

## Lámfalussy Sándor: Pénzügyi válságok a fejlődő országokban

Tanulmányok a globalizált pénzügyi rendszer sérülékenységéről

Akadémiai Kiadó, Budapest, 2008, 221 oldal, 3850 forint

Régi mulasztást pótol az Akadémia Kiadó, valamint a kiadásban közreműködő Bencés Diákszövetség, Mathias Corvinus Collegium és a Medium Pro Educatione Közhasznú Alapítvány ennek a könyvnek a közzétételével. A könyv a szerző egy terjedelmes előadás-sorozatot és egy előadását közli, valamint a függelékben néhány dokumentumot. Lámfalussy az első, terjedelmesebb részben közölt Henry L. Stimson-előadásokat 1998 márciusában és áprilisában tartotta meg a Yale Egyetemen, és ezek 2000-ben jelentek meg angolul a Yale University Press gondozásában, a második, rövidebb részben közölt előadás pedig 2006. szeptember 29-én. Noha a Henry L. Stimson-előadások közel tízéves, a Xenophón Zolótasz-előadás pedig kétéves késéssel jelent meg magyarul, ez a könyv, amely alcíme szerint a globalizált pénzügyi rendszer sérülékenységével foglalkozik, soha aktuálisabb nem lehetett, mint most.

A szerző már a Henry L. Stimson-előadások angol kiadásához írt és 1999 áprilisában kelt előszóban számos fontos közlést, sőt bejelentést tesz. Mindenekelőtt leírja, hogy ezekben *négy fontos válság* – 1982–1983. évi latin-amerikai válság, az 1994–1995. évi mexikói válság, az 1997–1998. évi kelet-ázsiai válság és az 1998. évi orosz válság – elemzéséből indul ki. Ezek és más „helyi válságok megfertőzhetik az egész globális pénzügyi rendszert” (12. o.), illetve „mértüknél és természetüknél fogva a pénzügyi rendszer egészének működését veszélyeztették” (21. o.), de előadásait ennek ellenére „semmiképp sem szán[ta] a négy említett válság történeti igényű feldolgozásának” (14. o.). E rész első, legterjedelmesebb fejezete ezt a négy válságot, második fejezete pedig ezek közös tulajdonságait írja le.

A *fontos bejelentések* a következők. A szerző mindenekelőtt leírja, arra gondolt, hogy a BIS-től (Bank for International Settlements) való visszavonulása majd „lehetővé tenné, hogy személyesebben és jóval kevésbé diplomatikusan fogalmaz[zon], 1993 végén azonban kinevezték az Európai Monetáris Intézet élére, és így kénytelen volt [...] elhalsztani ezt a vállalkozást” (12. o.), lényegében Henry L. Stimson-előadások megtartásáig. Itt tehát minden korábbinál határozottabban fogja kifejteni személyes véleményét. Másrészt leírja, hogy nem foglalkozik „egyrészt azok[kal] a válságmegelőzési és -kezelési technikákkal, amelyek jelentős jogi és pénzügyitermék-tervezési tartalommal bírnak”, mert ezeket „szakértői csoportoknak kell megvitatniuk” (15. o.). „A másik politikailag igen érzékeny téma” – amellyel nem foglalkozik – „az intézményi reform. Új mandátumot kell-e kapniuk az 1944-es Bretton Woods-i konferencián életre hívott intézményeknek, különösen a Nemzetközi Valutaalapnak (IMF)? Felül kell-e vizsgálni az IMF döntéshozatali és működési mechanizmusát?” (Uo.)

A szerző az említett nagyobb kötetlenség, de mégis nagymértékű önkorlátozás ellenére már ebben a bevezetésben leírja *rendkívül fontos összefoglaló értékelését*. „Nem értek [...] egyet azzal a manapság divatos tézissel, miszerint az IMF lenne felelős a fejlődő piacokon kibontakozott válságok eszkalációjáért. Az IMF kétségkívül követett el hibákat a válságmegelőzés és -kezelés területén. De sok, később hibásnak bizonyult döntésében [...] az IMF a fő részvényesével teljes egyetértésben járt el. (S ekkor nagyon finoman fogalmaztam.)

