III.

Az államoknak a pénzmozgásokra és általuk a valutaárfolyamra és a fizetési mérlegekre való ráhatása azonban nem feltétlenül korlátozó, restriktiv, még csak nem is feltétlenül devizális jellegü rendszabályokon keresztül valósul meg. A pénzmozgások okai és következményei egyaránt olyan kölcsönhatásban vannak a gazdaság egyéb területeivel, hogy az állam valutapolitikai eszközökkel belső gazdasági célokat érhet el, és viszont belső gazdasági és pénzügyi rendszabályokkal valutapolitikai célokat valósithat meg.

Arról, hogy a kereskedelmi mérleg milyen elsődleges fontosságú összetevője a fizetési mérleg alakulásának, már volt szó. Ezen összefüggés alapján mindazok az állami rendszabályok, amelyek a kereskedelmi mérleg alakulására hatnak, közvetlen hatással vannak a fizetési mérleg alakulására is. Ez a megállapitás forditva is igaz: a valutapolitikai rendszabályok természetszerüleg a kereskedelmi mérlegre is hatak. Gyakran azonos hatás érhető el valutáris vagy belső rendszabályok alkalmazásával. /Gondoljunk csak arra, hogy a nemzeti valuta paritásának vagy árfolyamának megemelése, vagy a vámok csökkentés, egyaránt olcsóbbitja az importot./ Alighа képzelhető el olyan belső gazdaságpolitikai, vagy pénzügypolitikai intézkedés, amely a kereskedelmi mérleg alakulására közvetlen, vagy közvetett hatással ne lenne. Elegendő itt példaképpen a közvetlen hatású exporttámogató, vagy importhelyettesitő rendszabályoktól a bér-ár-adó és költségvetési politika területéig terjedő és közvetve ható széles eszköztárra rámutatni. Ezeknek az eszközöknek egy része egyébként - és itt a költségvetési politika eszközére szeretnénk példaként hivatkozni, - elsősorban más összefüggéseken keresztül hat a pénzáramlásokra, nem csupán a kereskedelmi mérleg alakulását befolyásoló tényező gyanánt. Nyilvánvaló, hogy úgy a kereskedelmi mérleg, mint az egész gazdaság befolyásolására annál több és hatékonyabb eszköz áll az

állam rendelkezésére, mennél inkább dirigista az állam általános gazdaságpolitikája.

A kereskedelmi mérlegen keresztül ható tényezőktől függetlenül befolyásolni tudja az állam a pénzáramlásokat, a nemzeti valuta árfolyamalakulását, a tartalékok szinvonalát, a fizetési mérleget, egyszóval a nemzetközi pénzrendszer működését közvetlenül is érintő tényezőket, az általa folytatott belső hitel- illetve emissziós politika eszközeivel is. /Az emissziós és a hitelpolitika területe voltaképpen egybevág, hiszen az emisszió alapja, kivéve azt az esetet, amikor idegen valuta ellenében történik, éppen a nyujtott hitel/. Ezeknek az eszközöknek a latbavetése gyakran konjunkturális, vagy más a belső gazdaságot érintő céllal történik, ilyenkor a valutáris hatás inkább csak másodlagos. Nem ritkán azonban latbavetésük elsődleges célja éppen a valutáris hatás.

A hitelpolitikai szektorban az állami ráhatás egyrészt a pénzmennyiség állami, illetve jegybanki szabályozásán,másrészt a kamat mérvének jegybanki befolyásolásán keresztül történik. A forgalomban lévő pénzmennyiség és a kamat egymás között korrelációban vannak,pénzbőség esetén a kamat mérve relative alacsony, pénzszüke esetén viszont magas, tehát az emisszió, amely a forgalomban lévő pénzmennyiségre hat, önmagában is hatással van a kamat-szinvonalra. Utóbbi tehát részben a jegybanki kamatpolitika,részben pedig a pénzmennyiség függvénye.

Hiba volna azonban azt gondolni, hogy ezen a két tényezőn keresztül a kapitalista állam szuverén módon tetszése szerint határozza meg a kamatszinvonalat. Az az állami befolyásolás kétségtelen hatása ellenére is döntően a piac megitélésétől függ, mert a kamat éppenugy, mint az árfolyam végsősoron piaci kategória. A piac itélete pedig az adós vélelmezett bonitásának megfelelően alakul. Mennél kevésbé jó az adós bonitása, annál magasabb kamatot kiván meg a piac. Ezt a magas kamatozást különben ki is tudja kényszeriteni. Egyszerüen azáltal, hogy a kamatozó értékpapirt /pl. kötvényt/ csak kibocsátási árán, illetve névértékén alul vásárolja meg, ami által szemben a névérték és a kamatláb arányából adódó fiktiv kamatszinvonallal, a vételár és a kamatláb arányából adódó reális kamatszinvonal fejezi ki a piac véleményét.

Az egyes valuták eltérő kamatszinvonala ugyancsak a piac itélete alapján hat a nemzetközi pénzáramlásokra, amelyeknek mint arra már rámutattunk, egyik kiváltó oka. A pénzáramlás ama valuta országa felé irányul, amelynek a belső kamatszinvonala relative magas, hacsak a valutapiac véleménye szerint nem kell rövidesen e magasan kamatozó valuta számottevő értékcsökkenésétől tartani. Azok az állami rendszabályok tehát, amelyek a belső kamatszinvonal emelésére irányulnak növelik, azok amelyek a kamatszinvonalat csökkentik pedig fékezik az idegen valutáknak a kérdéses ország nemzeti pénzére való átváltását, azaz az országba való pénzbeáramlást, ezáltal hatással vannak a fizetési mérlegre, az árfolyamra és a tartalékokra.

