

Pénzügyi válságok a kilencvenes években – egy évtized tanulságai

Halmosi Péter¹

A kilencvenes évek elején a világgazdaságot több, súlyos pénzügyi válság rázta meg. A válságot bár egyesek előre látni vélték, nagyon sokakat meglepett. A szokásos előjelző mutatók nem minden esetben utaltak a „bad equilibriumra”, azaz „rossz egyensúlyra”. Számos szakember egyet ért abban, hogy teljesen új típusú válságokról van szó, amelyekre a jövőben fel kell készülni. A felkészülésben nagy segítséget jelent olyan kérdéseknek a tisztázása, mint a tőkeexportőr és tőkeimportőr országok felelőssége, és a nemzetközi pénzügyi intézmények szerepe. A tanulmány azt az állítást igyekszik megerősíteni, hogy a nemzetközi pénzügyi rendszer jelenlegi állapotában nem képes megakadályozni a válságokat, a válságok közben a múltban tanúsított tevékenységei pedig szintén vitathatók. A válságok súlyossága arra készítette a gazdasági élet szereplőit, hogy új nominális horgonyt találjanak maguknak, a váltás azonban nagy anyagi áldozatokkal jár. Kérdés, hogy ebben a helyzetben milyen magatartást tanúsítsanak a nemzeti államok kormányai.

Kulcsszavak: pénzügyi válságok, IMF, árfolyamrendszerek

1. Bevezető

Az 1990-es években több pénzügyi válságot élhetett át a világ lakossága. Ezek a válságok – bár egyesek előre látni vélték bekövetkezését – nagyon sokakat meglepett –, és azokat az 1929-es novemberi napokat idézte fel az idősebb, jó és rossz idők egyaránt megélt tőkésében, amikor is pillanatok alatt lettek hatalmas vagyonok a nullával egyenértékűek. „Az ablakokat kinyitották” mondták akkoriban, ez sajnálatos módon most is igaznak tűnt. Amennyiben Kuznyecov szovjet közgazdász középtávú ciklusainak folyamatos visszatérését empirikusan alátámasztott kutatások alapján igaznak fogadjuk el, kérdés miért ért sokakat ennyire váratlanul a bekövetkezett események láncolata. A válságok egyúttal felelősségi kérdéseket is felvetnek, amelyek tisztázatlansága hozzájárult a pénzügyi és gazdasági problémák időbeli elhúzódásához. A válság lecsillapodása után régi kérdések merülnek fel új megvilágításban. Ismét felvetődik az a keynesista kérdés, hogy vajon az állam éjjeli őr szerepe a gazdaság működésében kiterjedjen-e a válságok elkerülésére, illetve, hogy a tőkeáramlásnak a huszadik században bekövetkezett felduzzadása révén kétpólusúvá átalakult világgazdaság

¹ Halmosi Péter egyetemi tanársegéd, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar, Pénzügytani Tanszék

mely ország csoportját terheli fokozottabb ellenőrzési kötelezettség, illetve felelősség: a tőkeexportőr vagy a tőkebefogadó országok csoportját. A két ellenpólus közé ékelődő nemzetközi pénzügyi szervezetek felelőssége sem tisztázott mindazonáltal, mivel ők rendszerint igen kemény feltételekhez kötik a pénzügyi közvetítést. A következőkben a kilencvenes évek pénzügyi válságait, azok tanulságait, illetve ennek előjeleit igyekszem összefoglalni. A témával kapcsolatos nézetek nem szükségszerűen egyeztethetők össze egymással, ami arra utal, hogy a nemzetközi szakembereknek még időbe fog telni, amíg konszenzusra jutnak. Ennek a konszenzusnak a hiánya egyúttal a jelenlegi pénzügyi rendszer alapjait is megingatja, amit az arany múltbeli és jelenlegi gazdasági életben betöltött szerepének megváltozása is igazolni látszik. A Newsweek 1997-es számaiban gyakran olvashattuk azt a kifejezést, hogy „the bubble bursted”, azaz a mesterségesen felfújtt léggömb kipukkadt, magával rántva az egyébként kockázattal tisztában lévő befektetőket. Ez azt a feltételezést sejteti, hogy az arany, amely a modern hitelpénz megszületése óta normál gazdasági viszonyok esetén jellemzően kisebb szerephez jut, ismét növekvő forgalmat fog lebonyolítani. A következőkben a válságok áttekintése során arra a kérdésre keresem a választ, hogyan lehetne elkerülni a válságokat.

1994-ben Mexikót a piacorientált reformokat végrehajtó országok csoportjának első sikeres példajaként ünnepelte a világ. Márciusában a nemzeti valuta jelentős spekulációs támadást volt kénytelen elszenvedni, és a megpróbáltatások ezzel még nem értek véget. A kitört politikai botrány, és az azt követő sokk ellenére az emberek továbbra is bíztak abban, hogy alacsony infláció mellett a növekedés fenntartható lesz. Ami némileg árulkodó jelként mégis a fejük fölött lebegett az a deficites fizetési mérleg és a túlértékelt reálárfolyam volt. Ennek mértéke azonban nem volt olyan nagy, így ekkor még nem tulajdonítottak neki fokozottabb jelentőséget, és az utólagos elemzések sem marasztalják el emiatt Mexikó kormányzatát. A szakemberek a peso leértékelésétől gazdasági fellendülést vártak, éppen ezért a bekövetkező válság nagy megdöbbenést okozott. A márciusi spekulatív támadást novemberben egy újabb követte, amelyet követően a nemzeti valutát 15%-kal le kellett értékelni, a központi bank devizatartalékai pedig a minimálisan előírt 10 milliárd dolláros küszöb alá süllyedtek. A hatást gyakorlatilag valamennyi fejlődő ország érezte, hiszen a befektetők figyelme mindig egy nagyobb földrajzi régióra terjed ki, ami által egy ország gazdasági teljesítményének gyengüléséről hírt adó adatok az egész régióban bizonytalanságot keltenek. A mexikói válság súlyos következményeinek megoldása érdekében nemzetközi együttműködésre volt szükség. Mexikó földrajzi közelsége miatt jelentős gazdasági kapcsolatokat alakított ki az Amerikai Egyesült Államokkal, aminek egyik jele az volt, hogy a külföldi kölcsönfelvétel jelentős része dollárban történt. A válság kirobbanásakor a hazai valuta leértékelődése következtében a kormány mindenképp előtt a rövid lejáratú dollárban denominált kötvényeit nem tudta refinanszírozni, a magánszektor pedig a nemzetközi pénz- és tőkepiacra nem tudott kilépni. A mexikói lakosság tehát nem tehetett egyebet, mint hogy a hazai államadóságot refinanszírozta. Ez a válságos időszakokban nem áldásos feladat, hiszen a folyamatos létbizonytalanság miatt a lakosság is szeretné megőrizni vagyonának értékét. Mivel azonban a külföldi befektetők a külföldi valutában kibocsátott mexikói államkötvények iránt egyáltalán nem mutattak érdeklődést, és a pesoban kibocsátott kötvények hozamának emelése szintén nem növelte a kötvények forgalmát, a mexikói kormány csak a mexikói lakosságra támaszkodhatott, akinek a kezében viszont nem voltak jelentős devizatartalékok. A központi bank devizatartalékainak csökkenése egyenesen elvezetett a peso árfolyamának lebegtetéséhez. A refi-