Azt pedig, hogy az IMF-megállapodásokban szerepelnie kell a tőkemozgások teljes liberalizációjának, tekintet nélkül arra, hogy annak adottak-e az előfeltételei, számos kormány, szakértő és kutató támogatta – nem beszélve az üzleti körökről –, és korántsem kizárólag amerikaiak. Tulajdonképpen egyetlen olyan jelentős hiba történt, amely közvetlenül és kizárólag az IMF számlájára írható: a költségvetési többlet előírása az ázsiai válság sújtotta országok számára. De ki láthatta előre a japán belső kereslet drámai csökkenését?” (15. o.) Ez bizony elég éles kritika, mégpedig nem csupán az IMF-fel, nem is csupán az amerikaiakkal, hanem a nemzetközi pénzügyi közösségnek szinte egészével – és ennek üzleti és tudományos ágával – szemben.

A Henry L. Stimson-előadások 1. fejezete a fejlődő országok említett négy válságát írja le. A legelső, az 1982–1983. évi *latin-amerikai válságnak* az volt az eredete, hogy „1973 végén a nem OPEC-tag fejlődő országok nettó külső banki devizaadóssága összesen 4,5 milliárd dollárt tett ki, [de] 1982 végére ez a szám 145,9 milliárd lett” (22. o.). Ez elkerülhetetlenül válsághoz vezetett. „Gondosan elemeznünk kell az események időrendjét: e nélkül nehéz lenne megérteni, hogy a hitelnyújtó bankok, a hitelfeltevő kormányok, sőt a nyugati kormányok, intézmények és szakértők nagy többsége miért csak ennyire későn ismerte fel a folyamat fenntarthatatlanságát.” (23. o.) Ez a részletes elemzés itt nyilván nem reprodukálható, és ebből csak a következőket idézhetjük. „A bankoknak módjukban állt ez a nagyszabású hitelnyújtás, sőt kapva kaptak rajta.” (Uo.) „Akinek volt szerencséje saját szemével látni a IMF–Világbank tárgyalások során, amint a nyugati bankárok szó szerint sorban álltak a fejlődő országok hivatalnokainak irodája előtt, az életre szóló benyomást szerezhetett arról, mit is jelent a hitelfeltevők piaca.” (25. o.) „1980-tól kezdve azonban megváltozott egy fontos paraméter: [...] a rövid lejáratú dollárkamatlábak jelentősen megemelkedtek” (uo.), és ez a válság azonnali kitörésére vezetett. Mindazonáltal „óvatosan kell eljárunk, amikor a bankok szerepét és felelősségét vizsgáljuk a folyamatban. [...] Nem szabad elfelejtenünk, hogy eleinte minden szereplő üdvözölte azt, hogy a bankok ily módon oroszlárnészt vállaltak a »petrodollárok visszaforgatásában«. [...] Mit mondhatunk a nyugati tisztviselők, szakértők szerepéről? [...] Legtöbbjük helyeselte a bankok közreműködését a petrodollárok visszaforgatásában az első olajsokk után, s sokan közülük még a második olajsokk (1979) után is nyíltan bátorították a kereskedelmi bankok fennálló hiteltelési politikáját.” (25–29. o.) A szerző tehát itt is azt az álláspontot képviseli, mint a már idézett előszóban: szerinte a történekvért a teljes pénzügyi közösség volt felelős.