Mindebből következik, hogy az állam a pénzbeáramás befolyásolása végett közvetlenül és közvetve /a forgalomban lévő pénzmenyiség azaz a hitelemisszió eszközeivel/

egyaránt hatni kiván a kamatszinvonalra. /Ebben a vonatkozásban mindenkor a rövidlejáratú kamatok értendők, mert ezek vannak a pénzáramlásra befolyással/ Országonként más-más az az eszköz, amellyel az állam a kamatszinvonalra hatni igyekszik. Mi első helyen mégis a viszleszámitolási kamat megfelelő jegybanki megállapitását emlitjük, egyrészt azért, mert ez közvetlenül hat a kamatra, másrészt pedig, mert számos fejlett europai ipari országban, de különösen Franciaországban, ahol az állam kimondottan dirigista gazdaságpolitikát folytat a visszleszámitolási kamat az elsődleges /persze nem egyedüli/ befolyásolási eszköz.

Ha összehasonlitjuk a francia visszleszámitolási kamatláb az utóbbi húsz esztendőben való változásainak képzeletbeli görbéjét a nemzetközi valutáris helyzet alakulásának képzeletbeli görbéjével, ugy sok analógiát fogunk tapasztalni. Franciaország ugyanis az 1968-as események előtt azt a politikát folytatta, hogy belföldi kamatszinvonalát a visszleszámitolási kamatláb óvatos manipulálásával, valamivel az eurodolláré fölött tartva elejét vegye a tőkekiáramlásnak. A frank helyzetének megrendülése után már drasztikusabb eszközökhöz kellett folyamodni abból a célból, hogy a frank kamatozása a frankban való elhelyezést kivánatossá tegye az idegen tőkék számára. Amikor a tőkebeáramlás vált fenyegetővé, lejjebb szoritották a kamatszinvonalat, amikor pedig a frank helyzete fokozatosan ismét bizonytalanabb lett mindjobban felemelték.

Ugyancsak közvetlenül a kamatszinvonalra hat, mert lényegileg a pénzt, illetve a hitelt drágitja a kötelező tartalékok létesitésének eszköze is. Ez abban áll, hogy a

bankok betéteik, esetleg az általuk nyujtott hitelek arányában is, nem kamatozó betétet kötelesek létesiteni a jegybanknál. A kötelező tartalékok eszköze más, azonos cél érdekében latbavetett eszközökkel együttesen alkalmazható és finom distinkciók tételére ad módot, egyrészt annak folytán, hogy a tartalék mérve a valutáris helyzet kivánalmainak megfelelően változtatható, de azért is, mert bizonyos célú, vagy mennyiségü betétek, illetve egyes hitelfajták egészben, vagy részben menetesithetők a tartalékolási kötelezettség alól. Megjegyzendő, hogy a kötelező és nem kamatozó tartalékok létesitése voltaképpen átmenet a közvetlenül és a közvetve a kamatszinvonalra ható eszközök között, mert mint arra rámutattunk főleg drágitja a pénzt /közvetlen hatás/, de egyben, ha masszivvan alkalmazzák, hatással lehet a nyujtott hitelek globális mennyiségére is /közvetett hatás/.

A kamatszinvonalnak a pénzmennyiségen keresztül való legbrutálisabb befolyásolási módja a nyujtható hitelek mennyiségi korlátozása /hitelplafon/. Ezzel az eszközzel inkább csak időszakosan szoktak élni és olyan formában, amely bizonyos hitelfajtákat /pl. exportok finanszirozása/ kivesz a korlátozás hatálya alól. Franciaországban, ahol gyakran alkalmazzák ezt az eszközt, a korlátozó előirások be nem tartásának az a szankciója, hogy a tilalom ellenére nyujtott hitelek után büntető mérvü nem kamatozó tartalékot kell a jegybanknál letenni. Igy a kötelező tartalék létesitése és a hitelplafon összekapcsolódnak.

Ugyancsak mennyiségi oldalról, tehát közvetve igyekszik a kamatszinvonalra hatni a jegybank a visszle-

számitolási plafon, tehát az egyes bankok által a jegybankhoz visszleszámitolásra benyujtható volumen megfelelő szabályozása által is.

A kevésbé dirigista gazdaságpolitika felé hajló angolszász államokban a jegybank szintén nem mond és nem mondhat le a kamatszinvonal alakulásának befolyásolásáról. Ennek leghasználatosabb eszköze azonban ezekben az országokban az open market- en, a rövidlejáratú hitelpiacon történő intervenció. Ez a pénzbőséget szabályozó müvelet, amely a nyujtott rövidlejáratu hiteleket megtestesitő értékpapirok /főleg kincstárjegyek/ a jegybank által való értéktőzsdei vásárlásából, illetve eladásából áll. Ha a jegybank masszivan vásárol ilyen értékpapirokat, ugy ellenükben pénzt emittál, ha ellenben eladási oldalról interveniál, akkor pénzt von be az általa eladott papirok ellenében. Innen az intervenciónak a kamatszinvonalra való hatása.