nanszírozás biztosítása érdekében a hazai valutában denominált államkötvények hozamának megemelésére a kereskedelmi bankok is emelték a kamatokat. Ennek természetesen az lett a következménye, hogy lecsökkent a nyereségességük, a kintlévőségük pedig behajthatatlanná vált. A válságot ebben az esetben nem a fiskális deficit „elmonetizálása” okozta, mivel expanzív politika nélkül következett be a válság. A szakemberek a válság okaként utólag két dolgot szoktak megnevezni: első okként a pénzügyi egyensúlytalanságot, amelyet a rövid lejáratú tartozások és tartalékok közötti nagyságrendbeli eltérés okozott (ezért nem egyértelműen felelős a mexikói központi bank és a kormány, nemzetközi szinten kell a felelősséget megállapítani. Meg kell azonban említeni, hogy a jegybank belföldi hitelkereslet bővítő tevékenységének köszönhetően a csúcsidőszakban a rövid lejáratú kötelezettség/tartalék arány 5,5:1-hez volt, ami a kormányzati és banki kötvények hasonló mértékű kamatkülönbözéséhez vezetett. Amikor pedig a jegybank sterilizációs lépésre szánta el magát, a politikai bizonytalanság is felerősödött.). Második lehetséges okként a befektetők viselkedését szokták megjelölni, akik gyakran pánikszerű magatartásukkal a célzott jegybanki intézkedési tervet felborították.

A pénzügyi krach viszonylag gyors lefolyású volt, és a kereskedelmi mérleg hamarosan passzívumról aktívumra váltott, a reálárfolyam pedig visszaállt az eredeti szintjére. Mexikó tehát sikeresen talpra állt, nem szabad azonban elfelejteni, hogy ehhez az Amerikai Egyesült Államok „önfelelt” segítségére is szükség volt. A két ország közti kicsiny földrajzi távolság és talán az etnikai hasonlóság az Államok déli területei között szoros gazdasági együttműködést eredményezett, ami odáig fejlődött, hogy az amerikai befektetők előszeretettel vásárolták a válság előtt a mexikói állampapírokat – gyakran nem is törődve a diverzifikáció szükségszerűségével. Amíg a válság jelei nem jelentkeztek, a kamatprémium miatt igen vonzó célterület volt Mexikó a pénzügyi befektetők körében. A válság azután az amerikai befektetőket annyira súlyosan érintette, hogy politikai lobbizás eredményeként kormányzati segítséget kaptak, így végső soron a befektetők az illikvid papírokért az amerikai adófizetőktől kaptak kártérítést. Bár egyszeri esemény volt, ennek tudata, vagyis, hogy az USA megmenti polgárai vagyonár, bármi is történjék, példa nélküli, és egy sor problémát vetett fel, amely a későbbi válságoknál is felfedezhető volt. A mexikói válság átvészelésének sikere részben annak volt köszönhető, hogy az árfolyam nem volt rögzítve. A tapasztalatok szerint a rögzített árfolyamrendszer a fizetési mérleg passzívumával vagy a reálfelértékeltéssel párosulva ugyanis védhetetlen spekulációs támadást idéz elő. Mexikó esete kiemelendő, mert az árfolyam fenntartásához nem ragaszkodtak minden áron. A későbbi válságok esetén a kormány nagy jelentőséget tulajdonított az árfolyam szinten tartásának, ami egyúttal nagyobb veszteségeket eredményezett.

A mexikói válság kapcsán számos konklúziót le lehet vonni. Általános érvényű megállapításként elmondhatjuk, hogy hihető és fenntartható makrogazdasági politikára van szükség, amibe beletartozik az is, hogy a kormányzat óvatosan alakítja ki a rövid lejáratú adósság struktúráját, elkerüli a túlzott reálfelértékelődést, figyeli a tőkeáramlást korlátozó intézkedések eltörlésének sebességét (a lassabb eltávolítás sokkal hasznosabb), és megfelelő felügyeletet működtet a pénzügyi szektorban. Ez természetesen a mai napig nem teljesül a legtöbb országban, az IMF erre irányuló *Financial Sector Assessment Program* nevű kezdeményezése inkább csak az egyéni kutatásoknál, mintsem a gazdaságpolitikai döntéshozatalkor kiindulópont.

A mexikói válság a fejlődő országoknak csak egy korlátozott körében érezte hatását 1994-ben, az 1997-es távol-keleti válság azonban ennek a válságnak a folytatásának tekinthető. A válság kialakulását a korábbi közgazdasági modellek nem tudták megmagyarázni, ezért szakemberek ún. *harmadik generációs válságnak* nevezték el (az első generációs válságokat a költségvetési deficit tarthatatlansága, a második generációs válságokat pedig az árfolyamrendszer fenntartásának szükségessége, a munkanélküliség csökkentését célzó expanzió idézte elő). Az ázsiai válság – a mexikóival szemben – nyilván a földrajzi közelség révén is – jóval több országot érintett. A válság okaként a szakemberek magát az ázsiai csodát nevezik meg általában. A virágzó, felfejlődő gazdasági szakaszban ugyanis az intézményrendszer fejlődése nem volt elégséges. Intézményrendszeren értjük a teljes pénzügyi monitoringot ellátó szervezetek összességét, amelyek a válság idején (valójában azóta sem) voltak képesek a pénzügyi rendszer kockázatát csökkenteni. Az egyes nemzeti valutáknak a tőkeáramlás globalizálódása által kiváltott fedezetlensége bár gyanúként felmerül, a folyamat káros hatásainak megakadályozására nincsen lehetőség. A pénzügyi liberalizáció kiteljesedésével egy sajátos implicit garanciarendszer is kifejlődött a távol-keleti országokban, amely a rögzített árfolyamrendszerrel párosulva már jelentős kockázatot rejtett magában. A szakirodalom a sebezhetőség („vulnerability”) kifejezést használja a pénzügyi rendszer instabilitásának jelzésére. A sebezhetőség alatt valójában a fejletlenség, liberalizáció és az árfolyamrögzítés együttes meglétét értjük, ami előbb a válság bekövetkezésének kockázatát megnöveli, majd negatív sokkot vált ki. Ennek általános jelei az egyébként magas hozamok eltűnése, a külső és belső pozíció leromlása, illetve az árfolyamrendszer összeomlása. A távol-keleti válság idején a bankrendszer minden országban alulfejlett volt, a befektetők pedig a kormányzatban bíztak, hogy kimentí őket. A kormányzat természetesen normál körülmények között képes költségvetési megszorítások, és növekvő mértékű eladósodottság útján a befektetőknek mentővet nyújtani, és ezáltal a pénzügyi rendszerbe vetett bizalmat helyre állítani, ehhez azonban időben észlelni kell tudni a problémát. A befektetők azon várakozása, mely szerint a kormányzat képes és hajlandó őket kárpótolni, a pénzügyi válság kockázatát megtöbbszörözte. Az árfolyamrendszer azért és annyiban felelős a válság bekövetkezésében, amennyiben és amilyen mértékben a befektetők bíznak abban, hogy a valuta leértékelésére nem fog sor kerülni. Ez a magatartás jelentős összegű külföldi hitelek felvételéhez vezetett – amelyre ekkor már nem kötöttek fedezeti ügyletet az árfolyamkockázat kiküszöbölése végett. Jelen volt tehát a rendszerben – ez főleg a távol-keleti országok példájánál volt kiemelkedő – egy olyan várakozás, amely akár rövid távon is a teljes bizalom megingásával járt együtt.