A felelősség kérdésének tárgyalását a válságkezelés tárgyalása követi, amelyet „kétségkívül sikeresnek” (35. o.) tekint, elsősorban azért, mert „megakadályozta azt, hogy a latin-amerikai fizetési válság egy nagyméretű nemzetközi fizetési válságba torkolljon, beláthatatlan és világméretű reálgazdasági következményekkel” (uo.). „1985–1986-tól kezdve [...] a hangsúly egyre inkább az adósságkezelés tárgyalására tevődött át, ami végül az adóssághinyhítés előtérbe kerüléséhez vezetett. [...] Ezek bonyolult, hosszadalmas és gyakran igen kemény tárgyalások voltak. De az itt kiharcolt adósság-átütemezési, majd adóssághinyhítési megállapodások voltak azok, amelyek lehetővé tették, hogy a világ kereskedelmi és pénzügyi rendszere viszonylag nyitott maradjon.” (35–36. o.) Óhatatlanul felmerül a régi kérdés, hogy miért nem került sor ilyen tárgyalásokra Magyarország esetében.

Az 1994–1995. évi *mexikói válsággal* foglalkozó alfejezet elején a szerző a latin-amerikai és a mexikói válság hasonló vonásaira mutat rá, majd megállapítja, hogy „aligha kérdéses, hogy a folyófizetésimérleg-hiány – később fenntarthatatlannak bizonyult – növekedéséért elsősorban a magántőke-beáramlás volt felelős” (37. o.). Ennek és a „teljes sterilizáció” elmulasztásának folytán „a monetáris bázis túlzott mértékben nőtt, és felborította a hazai monetáris egyensúlyt” (39. o.). Az előbb tárgyalt hasonlóságok ellenére azonban „a mexikói válság alapvetően különbözött az 1982–1983-as válságtól: ebben az esetben ugyanis a kialakult válságért nem lehet az elhibázott hazai makrogazdasági politikát okolni. 1993-

ra az infláció 10 százalék alá esett, és – ami leginkább fontos – a költségvetési deficitet sikerült tartósan visszaszorítani” (41. o.). A válságot kiváltó külső sokk „az elnökjelölt meggyilkolása és a chiapasi felkelés” (42. o.) volt ugyan, de „a fenntarthatatlan méretű [folyófizetési-mérleg] deficit kialakulásában az is szerepet játszott, hogy a deregulációval és liberalizációval párhuzamosan nem erősödött meg eléggé a hazai pénzügyi közvetítőrendszer. [...] A Mexikóban végrehatott radikális szerkezeti reformok, különösen a pénzügyi dereguláció, a tőkebeáramlások felszabadtatása és a privatizáció egyöntetű lelkesedést váltottak ki a gazdasági megfigyelők és a piaci szereplők körében. [...] Ráadásul a nyugati kormányok vagy multilaterális intézmények nemigen hívták fel a figyelmet explicit módon arra, hogy a mexikói folyófizetési-mérleg-hiány kezd fenntarthatatlanná válni. [...] Végül nem árt emlékeztetni arra, hogy tudományos körökben ez idő tájt az volt az uralkodó vélemény, hogy a folyófizetési-mérleg-hiánynak csak annyiban van jelentősége, amennyiben ez a kormányzati szektor hiányára vezethető vissza. [...] A befektetők aligha hivatkozhatnak arra, hogy nem állt rendelkezésükre elegendő információ a spontán tőkebeáramlások időszakában. Mexikó folyó fizetési-mérleg-hiányának nagysága közismert volt.” (42–43. o.) Ez bizony ismét annak megállapításával egyértelmű, hogy a történeleért a teljes nemzetközi pénzügyi közösség volt a felelős.

Ezt az alfejezetet is a válság kitörését követő intézkedések leírása követi, majd a következő megállapítás. „A fenti intézkedések együttes hatása látványos volt. A válság első szakaszában Mexikó súlyos recesszióba zuhant: a reálberek értéke radikálisan csökkent, nagymértékű munkanélküliség alakult ki, és az ipari termelés több mint 10 százalékkal csökkent. [...] Az ipari termelés [...] 1996 végére [...] érte [el] a válság előtti szintet.” Az események ilyen alakulására, ismételjük, olyan körülmények között került sor, hogy „a kialakult válságért nem lehet az elhibázott hazai makrogazdasági politikát okolni” (41. o.).

