hogy globálisan egyensúlyban tartsa az árfolyamok és a tőkeáramlások alakulását, biztosítsa a nemzetközi likviditás optimális szintjének elérését és összehangolja a nemzetközi (gazdaság- és monetáris politikai) kooperáció, az átgyűrűzések és a különböző volatilitások kapcsolatát.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G01, G010, G21, G23, F33

Kulcsszavak: monetáris és pénzügyi rendszer, globális pénzügyi intézmények és vállalatok, IMF, jegybankok

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Báger Gusztáv a Monetáris Tanács tagja. E-mail: bagerg@gmail.com

A magyar nyelvű kézirat első változata 2017. július 4-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <http://doi.org/10.25201/HSZ.16.4.151186>

1. A nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszer főbb szerkezeti elemei

A nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszer (NMPR) magában foglalja azokat a megállapodásokat, mechanizmusokat és intézményeket, amelyek szervezik és szabályozzák – az árukkal és szolgáltatásokkal kapcsolatos – országok közötti pénzügyi csereforgalmat, tranzakciókat. A rendszert alkotó elemeket és változásait az 1. táblázat szemlélteti.

1946–1971 között az IMF vezetésével megvalósult és sikerrel működött a két világháború közötti aranystandard, illetve aranydeviza-rendszer után a Bretton Woods-i rendszer, amelyet az IMF Alapokmánya foglal jogi formába.

A rendszer létrehozásától egészen a mai napig terjedő időszak egyik jellemző vonása annak keresése, hogy a nemesfémek helyett miként lehet egy globális monetáris rendszert tartósan a bizalomra építeni. A második világháborút követő negyedszázadban az arany-dollár valutaszervezet dollár összetevője valójában bizalmi jellegű fiduciáris pénz volt.¹ Ez esetben a bizalmat az Egyesült Államok dollárt aranya rögzített árfolyamon² való átváltási kötelezettsége és a többi nemzeti fizetőeszköz dollárhoz való rögzítése jelentette.

1. táblázat		
A nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszer korábban és ma		
	Bretton Woods-i rendszer	Mai rendszer
Monetáris horgony	Külső: végső soron arany	Belső célok (pl. árstabilitás)
Árfolyamok	Rögzített, de változtatható árfolyam	Vegyes típusú (lebegő árfolyam középpontban)
Kulcsvaluta	Ténylegesen, USA-dollár	Dollárdominancia (kevésbé kizáró)
Tőkemobilitás	Korlátozott	Vegyes típusú (korlátozás nélkül a központokban)
Nemzetközi átgyűrés*	Szabályozott (egyezmények)	Kooperatív együttműködések, ad hoc
Szervezet, koordináció*	IMF, jegybankok	G8-ak, G20-ak, IMF, jegybankok

*Megjegyzés: * Ezek a rendszert alkotó elemek a szerző kiegészítései.*
Forrás: BIS, 2015

A Bretton Woods-i rendszerben az aranyhoz (részben) kötött dollárnak és az IMF által működtetett árfolyam-egyeztető mechanizmusnak meghatározó szerepe volt. A mechanizmusban a nemzeti fizetőeszközök árfolyamait a dollárhoz képest alapították meg, és azt egy ideig fenntartották (egyedül a dollárnak volt deklarált

¹ A latin fides szó bizalmat jelent.

² 1 uncia arany = 35 USD

aranyárfolyama). A kormányok csak úgy változtathattak az árfolyamon, ha előzőleg egyeztettek az IMF-fel.³ Amikor fizetésimérleg-hiányok keletkeztek, az érintett országok az IMF-tagállamok által befizetett tőkéből, illetve az IMF tartalékából jutottak hitelhez. Így a mechanizmus a kölcsönös segítség elvén alapult.

Az előrelépés azonban csak félfordulat volt, hiszen az arany továbbra is a rendszerben maradt. Pozitívumnak számított, hogy az Egyesült Államok hallgatólagosan beleegyezett: azt fizetési mérlegének passzívumával (kb. évi 1,5 milliárd dollár) fenn fogja tartani. Az Egyesült Államokból külföldre áramló vásárlóerő nagyban hozzájárult a világ, főképpen Nyugat-Európa gazdasági talpra állításához. Közben jelentős dolláraktívumok halmozódtak fel a nyugat-európai bankok tartalékai között, amelyeket lassan elkezdtek aranyra átváltani. Következésképpen az Egyesült Államok aranytartaléka a háborút követő években közel 25 milliárd USD-ról az 1960-as évek végére 10 milliárd USD-ra esett vissza. Szakértők az 1950-es évek elején azt feltételezték, hogy az Egyesült Államok nem fogja megengedni, hogy aranykészlete e – biztonsági! – színvonal alá essen. Amikor az aranykészlet ezt a színvonalat megközelítette, az Egyesült Államok a dollár-arany átváltási kötelezettségét 1971. augusztus 15-én felmondta (részletesebben lásd *Báger 2011*).

Az 1971–1973-tól kialakult új NMPR szerkezete és jellemző vonásai nagymértékben eltértek a Bretton Woods-i rendszerétől. A dollár aranyra való átváltásával mint külső monetáris horgonnyal szemben a *belföldi monetáris horgony* szerepe jelentősen megnőtt az árstabilitás biztosításában, illetve néhány más fontos gazdasági mutató, például az USA-ban a foglalkoztatási szint szempontjából is. Ennek következtében a monetáris politikák elsődleges alakítójaként a belföldi tényezők és célok jelentek meg. (Megjegyzendő, hogy az – eredeti – aranystandard idején a kormányok/jegybankok gyakorlatilag egyetlen gazdaságpolitikai célja az árfolyamuk stabilitása volt, és ez a Bretton Woods-i rendszer idején is fontos szempont volt.)

Egy másik fontos különbség a *lebegő (piaci) árfolyamrendszerre* történő áttérés volt, legalábbis a meghatározó, fejlett országokban. Mivel több országban más árfolyamrendszerek is működtek, az új árfolyamrendszer vegyes típusúnak tekinthető.

Jóllehet szakértői körökben többször felmerült a lehetősége, sőt kísérlet is volt rá, nem történt lépés a kötött árfolyamrendszer visszaállítására. Ebben szerepet játszott a gyorsan kibontakozó informatikai fejlődés is, amely lehetővé tette a pénzügyi piacok átfogó és gyors elérését az újabb korlátozásokat már elutasító nagyarányú nemzetközi tőkeáramlások számára. Az okokat átfogóan *Isard (2005)* megfogalmazásában idézzük:

³ 10 százaléknál kisebb változtatás esetén elegendő volt értesíteni az IMF igazgatótanácsát. Annál nagyobb változtatáshoz az IMF-kvóta legalább 75 százalékát képviselő tagállami szavazat kellett.

- Az Egyesült Államok, Japán és az Európai Unió a különböző politikai és gazdasági sokkokra eltérő stabilizációs válaszokat ad.
- A gazdasági növekedési teljesítmény alapján eltérő a három ország (-csoport) helyzete, és nem kockáztatják meg, hogy a belföldi makrogazdasági stabilitás helyett az árfolyamok stabilizálásának adjanak elsőbbséget.
- A főbb pénznemek nagyobb árfolyam-stabilitásának elérése már csak olyan nagy és gyakori erőfeszítésekkel lenne elérhető, ami nem járna előnnyel sem az érintett országok, sem a világgazdaság számára.

A fenti okokkal kapcsolatban megjegyzendő, hogy azok csak a Bretton Woods-i rendszerrel kapcsolatban értelmezhetők, és nem zárják ki, hogy a kisebb ország-csoportok, integrációk, valutaövezetek esetében ne lenne előnyös az árfolyamok stabilizálása.⁴

A Bretton Woods-i rendszerben a dollár egyértelműen vezető valuta volt, és az új NMPR-ben *továbbra is domináns szerepet* játszott. Időközben azonban megnőtt más valuták (korábban az euro, legutóbb a kínai renminbi) jelentősége. Az utóbbi 2016. október 1-jén az SDR-kosár ötödik tagja lett, 10,92 százalék részaránnyal.

Fontos különbség az is, hogy – a korábbi korlátozással szemben – az új NMPR-ben a legtöbb fejlett és feltörekvő ország esetében *megszűnt a tőkeáramlás korlátozása*. Ebben a folyamatban meghatározó jelentőségű ösztönző szerepet játszott az elmúlt négy évtizedben kibontakozó pénzügyi globalizáció. A gazdasági globalizáción belül a *pénzügyi globalizáció* úgy definiálható, mint egy ország pénzügyi rendszerének komplex integrációs folyamata, illetve kapcsolata a nemzetközi pénzügyi piacokkal és intézményekkel. Az 1980-as és 1990-es évtizedekben ez az integrációs folyamat elsősorban a fejlődés finanszírozásának jegyében történt. E folyamatot az olyan hajtóerők mellett, mint a kereskedelmi nyitottság, a belföldi pénzügyi rendszerek fejlődése, a gazdasági fejlettség színvonala, a regionális integráció és a pénzügyi központok létrejötte, nagymértékben ösztönözte a belföldi pénzügyi rendszerek liberalizációja. A tőkeáramlás gátjainak lebontásában a kormányok és a pénzügyi intézmények mellett igen jelentős szerepet játszott a Nemzetközi Valutaalap és a Világbank is (részletesebben lásd *Báger 2010*).

A lebegő árfolyam bevezetésével és a nemzetközi tőkeáramlás korlátozásának megszűnésével kapcsolatban indokolt felidézni az ún. *lehetetlenségi elméletet* („*trilemma*”), amely fontos értelmezési lehetőséget nyújt az NMPR változásával kapcsolatban. Az 1960-as évek elején kifejlesztett elmélet (*Fleming 1962; Mundell 1961b; 1962*) szerint egy ország nem tudja fenntartani a rögzített árfolyamrendszert, a belföldi stabilizációs célokat követő monetáris politika autonómiáját és a mobil

⁴ Lásd például *Mundell (1960; 1961a)*

külföldi tőke nagyarányú jelenlétét. E három tényező közül a Bretton Woods-i rendszer megalkotói az 1940-es évek elején már ismerhették és nyilvánvalóan előtérbe helyezték a nemzeti monetáris politika autonómiájának jelentőségét, és lehetővé tették, hogy az országok fenntartsák a nemzetközi tőkeáramlás korlátozását. Ez a megoldás nagyban elősegítette, hogy a Bretton Woods-i rendszer az 1970-es évek közepéig hatékonyan tudjon működni.

A Bretton Woods-i rendszerben a monetáris rendszerek és kondíciók egymásra gyakorolt hatása szabályozott módon, intézményi formában, elsősorban a nemzetközi kereskedelem és a fizetésimérleg-tételek tranzakcióin keresztül történt. Ez a körülmény biztosította és egyben könnyebbé is tette a *nemzetközi makrogazdasági koordinációt*. E célt az új NMPR-ben az együttműködések különféle formái szolgálják, ami részben a belföldi monetáris horgony megnövekedett szerepének, részben a nemzetközi átgűrűző (spillover) hatások nagyfokú változatosságának a következménye. Az *átgűrűző hatások Caruana (2015)* szerint a következő négy csatornán keresztül érvényesülnek:

- a monetáris politika irányultsága, amely támogathatja a lazító vagy szigorító monetáris kondíciókat;
- a devizák (USD, euro stb.) nemzetközi használata, ami a szóban forgó ország monetáris politikájával befolyásolhatja a felhasználó ország monetáris irányultságát;
- a pénzügyi piacok integrációja, amely lehetővé teszi globális közös tényezőként a kötvény- és részvényhozamok együttes mozgását;
- a rendelkezésre álló külső finanszírozás, amely forrásként kiegészítője lehet a belföldi hiteleknek konjunkctúra és dekonjunkctúra esetén.

E csatornák tranzakciói kölcsönösen erősíthetik a monetáris és pénzügyi rezsimeket, de akár az instabilitás állapotáig is növelhetik a belföldi egyensúlytalanságokat.

A Bretton Woods-i rendszer megszűnése után a fejlett országok eltérő véleményen voltak az új NMPR *intézményi feltételeinek* alakításáról. A Tízek Tanácsa (a legfejlettebb tíz ország) előtérbe kerülése után újra az IMF szerepére és a Húszak Tanácsára, mint miniszteri szintű tanácsadó testületre irányult a figyelem. Ez a tanács megfelelő intézményi háttérrel és politikai támogatással rendelkezett mind a fejlett, mind a fejlődő országok részéről. Nem rendelkezett viszont elfogadható tervvel arról, hogyan lehet helyreállítani a nemzetközi fizetési rendszer stabilitását, s így – Franciaország és az USA javaslata ellenére – az árfolyam-stabilitás elve végül nem került elfogadásra. Az IMF árfolyamrendszerre vonatkozó ellenőrző szerepe pedig az elgondoltnál jelentősen kisebb lett, a két- és többoldalú felügyelet keretében maradt csak fenn, amint azt az IMF Alapokmányának 1978. évi második módosítása tükrözi.

Az 1980-as évtized első felében az árfolyamrendszer növekvő instabilitása láttán – Franciaország, az USA és néhány más ország javaslatára – felvetődött egy „új Bretton Woods-i rendszer” létrehozása. A javaslattal szemben a G5 országcsoport (Franciaország, Németország, Japán, az Egyesült Királyság és az Amerikai Egyesült Államok) aktivizálódott, és tett lépéseket 1985–1987-ben – mint amilyen például az 1985. szeptember 22-én New Yorkban aláírt Plaza Egyezmény – a dollár többéves felértékelődési folyamatának lassítására, valamint az új egyensúlyi árfolyam kialakítására (Boughton 2009).

