

Paul Tucker előadás

2016. április 14.

MAGYAR NEMZETI BANK

Készítette:

Látta:

Jóváhagyta:

Tartalomjegyzék

1. Vezetői összefoglaló.....	3
2. A nemzetközi monetáris rendszer és a politika kapcsolata	3
3. Változóban a nemzetközi pénzügyi és monetáris rendszer (IMFS)?	4
3.1. A jelenlegi monetáris rendszer geopolitikai alapjai	4
3.2. Jövőbeni változások.....	4
4. Feszültségek a jelenlegi IMFS-en belül	5
4.1. A globális makrogazdasági egyensúlytalanságok tehetetlen politikája	5
4.2. A globális tőkeáramlás dühös politikája	5
4.3. A nemzetközi pénzügyi rendszer határozatlan politikája	6
5. Négy lehetséges scenárió, amely az IMFS végéhez vezethet	7
5.1. Dollár-rendszer egy módosított washingtoni konszenzus mellett	7
5.2. Rivális tartalékvaluták kifejlődése egy feszültségekkel teli világban	7
5.3. Fékek és ellensúlyok multi-poláris világa.....	8
5.4. Protekcionizmus és autarkia.....	8
5.5. A helyes út kiválasztása	8

Paul Tucker: The Geopolitics of the International Monetary and Financial System

1. VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

Paul Tucker a Tacitus Lecture nevű előadássorozat keretein belül 2016 februárjában, Londonban tartott előadást **a geopolitika monetáris politikára gyakorolt hatásairól, melynek középpontjában** azon nagy blokkok, érdekcsoportok álltak, akik vagyonukkal, korlátaikkal, céljaikkal és döntéseikkel átalakíthatják az elkövetkező ötven év monetáris és pénzügyi világrendjét. Előadásának fő mondanivalója, hogy jelenleg egy olyan ritka **geopolitikai pillanat részesei vagyunk**, amely során a feltörekvő országok gazdasági befolyásuk növekedésével megszüntethetik a dollár kizárólagosságát a tartalékvaluták körében. Tucker feltárja a jelenlegi Nemzetközi Monetáris és Pénzügyi Rendszer (IMFS) hiányosságait, és négy lehetséges scenáriót vázol fel. Az előadás legfontosabb üzenete, hogy az elkövetkezendő esztendőkből a nemzetgazdaságok csak abban az esetben maradhatnak versenyképesek, ha **összehangolják kül-, gazdaság- és monetáris politikájukat**.

2. A NEMZETKÖZI MONETÁRIS RENDSZER ÉS A POLITIKA KAPCSOLATA

1971-ben John Connally, Nixon elnök pénzügyminisztere a világ vezető pénzügyminisztereinek szűk körében azt mondta a dollárról, hogy a „*mi valutánk, de a ti problémátok.*” Körülbelül 10 évvel a híressé vált mondás elhangzása előtt De Gaulle francia miniszterelnök lehetővé tette Franciaország dollár tartalékainak aranyra történő konvertálását, mely nem sokkal a Szezi-válság kitörése után és Franciaország NATO-ból való kilépése előtt történt. Az említett geopolitikai események egyértelmű jelét adták annak, hogy az USA többé nem képes vagy nem szándékozik megvédeni a dollár értékét. Connally elhíresült mondása előtt pár hónappal az Egyesült Államok felfüggesztette a dollár aranyra válthatóságát, megőrizve uralkodó szerepét a tartalékvaluták között. A Watergate-botrány és az 1973-as olajválság nyomán beköszöntő recesszióknak köszönhetően Amerika fiskális fegyelme megerősödött, mely biztosította a dollár nemzetközi szerepének fennmaradását.

A történelmi események bizonyítják, hogy **a geopolitika és a nemzetközi monetáris politika mélyen összefonódik**, meghatározva a horgonyvaluták országainak hazai gazdaságpolitikáját. Tucker szerint jelenleg egy olyan **ritka geopolitikai momentum részesei vagyunk**, amely során a gazdaságpolitika és a külpolitikai irányvonalai konvergálnak egymás felé. Természetesen eddig is voltak olyan fedéspontok, ahol a két terület támogatta egymást (pl. gazdasági szankciók kivetése), azonban általánosságban a kormányzatok külpolitikai és gazdaságpolitikai szféráinak működése operatív és stratégiai szinten is teljesen eltérő. A két szférában dolgozó körök teljesen más típusú oktatásban részesültek, másképp vélekednek a világról, és eltérő kapcsolatrendszerekkel rendelkeznek.