Az ezt követő és az 1997–1998. évi *kelet-ázsiai válsággal* foglalkozó alfejezet azzal a megállapítással kezdődik, hogy „nem sikerült egyetlen nyilvánosan hozzáférhető előzetes figyelmeztetést sem találnom arról, hogy Indonézia, Thaiföld és Dél-Korea pénzügyi összeomlása a küszöbön állt volna, sem magán-előrejelzőcégektől, sem hivatalos intézményektől” (45. o.). „A válság egyik legfőbb reálgazdasági oka az ún. »túlbefektetés« volt, ami jelentős fölösleges kapacitások kiépüléséhez vezetett.” (47. o.) „A vállalatok finanszírozása alapvetően banki hitelekben történt. [...] Mind a hitelezők, mind a hitelfelvevők mélyen meg voltak győződve arról, hogy az elmúlt 15 évben tapasztalt erős reálnövekedés töretlenül folytatódni fog. A történetek jól példázzák, hogy milyen veszélyekkel járhat a pénzügyi liberalizáció egy túlzottan optimista gazdasági közegben. [...] A helyzetet tovább súlyosbították a nemzetközi bankok által a hazai banki és nem banki szereplők számára nyújtott devizahitelek. [...] A hazai követelések egy részét ingatlanjelzáloggal biztosították – ez azonban nem sok védelmet biztosított az ingatlanpiaci buborék kipukkanása után. [...] Aligha kétséges, hogy a hitelező bankok számos figyelmeztető jelet figyelmen kívül hagytak, és csak későn néztek szembe a kockázat valódi nagyságával.” (48–50. o.)

Azt, hogy a bankok és más pénzügyi intézmények túlzott optimizmusa, ennek összeomlása és az ezt követő túlzott pesszimizmus milyen következményekkel jár, a következők mutatják a legjobban. „A legfőbb ázsiai tőkeimportáló országokba, Kínát kivéve, 1991 és 1996 között összesen 235 milliárd dollárnyi nettó magántőke áramlott (azaz éves átlagban 39 milliárd dollár), 1996-ban elérve az évi 77 milliárd dollárt. Az 1997-es év első fele még jelentős beáramlást – 31 milliárd dollárt – hozott, az év második felében azonban már 54 milliárd dollár hagyta el a szóban forgó országokat.” (52. o.) A nemzetközi tőkeforgalomnak a tőkeszámla liberalizálása folytán kialakult ilyen mértékű volatilitása elkerülhetetlenül katasztrofális reálgazdasági következményekkel jár az érintett országokban.

Az események leírását itt is az intézkedések ismertetése, majd a tanulságok összegzése követi. „A fenti, kissé leegyszerűsített kép ijesztő erkölcsikockázat-veszélyeket vet fel, és a

hazai bankok (újra)államosításának perspektíváját is felveti. Az erkölcsikockázat-szituációt egy az 1982–1983-as beavatkozáshoz hasonló [...] megközelítéssel [a veszteségek jelentős részének a hitelező bankokra való háritásával] lehetett volna elkerülni. [...] A válság későbbi szakaszában születtek [is] átütőerejű vagy kölcsönmegújítási megállapodások, s ezek igen hasznosnak bizonyultak. A kérdés [...] átvezet a belföldi pénzügyi közvetítőrendszer reformjának általánosabb témájához. [...] Aligha kétséges, hogy szükség van ilyen reformra.” (54–55. o.)

E fejezet negyedik alfejezete az 1998. évi orosz válságot tárgyalja, ez a tárgyalás azonban sokkal vázlatosabb a korábbiaknál, amit az magyaráz, hogy az események még nem zárultak le teljesen a könyv megírásáig. Amit itt ki kell emelnem, az a külföld Oroszországgal szembeni és az oroszok saját gazdaságukkal szembeni bizalmának a válság kitörését megelőző szinte hihetetlen mértékű eltérése. „1997-ben, amikor a Nyugat Oroszországba vetett bizalma éppen eufóriába csapott át, a tőkekiáramlás elérte a 67 milliárd dollárt, ami nagyjából megegyezett a tőkebeáramlás nagyságával (66 milliárd dollár).” (60. o.)