Az 1980-as évek elejétől a *kollegiális vezetést* képviselő G5-ök, majd G7-ek (G5-ök, valamint Kanada és Olaszország), továbbá a G20-ak játszanak növekvő szerepet a *nemzetközi makrogazdasági koordinációban*, amely magasabb szintű alternatív gyakorlatként jelenik meg, mint a független nemzeti politikák. Ezekben a testületekben az USA szerepe – a szakértői vélemények szerint – úgy jellemezhető, mint első az egyenlők között.

2. A nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszer működésének főbb jellemzői

A tanulmány – terjedelmi okokból – elsősorban a *globálisan meghatározó jelentőségű országoknak*, közülük is kiemelten az *USA-nak* az NMPR működésében játszott szerepére és tevékenységére fókuszál. Az ily módon szűkített témakör is lehetővé teszi, hogy az NMPR működésének irányzatát, a rendszeralkotó tényezőkkel kapcsolatos főbb előremutató változásokat és a rendszer működésének hiányosságait áttekintsük.

2.1. Az árfolyamok változása

Az árfolyamok lebegése az inflációs célt követő monetáris politika számára jelentős körülmény, mivel az árfolyam befolyásolja az árak alakulását. A reálárfolyam változásai hatnak a folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulására is. A lebegő árfolyammal kapcsolatban azonban gondot okoz, hogy a rögzített árfolyamnál nagyobb a volatilitása, s érthető szándék annak mérséklése.

A gyakorlati tapasztalatok alapján megállapítható az is, hogy a lebegő árfolyamrendszer működése több szempontból sem felel meg a „tankönyvi” elvárásoknak.

- Az országok jelentős részében más árfolyamrendszerek (rögzített árfolyamrendszer, valutatábla stb.) is léteznek, olyanok, amelyek között jelentős aszimmetria áll fenn, s így nemzeti és globális szempontból inkonzisztens politikai döntések szülehetnek.
- Jellemző az *árfolyamok volatilitása*, amely nagyobb annál, mint amit egyfelől a makrogazdasági alapok, másfelől a főbb devizák árfolyamai indokolnának.

- Az árfolyamok – esetenként manipulált – alakulása hozzájárult ahhoz, hogy nagy és tartós külső egyensúlytalanságok (a nemzetközi fizetési mérlegek folyó tételeinek nagy egyenlegei) és *túlzottan nagy hivatalos devizatartalékok*⁵ alakuljanak ki. Számos tanulmány elemzése alapján megállapítható, hogy az USA folyófizetési-mérleg deficitjét csak abban az esetben lehet csökkenteni, ha a dollár reál árfolyama nagymértékben gyengül.⁶
- Annak következtében, hogy a dollár az *NMPR-ben domináns szerepet játszik* (Saccomann, 2012) (például 2013 áprilisában a Forex-piacok forgalmának 87, a devizatartalékoknak 2014 negyedik negyedévében pedig 62,9 százalékát tette ki), az Egyesült Államok kivételesen előnyös helyzetben volt a külső deficitjének alacsony költségen történő finanszírozásával.

A nemzetközi pénzügyi válság előtti, 2002–2007 közötti időszakban a dollár 25 százalékkal leértékelődött a reál effektív árfolyam mutatója szerint, miközben az USA fizetési mérlegének GDP-arányos hiánya 5 százalék fölött maradt. Mint az 1. ábra illusztrálja – az 1980-as évtized első éveinek kiemelkedő felértékelődése után – a dollár leértékelődése az 1985–1991 közötti időszakban szintén magas fizetési-mérleg-hiány mellett kezdődött, és 1991-ben került a két mutató egyensúlyközeli állapotba. Ez a közeledés azonban nem jellemző a 2002–2007 közötti időszakra, hiszen *a mutatók különbsége 2006-ig nőtt, és a fizetési mérlegének hiánya 2007-ben is a GDP 5,5 százaléka volt.*

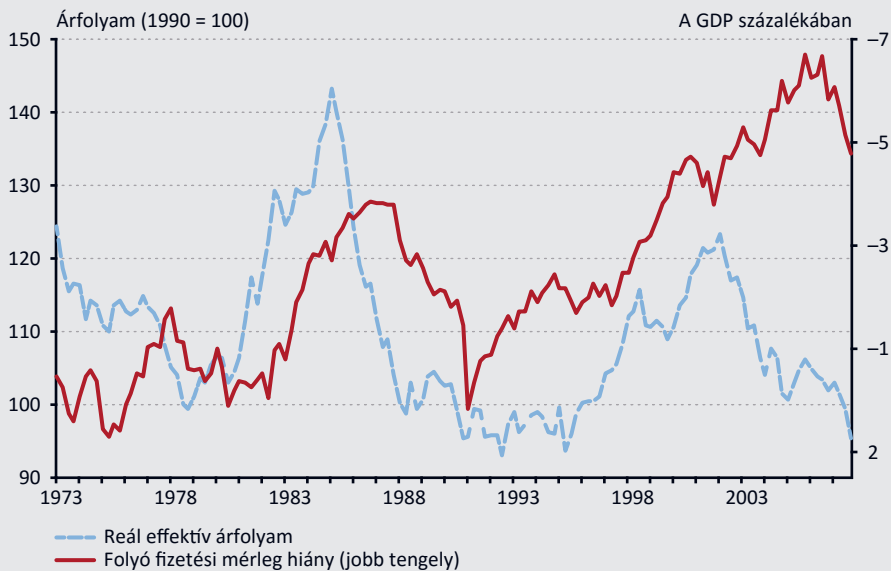
A két mutató eltérő irányzata – az IMF elemzése (IMF 2008) szerint – olyan tényezőkkel magyarázható, mint:

- az USA versenyképességének eróziója a reál effektív árfolyam tükrében, amelyet az 1990-es évek elején az alacsony költséggel működő feltörekvő és fejlődő országokkal folytatott kereskedelem szerepének növekedése eredményezett (Thomas – Marquez – Fahle 2008);
- az üzleti ciklus kedvező alakulása 2006-ig, az import növekedésével járó gyors gazdasági növekedés;
- az olajárak emelkedése, ami megnövelte az olajimportáló országok fizetésimérleg-hiányát, és
- olyan pénzügyi helyzet, hogy az USA fizetésimérleg-hiányát a külföldi tőke beáramlása finanszírozni tudta.

⁵ A hivatalos devizatartalék a jegybankok tartalékainak nagysága, amelynek összetételét az IMF által elismert öt, ún. globálisan szabadon felhasználható deviza (USA-dollár, euro, angol font, japán yen és 2016-tól a kínai renminbi) alkotja. A tartalék nagyobb részét az allokált tartalék teszi ki, amelynek deviza-összetételéről az IMF hivatalos devizatartalék adatbankja (angol rövidítéssel: COFER) tájékoztat.

⁶ Az ökonometriai becslések szerint a GDP-arányos folyófizetésimérleg-egyenleg 1 százalékos javulásának eléréséhez 10–20 százalékos reál dollár-leértékelésre van szükség az Egyesült Államokban (Krugman 2006; Mussa 2004). Lásd szintén Edwards (2005)

1. ábra
Reál effektív árfolyam és a folyó fizetési mérleg egyenlege



Megjegyzés: Reál effektív árfolyam: fogyasztóiár-index alapú

Forrás: FED Kormányzótanácsa; Haver Elemzőház; az IMF-szakértők számításai

A dollár árfolyamának 2007-ben elért alacsony szintjét az IMF árfolyamkérdésekkel foglalkozó konzultatív csoportjának (angol rövidítéssel: CGR) elemzése úgy minősítette, hogy a dollár árfolyama közel került a középtávú egyensúlyi szintjéhez. Ennek során azonban nagyszámú fizetésimérleg-többlettel rendelkező ország devizája szorosan összekapcsolódott a dollárral, ami akadályozta a szükséges alkalmazkodás folyamatát. Ez a körülmény inkább csak a globális egyensúlytalanság újraeloszlását és nem annak csökkentését vagy új egyensúlytalanságok kialakulásának a megakadályozását eredményezte.

2.2. A globális egyensúlytalanság kialakulása

Az NMPR működésének másik meghatározó jelensége a fenntarthatatlan méretű globális egyensúlytalanság kialakulása volt. A folyó fizetési mérleg hiánya, illetve többlete jó néhány országban tartóssá vált, és így globális kihívást jelentett.

A globális egyensúlytalanság kialakulásához – a Bretton Woods-i rendszer után – a dollár mint tartalékdeviza iránt megnövekedett kereslet vezetett, különösen az 1997–1998. évi délkelet-ázsiai válság utáni években. Ebben nagy szerepet játszott Kína sikeres növekedése mellett több ázsiai országnak az az elhatározása, hogy növekvő dollártartalék felhalmozásával a jövőben megakadályozzák olyan árfolyam-eredetű válságok kialakulását, mint az 1997–1998. évi volt. Emellett a globális

lis egyensúlytalanság kialakulásához a kínai dollártartalékok növekedéséhez és az USA folyófizetésimérleg-hiányához a kínai lakosság magas megtakarítása, valamint az Amerikai Egyesült Államok alacsony megtakarítási rátája egyaránt hozzájárult.⁷

Mindezek a folyamatok növelték az USA folyó fizetési mérlegének hiányát, méghozzá úgy, hogy a deficit növekedése nem gyakorolt jelentős alkalmazkodási nyomást, ami „normális esetben” szigorú monetáris politikát indokolt volna. Ez azonban nem következett be. Megjegyzendő, hogy a fizetésimérleg-többlettel rendelkező Kína és más országok esetében sem alakult ki az alkalmazkodást ilyen esetben kiváltó inflációs nyomás. Ebben a helyzetben a dollártartalékok felhalmozását lehetővé tette, sőt támogatta az USA alacsony megtakarítási rátája, továbbá az a körülmény, hogy az USA számára nem okozott sem gazdasági, sem politikai gondot a dollár mint tartalékdeviza hiánya.

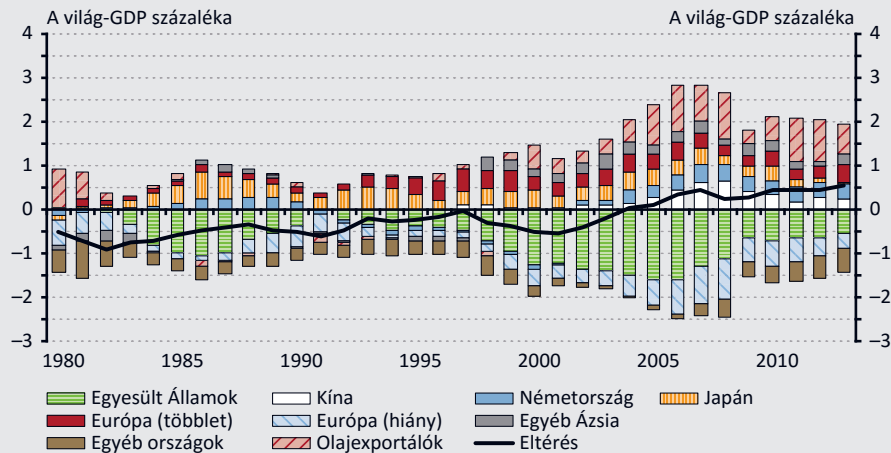
E felvillantott háttérfolyamatok következményeként a korábbi évekbelieknél nagyobb fokú globális egyensúlytalanság alakult ki 1998-tól kezdődően, ami a legnagyobb mértékét 2006 környékén érte el (2. ábra).

A folyó fizetési mérleg teljes egyenlege (a deficitok és többletek együtt) 2006-ban a világ GDP-jének 5,6 százalékát tette ki, ami a globális válság csúcspontjában, 2009-ben közel egyharmadával csökkent, és a 2010. évi kisebb emelkedés után 2013-ban mintegy 3,6 százalékra mérséklődött. A nagyobb torzító hatást kiváltó deficitok 2006–2008-ban az USA-ban és Európa egy részében, a többletek pedig Kínában, Németországban, Japánban és a kőolaj-exportáló országokban voltak.

⁷ A globális egyensúlytalanságot előidéző okokat sokoldalúan és részletesen tárgyalja Kürthy Gábor (2013) „Globális egyensúlytalanságok stock-flow konzisztens modellben” című tanulmányában. A szerző munkájának nagy érdeme, hogy a globális egyensúlytalanságok rendszerszintű magyarázatát kereste a következő rendszerelemek elemzésével:

- a gazdasági- és társadalmi koordinációs mechanizmusok egymás mellett éléséből fakadó konfliktusok elemzése;
- a nemzetközi pénzügyi rendszer szerepének átgondolása és annak vizsgálata, hogy a főutas közgazdaságtan miért nem tud egységes választ adni a globális egyensúlytalanságok fenntarthatósági kérdésére.