A sebezhetőségen a pénzügyi válságokkal foglalkozó szakirodalom azt érti, hogy a fundamentumok megváltozása nélkül a gazdasági egyensúly más szinten alakul ki. Ázsiában a sebezhetőség oka a pénzügyi közvetítő rendszer fejletlensége volt, amihez szorosan kapcsolódott a kereskedelem és pénzügyi szolgáltatások liberalizálása. Ez egy teljesen új pénzügyi rendszer kialakulásához vezetett. A korábbi pénzügyi rendszer ugyanis a helyi megtakarításokat szívta fel, és juttatta el hitelként az exportra termelő vállalatoknak. A fejlődés előrehaladtával ezekben az országokban is kialakult a bankszektor, és ennek kapcsolódásai a helyi vállalkozásokhoz. Ekkor már azonban külföldi tőkebevonásra is sor került a bankrendszernek köszönhetően. A válság előtti időszakban a bankok zöme állami tulajdonban volt, ami hozzájárult a külföldi tőkebefektetők hazárdőr viselkedéséhez, akik bíztak abban, hogy az állam saját bankjainak betéteseit meg fogja védeni. Nem csak a külföldi befektetők bíztak

az állam őrszerepében, hanem a bankok is, amelyek ezután a jövedelemcsökkenés valószínűségét alulbecsülték, még akkor is, ha az általuk finanszírozott vállalkozások tőkeáttétele magas volt. A hirtelen jött tőkebevonási lehetőség mindenki számára csábítónak tűnt, és ebben az a pszichológiai tényező is szerepet játszott, hogy más a régió valamennyi országának bankjaival, vállalataival együtt versenyben álltak.

A liberalizáció egy olyan lehetőséget-fenyegetettséget jelentett valamennyi, a válságban érintett távol-keleti ország számára, amely ördögi körként hatott. Itt megkérdőjelezhető a teljes liberalizáció hasznossága (Calvo és Mendoza, 1998). A pénz- és tőkepiacok megnyitásával a külföldi valutában denominált kötvények (lehet állam- vagy vállalati) magasabb hozammal kecsegtették a befektetőket, hogy ellensúlyozzák az ország kockázatát. Ez azután befektetési „boomot” indított el, aminek következtében a munkaintenzív termékek exportja megnőtt, de felléptek méretgazdaságossági előnyök is, illetve a technológiai transzfer tovább javította a vállalkozások versenyképességét. Ez öngenerálóan hatott a befektetések alakulására, segítette a stabilitást, ami hamarosan a kockázati prémium csökkenéséhez vezetett. Calvo és Mendoza szerint a kockázati prémium lecsökkenésével az adott ország még mindig vonzó befektetési lehetőséget szeretne kínálni a tőketranszfer szinten tartása érdekében, aminek egyik sajátos távol-keleti megnyilvánulási formája a korlátlan állami garanciavállalás volt. Bár a kockázati prémium lecsökkent, továbbra is magasabb hozamot kínáltak az értékpapírok, mint a fejlett pénzpiaccal rendelkező országok esetében. Ezek a kevésbé kockázatos országok adtak és adnak otthont a tőkeexportőröknek, akik folyamatosan keresik a világban a legjobb alternatív befektetési lehetőségeket. Mivel a tőkebefektető figyelmét alapvetően a hozam és a kamat együttese határozza meg, így tulajdonképpen saját személyes preferenciájuk alapján döntenek. A távol-keleti országok az implicit garanciavállalással – ez nem törvényben vagy egyéb módon kinyilatkoztatott garanciát jelentett, csupán a pénzügyi szektor állapotából fakadó sajátosságok összességének tekinthető – megteremtették az akkori legjobb kockázattal és hozammal járó befektetési alternatívát. Ha belegondolunk, hogy a tőkebefektetések mennyire kis létszámú befektetői kör kezében koncentrálnak, akkor beláthatjuk, hogy óriási tőkemozgások történtek a válság előtti időszakban, és, hogy az intézményi befektetők dominanciája miatt ez mennyire instabillá tette a világ pénzügyi rendszerét. Ezt akkori valószínűleg csak kevesen kezelték a fontosságának megfelelően, mivel a deficitesebb országok számára a döntő szempont a fizetési mérleg hiányának befoltozása, és a nemzetközi porondon való előnyösebb megjelenés volt. Krugman a kialakult helyzetért a korlátlan és időben elhúzódó állami garanciát tette felelőssé, ami az állami devizatartalékok feléléséhez vezetett, ugyanakkor leszögezte, hogy nem lehet kizárólag a tőkebefogadó országot, annak politikai-gazdasági vezetőit felelőssé tenni, hanem sokkal inkább a nemzetközi szinten forrást kihelyező, és a fejlődő országokba tőkét exportáló bankoknak, illetve multinacionális vállalatoknak kellene több figyelmet fordítaniuk a pénzügyi rendszer kockázatának felmérésére, bekalkulálva a vissza nem fizetés kockázatát. A felelősség tehát megoszlik, és az erőegyensúly hiánya miatt egyoldalú vesztesei vannak a hazardírozó viselkedésnek. Mivel az erőviszonyok a fejlett piacgazdasággal rendelkező országokat segítik, a válság elkerülésének lehetősége a tőkeimportőr országok oldalán lett volna lehetséges. Az általuk vállalt korlátlan állami garancia tőke-akkumulációhoz vezet az országban, és „bad equilibrium”-ot, azaz „rossz egyensúlyt” eredményezett. Az ún. „good equilibrium” alatt azt az állapotot értjük, amelyben a magasabb kamathozamok visszatükrözik a kockázatot, így csökkentik a régióba irányuló tőkebefektetések volumenét és az államokra nehezedő terhet is. A „jó egyensúly”