A szerző a lehető leghelyesebben mutat rá arra, hogy az egyik oldal optimizmusa és a másik oldal pesszimizmusa közül az egyiknek tévesnek kellett lennie. Tévesnek is bizonyult, megindult a külföldiek tőke kivonása is, és ennek következtében az orosz hatóságok „bejelentették a rubel lebegtetését, egyoldalú moratóriumot hirdettek a rubelben denominált belső (és részben külső) adósság törlesztésére, és megtiltották a bankoknak, hogy teljesítsék devizakötelezettségeiket” (57. o.). Felvetődik azonban a kérdés: mi volt az oka a külföldi befektetéseknek akkor, amikor az oroszok ennyire bizalmatlanok voltak saját országuk kilátásait illetően? A szerző válasza: „A külföldi befektetőket a kivételesen magas profitlehetőségek vonzották, és bíztak abban, hogy válság esetén kormányuk vagy a nemzetközi szervezetek kimentik őket.” (60. o.) Ez a feltevés nyilvánvalóan döntő szerepet játszott valamennyi válság kialakulásában.

Óhatatlanul felvetődik még egy kérdés: Hogyan volt lehetséges az, hogy „orosz állampolgárok és gazdasági szereplők” (60. o.) 1997-ben 67 milliárd dollárt vigyenek ki az országból, és 1997 végéig 100 milliárd dolláros külföldi követelésállományra tegyenek szert (uo.), noha öt évvel azelőtt orosz állampolgárnak gyakorlatilag nem lehetett magánvagyonja? (Uo.)

A recenzens úgy véli, hogy ezeknek az olvasók nagy része számára feltehetően nem ismert tényeknek és összefüggésének a részletes leírásával keltheti fel a legjobban az olvasók érdeklődését a könyv iránt, amelyet el kell olvasni – a Henry L. Stimson-előadások további fejezetei ugyanis nem kivonatolhatók, hanem csak egészen összefogottan ismertethetők.

A 2. fejezet a négy válság sajátosságait és közös jellemzőit tekinti át. A 66–68. oldalon közölt táblázatból azt állapíthatjuk meg, hogy mind a négy esetben nagymértékű volt a válság előtti tőkebeáramlás, hogy mind a négy esetben bankok, a későbbi esetekben pedig mellettük még más pénzügyi intézmények, így befektetési alapok, intézményi befektetők voltak a hitelezők, hogy a folyó fizetési mérlegnek az első három esetben tekintélyes hiánya volt, és az orosz esetben az időszak végén a mérleg egyenlege a hiány felé tartott, továbbá hogy a válság kitörésekor a külföldi hitelezők és befektetők menekülése nagymértékű volt. Ezek a közös elemek bizony nagymértékben egységes menetű válságkialakulásra és -lefollyásra utalnak, amelyet csak másodlagosan színezhettek az egyedi tényezők. Rendkívül fontos különbség viszont a tárgyalt esetek között, hogy az első, latin-amerikai válság idején a hitelnyújtók bevonása (*bail-in*), azaz a veszteségek nagy részének a hitelezőkre való átháritása dominált, a mexikói és a kelet-ázsiai válság idején a hitelezőket kimentették, és a hitelnyújtók bevonásának a kísérletére csak a Kelet-Ázsiában, és ott is csak kismértékben és a válságkezelés végén került sor, az orosz válság esetében viszont a kormány egyoldalú moratóriumot jelentett be, tehát a kimentés kérdése föl sem merült. A fejezet azzal a fő következtetéssel zárul, hogy „a négy válság kialakulása mögötti legfontosabb tényező a rövid

lejárható külső adósság nagymértékű felhalmozódása [volt], amely végül fenntarthatatlanná vált” (82. o.). A válságra vezető „túlzott kölcsönfelvétel (*overborrowing*) [azonban] nem jöhetett volna létre túlzott kölcsönzés (*overlending*) nélkül” (74. o.). „Lehetetlen [ugyan] az ezzel kapcsolatos felelősséget az egyik vagy másik oldalhoz rendelni, [de] ki állíthatná bizonyossággal, hogy a látszólag keresletvezérelt túlzott hitelfelvételt nem a hitelezők kezdeményezték, vagy legalábbis nem ösztönözték?” (Uo.)