2. ábra
Globális folyó fizetési mérleg („flow”) egyensúlytalansága



Megjegyzés: Olajexportálók = Algéria, Angola, Azerbajdzsán, Bahrein, Bolívia, Brunei, Csád, Kongói Köztársaság, Ecuador, Egyenlítői-Guinea, Gabon, Irán, Irak, Kazahsztán, Kuvait, Líbia, Nigéria, Norvégia, Omán, Katar, Oroszország, Száúd-Arábia, Dél-Szudán, Kelet-Timor, Trinidad és Tobago, Türkmenisztán, Egyesült Arab Emírátságok, Venezuela, Jemen, Hongkong Különleges Igazgatású Terület, India, Indonézia, Dél-Korea, Malajzia, Fülöp-szigetek, Szingapúr, Tajvan, Thaiföld. Az európai országok (kivéve Németország és Norvégia) a folyó fizetési mérlegük (pozitív vagy negatív) egyenlege szerint kerülnek besorolásra, évente a többlettel vagy hiánnyal rendelkező országok közé.

Forrás: IMF-szakértők számításai, (IMF World Economic Outlook, October 2014)

E kedvező változással a folyó fizetési mérleg teljes egyenlegének országok szerinti szerkezete is jelentősen megváltozott (2. táblázat).

A deficittel rendelkező országok közül a kiemelkedő súlyt képviselő USA 2006. évi $-5,8$ százalékos GDP-arányát a tíz legnagyobb deficitese ország közül Görögország ($-11,3$ százalék), Portugália ($-10,7$ százalék), Spanyolország ($-9,0$ százalék) és Törökország ($-6,0$ százalék) haladta meg. 2013-ban az USA deficitjének aránya $-2,4$ százalékra csökkent, Törökországé viszont $-7,9$ százalékra nőtt. Ebben az évben az Egyesült Királyság deficitjének aránya $4,5$ százalékra emelkedett, a tíz ország közé új országgént bekerült Brazília ($-3,6$ százalék), Indonézia ($-3,3$ százalék), Kanada ($-3,2$ százalék) és Ausztrália ($-3,2$ százalék).

2. táblázat						
A legnagyobb és legkisebb folyófizetésimérleg-egyenlegű országok, 2006 és 2013						
	2006			2013		
	Milliárd dollár	A GDP százalékában	A világ-GDP százalékában	Milliárd dollár	A GDP százalékában	A világ-GDP százalékában
1. A legnagyobb hiánnyal rendelkező országok						
Egyesült Államok	-807	-5,8	-1,6	-400	-2,4	-0,54
Spanyolország	-111	-9	-0,22	-114	-4,5	-0,15
Egyesült Királyság	-71	-2,8	-0,14	-81	3,6	-0,11
Ausztrália	-45	-5,8	-0,09	-65	-7,9	-0,09
Törökország	-32	-6	-0,06	-59	-3,2	-0,08
Görögország	-30	-11,3	-0,06	-49	-3,2	-0,07
Olaszország	-28	-1,5	-0,06	-37	-1,3	-0,05
Portugália	-22	-10,7	-0,04	-32	-1,7	-0,04
Dél-Afrika	-14	-5,3	-0,03	-28	-3,3	-0,04
Lengyelország	-13	-3,8	-0,03	-26	-2,1	-0,03
Összesen	-1 172		-2,3	-891		-1,2
2. A legnagyobb többlettel rendelkező országok						
Kína	232	8,3	0,46	274	7,5	0,37
Németország	182	6,3	0,36	183	1,9	0,25
Japán	175	4	0,35	133	17,7	0,18
Szaúd-Arábia	99	26,3	0,2	104	16	0,14
Oroszország	92	9,3	0,18	83	10,4	0,11
Hollandia	63	9,3	0,13	80	6,1	0,11
Svédország	58	14,2	0,11	72	38,9	0,1
Norvégia	56	16,4	0,11	65	16,1	0,09
Kuwait	45	44,6	0,09	63	30,9	0,08
Szingapúr	37	25	0,07	58	11,8	0,08
Összesen	1 039		2,1	1 113		1,5

Forrás: IMF, World Economic Outlook adatbázisa

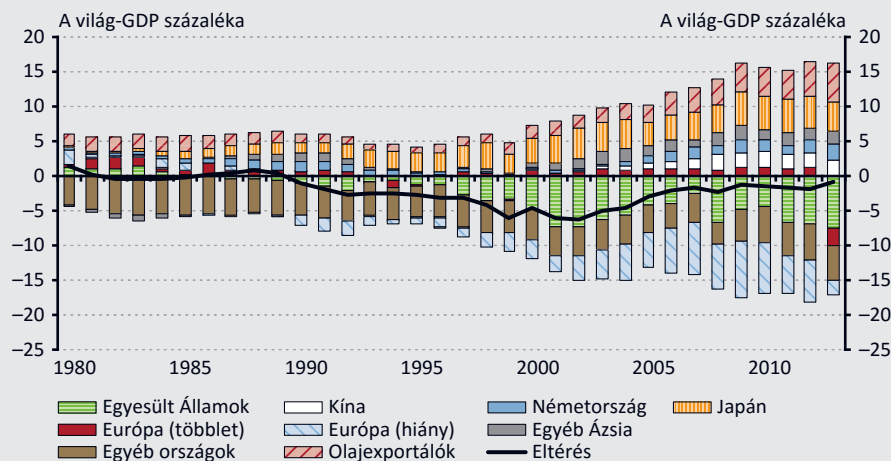
A többletet elérő országok élén a vizsgált időszakban Kína és Németország helyet cserélt: 2006-ban a második legnagyobb, 182 milliárd dollár fizetésimérleg-többlettel rendelkező Németország 2013-ban 274 milliárd többletet ért el, míg Kína többlete 183 milliárd volt. Szaúd-Arábia a 2006. évi 99 milliárdos többletét 2013-ban 133 milliárdra, Kuvait pedig 45 milliárdról 72 milliárdra növelte. Figyelemre méltó, hogy 2013-ban Dél-Korea, Kuvait, az Egyesült Arab Emírátsok és Katar bekerült a tíz legnagyobb fizetésimérleg-többlettel rendelkező ország közé, miközben Oroszország kimaradt onnan.

A globális egyensúlytalanság eddig követett „flow” elemzése alapján az a megnyugtató következtetés vonható le, hogy 2013-ra elfogadható mértékűre csökkent a folyó fizetési mérleg GDP-arányos teljes egyenlege. Az USA fizetésimérleg-deficitje, Kína és Japán többlete mintegy felére csökkent, jóllehet a többlet fennmaradt néhány európai és olajexportáló országban. Ezzel kapcsolatban kiemelendő változás az is, hogy jelentősen csökkentek a globális gazdaságot fenyegető rendszerszintű kockázatok. A két fontos fennmaradó kockázat közül az egyik – a külső egyensúlytalanság csökkenésének „áraként” – a belföldi növekvő egyensúlytalanságok (munkanélküliség, kibocsátási rés költségének növekedése), a másik pedig az volt, hogy miközben a fizetési mérleg („flow”) pozíciói javultak, a hitelező és az adós beruházási-megtakarítási pozíciói („stock” egyensúlytalanságai) tovább divergáltak.

Ezért szükséges, hogy az egyensúlytalanság alakulását a fizetésimérleg-statisztika alapján számított nettó külső eszközállomány („stock”) alapján is elemezzük. Az ilyen elemzés különösen indokolt olyan esetben, amikor a gazdaságok a külső pénzügyi feltételek következtében sérülékennyé válnak, például a külső finanszírozási források hirtelen kiszáradnak vagy nagymértékben beszűkülnek (*Catao – Milesi-Ferretti 2013*).

Ebben az elemzési dimenzióban a globális egyensúlytalanság a 2006–2013 közötti időszakban is tovább nőtt, szemben a „flow” elemzés eredményével (3. ábra).

3. ábra
Globális nettó külföldi eszközállomány („stock”) egyensúlytalansága



Megjegyzés: Olajexportálók = Algéria, Angola, Azerbajdzsán, Bahrein, Bolívia, Brunei, Csád, Kongói Köztársaság, Ecuador, Egyenlítői-Guinea, Gabon, Irán, Irak, Kazahsztán, Kuvait, Líbia, Nigéria, Norvégia, Omán, Katar, Oroszország, Szauúd-Arábia, Dél-Szudán, Kelet-Timor, Trinidad és Tobago, Türkmenisztán, Egyesült Arab Emírátsok, Venezuela, Jemen, Hongkong Különleges Igazgatású Terület, India, Indonézia, Dél-Korea, Malajzia, Fülöp-szigetek, Szingapúr, Tajvan, Thaiföld. Az európai országok (kivéve Németország és Norvégia) a folyó fizetési mérlegük (pozitív vagy negatív) egyenlege szerint kerülnek besorolásra, évente a többlettel vagy hiánnyal rendelkező országok közé.

Forrás: IMF szakértők számításai. IMF World Economic Outlook, October 2014

Ez a következő három tényezőcsoporttal magyarázható (IMF 2014b):

- A globális egyensúlytalanság „flow” elemzés szerinti mérséklődése jelentős, de még pozitív maradt, és így a „stock” egyensúlytalanság tovább növekedett.
- Az átértékelések hatásai megváltoztatják az eszközök helyzetét. Ezzel kapcsolatban megjegyzendő, hogy az átértékelések hatását befolyásolja az országok kiinduló nemzetközi hitelezői vagy adósi beruházási pozíciója, valamint a bruttó eszközök és kötelezettségek szerkezete. Ebből a szempontból az USA adóshelyzete kivételes volt, mivel – a növekedési feltételeinek kedvezőtlen változása mellett – eszközeinek értéke annak ellenére emelkedett, hogy nemzetközi beruházási pozíciói gyengültek.
- A gazdasági növekedés hatásai szintén a nagyobb GDP-arányos egyensúlytalanságot támogatták, tekintve, hogy a hitelező országok esetében a GDP növekedése gyorsabb volt a nettó külső eszközökénél, s így mérsékeltek a nettó külső eszközök arányát, miközben az adós országok esetében e hatások elősegítették, hogy a nettó külső kötelezettségek alacsonyabb aránya alakuljon ki.

A folyó fizetési mérlegek pozíciója által jelzett globális egyensúlytalanság másik fontos indikátora, *a devizatartalékok nagysága megnőtt, és a megoszlása aránytalan volt (3. táblázat).*

3. táblázat				
A hivatalos külföldi devizatartalék globális megoszlása				
<i>(ezer milliárd USD)</i>				
	1998	2010	2013	Változás 1998–2013 között
Világ	1,6	9,3	12,1	10,5
Fejlett országok	1,0	3,1	3,4	2,4
Feltörekvő és fejlődő országok	0,6	6,2	8,7	8,1
<i>Forrás: IMF (2014a)</i>				

Mint látható, a világ devizatartaléka másfél évtized alatt 12,1 ezer milliárd dollárra, 10,5 ezer milliárd dollárral nőtt, ami 2013-ban a világ GDP-jének 16,2 százalékát tette ki. Ezen belül a fejlett országok 2,4 ezer milliárd dolláros növekedésével szemben a feltörekvő és fejlődő országokban 8,1 ezer milliárd dolláros volt a növekedés. Ez a nagyarányú tartalék egyrészt növelte az országok biztonságát az esetleges pénzügyi sokkok esetére, másrészt néhány feltörekvő és fejlődő ország (például Kína és Szaúd-Arábia) számára lehetővé tette – az áruk és szolgáltatások kivitele mellett – a nagyarányú tőke kivitel is a fejlett országokba, elsősorban az Egyesült Államokba. A nagyarányú dollártartalék egyben veszély is az USA számára, tekintve, hogy az ázsiai hitelező országok fontos szereplővé váltak, ami növelheti a volatilitást.

Mindezek alapján a globális egyensúlytalansággal kapcsolatban megállapítható, hogy a vizsgált időszakban az NMPR e működési hiányosságának nagy szerepe volt több országban a potenciálisnál kisebb gazdasági növekedésben, mivel az országok fizetésimérleg-hiányait és -többleteit nem sikerült nagyobb mértékben csökkenteni. Ennek következménye az euroövezet esetében is tetten érhető, hiszen a mediterrán országokban tartós deficit, az északi országokban pedig többlet alakult ki.

Az egyensúlytalanságok másik következménye a *globális megtakarítási bőség*⁸ megjelenése volt, amelynek kialakulása, illetve gyors felfutása – a kezdeti pozitív várakozások után – eszkbuborékok létrejöttéhez és a globális beruházási lehetőségek szűküléséhez vezetett. Ezzel kapcsolatban megjegyzendő, hogy a megtakarítási bőségnek csak egyik forrása volt a fizetési mérlegek többlete és a devizatartalékok felhalmozása egy sor ázsiai feltörekvő országban, a másikat pedig a nemzetközi olajárak nagymérvű emelkedéséből származó olajbevétel, illetve e két folyamat szimultán kibontakozása jelentette.

⁸ Global savings glut. E kifejezést először Ben Bernanke, a Fed korábbi elnöke használta (Bernanke 2005).