esetén az állam egy esetleges sokk bekövetkeztekor még helyt tud állni, azaz a válság kezelésének költségeit (a bankszektor konszolidálását, a betétesek kártalanítását, továbbá a tőke kivonásakor a külföldi valutára történő átváltás sterilizálási költségeit) saját devizatartalékai-ból fedezni tudja. „Rossz egyensúly” esetén ezzel szemben a devizatartalékok látható eredmények nélkül vándorolnak át a külföldi tőketulajdonosok zsebébe, akik bár ugyan szintén veszítenek, az ország számára nem jelentenek megkönnyebbülést. A kormányzati garancia-vállalási politikának („bailout policy”) a bejelentése az országban a kamatlábak lecsökkenésével, a régióban azonban a hitelállomány felduzzadásával járt. Általánosságban, ha a gazdaság a rövid távú „jó egyensúly” irányába tart, megnő a hosszú lejáratú tőkebefektetések állománya is, ami a stabilitást fokozza, azonban nem segít elkerülni a válságot. Amennyiben ugyanis a kormányzat ígéretének megszegésére kényszerül, azonnal hiteltelenné válik a gazdaságpolitika és a befektetések összeomlanak. A távol-keleti válságoknál is szükségszerűen előfordult, hogy a kormányzat feladta saját korábbi árfolyam célkitűzését, és ez akkor a bizalom elvesztése következtében a tartalékok szintjétől függetlenül öngeneráló helyzetet teremtett, lehetetlenné téve a válságból való fájdalommentes kilábalást. Különbség van természetesen a között, hogy vannak-e még tartalékok az országban vagy nem, hiszen minél korábban adják fel az irreális fiskális célokat, annál kisebb lesz a válság számszerűsíthető kára. A gazdaságpolitika szavahihetősége tehát lényeges kérdés a pénzügyi-gazdasági válságok tanulmányozásakor, azonban önmagában még nem segít elkerülni azt. Vezető közgazdászok egyetértettek abban, hogy nagy figyelmet kell fordítani a befektetések időtáv szerinti struktúrájára. A pénzügyi-gazdasági válságok elkerüléséhez az államoknak a hosszú lejáratú befektetések növelését kell célul tűznie, ami azután egészségesebb gazdasági légkört fog eredményezni.

Felmerülhet a kérdés, milyen nominális horgonyt válasszon a központi bank és a kormányzat, amely válságokat idején előre jelezni képes. A folyó fizetési mérleg helyzetének folyamatos figyelemmel követése bár fontos jelzésértékkel bír (ennek figyelmen kívül hagyását gyakran kritikaként fogalmazzák meg általánosságban), a távol-keleti válság során azonban kiugróan magas hiány csak két országban volt tapasztalható: Taiföldön a GDP-hez viszonyítva 8%-a, Malajziában 6% - a többi országban ennél kisebb volt a hiány! A reálárfolyamon mért versenyképesség hasonlóan változó képet mutatott a Távol-Keleten: Indonéziában, a Fülöp-szigeteken és Hong Kongban több mint 10%-kal csökkent, Szingapúr, Taiföld és Malajzia esetében 10% alatt volt a visszaesés, Korea és Taiwan esetében viszont egyáltalán nem volt csökkenés. A nominális árfolyamváltozás mellett 1997-1998-ban aggasztóbb volt a kínai import-növekedés (a jüan leértékelődése miatt) és a japán gazdaság recessziója, amely itt nem exportversenytársnak számított, hanem a belső piac részeként az egész régió versenyképességét rontotta a külső befektetők szemében. Korea példája kiemelendő a többi ország közül, mert itt a független minősítő ügynökségek a bankok pénzügyi nehézségeit feltárták, de ez az elkészített minősítésekből nem derült ki, és így nem változott időben az ország kockázati megítélése. A minősítő cégek ugyanis továbbra is bíztak a kormányzat garancia-vállalási képességében, azóta is kérdés maradt azonban, hogy a kormány megelőző és az aktuális időszakos költségvetési megszorító intézkedései láttán mire alapozták ebbéli reményüket. Taiföldön a törvényi költségvetési megszorítások már az 1980-as évek elején elkezdődtek, a devizatartalékok felhalmozása érdekében. Talán a nagyobb devizatartalékok vélelme is hozzájárult ahhoz, hogy kevésbé kockázatosnak ítélték az országot a külföldi tőkebefektetők. A valóságban azonban a kinyilvánított megszorító stratégia ellenére sem sikerült

kellő devizatartalékokat felhalmozni, a rögzített árfolyamrendszer pedig ezeket a csekély tartalékokat is hamar felemésztette. Amit fel kellett volna ismernie az ázsiai országoknak az az, hogy az árfolyam nem jó nominális horgony válságos időkben. Sokkal indokoltabb ilyenkor az infláció leszorítását célul tűzni, ehhez azonban független központi bankra van szükség. Amennyiben a jegybank minden szempont szerinti függetlensége nem biztosított előre, a válság idején nincs elegendő idő kivárni ezt. A szavahihetőség gyors megteremtése helyett Ázsiában csupán az a lehetőség maradt, hogy egy olyan árfolyamot tartsanak fent, amely a devizapiaci várakozások alapján több árfolyamszinten is kialakulhatott.

Mexikó esete bár a fizetési mérleg hiánya észrevehető volt, jobb híján inkább az árfolyamrendszer kontroll lehetőségét vetette fel. Ennek fenntarthatatlansága hiteltelen gazdaságpolitikához vezetett (a Távols-Keleten ehhez járult még az állami garanciavállalás), amely fokozta a tőkekiáramlási pánikot. Az árfolyamrendszer megválasztása tehát előre predesztinálja a válság bekövetkezésének valószínűségét, illetve a korrekcióra fordítandó állam által viselendő költségek nagyságát. A rögzített árfolyamrendszer az egyébként hasznos, ugyanakkor költséges fedezeti ügyletek kötésének szükségszerűségét feleslegessé teszi, sőt előrevetíti az implicit garanciavállalást, ami spekulációs támadásnak teszi ki a valutát. Az árfolyam tarthatatlansága miatt végül a válságok idején előbb vagy utóbb, de mindenképpen sor kerül a nemzeti valuta leértékelésére, és így a külföldi valutában fennálló tartozás felértékelődésére.