A 3. fejezet azt a kritikus fontosságú kérdést veti föl, hogy „súlyosbítja vagy enyhíti[-e] a pénzügyi globalizáció a piaci problémákat” (83. o.). Először a mai pénzügyi globalizáció elemeit és következményeit veszi sorra, amelyek közül a legfontosabb, hogy „a banki eszközök [egyre] jobban piacosithatók, amellet mérlegből mérlegen kívülre vihetők a banki kötelezettségek (vagy fordítva), és általában is elveszti a hitelező–adós kapcsolat mind az átláthatóságát, mind a stabilitását” (86. o.). Ilyen körülmények között a globalizáció számos úton nehezíti meg a válságok megelőzését és kezelését. A szerző szerint a legfontosabb a „számbeli aránytalanság”, „a feltörekvő piacokba történő potenciális és tényleges tőkebeáramlás, illetve maguk a piacok között” (88. o.): a feltörekvő piacoknak a pénzügyi piacon belüli részaránya eltérpül a világgazdaságon belüli részarányukhoz képest. Ezt az alapproblémát számos más tényező súlyosbítja: a „csordaszellem [...] és a profitlehetőségek keresése” (90. o.), a „kommunikációs technológia és a média” (92. o.) és az „értékpapírosodás” (94. o.), és emellett nem fér kétség ahhoz, hogy „a pénzügyi globalizáció növeli a fertőzések veszélyét” (96. o.). Ráadásul „a globalizáció egy folyamat” (101. o.), és az ehhez a folyamathoz való alkalmazkodás annyi és olyan humán erőforrást igényel, amellyel a fejlődő országok nem rendelkeznek. „Hol vannak azok az emberek, akik kiértékelnék Kína és India pénzügyi globalizációjának kockázatát?” (105. o.) Ha viszont Kína és India nem csatlakozik a pénzügyi globalizáció folyamatához, akkor – az ő gazdasági jelentőségük rohamos növekedési folytán – a pénzügyileg globalizált világ a glóbusnak csak egyre kisebb része lehet, teszi hozzá ehhez a recenzens. A szerző ugyanakkor „kétségeit” fejezi ki azt illetően, hogy „a globalizáció elősegíti a stabilitást” (105. o.), noha osztja „azt a véleményt, hogy a globalizációnak vannak stabilizáló összetevői” is (uo.).

A *válságok megelőzésével* foglalkozó terjedelmes 4. fejezet annyira fontos, hogy nem kivonatható, szó szerint kell viszont idéznünk a bevezető mondatait. „Az előző fejezetben kifejtett érvelés fő mondanivalója – hogy a pénzügyi globalizáció megnöveli a krízis kialakulásának valószínűségét a fejlődő piacokon – nem túl eredeti következtetés, csak vissza kell tekintenünk az 1990-es évek közepe óta történetekre. De ebből a felismerésből nem következik az, hogy ezeket a kríziseket elkerülhetetlenek kell tekintenünk. Ellenkezőleg, arra kell rávilágítson, hogy krízismegelőző eljárásokat kell kifejlesztenünk és megvalósítanunk.” (113. o.) A szerző csökkenti ugyan ennek a tételnek a súlyát azzal, hogy nem lehet megelőzni minden krízist, sőt ez nem is kívánatos, de ez nem cáfolja meg ezt a tételt. Az itt leírtaknak ebben a recenzióban való megvitatása lehetetlen, ez külön tanulmányt igényelne. Csupán a számomra legfontosabb kérdéssel, az erkölcsi kockázattal kapcsolatban leírtakat szeretném idézni, ismét szó szerint. „Biztonsággal állítható, hogy számos esetben a hitelezők vagy a befektetők azért hagyták figyelmen kívül az elérhető statisztikai vagy más adatok által sugárzott figyelmeztető jeleket, mert hitték, hogy a tőkeimportáló országot (és ezáltal közvetve őket magukat is) tőkeinjekcióval ki fogják segíteni a nemzetközi szervezetek és a fejlett országok. [...] Ebből fakad az az igény, hogy legalább elkerüljük azokat a kiegészítő csomagokat, amelyek következményeként a hitelezők és befektetők nem szenvednek el jelentős veszteségeket.” (135. o.)