2.3. Likviditás

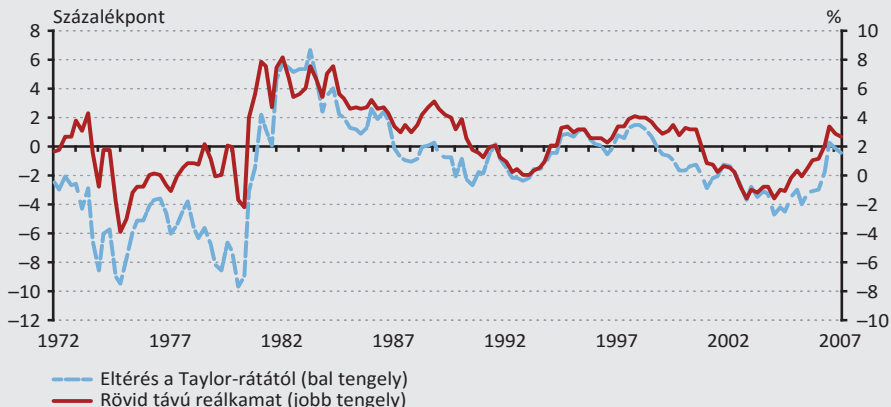
Az NMPR működésének további gyenge pontja a globális likviditási „dagályok” és „apályok” gyakori váltakozása. Például az USA alkalmazkodó monetáris politikája a 2000-es évek elején jelentős tényezője volt a likviditási dagálynak, amelyet az alacsony kamatok és kockázati felárak is ösztönöztek. Ebben a környezetben a befektetők kockázatvállalási kedve megnőtt, a külföldiek számára az USA-ba történő befektetések egyaránt bizonyultak likvidnek és biztonságosnak.

Mielőtt a likviditás alakulását illusztrálnánk, röviden bemutatjuk magát a fogalmat. Korábban a nemzetközi likviditás kifejezés a devizatartalékok cserélhetőségére vonatkozott. Később a pénzügyi globalizációval, a pénzpiacok összekapcsolódásával a likviditás forrásainak köre, fogalma is kibővült (Coene 2012).

A globális likviditás bonyolult, sokágú fogalmát a Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS) és az IMF két komponensen, a hivatalos és a piaci likviditáson keresztül határozza meg. A *hivatalos likviditás* olyan finanszírozási lehetőség, amely az igények/követelések kiegyenlítésére korlátozás nélkül áll a monetáris hatóságok (jegybankok) rendelkezésére. Ez a jegybankok tevékenységén keresztül megnyíló lehetőség olyan eszközökkel érhető el, mint a devizatartalék, a hitelnyújtás, a swap-csatornák, továbbá az IMF-programok és SDR-allokációk, amelyek mobilizálják a meglévő hivatalos likviditást, hiszen annak teremtése végső soron a jegybankok feladata. A *piaci (magánszektorbeli) likviditást* a bankok és más pénzügyi intézmények teremtik a műveleteikkel. E két likviditási komponens közös nevezője a finanszírozás megkönnyítése (BIS 2011).

A globális likviditás alakulását – fogalmának rendkívüli összetettségéből adódóan – úgynevezett helyettesítő (proxy) indikátorokkal tudjuk csak megközelíteni. A hivatalos likviditási helyzet alakulását jellemezhetjük – az IMF (IMF 2007) szerint – a *rövid távú alapkamattal*, amelynek változását a globális szempontból meghatározó jegybankok monetáris politikájának irányultsága (alkalmazkodó jellege) nagymértékben meghatározza. Egy másik használatos mutatószám lehet az ún. *Taylor-ráta* vagy *Taylor-szabály*, amely a rövid távú alapkamatot az aktuális inflációnak az inflációs céltól vett eltérése, a semleges (hosszú távú) reálkamat és a gazdaság ciklikus pozíciója alapján határozza meg. Az USA-ra és az euroövezetre alkalmazott alapkamat alakulását és ennek a Taylor-rátától való eltérését a 4. és 5. ábra szemlélteti.

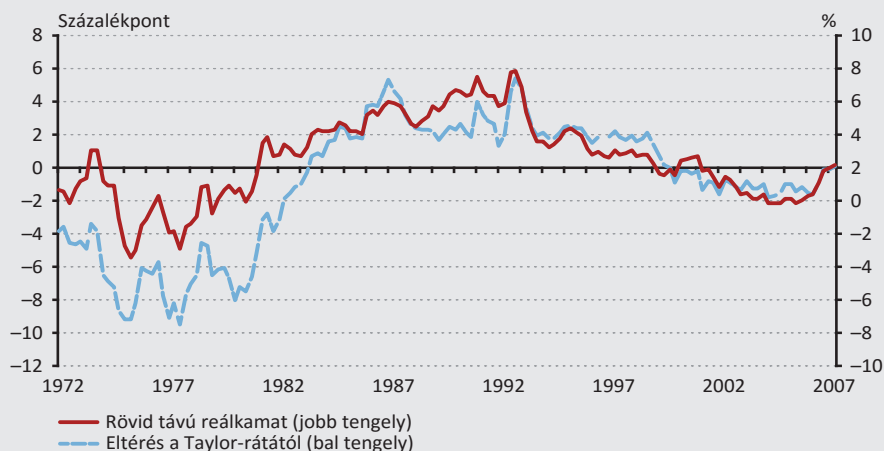
4. ábra
A likviditás kamatrátá-alapú mérése az USA-ra



Forrás: IMF-szakértők számításai. *World Economic Outlook, October 2007*

Mivel az alapkamatok alapján számított reálkamatok negatív előjelűek voltak, az USA monetáris politikája az 1998–2005 közötti időszakban lazának volt tekinthető, majd a vizsgált időszak végén az alkalmazott kamat megközelítette az egyensúlyi vagy semleges kamat szintjét. 2003–2005-ben a monetáris politika még az 1990-es évek elejére jellemzőnél is lazább volt. A monetáris alkalmazkodási pálya hosszabb távú hasonlósága ellenére, az Európai Központi Bank (ECB) esetében a laza irányultság mértéke a 2003–2005 közötti időszakban jelentősen kisebb volt, mint az 1970-es évtizedben, amikor a laza monetáris irányultság az USA-ban is historikus nagyságot ért el.

5. ábra
A likviditás kamatrátá-alapú mérése az euroövezetre



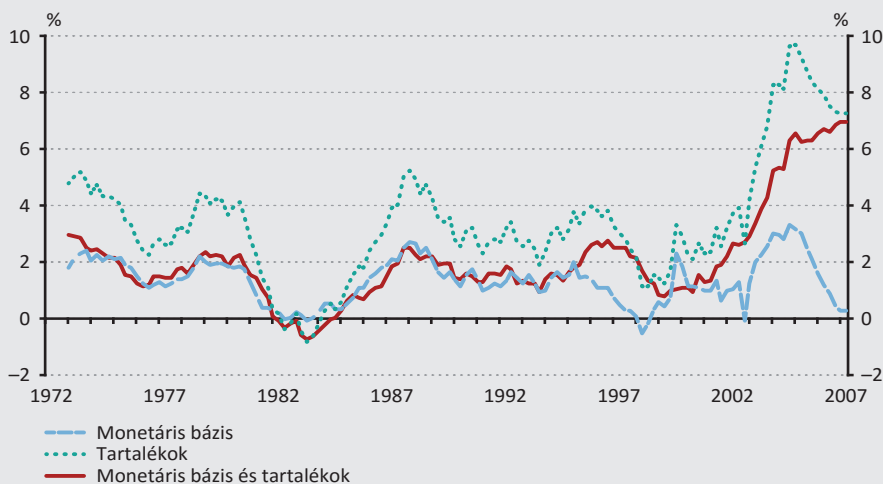
Megjegyzés: 1998 előtt az eurozóna tagországok vásárlóerőparitás-alapú súlyozott átlaga.

Forrás: IMF szakértők számításai. *World Economic Outlook, October 2007*

A globális likviditást jelző harmadik, *mennyiségi jellegű mutatószám* szerint (6. ábra) a monetáris politika alkalmazkodóbb volt a 2000–2010 közötti évtized első felében, mint az 1970-es években vagy az 1980-as évek közepén, az alkalmazkodás a csúcspontját pedig 2005-ben érte el. A likviditásbővülést nagymértékben elősegítette – mint a 2.2. pontban láttuk – a nemzetközi devizatartalékok növekedése.

6. ábra

A likviditás mennyiségi jellegű mutatószámokkal való mérése



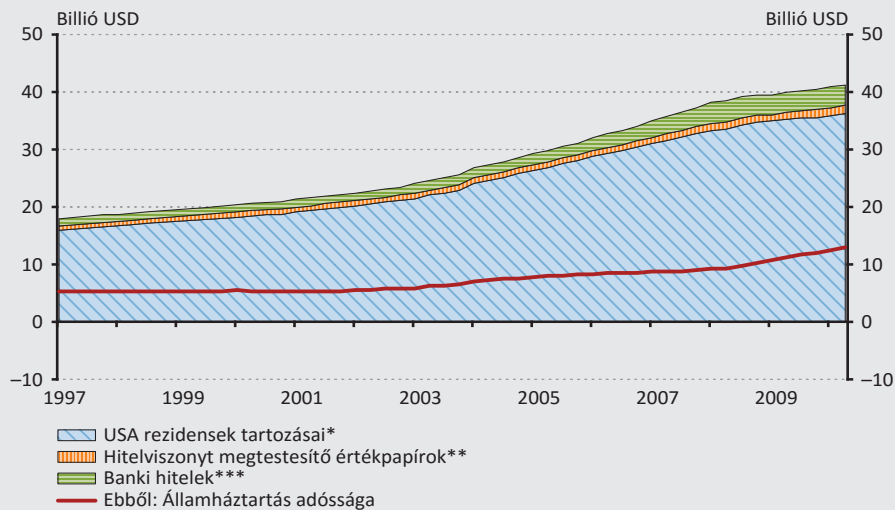
Megjegyzés: Az Egyesült Államok, az euroövezet és Japán hároméves változásai USA-dollárban, GDP-vel súlyozva.

Forrás: IMF-szakértők számításai. World Economic Outlook, October 2007

A globális likviditás mérésének másik indikátorcsoportja a határon túlnyúló (banki) *globális hitelek és értékpapír-kibocsátások* nagyságát méri. A különböző indikátorok egyike az ún. *pénznem* (dollár, euro, yen stb.) szerinti *megkülönböztetést* követi (7. ábra). Az ábra összehasonlítja a dollárban denominált, az USA nem-pénzügyi szektorának nyújtott hitelek nagyságát az USA-n kívüli nem-pénzügyi szektornak nyújtott dollárhitelek nagyságával. Megállapítható, hogy a globális nem-pénzügyi szektornak nyújtott dollárhitel az USA nem-pénzügyi szektorának nyújtott hitelnek 2010 közepén 13 százalékát tette ki, szemben a 2000. év közepi 10 százalékkal. Amennyiben a kormányoknak nyújtott dollárhitelektől eltekintünk, a nemzetközi komponens aránya 2010-ben még magasabb (17 százalék) volt. Megállapítható az is, hogy az USA-n kívül nyújtott dollárhitelek állománya gyorsabban nőtt, mint az USA-n belülieké. Az utóbbi átlagos évi növekedése 2000 és 2007 között mintegy 9 százalék volt, és 23 billió dollárt, az amerikai GDP 167 százalékát érte el. Ezzel szemben az USA-n kívüli nem-pénzügyi szektornak nyújtott dollárhitel ebben az időszakban évi 30 százalékkal nőtt (BIS 2011).

7. ábra Belföldi és nemzetközi dollárhitelek

(A nem-pénzügyi szektornak nyújtott hitelek)



Megjegyzés: * Az Egyesült Államokban a rezidensek tartozása a nem-pénzügyi szektornak. ** Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok, amelyeket a nem-pénzügyi rezidensek bocsátanak ki az Egyesült Államokon kívül. *** Az Egyesült Államokon kívüli nem-banki rezidenseknek nyújtott határon átnyúló és belföldi dollárhitelek.

Forrás: BIS (2011)

A likviditás mérésének két további megközelítése közül az egyik a hitelek elemzése, eltekintve a felhasznált devizától, a másik annak az áttekintése, hogy a hitelek milyen nemzetközi mérlegpozíciók formájában érkeznek a szóban forgó országba. Az előbbi vonatkozásban – az európai bankok egy csoportjának dollárban vezetett mérlegbeszámolóinak alapján – megállapítható, hogy a 2008–2009. évi válság előtt a nagy nemzetközi bankok az FX-swapon keresztül rövid távú kölcsönökből jelentős dolláreszközt halmoztak fel az országokban, és ösztönözték a nagyobb befektetési kockázatvállalást (BIS 2011). Az utóbbi szempontból a teljes globális hitelállomány aggregált nagysága a 2001–2010 közötti időszakban mindvégig emelkedett, a határon átnyúló hitelek nagysága viszont a válság éveiben jelentősen csökkent (8. ábra). A határon átnyúló hitelek csökkenése az USA-ban ennél is nagyobb, az euroövezetben és az európai feltörekvő országokban pedig kisebb mértékű volt, de az utóbbi régiókban a csökkenés már korábban, 2005–2006-ban megkezdődött.

8. ábra

A nemzetközileg aktív európai bankok dollár mérlegpozíciói*

(bruttó, ellenpartneri szektorral)



Megjegyzés: * A Németországban, Hollandiában, Svájcban és az Egyesült Királyságban működő bankok határon átnyúló és helyi tranzakciói mérlegpozícióinak világméretű összegzésén alapuló becslés. ** Nemzetközi pozíciók szemben a nem banki és lokális pozíciókkal, valamint az USA-beli rezidenseknek az Egyesült Államok bankjaiban nyilvántartott pozíciójával. *** A bankközi tranzakció a becsült nettó bankközi kölcsönzés más bankoknak.