2. A pénzügyi rendszerrel kapcsolatos problémák. A reformok szükségessége

Az a tény, hogy pénzügyi válságok léteznek szinte minden befektetőt és szakembert aggaszt. Még sajnálatosabb az a lassan empirikusan is igazolható megállapítás, hogy egyre kevesebbet vagyunk képesek tenni ennek elkerülésére. A különféle értékelő-ellenőrző rendszerek az elmúlt évtizedben nem fejlődtek kellő gyorsan, így a nemzetközi pénzügyi rendszerben egyre több rés képződött, amit egyre több intézményi befektető akar kihasználni, kockára téve a rendszer valamennyi szereplőjének létét, működését. David Korten klasszikusnak tekinthető művében egyenesen odáig megy, hogy elfajzottnak nevezi a pénzügyi rendszert, ami arra utal, hogy a pénzek felett diszponáló személyek – hiszen előbb-utóbb minden döntést visszavezethetünk néhány konkrét személyhez – felelőtlen magatartásának következményeit érezzük mindenhol a világon. Eme gondolatmenet bár revolucionista érvelésnek hat, nagyon jól meglátja, hogy a pénzügyi élet hatalmának növekvő koncentrációja, és az ezt korlátozni hivatott nemzeti protekcionista intézkedések keményen összeütköznek egymással, ugyanakkor a nemzetek feletti érdekek dominanciája eldönteni látszik az összeesést. A dollár aranyra való átváltásának megszüntetésével a valuták értékhez való kapcsolódása megszűnt. Az 1970-es évek óta ennek megfelelően a pénz és az értékteremtés elvált egymástól, és az egyes országok jelentős mennyiségű külföldi valutát halmoztak fel, amely egyúttal saját nemzeti valutájuk fedezetévé vált. A kormányzatok gazdaságélénkítő politikájának köszönhetően óriási mennyiségű pénzek áramlottak a gazdaságba, amelyre a korábbi elvek szerint nem lett volna lehetőség. A hitelexpanzió egyben újabb problémát is generált: a banki hitelezési tevékenység kontrolljának hiányát, amely a világgazdaság liberalizációs irányváltásából következett. A banki tevékenység kontrolljának tökéletlensége bankcsődök-

höz, és általános bizalomvesztéshez vezetett, amely egyúttal arra is kényszerítette a bankokat, hogy óvatosabbak legyenek, és lehetőleg koncentrálják befektetési döntéseiket. A világ-gazdaság pénzügyi folyamatainak alakulásáért nem lehet csak a bankokat hibáztatni, hiszen éppúgy felelősök érte a nyugdíjbiztosító társaságok, mint a gyakran magánkézben lévő befektetési társaságok (például a Quantum Fund), amelyek a világméretű tőkekoncentráció kiváltotta lokális forráshiány miatt egyre magasabb hozamot kínáltak ügyfeleiknek. A befektetők várakozásai ennek megfelelően átalakultak. Lerövidültek a befektetési időtávok, hiszen a befektetők azonnal szeretnék nyereséget elérni, és csak az ennek megfelelő befektetési alternatívákat hajlandók elfogadni. Ennek az a következménye, hogy a pénz mennyisége többszörösen meghaladja a termelő beruházási lehetőségek értékét, az elvárt hozamok pedig messze felülműlják a termelő beruházások hozamát. Joel Kurtzman, aki hosszú ideig a Harvard Business Review szerkesztője volt, a különbséget kb. 20-50-szeresre teszi, és a pénzügyi innovációk, mint az opció, arbitrázs lehetősége szerinte tovább fokozzák a helyzetet. Az érték nélküli pénzteremtés két módon mehet végbe: az egyik mód a bankrendszer pénzteremtő mechanizmusa, amihez az is hozzájárul, hogy a külföldi fizetőeszköz után nem tartalékot képeznie a bankoknak, így ennek kihelyezésére nem létezik törvényi megszorítás. A másik mód, amely lehetővé teszi a „lufi felfújódását”, a spekuláció. Itt a vagyontárgyak piaci értéke a várakozások hatására növekszik meg, a belső érték azonban változatlan marad. Egy ilyen helyzetben nyilvánvaló, hogy csak a forráskivonó típusú befektető érezheti magát biztonságban, azáltal, hogy a felhalmozott megtakarításait gyorsan más piacokra mentik át. Ezek a fedezeti alapok valójában a központi bankoknál többszörösen nagyobb hatást tudnak kifejteni. Ezt az a tény támasztja alá, hogy a kormányzatok egy nap alatt hozzáférhető tartalékai 1994-ben 14 milliárd dollárt tettek ki, a napi spekulatív tőkemozgás viszont 800 milliárd dollár volt (Korten, 1996). Mexikó esetében az amerikai kormányzat kisegítette ugyan a mexikói államkötvény-tulajdonosokat, erre azonban nem lehet folyamatosan számítani. Amíg nincs egységes és hatékony pénz- és tőkepiaci szabályozás, illetve a tőkés országok érdekei dominálnak a nemzetközi pénzügyi szervezetekben, addig tényleges megoldás nem fog születni. A nemzetközi pénzügyi rendszer szabályozatlansága sajnálatosan tovább bátorítja a spekuláns befektetéseket. A fúziók számának megszorodása a társadalmilag el nem fogadható esetekben is a pénzügyi rendszer támogatása révén történik. A közreműködésnek tehát vannak súlyos erkölcsi kérdései is, a terheket azonban a társadalomnak kell viselnie.

A nemzetközi pénzügyi rendszert érő támadások, kritikák már az 1980-as években megjelentek, csak akkor a fejlődő országok gazdasági helyzete adott okot a véleménynyilvánításra. Ezekről a többnyire adósságválságokról kevesebbet beszélünk manapság, talán azért is, mert nem éreztük annyira a saját bőrünkön. A nemzetközi pénzügyi rendszer reformjának szükségességére két jel van (Fischer, 1999): 1. a nemzetközi tőkeáramlás „gyűlékonyasága”, amely a fejlődő országok piacaira irányul, és ezáltal súlyos sokkhatásnak teszi ki ezeket az országokat, 2. a rendszer fertőzöttségre utaló jelek. Kétségtelen, hogy a rövid lejáratú tőkeáramlás rendkívül kártékony volt a világ gazdaságra az elmúlt 2 évtizedben. A kártékonyaság elsősorban a fejlődő országokat sújtotta, ahol ennek köszönhetően számos bank és/vagy valutaválság súlyosbította az egyébként sem virágzó gazdaságot. A végrehajtott reformok következtében az érintett fejlődő országokban megnőtt a „spread”, azaz a betéti és hitelkamatláb közötti különbség, nehezebbé téve a külföldről felvett hitelek visszafizetését. A reform gondolata tehát megérett, viszont a probléma tisztázásában nem egyedül a fejlődő (tőkebefogadó) országok érdekeltek, hanem mindenki, tehát a fejlett (tőkeexportőr) országokra, tovább-

bá a nemzetközi pénzügyi intézményekre is ki kell terjeszteni. Ennek az is okot ad, hogy eltérő jellegű ezen szereplők felmerülő felelőssége.