A *válságkezeléssel* foglalkozó 5. fejezet ismét nem kivonatható, és megvitatása már csak azért is külön tanulmányt igényelne, mert sokat változott a helyzet az itt ismertetett könyv megírása óta eltelt tíz év során. Itt is csupán a kiinduló tézist és a szerintem legfontosabb megállapításokat idézem. A fejezet első három mondata: „Az emberek többsége va-

lőszínűleg egyetért abban, hogy a krízisek kezelésének legjobb módja, ha megakadályozzuk a kialakulásukat. Természetesen osztom ezt a véleményt. De abban is hiszek, hogy [...] a jövőben is ki fognak alakulni fejlődő piaci krízisek.” (155. o.) A fejezet legfontosabb állítása párhuzamos az előző fejezet legfontosabb megállapításával. „A négy válság közös jellemzője közül az egyik az volt, hogy fenntarthatatlan külső hitelállomány halmozódott fel. Ebből kiindulva, ha a külföldi hitelezők és befektetők részei a problémának, részesei kell legyenek a megoldásnak is. Három [...] érv hozható arra, hogy miért vonjuk be őket a krízis kezelésébe és finanszírozásába.” (157. o.) Ezek közül feltehetően a szerző szerint is a legfontosabb, hogy „a hitelezők bevonását az erkölcsi kockázat kiiktatásának szükségessége indokolja. Ha a felelőtlen hitelezők vagy befektetők nem szenvednek el veszteségeket válsághelyzetben, ismét elkezdik a túlhitelezést.” (158. o.) Az ezzel kapcsolatos nehézségek természetesen óriásiak, és ezeket részletesen tárgyalja e fejezet.

A 6. fejezet a *következtetéseket* írja le, és itt ismét csak a legfontosabbnak látszók idézhetők. A szerző mindenekelőtt hitet tesz a pénzügyi globalizáció folyamatának fenntartása mellett: „Az, hogy a globalizáció folyamata súlyosbította a fejlődő országok pénzügyi sérülékenységének kialakulását, nem jelenti a pénzügyi globalizáció költség–haszon mérlegének negativitását, vagy a jövőben negatív tartományba billenését. Nem hiszem, hogy a kelet-ázsiai országok növekedése olyan nagyarányú lehetett volna, mint amilyen volt [...] a folyó fizetési mérleg, sőt, merem állítani, a pénzügyi számlamozgások liberalizációja és a pénzügyi dereguláció nélkül.” (173. o.) A történekm miatt azonban „fennáll az a veszély, hogy ha a pénzügyi globalizáció sérülékenységgel hatását nem csillapítjuk, a társadalmi és politika válasz a egész folyamat feladásához vezethet ezekben az országokban” (174. o.). E fejezet és egyben a könyv is azzal a megállapítással zárul, hogy „egy együttműködési keret kialakítása az egyik legfontosabb feladata kell legyen mindenkinek, akire egy új pénzügyi intézményrendszer megtervezését bízta” (181. o.). A záró mondatban tehát megjelenik az „új pénzügyi intézményrendszer” kifejezés. Szerintem az ez iránti igény, nyilvánvaló okokból, ma sokkal nagyobb, mint tíz évvel ezelőtt vagy bármikor volt.