A különböző szférákban történő eltérő kormányzás sok esetben nem működik, különösen akkor nem, amikor a globális gazdasági világrend átalakulni látszik.

3. VÁLTOZÓBAN A NEMZETKÖZI PÉNZÜGYI ÉS MONETÁRIS RENDSZER (IMFS)?

A 2008-as világválság során a nemzetközi pénzügyi és monetáris rendszer (IMFS) az új geopolitikai világrénddel párhuzamosan alakult át. Feltehetően a 2008-as volt az utolsó olyan válság, amelynek kezelését az elmélyült transzatlanti kapcsolatok határozták meg. Az elkövetkezendő évek során könnyen elképzelhető, hogy több mint száz év után először **több konkurens tartalékvaluta is meg fog jelenni** a dollár mellett, vagyis jó esély van a **nemzetközi pénzügyi rendszer decentralizálódására**.

3.1. A jelenlegi monetáris rendszer geopolitikai alapjai

Mivel a dollár a **Bretton Woods-i rendszer fájdalmas összeomlása** után is a világ legfontosabb tartalékvalutája maradt, feltételezhetjük, hogy a túlélés nem csupán a lebegő árfolyamrendszer bevezetésének köszönhető. A háború utáni időszak nemzetközi monetáris rendje **két fő tényezőn** alapult:

1. A dollár legyűrte a fontot az elsődleges tartalékvalutává válásért folytatott harcban, illetve az Európai nagyhatalmak feladták gyarmati törekvéseiket és kiszervezték védelmüket a NATO-n keresztül.
2. A közel-keleti olaj árát dollárban kezdték el jegyezni a térség kereskedői, amiért cserébe a nyugati hatalmak elismerték a szaúd-arábiai szekuláris elit beilleszkedését a helyi vallási hatóságok köreibé.

3.2. Jövőbeni változások

A **feltörekvő piacok** figyelemre méltó gazdasági növekedésével párhuzamosan nő ezen országok világgazdasági szerepe. Bár az egy főre jutó átlagos jövedelem szintje még jócskán elmarad a nyugati átlagtól, **Kína és India** szerepe megkérdőjelezhetetlen a globális kereskedelemben és termelésben; emellett Mexikó, Brazília, Korea és Malajzia meghatározó szereplői a nemzetközi monetáris rendszernek. A **renminbi alapú tranzakciók** támogatására alkalmas infrastruktúra terjeszkedéséből, a valuta **SDR-kosárhoz történő hozzáadásából**, illetve **Zhou Xiaochuan, a Kínai Központi Bank elnöke** által a jövő monetáris rendszeréről alkotott véleményéből¹ arra következtethetünk, hogy új tartalékvaluták fejlődhetnek ki a dollár mellett.

Ha egy ország fizetőeszköze tartalékvalutává válik, akkor annak megvan az az előnye, hogy válság esetén a fizetőeszköz egyfajta biztosítékként működve elnyeli a gazdaságot érő sokkok egy részét. A 2008-as világválság tetőpontján az amerikai államkötvények iránti kereslet megnövekedett, amely megakadályozta a hosszú távú kamatlábak elszabadulását. A kötvények iránti növekvő kereslet hatására az adósság finanszírozási költségei csökkentek, támogatást nyújtva ezzel a költségvetés számára, amely lehetővé tette az amerikai lakosság tehermentesítését.

¹ Xiaochuan 2009-es értekezésében felhívta a nemzetközi közösség figyelmét a globális monetáris rendszer reformjának fontosságára. Véleménye szerint olyan nemzetközi tartalékvalutát kellene létrehozni, amely minden nemzettől független.

4. FESZÜLTSEGEK A JELENLEGI IMFS-EN BELÜL

A jelenlegi nemzetközi pénzügyi és monetáris rendszer végpontjainak felvázolását Tucker három főbb probléma bemutatásával kezdte előadásában.