Ha az open marketen való jegybanki intervenció a vételi oldalról történik, úgy csökkenti a kamatszinvonalat, de éppen ezért inflációt gerjesztő hatással járhat, viszont - és talán itt keresendő a jelenség oka - fenntartja az értéktőzsdén a költségvetési deficitek finanszirozásában nagy szerepet játszó kincstárjegyek árfolyamát. Ebben az összefüggésben meg kell jegyezni, hogy a költségvetési deficit fedezése a pénzpiacot nagymértékben igénybe veszi. Végső fokon mennél nagyobb a deficit, amit a pénzpiacról fedezni kell, annál kevesebb pénz

áll rendelkezésre a gazdasági egységek hiteligényeinek kielégítésére, tehát annál magasabb lesz a kamatszinvonal. Ez mindaddig igaz, amig a deficit fedezése nem a piactól független forrásból, például a jegybanki emisszió forrásából történik.

Az emissziós politika, illetve a pénzmennyiség alakulása azonban nem csupán a kamatszinvonalon keresztül, hanem önmagában is hat az árfolyamra és ezáltal pénzmozgásokra, valamint a fizetési mérleg alakulására is. Az inflatórikus pénzbőség a nemzeti valuta vásárlóerejének csökkenését hozza magával, aminek előbb utóbb az árfolyam ugyancsak csökkenő irányu alakulását is maga után kell vonnia. Valutáris válságok idején a pénzbőségnek egy további okból is árfolyamrontó hatása van azáltal, hogy ilymódon könnyen és olcsón áll rendelkezésre nemzeti pénz arra a célra, hogy idegen valutára való átváltásra kerüljön.

IV.

A belső pénzügyi- és gazdaságpolitika eszközeinek valutapolitikai célok elérése végetti alkalmazása azonban nem egyszerü. A kérdéses rendszabályok ugyanis, mint arra már utaltunk nemcsak a valutáris szektorra vannak hatással, hanem a konjunkturális szektorra is, amelynek követelményei nemcsak hogy nem mindig esnek egybe a valutárisokkal, hanem gyakran éppen ellentétesek is azzal.

Ilyenkor mindig felmerül a prioritás kérdése: vajjon a valutáris, vagy a konjunkturális hatás elérése vagy éppen elkerülése a fontosabb.

A prioritás kérdése viszont önkénytelenül az emiszsziós, illetve hitelpolitika céljának és lehetőségei politikai és szociális határainak probléma-komplexumát veti fel. A hitelpolitika célkitüzéseinek meghatározása nem egyszerü feladat. Durva megközelitésben azt mondhatjuk, hogy a hitelpolitika céljai kétfélék: monetáris és általános gazdasági jellegüek. Ami a monetáris célokat illeti, azok lényegileg a fizetési mérleg egyensulyának és az árszinvonal lehető stabilitásának fenntartására irányulnak. Ezek a célok restriktiv jellegü beavatkozások útján érhetők el, vagy közelithetők meg. A gazdasági célok és ezek keretébe tartoznak a szociális jellegü célok is, a konjunktura fenntartásában, a gazdasági fejlődés biztositásában és a foglalkoztatottság kedvező szinvonalon való tartásában állanak. Ezek a célok inkább flexibilis és liberális hitelpolitika útján érhetők el. Ebből adódnak azután a konfliktusok.

Lássuk, hogyan nyilvánulnak meg konkrétan ezek az ellentétek. A liberális hitelpolitikával együtt járó alacsony kamatszinvonal és a pénzbőség valutáris vonalon fékezi a pénzbeáramlást, tehát a fizetési mérleg alakulását negative befolyásolja, a konjunkturát és igy a foglalkoztatottságot viszont fokozza. A restriktiv hitelpolitikára jellemző magas kamatszinvonal és a relativ pénzszüke pedig a konjunkturát fékezi, de a pénzbeáramlást stimulálva a fizetési mérleg alakulására pozitiv irányban hat. A gyak-

ran egyaránt kivánatos két cél: a fizetési mérleg javitása és a konjunktura, valamint a foglalkoztatottság szinten tartása, illetve fokozása hitelpolitikai eszközökkel nehezen érhető el.

Ennek fő oka, hogy a kamatszinvonal kevéssé szelektiv, jóllehet a támogatni kivánt szektorokat /pl. exportra való termelés/ kamatkedvezményekben részesitik és gyakran a hitelplafon /ha ilyen van/ alól is mentesitik. Érdekes módja a hitelpolitika szelektivvé való tételének az az USA-ban folytatott gyakorlat, hogy a vállalatok által fizetett a piaci kondicióknak megfelelő kamatok ..... azok adóalapjából levonhatók. Ez annyit jelent, hogy a nyereséges vállalat kamatterheit az állam voltaképpen átvállalja, a veszteséges vállalatoknak viszont nem lévén nyereségük, amelyből a kifizetett kamatok levonhatók, maguknak kell azok terhét viselniök.

A konfliktusok lehetősége azonban nem merül ki e két cél inkompatibilitásában, hanem abban is megnyilvánulhat, hogy egyik másik hitelpolitikai rendszabálynak egyidejüleg több irányu hatása is lehet. A restriktiv hitelpolitikát általában akkor szokták alkalmazni, ha a konjunkturát és az inflációt fékezni akarják. E politika azonban magas kamatszinvonalat hoz magával, minek folytán a pénzbeáramlás megerősödik. Ez viszont a beáramló valuták ellenében való belföldi pénz emittálásával járván, növeli a pénzmennyiséget, azaz inflatórikus jellegü, holott a cél éppen az infláció fékezése volt.