A 2006. szeptember 29-én Athénben elhangzott *Xenophón Zolótasz-előadás* ismertetésének lényegesen nagyobb teret kellene szentelni, mint amekkorára itt lehetőség van. Úgy látszik ugyanis, hogy a szerző világosan látta – és vele együtt a nemzetközi pénzügyek más, hozzá hasonló mértékben tájékozott ismerőinek is világosan kellett látniuk – azokat a körülményeket, amelyek a jelenlegi nemzetközi pénzügyi válság kialakulásához vezettek.

Ez az előadás bevezetőjében nagy elégtétellel állapítja meg, hogy „a központi bankok két legfontosabb megbízatása hosszú ideje a pénz vásárlóerejének és a pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzése [volt, és] az elmúlt tíz évben a központi bankok alapjában véve meglehetősen sikeresek voltak mindkét területen [...], ám nem szabad, hogy ez a sikertörténet meglehetősen töltőn el bennünket” (185. o.). „Ezt az amerikai dotcom-buborék kidurranásának, [...] a bankok [...] mérlegei[...] minőségromlásának [...] és a Fed kockázatos monetáris politikájának” (186–187. o.) tárgyalása követi. Az előadás központi része a „likviditási »felesleg« által teremtett kihívásokat” (188. o.) ismerteti. Leírja: „Véleményem szerint a kulcskérdés az, hogy vajon a tágran értelmezett pénznek az elmúlt öt-hat évben nemcsak az Egyesült Államokban, hanem az euróövezetben is jellemző magas növekedési ütemére aggodalommal tekintünk-e, vagy sem. [...] A potenciális inflációgerjesztő [...] hatásukat tekintve van bennem némi nyugtalanság, de nem túl sok.” (189. o.) „Amikor azonban a többletlikviditás pénzügyi stabilitásra gyakorolt potenciális hatásának értékelésére kerül sor, akkor feltétel nélküli aggodalmamnak kell hangot adnom.” (190. o.) Ezt hosszas, itt nem reprodukálható érvelés, majd a „súlyosbító körülmények: a globális egyensúlytalanságok és a pénzügyi globalizáció” (193. o.) tárgyalása követi, a végkövetkeztetés pedig a következő: „Tanácsos lenne [a központi bankok] szám[á]ra, hogy fokozatosan felszívják a globális többletlikviditást, illetve hogy együttműködjenek egymással és

kormányzataikkal annak érdekében, hogy a globális egyensúlytalanságok enyhüléséhez hozzájáruló politikai döntések szülessenek meg. [...] Nem könnyű feladat!” (198. o.) Ez megerősíti, amint ezt már leírtam, hogy a szerző világosan látta a későbbi eseményekhez vezető fő okokat, sőt a szükséges intézkedéseket is, és felveti azt a kérdést, hogy miért nem került sor ezeknek az intézkedéseknek a meghozatalára. E kérdés megválaszolása messze meghaladja e recenzió kereteit.

A könyv függeléke a négy válság kronológiáját, a BIS egy, a latin-amerikai válság előestéjén kiadott jelentésének részletét és végül a G10 jegybankelnökeinek a nemzetközi hitelezésről kiadott nyilatkozatát közli. A függelék a fogalmak magyarázatát megadó glosszárium egészíti ki.

A recenzens természetes kötelessége lenne a részletekbe menő méltatás és a szerző egyes tételeinek esetleges vitatása. Erre itt nem kerülhet sor, mert ez külön tanulmányt igényelne. Csak azt írhatom le, hogy mindenkinek alapos elolvasásra ajánlom ezt a nagyon értékes és egészen különösképpen időszerű könyvet.

A fordítókat (*Halm Tamás, Komáromi András, Sándor László és Tamás Katalin*) elismerés illeti a fordítás kiváló minőségéért, valamint azért, hogy jól oldották meg a szak kifejezések fordítását, és az eredeti angol szakkifejezéseket is közlik, ezzel elősegítve az egységes magyar szóhasználat kialakítását.

**Szakolczai György**