Forrás: Bloomberg; JPMorgan Chase; BIS konszolidált banki statisztika; BIS-nek jelentő országok statisztikái

A globális likviditás fejlődésének ciklikus jellege és az általa kiváltott sokkok a pénzügyi stabilitás szempontjából – az elmúlt időszak tapasztalatai alapján – egyfelől a likviditás nagyfokú hullámmását és kiegyensúlyozatlanságát jelzik, másfelől – ezzel összefüggésben – azt, hogy időszakonként nem sikerült megakadályozni a likviditási hiányok hirtelen kialakulását és ezáltal a gazdasági növekedési folyamat lelassulását. Ez utóbbi hatás különösen elhúzódott a 2008–2009. évi válság utáni időszakban, amikor a fejlett gazdaságokban a nagymérvű likviditáshiány mérséklése vált szükségessé, amit elősegített a jegybankok között kialakult sikeres FX-swap együttműködés (Goldberg – Kennedy – Miu 2011). A FX-swap műveletek mellett a jegybankok más eszközökkel is hozzájárulhatnak a likviditás nemzetközi eloszlásához, így például a jegybankok közötti repo-műveletek végzésével és a határon átnyúló fedezeti megállapodásokkal (angol rövidítéssel: CBCAs). A válságkezelési tevékenység részeként a jegybankok (a Fed, a Európai Központi Bank, a Bank of England, a Bank of Japan stb.) eszközvásárlási programjai is jelentős mértékben elősegítették a hivatalos likviditás bővülését az utóbbi években.

A nemzetközi pénzügyi intézmények, különösen az IMF szintén jelentős szereplői a likviditási sokkok mérséklésének. Az IMF a hitelnyújtási eszköztárát kibővítette a rugalmas hitelnyújtási lehetőséggel (angol rövidítéssel: FCL) és az elővigyázatossági hitelnyújtási lehetőséggel (angol rövidítéssel: PCL) azzal a céllal, hogy a stabil makrogazdasági alapokkal rendelkező országok a válságmegelőzés érdekében likviditási lehetőséghez jussanak. Az IMF másik fontos eszköze a különleges lehívási jogok (angol rövidítéssel: SDR), amelynek elsődleges célja a hivatalos likviditás mobilizálása a főbb tartalékdevizák vonatkozásában, de hozzájárulhat a globális likviditás növeléséhez is. Ezzel kapcsolatban megjegyzendő, hogy a 14. SDR-kvóta-emelés eredményeként a teljes kvóta nagysága mintegy 477 milliárd SDR-ra (mintegy 668 milliárd USD-ra) emelkedett.

2.4. Stabilitás

A pénzügyi stabilitás az NMPR-rel szemben támasztott legátfogóbb követelmény, amelynek kielégítése annak ellenére nem valósult meg, hogy ez a hiányosság a jegybankok első számú céljának az elérését veszélyezteti. A stabilitás erősítését olyan körülmények is sürgetik, mint:

- a feltörekvő és fejlődő országok fennálló veszélyeztetettsége – többek között – annak következményeként, hogy e régiókban olyan nagyarányú a külföldi tőkeállomány, hogy annak hatékony működését a pénzügyi szektor (piac) fejlettsége, „mélysége” (Bernanke 2005) nem teszi lehetővé, valamint az, hogy
- az elmúlt években a fejlett országokban eltérő monetáris politikákat követtek a fellépő makrogazdasági és finanszírozási kockázatok kezelésében.

A pénzügyi stabilitás meghatározását és céljának kijelölését komplex feladattá teszi a fogalom több dimenziós értelmezése. E dimenziók az inflációs célkövetés alkalmazásától az eszközárak, a politikai kondíciók, a hitelek nagysága, a pénzügyi ciklus változásán keresztül az integrált célkövetésig vezetnek. Az utóbbi (új) fogalmon a monetáris és makroprudenciális politikák együttes, összehangolt alkalmazása értendő, ami hosszú távon hozzájárulhat a pénzügyi rendszer fenntarthatóságához, és így elősegítheti a gazdasági növekedést.⁹ Ebből következik a globális stabilitás mérésének nehézsége: annak meghatározása, hogy a stabilitás dimenzióinak esetében mihez képest értelmezhető a változás (az egyensúlyi állapothoz, az elérendő szintekhez vagy az érvényesülő trendekhez képest), illetve milyen szerepet kapjanak a direkt jellegű stabilitást erősítő politikák.

⁹ A makroprudenciális politikák jellemzően a banki hitelezéssel és a likviditásmegfeleléssel foglalkoznak. A válság és a nagy jegybankok politikájának legfőbb következménye, hogy a finanszírozás arányai megváltoztak: sok országban a nagyvállalatok elsősorban kötvénykibocsátással jutottak új forrásokhoz, és a banki finanszírozás aránya visszaszorult. A kötvénykibocsátást a makroprudenciális politika nem követte, és nem is tudja követni. A stabilitás a makroprudenciális politikával közelíthető, ám teljeskörűen nem érhető el.

E téren a válságkezelés során jelentős előrelépések történtek. Az európai átfogó eszközminőségű felülvizsgálatnak (angol rövidítéssel: AQR) fontos eredménye a banki eszközök minősége körüli bizonytalanság elosztatása. A stressztesztek mellett az egységes európai bankfelügyelet (angol rövidítéssel: SSM) létrehozása azt eredményezte, hogy csökkentek a bankok mérlegét terhelő kockázatok, nőtt a befektetői bizalom a szektor iránt. A stabilitás erősítését szolgáló politikák egyik fontos makroprudenciális eszköze az anticiklikus pufferráta is, amelynek célja extra-tőketartalék képzése a pénzügyi válsághelyzetekre, illetve a túlzott mértékű hitelezés esetén a pénzügyi kockázatok mérséklésére. Az eszköz országspecifikus alkalmazását az Európai Rendszerkockázati Testület (angol rövidítéssel: ESRB) módszertani irányelvei segítik. A stabilitási politikákat szolgáló eszköztár fontos részét képezi a BIS-nek az a tevékenysége is, amelyet a hitelkockázat mérési rendszerének kidolgozása érdekében végez.

Jóllehet a stabilitást erősítő politikák vonatkozásában a rövid és középtávú politikák állnak előtérben, a hosszú távú stratégiai lépéseknek is kiemelkedően fontos szerepük van, különösen a feltörekvő és fejlődő országok felzárkózását illetően, ahol *a pénzügyi szektor fejlettsége*, mélysége elmaradt a fejlett országokétól az összevont banki mérlegbeszámolók GDP-arányos adatai alapján számított indexek szerint (4. táblázat).

Az indexek arról tájékoztatnak, hogy 1989 és 2009 között a pénzügyi szektor fejlettségi színvonala négy fejlett országban (Svájcban, Belgiumban, az Egyesült Királyságban és az USA-ban) nagymértékben emelkedett, Japánban is tovább nőtt, Írország esetében pedig – rövid idő alatt – 2009-ben kiemelkedő szintet (21,6 százalékot) ért el. Ehhez közel álló szint a feltörekvő országok közül csak Hongkong esetében látható, a második legmagasabb szintet pedig Szingapúr érte el. A világ egészében az 1989. évi indexérték 4,2 százalék volt, ami 2009-ben 6,7 százalékra emelkedett. Ehhez a feltörekvő országok 1989-ben 0,3 százalékkal, 2009-ben 1,2 százalékkal járultak hozzá, szemben a fejlett országok 3,9, illetve 5,5 százalékaival. Ezek az indexek jelzik, hogy a feltörekvő országok pénzügyi szektorában – az elért fejlődés ellenére – még további stabilitást erősítő monetáris politikai lépésekre van szükség a külső sokkok kedvezőtlen hatásainak kivédéséhez.

4. táblázat

Az országok pénzügyi mélység szerinti rangsora és hozzájárulásuk a globális pénzügyi mélységhez

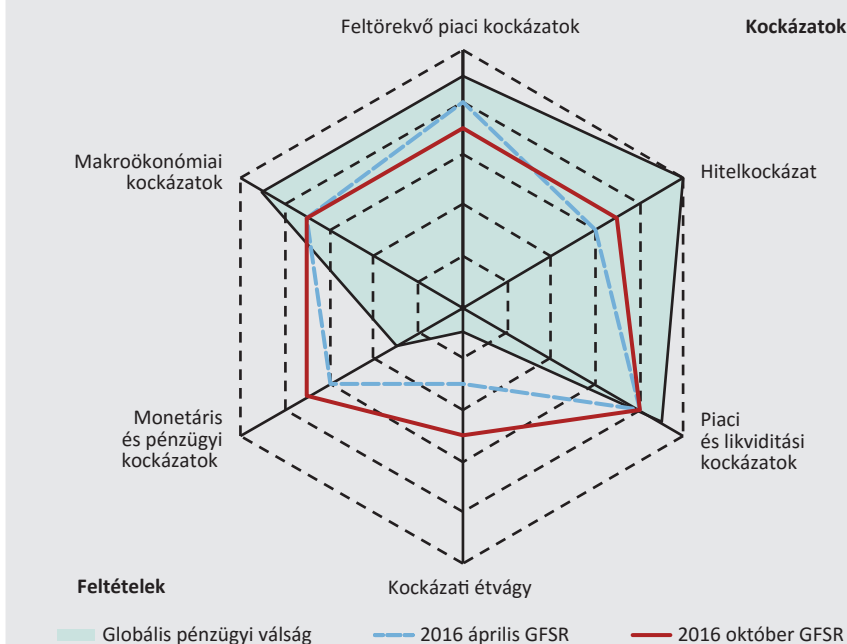
	A pénzügyileg legfejlettebb 5 ország (a saját GDP százalékában)		A pénzügyi fejlettséghez leginkább hozzájáruló 5 ország (az összes ország GDP-jének százalékában)	
	1989	2009	1989	2009
Fejlett országok			Világ	6,71
Japán	7,25	21,61	Fejlett országok	5,5
Svájc	6,48	12,64	Egyesült Államok	1,96
Belgium	5,45	11,48	Japán	0,88
Egyesült Királyság	5,03	10,63	Egyesült Királyság	0,52
Egyesült Államok	4,51	9,31	Németország	0,41
			Franciaország	0,36
Feltörekvő országok				
Libanon	8,94	26,67	Feltörekvő országok	1,21
Hongkong	7,44	10,47	Brazília	0,48
Malajzia	4,92	7,44	Kína	0,11
Szingapúr	4,76	6,47	Hongkong	0,1
Dél-Afrika	3,96	6,3	Dél-Korea	0,08
			India	0,08

Megjegyzés: A pénzügyi szektor mélységét az eszközök és tartozások összegének GDP-arányos nagysága méri, és azt jelzi, hogy egy gazdaságban mekkora a súlya a belföldi és külföldi pénzügyi követeléseknek és tartozásoknak. A táblázatban szereplő adatok 50 országra vonatkoznak, amelyek fele fejlett, másik fele fejlődő ország, és együttesen a világ GDP-jének több mint a 90 százalékát állítják elő.

Forrás: BIS, World Bank, kiegészített Lane – Milesi-Ferretti (2007) adatbázis; IMF-szakértők számításai.

A globális pénzügyi stabilitást erősítő rövid és középtávú elemzések és politikák a *globális pénzügyi stabilizációs térképre* (9. ábra) épülnek (IMF 2016). Eszerint 2016-ban a globális stabilitási helyzet valamelyest javult. A makroökonómiai kockázatok változatlanok voltak. A központi bankok további könnyítő intézkedéseinek eredményeként a monetáris és pénzügyi kondíciók javultak, és ennek hatására nőtt a kockázatvállalási kedv is. A termékárak, a külső pénzügyi kondíciók javulása és a megnövekedett tőkeáramlás következményeként a piaci és likviditási kockázatok viszont – a főbb eszközosztályok átrendeződése idején – továbbra is magas szinten maradtak.

9. ábra
Globális pénzügyi stabilitási térkép: kockázatok és feltételek



Megjegyzés: A középponttól való eltávolodás magasabb kockázatot, enyhébb monetáris és pénzügyi feltételeket vagy magasabb kockázati étvágyat jelent. A kék terület a globális válság stabilitási térképét jelzi a 2009. áprilisi Globális Pénzügyi Stabilitási Jelentés szerint.

Forrás: IMF-szakértők számításai. Global Financial Stability Report, October 2016

Ami a középtávú kockázatokat illeti, megjegyzendő, hogy az alacsonyabb rövid távú kockázatok ellenére 2016-ban a középtávúak növekedtek, mivel a döntéshozók a veszélyek és az új kihívások széles körével szembesültek. A hitelkockázatokat – például – növeli, hogy az alacsony kamatkörnyezetben a bankok sokkellenálló képessége jelentősen csökkent. Szélesebb értelemben a legnagyobb kockázatot az USA politikai és policy kiegyensúlyozatlansága jelenti, amely a vártnál szigorúbb pénzügyi

kondíciókhoz, nagyobb ingadozásokhoz és kockázatkerüléshez vezethet. Egy másik kihívást a protekcionizmus globális erősödése és hatására a kereskedelem, valamint a gazdasági növekedés mérséklődése jelent. Következésképpen, a stabilitás elérése nagymértékben függ attól, hogy miként sikerül a nemzeti és globális politikákat, a „policy mix”-et jól megválasztani (*IMF 2017:1*).