Ez a megállapitás már átvezet a hitelpolitka által biztositott befolyásolási lehetőségek korlátaihoz. Kétségtelen, hogy az emisszió mérvét hitelpolitikai eszközökkel szabályozni, vagy legalább is befolyásolni lehet,

de ez csak az államnak és a gazdaságnak nyujtott hitelek miatti pénzkibocsátásra vonatkozik, ahol is a jegybanknak módjában van szempontjait érvényesiteni, de a beváltásra kerülő idegen valuták ellenében való jegybanki pénzkibocsátás esetére nem, mert az automatikus. Ezt a francia jegybank egyik vezető tisztviselője kissé paradox módon igy fogalmazta meg: "Ha már választani kell, úgy elviselhetőbbnek tartjuk a belső, mint az importált inflációt, az előbbit ugyanis legalább valamennyire ellenőrizni és befolyásolni tudjuk." Az idegen valuták ellenében történő emissziók relativ sulya egyébként csökkenő tendenciát mutat, mert a fejlett tőkés országokban a monetáris és quasi monetáris emisszió volumene és a gazdaság, valamint a kincstár hiteligényei egyaránt gyorsabban nőnek, mint a külfölddel szembeni nettó követelések. Ez a megállapitás azonban csak a normális fejlődés időszakaira vonatkozik. Válságos időkben, a massziv pénzbeözönlés az emisszió mindennél jelentősebb forrásává válhatik.

Az importált infláció eme formájának veszélye különben nem egyforma a különböző, a pénzrendszer müködésében résztvevő, államok esetében. Gondoljunk csak arra, hogy mennyivel sulyosabban érintette az NSZK-t a beáramló és átváltásra kerülő dollárok tömege, mint a pénzáramlás iránya tekintetében bekövetkezett fordulat után, az USA-t a márka

beáramlás. Egyrészt az utóbbi nyilvánvaló okokból sokkal kisebb mérvü volt, másrészt ettől függetlenül is a beáramlott pénzmennyiség az utóbbi esetben sokkal kisebb hányadát tette ki a belső pénzmennyiségnek, mint az előbbiben.

A hitelpolitika hatékonyságát tovább vizsgálva megállapithatjuk, hogy az sem mindegy, hogy az emisszió ellentétele a gazdaságnak, vagy az államkincstárnak nyujtott hitel. A kincstár ugyanis jóformán érzéketlen a kamatszinvonal tekintetében. Ha a költségvetést megszavazták és a vonatkozó határozatok létrejöttek, úgy a kincstár igénybe fogja venni az elhatározott hiteleket függetlenül attól, hogy azok mibe kerülnek. Igy a jegybanknak a kincstárral szemben nem állnak rendelkezésére ugyanazok a hitelpolitikai eszközök, mint a vállalatokkal és a magánszemélyekkel szemben, az utóbbiak kamatérzékenyek lévén. Az egyetlen olyan terület, ahol a jegybank hitelpolitikája teljes hatékonysággal érvényesülhet, a gazdaságnak nyujtott hitelek ellenében történő emisszió területe. /Inflációs körülmények között egyébként a gazdasági egyedek kamatérzékenysége is csökken./ Ezért nem lehet a hitelpolitika a gazdaságpolitika egyetlen eszköze és ezért csak akkor eredményes, ha megfelelő költségvetési és adópolitikával egészül ki, illetve jár együtt.

Eme kitérő után tulajdonképpeni gondolatmenetünkhöz visszatérve arra kell rámutatnunk, hogy a pénzkiáramlás és

igy a fizetési mérleg romlása gyakoribb és mégiscsak nagyobb veszélyt jelentvén, az állami hitelpolitika alapvető dilemmája általában az szokott lenni, hogy meddig lehet elmenni a szigor terén a monetáris érdekek védelmében anélkül, hogy a fékezés, a stabilizációs politika, a konjunktura megtorpanását, az ország gazdasági élete fejlődésének megtörését, a foglalkoztatás romlását - a munkanélküliséget - hozná magával. Ennek az ellentmondásnak a feloldása elvben lehetetlen, a gyakorlatban pedig rendkivül nehéz, nem is kisérelhető meg másképpen, mint óvatos, pragmatikus, egymást kiegészitő rendszabályok útján, amelyek sikere mindenkor csak relativ, semmiképpen sem azonnali és csupán akkor reális, ha tartós.

Hozzájárul ehhez az is, hogy az állam által alkalmazott ráhatási eszközök hatékonyságának intenzitása más a valutáris és más a konjunkturális szektorban. Feltehető, hogy a hitel és költségvetési politika eszközei intenzivebben hatnak a belső egyensulyra, mint a külsőre, az árfolyamon keresztül való ráhatások viszont intenzivebben érvényesülnek a külső egyensuly vonatkozásában, ugyanúgy, mint a kereskedelmi és devizális restrikciók.[x] Ugyancsak nem azonos az az időtartam sem, ami ahhoz szükséges, hogy a - mint láttuk - közegenként különböző intenzitású ráhatások érvényesüljenek. Ugy tünik, hogy a devizális szektor gyorsabban reagál, mint a gazdasági, ami logikus is, hiszen a valutapiacok azonnal reagáló ún aukciós piacok, szemben a gyakran konktraktuális és éppen ezért csak egy bizonyos átfutási idő után alkalmazkodó árupiacokkal, amelyeken a konjunkturális hatások lemérhetők.

---

x Szalkai hivatkozott munkájában etekintetben Machlupot idézi.