A tőkebefogadó országok bizonyos fundamentumok megválasztásával képesek hozzájárulni a válság megelőzéséhez, illetve esetleges bekövetkezése esetén annak mihamarabbi megszüntetéséhez. Általános érvényű megállapítást mindazonáltal nem minden kérdésben és nem minden ország esetében lehet tenni.

1. Az árfolyamrendszer megválasztása. Ehhez csak az optimális valutaövezet elmélete nyújthat némi támpontot, egyébként az ország inflációs történelme az irányadó. (Úgy gondolom, a kelet-közép-európai átmeneti gazdaságok esete jó példát szolgáltatott erre, hiszen a lengyeleknél 1990 januárjától a dollárhoz való rögzítés volt az árfolyamrendszer alapja, majd a csúszó leértékelés („crawling peg”) egészen 1995-ig, ezt követte az ún. „crawling band”, ahol a sávot értékelték le időnként, végül 2000-től lebegő árfolyamrendszerre („floating”) váltottak. Hasonló példát követett Magyarország és Csehország is, amiből levonhatjuk a következtetést, hogy az árfolyamrendszer fontos kérdése volt a monetáris politikának, és a nemzetközi elismertség reménye vezérelte a döntéshozókat, amikor a módosításról döntöttek.) Fischer szintén azon a véleményen van, hogy az elmúlt évek krízisei a fix árfolyamrendszerű országokat sújtották leginkább. Szerinte a tőkeszámlával rendelkező országok a jövőben inkább a rugalmas árfolyamrendszert fogják preferálni, ha pedig mégis rögzítenék a hazai valuta árfolyamát, akkor az ún. „currency board” megoldást fogják választani, ami lehetővé teszi a beavatkozást. A kevésbé fejlett országok számára továbbra is marad a csúszó leértékelő árfolyamrendszer, de mindezek az országok kitűzött céljainak és hagyományainak függvényében változhatnak. Hosszabb távon vélhetően valutablokkok, valutauniók fognak csak létezni kevés valutával.
2. A bankrendszer állapota, helyzete. Ez minden válságnál tanulságként fogalmazódott meg az eddigiekben. A tapasztalatok szerint a válságok mögött a bankrendszer gyengesége áll. Emiatt a Nemzetközi Valutaalap (IMF) az ázsiai válságot követően nagy hangsúlyt fordított a bankrendszer átstrukturálására, válságokra való felkészítésére (bankszakemberek célirányú képzése, felügyeleti rendszer megerősítése). Fontos szerep jut ezen túlmenően a külföldi versenytársaknak, amely nem kártékony, hiszen a belföldi bankrendszert segítenek stabilizálni, a tőkepiacot pedig megerősíteni.
3. Információval való ellátottság. A válságok bekövetkezésének valószínűségét ez is csökkenti, ugyanakkor egy esetleges válság esetén az információval való ellátottság fokozása szignifikánsan nem javítja a kilábalási esélyeket. Bár az IMF felállított egy Speciális Adatszolgáltató Rendszert, amely az egyes országok külső adóságának alakulásáról, szerkezetéről is tájékoztatást ad, válság közben ez sem jelent kimenekülési utat.
4. Vállalati irányítás („corporate governance”) megerősítése. Az ázsiai válság esetén túl nagy volt a külföldi vállalatok tőkeáttétele, ezt azonban a pénzügyi szektort felügyelő hatóságok nem vették figyelembe, másrésztől azonban vállalati oldalról sem figyeltek oda rá eléggé. A nagy távol-keleti cégek, amíg az állam garanciát vállalt a külföldi

kölcsönökért, óvatlanok voltak. Ezt elkerülendő, a jövőben hatékonyabb auditálási és számviteli standardokra, csődjeljárási szabályokra van szükség (ezt minden országra nézve kötelezően előírhatnánk, a számos amerikai multinacionális cégnél nemrégén feltárt óriási összegű számviteli csalások miatt). A nagy tőkeáttételre alapozott stratégia alapján nem helytelen, de csak válságmentes időkben lehet eredményes.

5. *Tőkeáramlás megakadályozásának, szabályozásának lehetősége.* Tapasztalatok szerint a nagyobb devizatartalékokkal rendelkező országok sikeresebbek voltak a válságok kezelésében, ezért valószínűsíthető, hogy a jövőben minden ország igyekszik nagyobb tartalékokra szert tenni. Ezt maga az IMF is célként tűzte ki. Lényeges tény viszont, hogy a kormányzati megszorítások ne keltsenek hamis látszatot a befektetők körében (Taiföld esete). Speciálisnak volt tekinthető Argentína helyzete, aki tartalékait a magánszektor felvett hitelekkel igyekezett kiegészíteni – valószínűleg csupán átmeneti sikerrel. Malajzia egy teljesen eltérő gyakorlatot honosított meg: a rövidtávú tőkeáramlást korlátozta az állam, szintén rövidtávon érve el sikert, mert a tőkebefektetők a valószínűsíthető hasonló döntésektől félve egy ideig elkerülték az országot. Az IMF álláspontja ezzel kapcsolatosan az, hogy a tőkeáramlást csak fokozatosan lehet megszüntetni, erős fizetési mérleggel és stabil pénzügyi rendszerrel párosulva.

A tőkeexportőr országok részéről általánosan megfogalmazható kritika a fejlesztési politika meghatározása. A termelő kibocsátás 2/3-a ezekből az országokból származik, tehát nem lényegtelen, milyen prioritások mentén alakítják ki a fejlesztési politikát. A pénzügyi mutatók alapján ezt eddig sikeresnek tekinthettük, az 1998-as válság már azt jelezte, hogy nem tökéletes az általuk meghirdetett gazdaságfejlesztési politika. Az amerikai és európai befektetők elveszítették a piacokba vetett bizalmukat, igyekeztek befektetéseiket visszavonni, azért, hogy a mérlegen belüli pozíciójukat megerősíthessék. A mérlegen kívüli tételek elszaporodását valószínűleg a nem megfelelő jogi szabályozás tette lehetővé, ezért indokolt lenne a nagy tőkeáttételű (multinacionális) cégeket fokozottabban ellenőrizni. Ugyanígy célszerű lenne megkövetelni, hogy az adott országban a „spread” mértéke tükrözze vissza a nemzetközi standardoknak való megfelelés mértékét. Ezt részben a tőkeexportőr országok oldaláról kellene szabályozni: amennyiben nem felel meg a fejlődő ország az elvárásoknak, az odairányuló befektetést korlátozni kellene. Természetesen önkéntes korlátozásról itt szó sem eshet. Ha a reformintézkedések következtében mégis korlátozni lehetne a válságok bekövetkezésének valószínűségét, kérdés maradna továbbra is, hogy mennyire szolgálna ez a jólét növekedését az érintett országokban, akik a külföldi tőkére folyamatosan rá vannak szorulva.