2.5. Nemzetközi átgűrűződések

A nemzetközi átgűrűződések erősödő hatásai mellett azért is indokolt e terület vizsgálata, mert tapasztalható, hogy a jegybankok gyakran nem fordítanak kellő figyelmet e hatások és az országspecifikus pénzügyi kondíciók összhangjára a monetáris politikai döntéshozatal során. A kihívást – a globális válsággal összefüggésben – sokoldalúan illusztrálják az elmúlt években kialakult sokkhatások.

A hatások egyik kiemelkedő megnyilvánulása a *kamatlábak közeledése*, ami gyorsabb volt, mint a makrogazdasági alapfolyamatok változása. Ezt sokoldalúan illusztrálja az a panelregressziós elemzés (*Hoffmann – Takáts 2015*), amelyet 30 feltörekvő és kisebb fejlett országra végeztek el a 2000–2014 közötti időszakra vonatkozóan. Az eredmények szerint (*5. táblázat*) a rövid távú (3 hónapos) kamatrátá USA-beli 100 bázispontos változását átlagosan 34 bázispontnyi változás követte az országokban (*1. oszlop*). A 10 éves kötvényhozam esetében a kapcsolat még ennél is erősebb (59 bázispont) volt (*2. oszlop*). Az amerikai kamatláb mellett a másik magyarázó változó, a globális befektetési kockázatkerülést kifejező VIX-index szintén fontos befolyásoló tényezője volt a szóban forgó kamatoknak. Az USA-alapkamat 100 bázispontnyi csökkenését 43 bázispontnyi mérséklődés követte a normatív Taylor-szabály szerinti szinthez képest a vizsgált országokban (*3. oszlop*). Abban az esetben pedig, ha nem a normatív, hanem a "leíró" Taylor-szabály szerint történt az USA-alapkamat hatásának vizsgálata, akkor a hatás nagyobb, átlagosan 70 bázispont volt a feltörekvő és a kisebb fejlett országokban (*4. oszlop*). Ezek alapján megállapítható, hogy az USA kamatlába jelentős hatást gyakorolt a szóban forgó 30 ország rövid és hosszú kamatszintjének alakulására.

5. táblázat

Az átgűrűződés hatása a kamatlábakra¹

Magyarázó változó	Függő változó			
	Változás a 3 hónapos kamatokban ²	Változás a 10 éves kötvény hozamokban ²	Kamatláb eltérés ³	Kamatláb szint ⁴
USA kamat	0,34***	0,59***	0,43***	0,70***
VIX	0,51***	0,21**	1,99***	1,54***
F-stat USA-kibocsátás és infláció ⁵	0,24	2,35*	20,80***	6,80***
F-stat belföldi kibocsátás és infláció ⁵	17,18***	2,09	.	12,60***
R ²	0,25	0,26	0,45	0,82

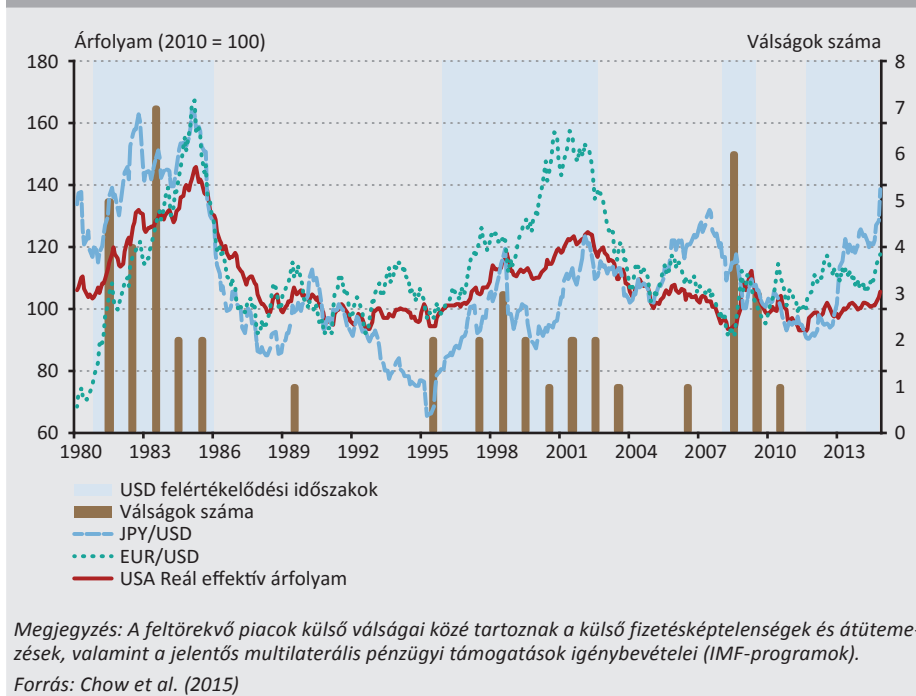
Megjegyzés: ¹ A kiegyensúlyozatlan fix hatású panelregressziók eredményei 30 feltörekvő piac és fejlett gazdaság alapján (Ausztrália, Brazília, Kanada, Chile, Kína, Kínai Népköztársaság, Kolumbia, Csehország, Dánia, Hongkong SAR, Magyarország, India, Indonézia, Izrael, Korea, Malajzia, Mexikó, Új-Zéland, Norvégia, Peru, Fülöp-szigetek, Lengyelország, Oroszország, Szingapúr, Dél-Afrika, Svédország, Svájc, Thaiföld, Törökország és az Egyesült Királyság), a mintavétel 2000 első negyedéve és 2014 utolsó negyedéve közé esik. ² $\Delta r_t^i = \beta_0 + \alpha_0^i + \beta_1 \Delta r_t^{us} + \beta_2 X_t^i + \varepsilon_t^i$ panelbecslés, ahol Δr_t^i mutatja a gazdaság i három hónapos pénzügyi kamatláb és 10 éves kötvényhozam aktuális negyedévi változását az előző negyedéhez képest, valamint Δr_t^{us} jelöli az USA-alapkamati reakciójának változását. Az X foglalja magában az Egyesült Államok reál-GDP-növekedésének és inflációjának változását, valamint a logaritmusos változást a VIX magyarázó változóban, a belföldi reál-GDP-növekedésben és az infláció alakulásában. ³ $i_t - Taylor_t^i = \beta_0 + \alpha_0^i + \beta_1 i_t^{us} + \beta_2 X_t^i + \varepsilon_t^i$ panelbecslésben i_t^i a kamatláb, Taylorⁱ a normatív Taylor-szabály által követett kamatláb (a kamatláb Hofmann és Bogdanova „Taylor rules and monetary policy: a global ‘Great Deviation’?” című tanulmánya alapján került kiszámításra, BIS Quarterly Review, 2012. szeptember, 37–49. oldal). Az egyenletben i_t^{us} mutatja a szövetségi alapok kamatait, X pedig magában foglalja az Egyesült Államok reál-GDP-növekedését, illetve az amerikai inflációt és a logaritmusos VIX magyarázó változót. ⁴ $i_t^i = \beta_0 + \alpha_0^i + \beta_1 i_t^{us} + \beta_2 X_t^i + \varepsilon_t^i$ egyenlet panelbecslésben X magában foglalja a reál-GDP növekedését, az amerikai inflációt és a logaritmusos VIX magyarázó változót, valamint a belföldi inflációt és a hazai kibocsátási rést (Hodrick–Prescott-szűrővel számítva). ⁵ A változók koeficiensének összege nulla null-hipótezis F-próbája. ***/**/* klaszter-robustus sztenderd hibákon alapuló 1/5/10 százalékos szinten szignifikáns eredmény.

Forrás: Hoffmann – Takáts (2015); BIS (2015)

Egy másik példával a *dollár felértékelődésének* a feltörekvő és fejlődő országokra gyakorolt hatását illusztráljuk. Ezt az IMF elemzői (IMF 2015a: 12–16) az 1980–1985., 1995–2001. és 2008–2009. évi időszakokban vizsgálták, amikor pénzügyi válságok alakultak ki a feltörekvő országokban (10. ábra). Az 1995–2001 közötti időszakra jellemző volt, hogy a dollár felértékelődésével összefüggésben – Európához és Japánhoz viszonyítva – szigorúbb monetáris politika érvényesült az USA-ban. Ebben az időszakban a feltörekvő országok jelentős mértékben javították a nettó nemzetközi beruházási pozíciójukat és növelték a devizatartalékaikat, a feltörekvő és fejlődő országok összessége pedig – egyéb fontos fejlődési tényezők hatására is – nagyobb mértékben támaszkodott a belső erőforrásokra, és mérsékelte a devizaadósságtól való függőséget. A feltörekvő országok képesek voltak arra is, hogy

növeljék a belföldi eszközök arányát az államadósságukban, és a GDP-arányos nemzetközi beruházási pozíciójukat az 1995. évi –40 százalékról 2013-ban –25 százalékra, a nettó adósságokat a GDP 20 százalékával, a devizatartalékokat pedig a GDP 10 százalékával javítsák.

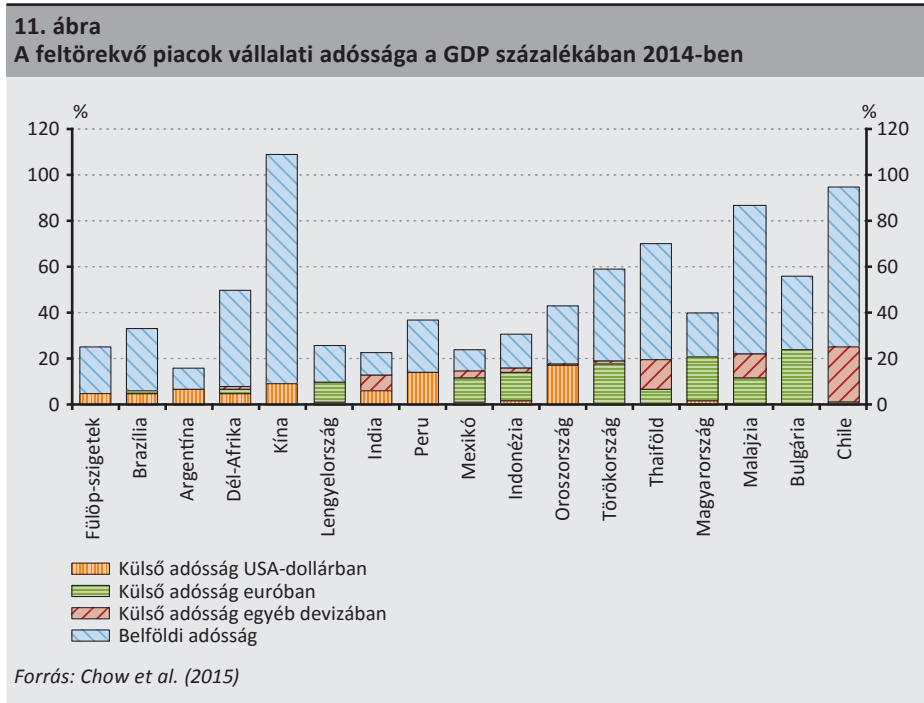
10. ábra
A dollár felértékelődésének időszakai



E pozitív hatások ellenére a dollár felértékelődése jelentősen megnövelte néhány ország veszélyeztetettségét. A nettó külső pozíciók javulása mellett az országok bruttó külső pozíciója veszélyeztette azokat az országokat (Chile, Magyarország, Malajzia, Lengyelország és Thaiföld), ahol a külső kötelezettségek kiemelkedően nagyok voltak. Ezek a kötelezettségek arra hívják fel a figyelmet, hogy a pénzügyi globalizáció és általában a nemzetközi hatások erősödésének következtében a gazdaságpolitikai elemzői gyakorlatban az országok és a szakirodalom által vizsgált rendszeres nettó külső pozíciók mellett a bruttó pozíciók szerinti összefüggések (a „bruttó száraz”) gyakoribb hatásvizsgálata is szükséges.

Emellett veszélyeket rejtett magában a devizaadósság pénznemenkénti összetétele: a dollár felértékelődése értelemszerűen inkább hatott azokra az országokra, ahol a külső kötelezettségek nagyobb részét alkották a dolláradósságok (például Törökország, Kína és Thaiföld esetében).

A dollár felértékelődésének fontos negatív hatása volt az is, hogy az elmúlt évtizedekben sok országban a *nem-pénzügyi vállalatok adósságállománya* jelentős mértékben, és vele párhuzamosan a devizaadóssága is megnőtt (11. ábra).



Mint látható, a kínai vállalati szféra adósságának kiemelkedően nagy hányada helyi pénznemben denominált volt. Ezzel kapcsolatban azért megjegyzendő, hogy a 2015-ös statisztikák alapján már a kínai dolláradósság is meghaladta az 1 000 milliárd dollárt. Persze az ország dollártartaléka ennél több, de a dinamika nem megnyugtató, különösen úgy, hogy a kínai devizatartalék az utóbbi években több mint 1 200 milliárd dollárral csökkent. Más feltörekvő országokban (elsősorban Chile, Malajzia, Thaiföld, Törökország, Oroszország, Bulgária és Magyarország esetében) pedig magas volt az adósság devizaaránya. Az utóbbi országok közül a külső adósságot elsősorban dollárban jegyezték az ázsiai, a latin-amerikai országokban és Törökországban. Az európai feltörekvő országokban (Bulgária, Magyarország és Lengyelország) pedig az euróban denominált külső adósság volt a meghatározó, s így ezek kisebb mértékben voltak kitéve a dollárfelértékelődés hatásának.