A részletesen ismertetett, a ráhatási eszközök alkalmazását és hatékonyságát korlátozó tényezők ellenére az államok kénytelenek ezeket az eszközöket igénybevenni ugy valutáris, mint konjunkturális helyzetük befolyásolása céljából. Annak illusztrálására, hogy hitelpolitikai eszközökkel milyen gyökeres eredmények voltak valutáris téren is elérhetők, érdemes kissé bővebben szemügyre venni az Egyesült Államok által folytatott hitelpolitika utóbbi időszakának /1979 októbere óta a tanulmány 1981 tavaszán történt lezártáig/ alakulását, annál is inkább, mert a dollárnak a nemzetközi pénzrendszerben játszott szerepe folytán az USA belső hitelpolitikai rendszabályai a pénzrendszer müködésére is tetemes hatással voltak.

Az események ismertek, így elég azokat röviden emlékezetbe idézni. 1979 augusztusában a dollár részben az USA-ban is erősödő /13.1%-os/ infláció következtében, időszakonként fellépő kriziseinek mérvén túlmenő gyengülést mutatott. A kormány, illetve a FED kénytelen volt olyan rendszabályokhoz folyamodni, amelyek egyszerre voltak hivatva csökkenteni az inflációt és megerősíteni a dollárt, ezek nagyonis kompatibilis célok lévén. /Az inkompatibilitás veszélye a latbavetendő eszközök - esetleg a konjunktúrát tulságosan fékező - hatásában rejlett./

Az életbeléptetett rendszabályok egyrészt valutapolitikai jellegüek voltak /IMF hitelek lehivása, SDR eladás, a swap hálózat kibővitése, külföldi valutára szóló kincstárjegyek kibocsátása/ másrészt és főleg azonban hitelpolitikaiak, a hitelexpanzió ütemének erős korlátozása céljából. Ezt a visszleszámitolási kamatláb fele-

melésével és a kamatszinvonal általános tetemetes emelésével óhajtották elérni, aminek fő eszköze a betétek utáni kötelező tartalékok mérvének erős növelése volt. Nem érdektelen ebben a vonatkozásban megemliteni, hogy a tartalék létesitésének kötelezettségét ekkor terjesztették ki az europiacról származó, az USA-beli bankoknál elhelyezett, betétekre is ugyancsak a hitelforrások beszükitése céljából.

Ez a fékező, antiinflációs és a kamatszinvonalat /érthető módon az eurodollárét is/ mind magasabbra emelő hitelpolitika valutáris tekintetben nem maradt hatástalan. Ha összevetjük a kamatszinvonalat a dollár árfolyamával, akkor megállapithatjuk, hogy a kettő teljesen párhuzamosan emelkedett és 1980 áprilisában tetőzött, amikor a prime rate emelkedésén /20%/ lemérhető általános kamatszinvonal rekord magasságot ért el. Ez azután valóságos kamatháborut váltott ki az USA és a fejlett tőkés országok között, amelyek mind kénytelenek voltak belső kamatszinvonalukat felemelni, nehogy a tőkekiáramlás saját valutájuk árfolyamát lényegesen gyengitse és a dollárét tovább szilárditsa. Az elsősorban belső okokból életbeléptetett amerikai rendszabályok tehát nemcsak szinte azonnal hatottak a dollár árfolyamára, és az USA fizetési mérlegére, amely 1979-től 1980-ra szufficitessé válott, /ami egyébként meg is felelt a FED szándékának/, hanem a nemzetközi pénzrendszer legfontosabb résztvevőit olyan intézkedések meghozatalára késztették, amelyeket azok önmaguktól, saját elhatározásukból nem, vagy nem ilyen mértékben alkalmaztak volna.

A hitelszükitő rendszabályok azonban nem voltak sokáig az Egyesült Államokban teljes egészükben fenntarthatók, mert a forgalomban lévő pénzmennyiség igen lassu gyarapodása, illetve visszaesése, a hiteligények csökkenése komoly recesszió

veszélyét idézte fel, úgy, hogy a monetáris hatóságok kénytelenek voltak a restriktiv intézkedéseket komoly mértékben enyhiteni. Az azonnali valutáris hatás nem is maradt el: a dollár árfolyama valamelyest visszaesett. A dollárárfolyam persze azóta is hullámzik és alakulását nemcsak a belső kamatszinvonal, hanem egyéb tényezők is befolyásolják. Mégis az a tény, hogy a pénzáramlás most is az Egyesült Államok felé irányul, a dollár lényegesen megerősödött, árfolyama pedig azóta is általában tartott, kétségtelen összefüggésben van az amerikai kamatszinvonal változatlanul magas voltával, illetve azzal a különbséggel, amely az USA és ama országok kamatszinvonala között van, amelyek felé a dollárok azelőtt áramlottak. Ennek bizonyitéka, hogy a dollár és a márkaárfolyam milyen gyorsan reagál a kamat tekintetében bármelyik oldalon bekövetkező változásra.

A nyugatnémet márka ugyanis már a hatvanas évek második felétől mintegy a dollár ellenlábasává vállott. A dollár gyengeségi rohamai idején, mint azt már megállapitottuk, a pénzáramlások főleg az NSZK felé irányultak, a két valuta árfolyammozgásai rendszerint ellentétes irányuak voltak. Érdekes ennek folytán egy pillantást vetni arra, hogy az Egyesült Államok ismertetett kamatpolitikája hogyan tükröződött, milyen valutáris és konjunkturális intézkedésekre vezetett a Német Szövetségi Köztársaságban.