4.1. A globális makrogazdasági egyensúlytalanságok tehetetlen politikája

A 2008-as válság előtti időszakban tartós egyensúlytalanságok jellemezték a világkereskedelmet. Az USA néhány nyugati országgal együtt **külkereskedelmi hiányt** halmozott fel, míg Kína és más fejlődő országok jelentős **külkereskedelmi többlettel** rendelkeztek. A kínai gazdaságra jellemző megtakarítások és beruházások közötti egyensúlytalanság hatására nyomás alá kerültek a globális reálkamatlábak, az eszközárak emelkedésnek indultak, ami a biztosítékok értékének emelkedésén keresztül megágyazott a hitelválság kialakulásának. A Kínai Jegybank ahelyett, hogy hagyta volna felértékelődni a jüant, **nagymértékű devizatartalékokat kezdett felhalmozni**. Ennek hatására az Amerikai Kongresszus büntető intézkedéseket kezdeményezett, amelyeket a soron következő adminisztráció elutasított, felismerve a lehetőséget a kínai gazdaság nemzetközi rendszerbe való fokozatos implementálásában.

A válság után a külkereskedelmi többlettel rendelkező országokra helyezkedő nyomás megnövekedett. Az európai és amerikai kereslet csökkenése hatására, Kína annak érdekében, hogy fenntartsa a lakosság válság előtti életszínvonalát, hiteleken keresztül kívánta ösztönözni a hazai gazdaság működését. A hitelek jelenleg kimerülőben vannak, mely rányomja a bélyegét a Kínába irányuló termékek importjára.

A történelmi tapasztalatok tanulsága, hogy a jelentős **külkereskedelmi többlettel és a külkereskedelmi hiánnyal rendelkező országok aligha fogják felismerni közös érdeküket** a nemzetközi kereskedelemben, vagy ha vezetőik még egyet is értenek, a választópolgárok feltehetően nem fogják megérteni a döntések hátterét.

A nemzetközi erőviszonyok alakulásának fontos tényezője, hogy az amerikai államadósság Kína, Japán és az olajtermelő országok által birtokolt jelentős részét tovább finanszírozzák-e az USA külkereskedelmi partnerei vagy felhasználják dollár tartalékaikat a saját fizetőeszközök értékének védelme érdekében? A Kínai Jegybank a tavalyi év során közel 1 trilliárd dollárt halmozott fel devizatartalékai között, amiből arra következtethetünk, hogy az utóbbi lehetőség a valószínűbb. A renminbi leértékelése tovább ronthatja az egyébként is feszült kapcsolatot Kína regionális kereskedelmi partnereivel, illetve hátrányosan érinti azokat a vállalatokat, amelyek dollárban denominált adóssággal és renminbi alapú bevétellel rendelkeznek.

4.2. A globális tőkeáramlás dühös politikája

A nemzetközi tőkeáramlások említésre méltó jellemzője, hogy a külkereskedelmi többlettel rendelkező országokban keletkező megtakarítási többlet általában az állami irányítású entitásokhoz került, míg a deficittel rendelkező országokban a felhalmozott adósság a privát és közszféra külső finanszírozásából adódott össze.

Az 1990-es évek ázsiai válsága során a nyomás alatt álló szektorok változtak attól függően, hogy éppen melyiket kellett rövidtávon finanszírozni a külső piacokról. Thaiföldön a kormányt, Koreában a bankrendszert, Indonéziában a nem pénzügyi vállalati szektort. A „forró pénzek” hirtelen

csökkenése likviditási és árfolyamrendszer válságot idézett elő, amelyből tanulva a piacok felismerték az országok **nemzeti mérlegeinek nyomon követésének és irányításának jelentőségét.**

A nemzeti mérlegek elemzése magával hozta a túlzott mértékű devizaadósság felhalmozásának elkerülését és a nagyobb mértékű devizatartalékok felhalmozásának kombinációját. Sok feltörekvő országra jellemző, hogy „erődítményszerű” **nemzeti mérleget építenek** nagymértékű devizatartalék felhalmozásával ahelyett, hogy az IMF által nyújtott külső hitelekre támaszkodnának. A mérlegépítés megvédte ezen országokat a szokásostól eltérő sokkaktól, azonban nem biztosított védelmet az egyensúlytalanság ellen, amelyhez a nyugati országokkal együtt a feltörekvő piacok országai is hozzájárultak. A feltörekvő országok vezetői az elmúlt évtizedek során megtapasztalták, hogy a gazdaságukba áramló külföldi tőke az amerikai monetáris politika ciklusainak váltakozásával összhangban ugyanolyan gyorsan el is tűnhet az országból, mint amilyen gyorsan megjelent.