A nemzetközi pénzügyi intézmények feladata – amit hivatottak lennének ellátni – a tagországok gazdaságának megerősítése, a nemzetközi tőkeáramlás elősegítése, a pénzügyi rendszer megerősítése és a koordináció javítása. Az elmúlt időszakban számos elvet, standardot, dolgoztak ki, illetve bizottságot hoztak létre. A fejlődő országok valós helyzetük feltárásával sebezhetőbbnek tűnhetnek a tőkebefektetők szemében, mint eddig, ezért kevésbé „őszinte” adatokat szolgáltatnának. A fenti folyamatok a tagországokat egyre jobban kötelezi a nemzetközi pénzügyi intézmények által nyújtott segítségért cserében. 1999-ben az IMF meghirdette az ún. „Contingent Credit Crunch” elvet, ami a hitelezési politikában bekövetkezett változást mutatja. Ennek megfelelően csak a standardoknak történő megfelelés esetén

lehet a szervezet pénzügyi segítségét igénybe venni. Ez azonban nem hogy javítaná, inkább tovább rontja a fejlődő országok pénzügyi-gazdasági önállósodási törekvését.

Az 1980-as évek adósságválságai idején az IMF nyomást gyakorolt a belföldi bankokra, hogy kamatkorrekcióval segítsék a jegybankot. Az ilyen, követelményeket támasztó-kikényszerítő magatartás a nemzetközi pénzügyi intézmények részéről egyrészt a pénzügyi stabilitást súlyosan veszélyezteti, másrészt tényleges eredmények nélkül marad. Megfontolandó egy olyan megközelítés, amely partnerként kezelve az országokat és azok bankjait nem egyoldalú áldozatvállalást követel meg, hanem a lehető legnagyobb mértékben figyelembe veszi a fejlődő országok érdekeit. És hogy ez nem jelent mérhetetlen terhet, az is bizonyítja, hogy akár a magánszektor bevonása is lehetségessé válna a válságok kezelésében. Emellett természetesen szükség van kormányzati kiigazításra is, amely a klasszikus jegybanki műveletekre terjedne ki. Igazolandó, hogy nem utópisztikus célról van szó, a magánszektor válságok kezelésébe történő bevonása néhány helyen már meg is kezdődött (lásd Argentína esetét).

3. Az állami szabályozás szükségessége

Az elmúlt 20 évben legalább 10 súlyos válságot éltek meg a világ országai. Ezek mindegyike átlagosan 5-12%-os GDP csökkenéssel járt. Az okok eléggé széleskörűek: az árfolyamok elszabadulása, a külföldi tőke kiáramlása, a pénzügyi közvetítő rendszer elégtelen működése, hitelmorzsolódás. A válságok a második világháború után kezdtek el gyakoribbá válni: 1980-1995 között az IMF országok $\frac{3}{4}$ -ében volt bankválság, és felében valutaválság. Empirikus elemzések azt bizonyítják, hogy ezek időnként visszatérően bekövetkeznek, még nagyobb veszteséget okozva ezáltal. Ismét a jelenlegi pénzügyi rendszer ellen szól az a tény is, hogy a válságok valószínűsége nagyobb a fejlődő, mint a fejlett országokban. Jogosan merül fel kérdésként a kormányzati és társadalmi szerepvállalás szükségessége. Keynes korában logikusnak tűnt, hogy – mivel az USA GDP-je 3 év alatt 25%-kal csökkent, a munkanélküliség pedig 25%-kal nőtt – csak az állami szerepvállalás révén lehet a válságból kikerülni (Stiglitz, 1999). Válságmentes időkben a klasszikus közgazdászok szerint az állami beavatkozás a kialakuló piaci egyensúlyt torzítja. Stiglitz azt mondja ezzel szemben, hogy manapság különböző időpontokra vonatkozó pénzek cseréje zajlik, ezért nem lehet megállapítani, hogy az állami beavatkozás nélkül vagy annak segítségével lenne-e egyensúlyban a pénzügyi rendszer. Mivel az állami szerepvállalás lényeges lehet a válságok kezelésekor, azért kártékony jelenléteinek tényét nem látva bizonyítottak, szükség van az állam gazdasági aktivitására. Gondoljuk végig, hogy a Wall Street egy széleskörűen szabályozott piac, és ennek ellenére hatékonyan működik. A társadalmi szerepvállalásra azért van szükség, mert a tőkeáramlás a globális jólétet maximalizálja, ugyanakkor ez a válságok kialakulásának mozgatórugója is. A tőkés diverzifikálja befektetéseit, amennyiben fejlődő országokban fektet be, olyan beruházásokat megvalósítva, amelyre a helyi megtakarítások nem nyújtanak fedezetet. Az állami beavatkozás úgy tűnik tehát torzítja a globális tőkepiacot. A kormányzati beavatkozás rombolóhatása ellen azonban két érv is szól: 1. a társadalmi kockázat nagyobb, mint a magánkockázat – a tőkeimportőr országnak nagyobb károkkal (pl. környezet, egészség károsodása) kell szembenéznük, 2. a piac irracionális, így nem tudja felmérni a magánkockázat

mértékét. Ez azért van így, mert a szereplők túlságosan csak a rövid és középtávra koncentrálnak, ami Keynes szerint olyan, mint egy szépségverseny, ahol mindenki azt nézi, mit csinál a másik.