Nyilvánvaló, hogy az NSZK fizetési mérlegének romlása, illetve deficitbe való fordulása /a teljesitmény mérleg 1980-ban 32 md DM deficittel zárult/ és a márka árfolyamának egyes valutákkal szemben való tetemes csökkenése /1979 végéhez képest 1981 februárjában

ez a csökkenés a dollárral szemben 23%-ot, a yennel szemben 33%-ot, az angol fonttal szemben pedig 24%-ot tett ki[x]/ számos ok következménye. Ezeknek az okoknak a vizsgálata messze vezetne, mégha jól is példázná a belső és a valutáris tényezők kölcsönhatását. Szempontunkból elégséges annak az ismételt hangsulyozása, hogy az okok között a fentebb tárgyalt kamatszinvonalbeli különbség fontos szerepet játszott márcsak azért is, mert egy időben érvényesült a többi államilag nehezebben befolyásolható és igy objektivebb jellegü előidéző okkal.

Végső soron Nyugatnémetországban is a konjunkturális és a valutapolitikai célok elsőbbségének, illetve konfliktusának kérdése merült fel és ebben a kérdésben az illetékesek véleménye nem volt egységes. A három gazdasági fő célkitüzés: az infláció elleni harc és ezzel együtt a márka vásárlóerejének fenntartása, a konjunktura lefékeződésének megakadályozása, illetve a nemzeti jövedelem növekedésének lehetőleg változatlan üteme és a márka árfolyamának megvédése nem volt azonos eszközökkel elérhető. A bennünket különösen érdeklő és az államilag könnyen irányitható kamatpolitika alkalmazásának hatásai is ellentétesek e három fő cél tekintetében. A Bundesbank végül is kénytelen volt az addig relative alacsonyan tartott kamatszinvonalat felemelni, mert erre nyomós külgazdasági okok kényszeritették. A márka árfolyamát már csak azért is védeni kellett, mert az olajbehozatalt dollárban kell kifizetni és az importok megdrágulása tovább rontotta volna a márkába vetett bizalmat is.

---

x Adatok: Zürcher Zeitung 1981 március 19.

MAGYAR TUDOMÁNYOS AKADÉMIA KÖNYVTÁRA

A legközelebbi mult valutáris történetének ez a felidézése talán azért sem volt felesleges, mert nem csupán a kamat és hitelpolitika valutáris hatását példázza plasztikusan, hanem arra is rámutat, hogy a tőkés nemzetközi pénzrendszer sajátos mechanizmusa és a dollár világpénz-szerepe folytán a résztvevők valutáris, sőt gazdasági autonomiája milyen csorbát szenvedhet az USA-ban foganatositott gazdasági és monetáris rendszabályok közvetlen, vagy közvetett - az eurodollár-piacon át való - hatása folytán. A résztvevő országok rendelkezésére álló azok az eszközök, amelyeket a jelen fejezet ismertetett, távolról sem elegendőek arra, hogy belső rendszabályokkal ezt a hatást kiküszöbölhessék.

PERSPEKTIVÁK

I.

Ennek a fejezetnek, amely egyrészt akár bizonyos elkerülhetetlen ismétlések árán a mai tőkés nemzetközi pénzrendszer lényegének és müködésének rövid kritikai összefoglalását, másrészt és főleg éppen a kritikai összefoglalásból folyólag a rendszer jövőbeli alakulásának feltehető tendenciáit van hivatva adni, voltaképpen, legalábbis a második és fő témát illetően, prognózist kellene nyujtania. Ámde a mult, vagy a jelen kritikai ismertetése mindenkor lényegesen könnyebb feladat, mint a jövő akár csupán konturszerü előrelátása. Ez utóbbi feladatra vállalkozni az adott esetben tudománytalan volna,

hiszen a mai, permanensen az átalakulás folyamatában lévő tőkés pénzrendszert döntően meghatározó tényezők közül számos olyan van, amelynek jövőbeli alakulását objektiv eszközökkel, lemért adottságok alapján prognosztizálni nem lehet. Ilyenek a politikai tényezők, de ezek nem állanak egyedül jövőbeli alakulásuk előre nem láthatása tekintetében. Ezért választottam a jóval szerényebb "perspektivák" kifejezést a fejezet ciméül.

Az nyilvánvaló, hogy a pénzrendszer átalakulása elkerülhetetlen, hiszen ennek az átalakulásnak bizonyos tendenciái már kirajzolódnak, de minden egyéb még kérdéses. Kérdéses az, hogy az alapelvek - és ha igen úgy mely alapelvek - vagy csak bár fontos, de nem elvi jellegü kérdések tekintetében következik-e majd be változás. Kérdéses az átalakulás üteme és annak módja is: vajjon többé kevésbé gyorsan bekövetkező reformok útján valósul-e meg, vagy "forradalmi" úton, a jelenlegi szabályozás teljes lerombolásával, merőben uj alapokon? De az is kérdéses, hogy a változások uj nemzetközi szabályozáson fognak-e alapulni, vagy csupán "tacitus consensus"-on formális szabályozás nélkül. Elvégre az arany standardon alapuló nemzetközi pénzrendszer formális előirások nélkül is jól működött.