Mint e két bemutatott esetből látható, az USA monetáris politikája jelentős hatást gyakorolt a többi országra. Hasonlóképpen, elsősorban más globálisan meghatározó jelentőségű országok (euroövezet, Japán és az Egyesült Királyság) monetáris politi-

kája válthat ki negatív és pozitív hatásokat is (sajnos az előbbieket gyakrabban). E hatások intenzitását és tartósságát három fontos körülmény befolyásolja:

- A globálisan meghatározó jelentőségű országok és a többi ország központi bankja közötti kommunikációs együttműködés nyitottsága, illetve egymással folytatott párbeszéde. Ebből a szempontból az aktívabb, kezdeményezőbb szerepet az előbbi országcsoportnak kell játszania.
- Az egyes országoknak a monetáris transzmisszió erősítésére tett intézkedései (például a nem-teljesítő hitelekkel és a kibocsátási rés csökkentésével, illetve megszüntetésével kapcsolatban).
- Az alkalmazott politikaegyüttes (policy mix), például a fiskális politikának a gazdasági növekedést támogató, a kibocsátási rést mérséklő jellege. Ez utóbbival kapcsolatban például *Dabla-Norris és szerzőtársai (2015)* arra hívják fel a figyelmet, hogy az infrastrukturális fejlesztésekre fordított kormányzati kiadások nagymértékben elősegíthetik a gazdasági növekedést és a foglalkoztatást kereslethiányos környezetben. Különböző országokban, különböző helyzetekben természetesen más-más policy mixekre van szükség.

2.6. Intézményi keret

Az NMPR működését jelentős mértékben befolyásolja a nemzetközi koordinációt szervező intézményi keret működési hatékonysága. A Bretton Woods-i rendszerben e keret meghatározó központi intézménye az IMF volt. Alapokmányának – 1978-ban hatályba lépő – második módosítása újradefiniálta és megnövelte az IMF NMPR-rel kapcsolatos felelősségét: feladatul szabta az intézménynek a rendszer működésének követését, a rendszer erősítését szolgáló elemzések és kutatások végzését és a rendszerről folytatott párbeszéd fórumának fenntartását.

Az IMF mellett a nemzetközi koordinációban az 1970-es évek közepétől 1986–1987-ig nagy szerepet játszott a G5, majd a G7 országcsoport. Ezek szerepe nem konkrét döntések meghozatalában, hanem inkább a gazdasági fejlődés lehetséges irányával kapcsolatos közös stratégiai véleményalkotás kialakításában volt. Ez a szerep nagymértékben elősegítette a jó gyakorlatok elterjedését. Néhány közgazdász és döntéshozó (például *Kenen 1988; Tobin 1987*) ezt a politikak koordinációt ún. rezsim-fenntartó folyamatnak tekintette, amely megakadályozza, hogy bizonyos tényezők veszélyeztessék a nemzetközi gazdasági és pénzügyi stabilitást. Ennek jelentős eredménye volt például a korábban már említett 1985. évi *Plaza Egyezmény*.

Az 1997–1998. évi délkelet-ázsiai regionális pénzügyi válság és az erősödő antiglobalista civil mozgalmak hatására jelentős fordulat következett be a nemzetközi koordinációban. Ennek egyik jele volt, hogy Kína meghívást kapott a G7/8¹⁰-csoport

¹⁰ Ezen a csúcstalálkozón csatlakozott a G7-hez Kína, amely ezért G8-ra bővült.

1999. évi kölni csúcstalálkozójára, amely nevezetessé vált arról is, hogy a vezetők ekkor minősítették először aggályosnak a globális hitelszerkezet alakulását, különösen a származékos ügyletek megnövekedett szerepe miatt.

A fordulat másik jeleként az 1998. évi vezérigazgatói beszámolóban az IMF politikájának alapvető kérdéseként jelent meg a *nemzetközi monetáris rendszer struktúrájának megerősítése* (*Address of the Managing Director 1998*). Az 1999. évi vezérigazgatói beszámoló pedig már fel is vázolta egy „irányított” globális pénzügyi rendszer elképzelését és megvalósíthatóságát, De Larosiére szavaival: „amelyben a logika és az erkölcs uralkodna” (*Address of the Managing Director 1999*). E beszámoló kiemelte, hogy „a tőkeműveletek liberalizációja jelentős előnyökkel jár, de nagy kockázatokat is hordoz magában”, ugyanakkor hangsúlyozta, hogy „ezt az elvet – sajátosságaik miatt – másként kell alkalmazni az átmeneti és a feltörekvő országok vonatkozásában”.

Ennek ellenére továbbra is sok kritika érte az IMF tevékenységét a délkelet-ázsiai válság előtt tanúsított passzivitásáért: az Alap ugyanis nem adott explicit jelzést a válság kitörésének lehetőségéről. Az IMF – aktivitását bizonyítandó – a 2005. évi középtávú stratégiája alapján kísérleti jelleggel elindított ugyan egy multilaterális gazdaságpolitikai konzultációt, amely arra irányult, hogy a résztvevők legyenek partnerek a globális pénzügyi (fizetésimérleg-) egyensúlyhiány mérséklésében, de a fő partnerek (az Egyesült Államok és Kína) nem kielégítő támogatása miatt a kísérlet meghiúsult. Pedig az IMF-től – szakmai felkészültsége okán – elvárható lett volna, hogy alternatív megoldási módokat dolgozzon ki a globális pénzügyi aszimmetria mérséklésére, esetleg megszüntetésére.

E körülményeknek nagy szerepe volt abban, hogy az elmúlt másfél évtizedben – az IMF helyett – a *G20 országcsoport vált a gazdaságpolitikák koordinálásának legfontosabb globális fórumává*, és ezáltal néhány nagy, feltörekvő ország is a globális gazdaságirányítás kulcsszereplője lett. E változás kiemelkedő pillanatát jelzi, hogy amikor 2011-ben az NMPR működése a G20-ak napirendjének egyik központi témája lett, nagy érdeklődés és vita folyt az IMF tevékenységének megerősítését javasló ún. Palais Royal-kezdeményezésről, amelyet Michel Camdessus-nek, az IMF korábbi vezérigazgatójának a vezetésével nagy tekintélyű közgazdászok és politikusok csoportja dolgozott ki (*Camdessus – Lamfalussy – Padoa-Schioppa 2011*). Ebben javaslatokat tettek arra, hogy miként erősödhet az IMF tevékenysége („kap-e fogakat”), és Európa miként tud(na) hozzájárulni a nemzetközi pénzügyi rendszer szükséges reformjához.

A *G20-ak által 2008-ban elindított nemzetközi pénzügyi reformprogram* alapvető célja a NMPR rugalmasságának növelése úgy, hogy megőrizze annak nyitottságát és integrált struktúráját. A program megvalósítását a 2009-ben létrehozott Pénzügyi

Stabilitási Testület (angol rövidítéssel: FSB) koordinálja, kiemelt figyelmet fordítva négy meghatározó terület fejlesztésére:

- a pénzügyi intézmények rugalmasságának növelése (a Basel III. tőke- és likviditási standardok megvalósítása, jobb kockázatelemzés stb.);
- a nagybankok megmentésének („too big to fail”) megszüntetése;
- a derivatívák piacának biztonságosabbá tétele, valamint
- az árnyékbankok rugalmas piaci bankokká történő átalakítása, az árnyékbank-rendszer szabályozása.

A reformprogram további fontos célja a nemzetközi pénzügyi áramlások támogatása, valamint a feltörekvő piacok és a fejlődő országok pénzügyi reformjainak az elősegítése.

A nemzetközi pénzügyi reformprogram megvalósulásának előrehaladásáról az FSB éves jelentésekben számol be (*FSB 2015; 2016*). E jelentések alapján megállapítható, hogy a G20-ak által kialakított intézményi keretek és programok máris érzékelhető ösztönzést nyújtanak az országok számára az NMPR követelményeinek és szabályainak követésére¹¹.

3. Összefoglaló következtetések

Egyetértve Jacques de Larosièrre mérvadó véleményével, az 1970-es évek eleje óta az NMPR-t inkább jellemzi a „nem rendszer”, mint a „rendszer” kifejezés (*De Larosière 2012*). Ebben a rendszerben a külső egyensúlyhiányok halmozódása állandósította a likviditási többletek kialakulását, és – legalábbis a 2008–2009. évi válság kitöréséig – a pénzügyi piacok gyorsabban fejlődtek, mint a reálgazdaság. Ebben az új világban minden olyan bonyolult és sokszínű lett, hogy az IMF korábban kialakult intellektuális alapvetései nem működnek a gyakorlatban. Jóllehet az IMF többször is kísérletet tett nagy reformok bevezetésére (*Kruger 2012; IMF 2015b*), a pénzügyi piacok elszabadulása és a szükséges nemzetközi támogatás hiánya miatt ezek nem valósultak meg.

Az NMPR működésének fenti elemzése alapján szintén az a következtetés adódik, hogy *a rendszer működése nem kielégítő és nem hatékony*. Ezt összefoglalásképpen a rendszer elemeinek három kapcsolati körén keresztül mutatjuk be.

¹¹ Európai szinten fontos megemlíteni a 2012-ben alapított Európai Stabilitási Mechanizmus (European Stability Mechanism) intézményét, melynek létrehozása komoly előrelépést jelent egy esetleges eurozónán belül kialakult krízis tovagyrúzóódásának megakadályozásában. Kvázi „tűzfalként” szolgálhat, hogy egy adott ország fizetésképtelensége ne váltson ki pánikreakciókat más országok piacain.

Az első kör a tőkeáramlások, az árfolyamok volatilitása és az egyensúlytalanságok alakulása. A folyó fizetési mérleggel kapcsolatos globális egyensúlytalanságok alakulásának a 2.2. részben történt bemutatása alapján megállapíthatjuk, hogy a nagy deficittel rendelkező országok gyakran elveszítik a többlettel bíró országok bizalmát, és devizáik között árfolyamválság alakul ki. E „szabály” alól kivételnek számít az USA, ahol évtizedeken át úgy volt jelentős hiánya a folyó fizetési mérlegnek, hogy nem alakult ki ilyen krízis. A globális egyensúlytalanság másik fontos területével, a *határon átnyúló tőkeáramlással* kapcsolatban arra indokolt rámutatni, hogy a külföldi devizában denominált hitelek nagy károkat okozhatnak a hitelfelvevő országoknak akkor, amikor leértékelődik a saját fizetőeszközük, és így a külföldi devizában denominált hitelek visszafizetése drágább lesz számukra. Erre az 1997–1998. évi délkelet-ázsiai árfolyamválság szolgáltat példát. Amennyiben pedig az adósok a hitelt nem tudják visszafizetni, a hitelező országok is károsultak lesznek, hiszen egyáltalán nem, vagy csak részben, illetve később jutnak hozzá a kölcsönadott pénzükhöz.

E kockázatok ellenére a tőkeáramlásokkal kapcsolatban szinte általános volt az a megítélés, hogy azok hasznosak a fogadó ország számára. Arról azonban alig esett szó, hogy a beáramlás milyen kihívásokkal járt a makrogazdasági irányítás számára, milyen mértékben veszélyeztették a pénzügyi stabilitást, milyen hatást gyakoroltak a tartalékfelhalmozásra és a prudenciális intézkedésekre. Figyelembe véve az átglyűrűződő nemzetközi hatásokat is, az NMPR keretében nem sikerült megoldást találni a tőkeáramlások biztonságosabb útirányainak kijelölésére, szabályozására.

A tőkeáramlások is hozzájárultak az *árfolyamok nagymértékű volatilitásához*. Az eladósodott vagy nagy fizetésimérleg-deficittel rendelkező országok számára kockázatot jelentett a leértékelési nyomás, ami versenyképesebbé teszi az exportjukat, és olyan mértékben előtérbe helyezheti a politikai döntéshozatalban, hogy az csökkenti a belföldi keresletet. Ezzel szemben a nagy fizetésimérleg-többlettel rendelkező országokban a szerkezeti átrendeződések lehetővé teszik, hogy még nagyobb egyensúlytalanságok alakuljanak ki a deficittel rendelkező országokban. Azt a gyakran hangoztatott véleményt pedig, hogy a piaci (lebegő) árfolyam rövid távon is képes a folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságainak megoldására, a gyakorlat nem igazolja vissza. Az árfolyamok hektikus alakulása az esetek többségében nem tükrözte a gazdasági alapfolyamatokat sem, és különösen jelentős torzításokat okozott a kis és nyitott országok gazdasági fejlődésében.