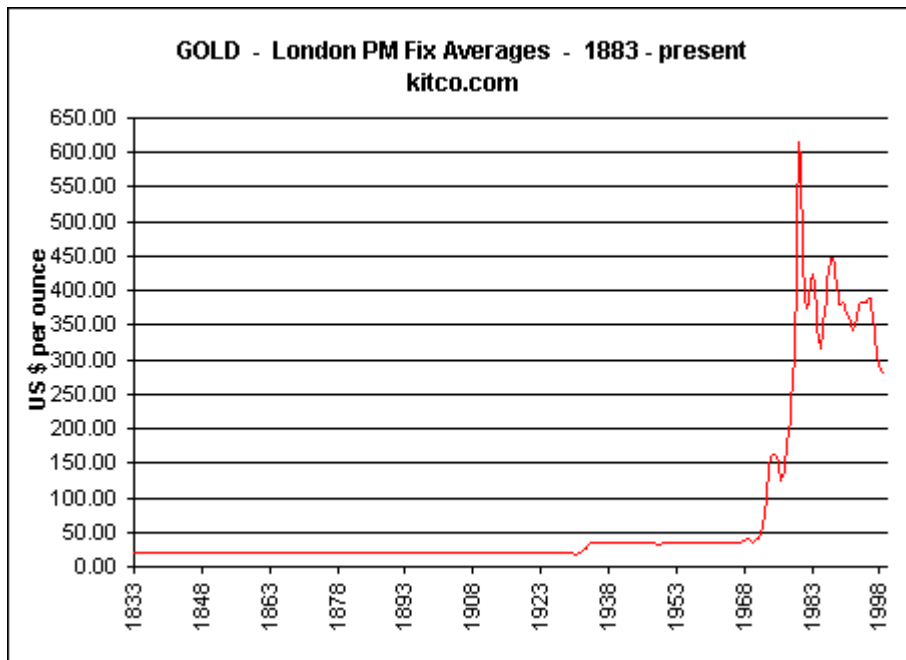
Ha meggyőződünk róla, hogy szükséges az állami beavatkozás, kérdés képes-e megelőzni a válságot? Az állam feladata főleg a működési feltételek megteremtésében, az információval való ellátottság, átláthatóság (transzparencia) fokozásában rejlik. A tapasztalatok szerint ezen feltételek javítása nem feltétlenül kapcsolódik a válságok kialakulásához (részben azért mert a magánszektor megtakarításairól, kiadásairól nehéz adatokat gyűjteni). A felügyeleti ellenőrzés fokozása azonban hatékony eszköz lehet a válságok megelőzésében, feltéve, hogy aktív kormányzati kezdeményezés áll mögötte. Malajzia esetében a jegybank prudens politikát folytatott, nagy tartalékokkal rendelkezett, ezért a válság kirobbanásakor a rövidlejáratú kölcsönök átütetése nem érintette súlyosan. Összességében itt is súlyosak voltak a következmények (20%-os árfolyam leértékelés), de máshol ennél még súlyosabbak voltak. Jól tervezett banki szabályozás, tőkeegyelelési követelmények szintén segítenek a pénzügyi rendszer sebezhetőségét csökkenteni, ami azután a magánszektorra is kihat. Van azonban továbbra is olyan problémák, amelyek megoldására egyelőre nincs lehetőség, és így a rendszer is csak korlátozottan irányítható:

1. Tapasztalatok szerint válság bekövetkezése esetén nem az egyéni tranzakciókat ellenőrzik a felügyeleti szervek, hanem új kockázatkezelési rendszert vezetnek be, hiszen ez a megoldás olcsóbb.,
2. gyakran túlságosan szigorú követelményeket állítanak fel (pl. bázeli követelmények), amelyek bár egységes standardokat alakítanak ki, azonban eltérő gazdasági helyzetű országok eltérő eszközigényeit nem elégítik ki,
3. kezelhetetlen továbbá az is, hogy a magántőke befektetések 75%-a csupán egy tucat ország között oszlik meg,
4. a befektetések anticiklikusak: akkor áramlanak be az országba, amikor az éppen prosperál, és akkor áramlanak ki, amikor a válság elkezdődik,
5. a hosszú lejáratú tőke nem csak pénzbeli segítséget jelent, hanem technológiai és oktatási támogatást is. A rövid lejáratú tőke esetén ez utóbbi kettő hiányzik.

Az állami szerepvállalás úgy tűnik szükséges, mert mástól feltétlen, önzetlen segítséget várni hiábavaló. A stabilitás növelése érdekében az államoknak fokozniuk kellene a hosszú lejáratú tőkebefektetések volumenét, a rövid lejáratú tőkebefektetéseket pedig korlátozni kellene (egységesen, és nem akkor, amikor már bejutott egy országba). Erre olyan eszközöket lehetne felhasználni, mint például a tőkeegyelelési kritériumok megszigorítása vagy a fizetendő (társasági) adót csökkentő kamatfizetési kötelezettség korlátozása. Ezekre vannak kezdeményezések (lásd Bázeli kritériumok), a versenysemlegességet azonban úgy tűnik nem hívatottak biztosítani.

4. Az arany hódító útja a 21. században?²

Az aranyról azt tartják, hogy válságos időkben mindig előbújik, és értékállóságát folyamatosan bizonyítva a gazdaság alapjává válik. Ezt úgy lehet a legjobban igazolni, ha megnézzük, hogyan alakult az arany árfolyama az elmúlt bő 100 évben:



Forrás: www.kitco.com

A függőleges tengelyen egy uncia arany átlagos ára olvasható a londoni tőzsdén. Az a bizonyos 1 uncia arany = 35 dolláros árfolyam feladásával lehet végső soron empirikusan tesztelni lehet az arany gazdasági szerepét (az azt megelőző fekete piaci árakról nem áll rendelkezésre megfelelő adat). Az Amerikai Egyesült Államok 1960-as évekbeli katonapolitikai elképzelései, szerepvállalásai már jól tükröződik a diagramon, hiszen egészen 1980-ig minden nyugat-európai ország igyekezett szabadulni a dollártól és helyette más módon képezni tartalékokat. Mivel az európai valuták egyelőre csak reménykedtek valutájuk értékállóságának elérésében, kézen fekvő megoldásnak tűnt az aranyba történő befektetés. Ezt természetesen a magánfelhalmozók is így gondolták. Az 1980-as évek a fejlett országokban válságok nélkül telt el, az 1994-es és 1997-es válság idején megint csak felerősödött, majd ismét alább hagyott az arany iránti érdeklődés. Egyes szakemberek szerint a következő évtizedben ismét növekvő mértékben fognak világunk fejlett országai ragaszkodni az aranyhoz. Az ellenőrzés nélküli pénzügyi életben a kumulált adósságok óriási mértékű növekedésével ugyanis csak a

² Lásd: Sean Murphy azonos című cikkét.

Bretton Woods-i rendszer hanyatló szakaszára jellemző hasonló kompromisszum tartja fent a jelenlegi világ gazdasági egyensúlyt: csak addig áll fenn a látszategyensúly, amíg senki sem kéri az adott valutára szóló követelésének visszafizetését, illetve átváltását.

Felhasznált irodalom:

Stanley Fischer: A nemzetközi pénzügyi rendszer reformja (The Economic Journal, 1999)

Joseph Stiglitz: A Pénzügyi válságoknak ennyire gyakorinak és fájdalmasnak kell lenniük?

Guillermo A. Calvo – Enrique G. Mendoza: Csekély bűn – kegyetlen büntetés. Tanulságok a mexikói válságból

Jenny Corbett – Gregor Irwin – David Vines: Az ázsiai csodától az ázsiai válságig: mi volt a sebezhetőség és az összeomlás oka?

David C. Korten (1996): A tőkés társaságok világalma

Sean Murphy: Az arany hódító útja a 21. században? (Fejlesztés és finanszírozás, 2003/1, 63-70.o.)

www.kitco.com