Ami ezt az utolsó kérdést illeti, a magam részéről úgy gondolom, hogy a nemzetközi gazdasági és pénzügyi kapcsolatok mind intenzivebb és sokrétübb volta, a résztvevők körének nagymérvü kiszélesedése azt hozza szinte automatikusan magával, hogy a szük-

séges átalakulások a meglévő keret; az IMF, esetleg valamely más azonos céllal létrehozandó mindenesetre normativákat kialakitani hivatott nemzetközi szervezet égisze alatt következnek majd be. Éppen ezért annak érdekében, hogy a fentebb feltett kérdések megválaszolhatók, az előrelátható változások pedig lehetőleg körvonalazhatók legyenek, a legcélszerübb módszernek az mutatkozik, ha az IMF-ben már jelenleg világosan kialakult reformtörekvéseket tesszük vizsgálat tárgyává, azokat a trendeket, amelyek fokozatos - perspektivikus - megvalósulása valószinünek látszik és amelyek összességükben következtetést engednek a pénzrendszer jövőbeli arculatára. Igaz ezek a reformtörekvések nem a pénzrendszer müködésének minden szektorára irányulnak és nem is egyforma intenzitással, inkább az IMF müködési területét, mint a rendszer alapelveit veszik célba, ezért talán előrelátható hatásaik tekintetében inkább felületieknek, mint mélyrehatóknak mondhatók. Mégis az a sokszor gyakorlati célú szándék, amelyből táplálkoznak eléggé gyökeres változtatásokat feltételez. Elegendő etekintetben a fejlődő országok növekvő befolyására utalni, amely, ha egyelőre inkább a részletekben törekszik is változásra, végsősoron a jelenlegi keretek és szabályok gyökeres átformálására irányul. /Más kérdés az, hogy ezek a kivánt változások mennyire kompatibilisek a pénzrendszer alapvető céljaiva./

Ha éppen az előzetesen feltett kérdések akár csak hozzávetőleges megválaszolhatása céljából a pénzrendszer müködését globalitásában óhajtjuk kritikai vizsgálat alá venni, talán az a legkézenfekvőbb, ha ujból - immár a részletek ismeretében - egybevetjük, a jelenlegi

helyzetet azokkal a követelményekkel és célokkal, amelyek a pénzrendszerek lényegi tartalmát általában és szükségképpen kiteszik és a jelenlegi pénzrendszer müködéséről lévén szó, az IMF alapszabályszerü céljaival is. Azt, hogy a Bretton-Woods-i Egyezmény, amelyre a mai pénzrendszer is voltaképpen mégiscsak visszavezethető, mit kivánt a pénzrendszer kielégitő müködésének érdekében biztositani, illetve szabályozni ismételten és részletesen láttuk, ezért ezeket a célkitüzéseket felesleges itt ujból felsorolni. Ami az IMF alapszabályait illeti, azok még két járulékos célt tüznek ki. Az egyik: a nemzetközi monetáris együttmüködés elősegitése konzultativ és közös eszközök utján. Ez csak mintegy általános összefoglalása a már stipuláltaknak. A másik az Alapszabályokban rögzitett cél inkább "pium desiderium". Igy hangzik: "A nemzetközi kereskedelem növelése, a foglalkoztatottság és a reáljövedelmek minél magasabb szinvonalának biztositása." Ez a célkitüzés nyilvánvalóan meghaladja az IMF lehetőségeit, hiszen elérése számos más, az IMF hatáskörén kivül eső, nemzeti és nemzetközi döntésektől is függ, tegyük hozzá nagyobb mértékben, mint az IMF-től. Igy ez a posztulátum lényegileg csupán annak kifejezése, hogy az IMF müködése olyan kiván lenni, hogy a maga részéről is elősegitse ennek a célnak a megvalósulását.

Kétségtelen, hogy akár a foglalkoztatottság, és a reáljövedelmek mennél magasabb szinvonalának biztositása, akár a fejlődő országok megsegitése és a források igazságosabb elosztásának megvalósitása csak részben monetáris feladat, éppen mert csak részben valósitható meg az IMF-nek rendelkezésére álló eszközökkel. Ezt azért

is hangsulyozni kell, mert a nemzetközi közvéleményben mind erősebben megnyilvánul egy olyan törekvés, amely az IMF és a pénzrendszer reformján keresztül kivánná megoldani a fejlődő országok egyébként valóban égető és aktuális problémáit. Nyilvánvaló, hogy az IMF a pénzrendszer eszközeivel, egyes előirásainak megfelelő módositásával valóban segitséget nyujthat néhány vonatkozásban, de aligha képzelhető el a problémakomplexumnak az IMF keretében való globális megoldása. Különben is miért volna feltételezhető, hogy éppen az IMF keretében jön majd létre az ehhez szükséges politikai konszenzus, ha más fórumokon és vonatkozásokban nem alakult ki.

Akárhogy álljon is a dolog, amikor az alábbiakban a pénzrendszer összefoglaló kritikáját és perspektiváit felvázolni kivánjuk igyekszünk majd ezektől az általános és a pénzrendszer elvi vonatkozásait csak részben érintő konsziderációkról a lehetőség szerint eltekinteni és vizsgálódásainkat a pénzrendszer konkrét célkitüzésének szakszerü körében és sorrendjében lefolytatni. A feladat igy is nehéz, hiszen az IMF tevékenységének egyes szektorait vizsgálva megállapitható, hogy az a kitüzött célok tekintetében nem mindig azonos hatású, gyakran ellenkező előjelü is. Ezen túlmenően gyakran összefonódnak az okok és okozatok is. Etekintetben elegendő az inflációra, mint példára utalni. Joggal tehető fel a kérdés, hogy az infláció vajjon a pénzrendszer eredendő hibáinak számos oka, vagy számos következménye körébe tartozik. Valószinüleg mind a kettőébe.

II.