Geopolitikai szempontból két megoldással lehetne a külföldi tőke áramlásának fluktuációját csökkenteni:

1. **Raghu Rajan**, az Indiai Nemzeti Bank elnöke által nyíltan támogatott megoldás szerint a Federal Reserve-nek nagyobb súlyt kellene fektetnie monetárispolitikai döntéseinek meghozatala során a világ többi országai helyzetének értékelésére. Rajan szerint ez az USA - a világ vezető tartalékvalutájának kizárólagos kibocsátójaként - morális kötelessége, és a globális kereslet fenntartása miatt egyéni érdeke is.
2. A másik megoldást Oliver Blanchard és korábbi kutatócsoportja támogatja, amely szerint egy teljesen új IMFS-t kellene létrehozni, amely képes ellenőrizni a rövid távú tőkeáramlásokat, különös tekintettel az adósságfinanszírozásra.

4.3. A nemzetközi pénzügyi rendszer határozatlan politikája

A makrogazdasági politikák kialakítása során minden ország számára könnyedén elérhetőek azon információk, amelyek a döntések előkészítéséhez szükségesek. A pénzpiacok felügyelete azonban egy sokkal összetettebb feladat, amely során az országok felügyeleti hatóságainak együttműködése elengedhetetlen. Tucker véleménye szerint a méretükből fakadóan szisztematikus kockázatot hordozó vállalatok (SIFI) nyomon követését ki kellene terjeszteni a feltörekvő piacokra is. A SIFI-k körébe jelenleg csak az európai, amerikai és japán székhelyű cégek tartoznak, azonban elképzelhető újabb SIFI-k létrejötte olyan országokban is, amelyek önmagukban nem kellően tőkeerősek egy válság kezeléséhez.

5. NÉGY LEHETSÉGES SZCENÁRIÓ, AMELY AZ IMFS VÉGÉHEZ VEZETHET

5.1. Dollár-rendszer egy módosított washingtoni konszenzus mellett

A dollár-központú világgazdaság fennmaradása abban az esetben a legvalószínűbb, amennyiben az amerikai gazdaság továbbra is jól teljesít és az USA prudens hatalomgyakorlást fog tanúsítani. A jó teljesítmény alatt azt értjük, hogy az Egyesült Államok továbbra is képes lesz **technológiai innovációk** központjaként tovább növelni a világ munkaerejének hatékonyságát, **elkerüli** a 2008-ashoz hasonló **válságok kialakulását, fiskális fegyelmet tanúsít**, illetve fent tudja tartani a *Pax Americana*-t.² A gazdaság dinamikus teljesítménye és a háztartások eladósodási hajlamának csökkenése nagyobb mozgásteret biztosíthat a költségvetés számára az ország külső terheinek kezelésére. Tucker szerint az USA-nak **kordában kell tartania a hosszú távú kamatlábakat**. Az említett feltételek teljesülése esetén a közel-keleti olajtermelő országok feltehetően nem fognak elgondolkozni azon, hogy a dollár helyett más fizetőeszközt válasszanak az olajkereskedelem lebonyolítására. Ebben a világban az országok bruttó tőkeáramlásának és a nemzeti mérlegeik felügyeletének fontossága nem merülne feledésbe, a felügyelet szabályozását pedig az IMF intézményesítené.