A második kör a nemzetközi likviditás optimális szintjének elérése a fennálló nagymértékű volatilitások időszakában. Az NMPR működése szempontjából a túlságosan sok, illetve túlságosan kevés likviditás már nem elvont elméleti, hanem gyakorlati, mérhető (benchmark) kérdésként jelenik meg. A globális pénzügyi válság előtti években a Fed által fenntartott alapkamat alacsonyabb volt, mint a Taylor-szabály szerinti kamatszínvonal. Ez az eltérés arra utal, hogy likviditási bőség jellemezte ezeket az éveket. Következésképpen indokoltnak tekinthető az a vélemény (Taylor

2007), hogy a Fed által követett monetáris politika hozzájárult a másodlagos jelzálogpiaci túlfűtöttség kialakulásához s így a globális pénzügyi válság kitöréséhez. A válság kezdete után a jegybankok agresszív likviditást bővítő politikával tettek kísérletet a drámai hitelszűke feloldására, ami nagyarányú kamatcsökkentésekben, ún. mennyiségi könnyítésekben (az állami és a vállalati értékpapírok közvetlen jegybanki vásárlásaiban) nyilvánult meg. A kialakult likviditási helyzet továbbá túlzott mértékű önbiztosítást tett szükségessé, ami nagy és költséges tőketartalékok felhalmozásában nyilvánult meg. Ez a folyamat a válság utáni években is folytatódik, annak ellenére, hogy valamelyest enyhült a volatilitás keltette feszültség. Az önbiztosítás e módjának mérséklését szolgálhatja a globális pénzügyi biztonsági háló erősítése és a központi bankok közötti együttműködések körének szélesítése.

A harmadik kör a nemzetközi (gazdaság- és monetáris politikai) kooperáció, az átgűrűződések és a különböző volatilitások kapcsolata. A 2008–2009. évi válság előtt e kapcsolatot főként az jellemezte, hogy a nemzetközi kooperáció nem, vagy csak kismértékben segítette elő az átgűrűződések pozitív hatásainak kibontakozását és a volatilitások csökkentését. Ezért a pénzügyi szektorban veszélyes rendszerkockázatok alakultak ki, amelyeket nagymértékben felerősített a különféle technikai innovációk széles körű alkalmazása.

A 2.5 részben bemutatott az USA és néhány jelentős ország irányadó kamatlábainak korrelációját, ami jelezte, hogy az USA alacsony rátái jelentősen befolyásolták más országokban a termékek, a szolgáltatások és az eszközök árának alakulását. Ez az átgűrűző monetáris hatás a bankokat és a befektetőket nagymértékű kockázatvállalásra ösztönözte, és – többek között – megnyilvánult abban, hogy a hitelnyújtási és befektetési tevékenység a bankok tőkéjénél is jobban nőtt, elsősorban a feltörekvő kis országok irányába. A kötvénypiacokon keresztül megvalósuló nemzetközi tőkeáramlás gyors növekedésére különösen a latin-amerikai országokban láttunk példát.

A válság után fontos, előremutató intézményi változás, hogy érezhetően javult az országok és a pénzügyi intézmények együttműködési készsége. Erre jó példaként említhető a G20-ak által kezdeményezett *kölcsönös kiértékelési folyamat* (angol rövidítéssel: MAP), amelynek keretében az országok makrogazdasági feltételeit, az egyensúlytalanság szempontjából különösen fontos fizetésimérleg-pozícióit az IMF közreműködésével elemezték.¹² Nem történt viszont változás abban a tekintetben, hogy az USA-ban a Fed elmúlt években követett erőteljes befolyásoló monetáris politikájában és a közelmúltban a kamatemelések mérlegelésében nem a belföldi gazdasági követelmények és érdekek követése állt volna előtérben. Ez a körülmény a nemzetközi átgűrűződésekön keresztül továbbra is befolyásolja más országok monetáris politikai magatartását.

¹² Ezzel kapcsolatban megjegyzendő, hogy az Európai Bizottság által alkalmazott makrogazdasági egyensúlytalansági eljárás a külső egyensúly alakulását a MAP-folyamatnál részletesebb indikátorokkal elemzi.

Az NMPR működése alapján megállapítható, hogy az eddiginél is átfogóbb elemzőmunkára, globális vitákra és nagyobb nemzetközi erőfeszítésre van szükség a rendszer széles körű és komplex továbbfejlesztéséhez. Számos szakértő ama véleményével szemben, hogy a válság után megvalósított rendszerfejlesztő intézkedések biztonságosabbá tették az NMPR működését, további mélyreható változásokra van szükség, mert csak így kerülhető el a pénzügyi válságok újabb, közeli kitörése.

E cél érdekében az *NMPR reformját megalapozó lehetséges forgatókönyvek között indokolt felvázolni és értelmezni a következő négy scenáriót.*

- *A 2008. évi globális válság NMPR-rel kapcsolatos tanulságainak elemzése és az azokból adódó politikai válaszok hozzáillesztése a felmerülő új kérdésekhez, kihívásokhoz.* E követelményt kielégítheti a G20-ak pénzügyi szabályozási reformprogramja (a pénzügyi stabilitás biztosítása, a tradicionális banki finanszírozás és az innovatív pénzügyi források erősítése, a pénzügyi intézmények működésében a rendszerkockázatok megelőzése, a makroprudenciális politikai keret erősítése), amelynek megvalósítása kielégítően halad, és kiindulóalapot képezhet az NMPR átfogóbb és mélyebb közeli reformjához.
- *Az NMPR olyan irányú reformja, amelynek középpontjában a szabályok kialakítása állna.* A jelenlegi rendszerből hiányzó automatikus nemzetközi szabályozó mechanizmusok a globális egyensúlytalanságok, a fizetésimérleg-hiányok rendezését, a negatív átgyűrűződő hatások mérséklését és a globális tőke mozgások indokolt korlátozását egyaránt szolgálják.
- *Az NMPR olyan irányú reformja, amely a megváltozott szerepkörű IMF-et állítaná a globális gazdaság és pénzügyek középpontjába.* Ennek egyik alapja a 2010-ben elfogadott széles körű kvóta- és irányítási reform, amely 2016-ban hatályba lépett, és úgy bővíti az Alap forrásait, hogy a G20-ak súlya is növekedjen, valamint a feltörekvő és fejlődő országok hangja is hallható legyen. A másik feltétel pedig az USA jelenlegi, túlzottnak ítélt szerepének a csökkentése.
- *Az USA vezetésével működő jelenlegi, egypólusú világgazdasági rendszer és NMPR multipoláris rendszerré történő átalakítása.* Erre mind ez ideig nem történt kísérlet, de még kezdeményezés sem a főbb erőközpontok (az USA, Kína és az euroövezet) részéről. Az NMPR mélyreható reformja szempontjából kiemelt figyelmet érdemel e rendszer multipoláris rendszerré történő átalakítása, az új erőközpontok pozícióinak bemutatása a reform lehetséges irányait tekintve. Ez utóbbit különösen érdekessé teszi az Egyesült Államok és az EU között meglévő minden eddiginél nagyobb véleménykülönbség, valamint a már létező új regionális megállapodások (kétoldalú SWAP-megállapodások, Chian Mai Initiative stb.) kérdésköre.

Felhasznált irodalom

- Address of the Managing Director (1998) to the Board of Governors. Fifty-Third Annual Meeting. Washington D.C. October 6.
- Address of the Managing Director (1999) to the Board of Governors. Fifty-Forth Annual Meeting. Washington D.C.
- Báger Gusztáv (2010): *Financial Globalization*. United Nations Institute for Training and Research. Geneva. pp. 62.
- Báger Gusztáv (2011): *Magyarország integrációja a nemzetközi pénzügyi intézményekbe*. Akadémiai Kiadó. Budapest.
- Bernanke, B. (2005): *The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit*. Speech delivered at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, VA., March 10. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>
- BIS (2011): *Global liquidity – concept, measurement and policy implications*. Report submitted by an Ad-hoc Group established by the Committee on the Global Financial System. Bank for International Settlements, November.
- BIS (2015): *85th Annual Report*. Bank for International Settlement. Basel, 28 June.
- Boughton, J. M. (2009): *A New Bretton Woods?* International Monetary Fund, Finance and Development. March, Volume 46, Number 1.
- Camdessus, M. – Lamfalussy, A. – Padoa-Schioppa, T. (2011): *Palai-Royal Initiative. Reform of the international monetary system: a cooperative approach for the twenty first century*. February 8th. http://global-currencies.org/smi/gb/telechar/news/Rapport_Camdessus-integral.pdf
- Catão, Luis A. V. – Milesi-Ferretti, G. M. (2013): *External Liabilities and Crises*. IMF Working Paper 13/113, International Monetary Fund, Washington (Journal of International Economics).
- Coene, L. (2012): *A New International Monetary System?* In: Koeune, J.-C. – Lamfalussy, A. (dir./eds.): *In Search of a New World Monetary Order*. P.I.E Peter Lang, Bruxelles, Bern, Berlin, Frankfurt am Main, New York, Oxford, Wien. pp. 161–166.
- Chow, J. – Jaumotte, F. – Park, S. G. – Zhang, S. (2015): *Spillovers from Dollar Appreciation*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/pdp/2015/pdp1502.pdf>
- Dabla-Norris, E. et al. (2015): *The New Normal: A Sector-Level Perspective on Productivity Trends in Advanced Economies*. IMF Staff Discussion Note. 15/03 (Washington: International Monetary Fund). <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1503.pdf>

- Edwards, S. (2005): *Is the Current Account Deficit Sustainable? And If not, How Costly Is Adjustment Likely to be?* NBER Working Paper No. 11541 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economics Research)
- De Larosière, J. (2012): *Can the IMF Become the Centrepiece of the International Monetary and Financial System?* In: Koeune, Jean-Claude and Lamfalussy, Alexandre (dir./eds.): *In Search of a New World Monetary Order*. P.I.E. Peter Lang, Bruxelles, Bern, Berlin, Frankfurt am Main, New York, Oxford, Wien. pp. 191–194.
- Fleming, J. M. (1962): *Domestic Financial Politics Under Fixed and Under Floating Exchange Rate*. IMF Staff Papers 12: 969–980.
- FSB (2016): *Implementation and Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms*. 31 August. 2nd Annual Report. <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/Report-on-implementation-and-effects-of-reforms.pdf>
- FSB (2015): *Implementation and effects of the G20 financial regulatory reforms*. Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders. <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/Report-on-implementation-and-effects-of-reforms-final.pdf>
- Goldberg, L. S. – Kennedy, C. – Miu, J. (2011): *Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs*. FRBNY Economic Policy Review, May: 3–20.
- Hoffmann Boris – Takáts Előd (2015): *International monetary spillovers*. BIS Quarterly Review. 13 September.
- IMF (2007): *World Economic Outlook*. Washington DC. October.
- IMF (2008): *World Economic Outlook*. Washington DC. April.
- IMF (2014a): *Global Financial Stability Report. Risk Taking, Liquidity and Shadow Banking. Curbing Excess while Promoting Growth*. October 2014.
- IMF (2014b): *World Economic Outlook*. IMF. 2014 October.
- IMF (2015a): *Spillover Report*. IMF.
- IMF (2015b): *The Managing Director’s Global Policy Agenda*. IMF.
- IMF (2016): *Global Financial Stability Report*. IMF. October.
- IMF (2017): *Global Financial Stability Report*. IMF. April.
- Isard, P. (2005): *Globalization and the International Financial System. What’s Wrong and What can Be Done*. Cambridge University Press.
- Kenen, P. (1988): *Managing Exchange Rates*. London: Routledge.

- Kruger, A. O. (2012): *Sustainability and Reform of the International Monetary System*. In: Koeune, J.-C. – Lamfalussy, A. (dir./eds.): *In Search of a New World Monetary Order*. P.I.E Peter Lang, Bruxelles, Bern, Berlin, Frankfurt am Main, New York, Oxford, Wien.
- Krugman, P.R. (2007): *Will There Be a Dollar Crisis?* *Economic Policy*, 22(51): 435–467. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0327.2007.00183.x>
- Kürthy Gábor (2013): *Globális egyensúlytalanságok stock-flow konzisztens modellben*. In: Pénz, világpénz, adó, befektetések. pp. 45–78.
- Mussa, M. (2004): *Exchange Rate Adjustments Needed to Reduce Global Payments Imbalances*. In: Bergsten, C. F. – Williamson, J. (ed.): *Dollar Adjustment: How Far? Against What?*
- Mundell, R. (1960): *The Monetary Dynamics of International Adjustment Under Fixed and Flexible Exchange Rates*. *Quarterly Journal of Economics*. 74: 227-257. <https://doi.org/10.2307/1884252>
- Mundell, R. (1961a): *The International Disequilibrium System*. *Kyklos* 14. Fasc. 2: 153–172.
- Mundell, R. (1961b): *Flexible Exchange Rates and Employment Policy*. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 27: 509–517. <https://doi.org/10.2307/139437>
- Mundell, R. (1962): *The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability*. *IMF Staff Papers* 12: 70–79.
- Saccomanni, F. (2012): *How to Deal with a Global Triffin Dilemma*. In: Koeune, J.-C. – Lamfalussy, A. (dir./eds.): *In Search of a New World Monetary Order*. P.I.E Peter Lang, Bruxelles, Bern, Berlin, Frankfurt am Main, New York, Oxford, Wien.
- Taylor, J. B. (2007): *Housing and Monetary Policy*. In: *Housing, Housing Finance, and Monetary Policy, Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole, WY, September*: 463–476. <https://doi.org/10.3386/w13682>
- Thomas, Ch. P. – Marquez, J. – Fahle, S. (2008): *Measuring U.S. International Relative Prices: A WARP View of the World*, FRB International Finance Discussion Paper No. 2008–917 (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System).
- Tobin, J. (1987): *Agenda for International Coordination of Macroeconomic Policies*. In: Paul A. Volcker and others (eds): *International Monetary Cooperation: Essays in Honor of Henry C Wallich*, *Essays in International Finance* No. 169. Princeton, NJ: Princeton University, International Finance Section, Department of Economics, pp. 61–69.