Fontos lenne felmérni, hogy melyek azok az országok, amelyek hatékonyan tudnak kezelni olyan helyzeteket, amikor nem áll rendelkezésükre elegendő dollár likviditás. Tucker szerint ezt a gyakorlatban az elmúlt években a Fed és az EKB által bevezetett, **előre meghatározott swapkeretek** alkalmazásával lehetne elérni. Amennyiben a swapkeretért jelentkező országot túl kockázatosnak találja a Fed, és nem biztosít számára dollár likviditást, három különböző eset képzelhető el:

1. A szóban forgó ország korlátozza a dollár alapú kötelezettségek hozzáférhetőségét. Az előbbi megoldást lenne a nemzeti mérlegpolitika szempontjából a prudens eljárás, amelyet az IMF-nek ösztönöznie kellene.
2. Amennyiben az érintett ország kellően nagy, akkor erkölcsi kockázatot vállalva szerencsejátékot játszhat a Feddel szemben oly módon, hogy *ex post* biztosít dollárt a saját piaca számára azzal a céllal, hogy egy kirobbanó válság továbbgyűrűző hatásával hozza rosszabb helyzetbe az amerikai pénzügyet. Az előbbi lehetőséget Paul Tucker szerint az IMF-nek szabályozások bevezetésével ki kell tudni zárnia.
3. A harmadik lehetősége a swapkeretért jelentkező országnak, hogy egy másik fizetőeszközt választ.

5.2. Rivális tartalékvaluták kifejlődése egy feszültségekkel teli világban

A második scenárió egy olyan **multi-poláris világban** játszódik, ahol több rivális szuperhatalom versenyez egymással gazdasági és politikai értelemben egyaránt. Ebben a verzióban több ország tartalékvalutái párhuzamosan vannak jelen a világgazdaságban. Multi-poláris világ esetén a **dollár szerepe csökkenne**, és komoly verseny folyna a szövetséges országok toborzásáért swapkeretek biztosításán keresztül. Ebben a világban, a nemzetközi versenyben való sikeres szerepléshez a nemzetgazdaságok számára nem lenne elég prudensen működni.

² A Pax Americana egy kifejezés, amely a nyugati féltekén uralkodó békét jelenti.

A **hatékony érdekképviselet céljából** a nemzetközi monetáris tisztviselőknek **monetáris diplomatákká** kellene válniuk.

5.3. Fékek és ellensúlyok multi-poláris világa

A harmadik lehetőség esetén a feltörekvő országok (például India, Indonézia, Brazília) is irányítói lehetnének a nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszereknek. Tucker szerint elképzelhető ebben a scenárióban, hogy **Európa nemzetközi jelentősége szignifikánsan csökkenjen**, kiszorulva a nemzetközi pénzpiacok meghatározó szereplőinek köréből. Ennek elkerüléséhez elengedhetetlen egy olyan **fiskális unió** létrehozása az EU-n belül, amely megköveteli tagjaitól a fiskális fegyelmet, és amelyben elképzelhetetlen, hogy egy tagállam csődbe menjen.

Mindezen túl Európának vissza kell térnie **a gazdasági növekedés** ösvényére, annak érdekében, hogy ilyen kompetitív szituációban is vezető szerepet tudjon betölteni a világgazdaságban. Feltételezve, hogy mindez bekövetkezik, a dollár szerepének fenntartása csupán a többi gazdasági hatalom döntésén fog múlni. A dollár mellőzéséért „cserébe” az Egyesült Államok elvárhatja Európától, hogy nagyobb mértékben járuljon hozzá saját katonai védelméhez, aláásva a megújuló európai gazdaság dinamizmusát.

5.4. Protekcionizmus és autarkia

A negyedik scenárió során a világ kisebb országai gazdasági és pénzügyi védekezésbe kezdenek, míg a nagyhatalmak a stratégiai és katonai fölény megszerzéséért fognak versenyezni. Ezen elképzelés veszélyes és elszegényedett világot eredményez a nemzetközi kereskedelem előnyei kihasználásának elmulasztása miatt. Senki sem szeretne ebben a világban élni, azonban van rá matematikai esély, hogy bekövetkezzen.

5.5. A helyes út kiválasztása

A négy felvázolt scenárió közül az első és a harmadik jóval kedvezőbb, mint a második és a negyedik. E kívánatos jövőképek Tucker szerint akkor érhetőek el, ha a nemzetek **diplomáciai és gazdasági stratégiaalkotásukat összehangolják**.