Aligha állithatja bárki is, hogy a jelenlegi nemzetközi tőkés pénzrendszer különösebb sikereket ért volna el egy a valutáris stabilitás következményeinek megfelelő árfolyamrendszer kialakitása tekintetében. Az instabilitás időszakosan jelentkező, nem csupán egyes jelentős, a rendszerben résztvevő valuták árfolyamalakulását jellemző, hanem általános jelenség. Ennek oka az, hogy az árfolyamrendszerben a mérce szerepét de facto a dollár tölti be. Önmagában is kérdéses, hogy bármely nemzeti valuta alkalmas-e erre a szerepre, hiszen par definitionem nem lehet valóban stabil. A tapasztalatok azonban azt mutatják, hogy a dollár különösen nem az. Hosszu perióduson keresztül krizisről krizisre veszitett értékéből, amely a valutáris viharok elülte után mindig alacsonyabb szinvonalon stabilizálódott egy időre. Ezen a dollár instabilitására vonatkozó tapasztalaton a mérce szerepére való alkalmasság tekintetében nem változtat a dollár 1980 óta tartó, de nem hullámzásoktól mentes megerősödése, hiszen a mérce alapjául szolgáló nemzeti pénznek nem erősnek, vagy gyöngének, hanem stabilnak kell lennie. Ugyancsak hozzájárul a dollár és igy az árfolyamrendszer instabilitásához a spekulativ tényezők nagyfoku hatása. Az árfolyamspekuláció az adott pénzrendszer körülményei között természetes, de annak volumenét a pénzrendszer lényegében rejlő elégtelenségek növelték meg, mértéktelenné duzzasztván az önmagában is liquiditás-teremtő, tehát inflatorikus jellegü eurodollár piacot, amelyből táplálkozik.

Arról, hogy ez a helyzet hogyan és miért állott elő, már bőven volt szó ebben a müben. Összefogla-

lóan itt csak azt kell aláhuzni, hogy már a Bretton Woods-i pénzrendszer felbomlását is az arany-deviza standarddel, illetve a dollár kulcsvaluta-szerepével való visszaélés okozta. Azok a dollármennyiségek, amelyek akkor a jegybankok tartalékaiba, vagy az europiacra kerültek, eltekintve attól, hogy kétszeri devalvációjuk által tetemes veszteséget okoztak birlalóiknak, a tartalékokat és az eurodolár-piacot egyaránt mértéktelenül felduzzasztották. A dollár világpénz volta és az USA továbbra is preponderáns pénzügyi és politikai szerepe azonban Bretton Woods összeomlása után is lehetővé tették azt, hogy további dollármennyiségek árasszák el a jegybankok immár szaturálódó tartalékait és az egészségtelenül megnövekedett volumenü, ellenőrizhetetlenné vált europiacot. Az, hogy ez az alapjában véve az USA által tetszőleges mennyiségben kreált dollárokból álló zuhatag egyik jelentős oka volt a világinflációnak és ennek folytán nagy mértékben a valutáris instabilitásnak is, szintén aligha vonható kétségbe. Ilyen értelemben az a pénzrendszer, amely e jelenség létrejöttét lehetővé teszi maga is egyik okozója az inflációnak és a pénz értékvesztése által előálló instabilitásnak is.

Az eurodollár bősége és a dollár világpénz szerepe egyébként arra is vezet, hogy az Egyesült Államok a belső inflációt mintegy exportálja és általában belső gazdasági rendszabályai hatását akarva, nem akarva a külföld felé is gyürüzteti, ahol azoknak gyakran destabilizáló következményei is vannak. A jelenlegi /1980 végi/ igen magas amerikai kamatszinvonal pl.

amelynek célja nyilván a belső infláció csökkentése és a dollár megszilárditása, a pénzáramlás kamatokokból való megfordulta folytán Nyugat-németország eddig oly szilárd valutája - a márka - helyzetének megrendité-séhez járult nagy mértékben hozzá.

Az a kérdés is feltehető, hogy az általános lebegés, amelyet "ideiglenesen" - de mi sem tart tovább, mint az ideiglenesség - az IMF Jamaicában szentesitett, egyáltalában kimeriti-e egy szervezett árfolyamrendszer szükségképpeni kritériumait és ilyképpen alkalmas-e arra, hogy a valutáris stabilitást biztositsa. Elvigleg talán egyes valuták lebegése, vagy akár az általános lebegés a stabilitást nem zárja ki, hiszen az távolról sem azonos az árfolyamok változhatatlan mozdulatlanságával. A tapasztalatok azonban azt bizonyitják, hogy a pénzrendszer jelenlegi körülményei között a lebegés,ha nem is zárja ki, de nem is segiti elő az általános stabilitás kialakulását. Az instabilitás oka nem a lebegésben, hanem olyan már hivatkozott tényezőkben van, amelyeknek destabilizáló hatása a lebegés körülményei között is érvényesül. Előbbi kérdésünk tehát oda szükül, vajjon erősebben érvényesülnek ezek a destabilizáló tényezők lebegés esetében, vagy gyengébben, elősegiti-e vagy hátráltatja a lebegés az általános stabilitás megvalósitását, ha nem is zárja ki azt. Erre tudományos megbizhatósággal választ adni lehetetlen, mert a gazdasági jelenségek sohasem játszódnak le steril, hanem mindig csak valamely adott környezetben és sajnos kisérletezésre sincs mód.

Olyan felfogás is van, amely szerint az instabilitás egyik oka az aranynak a pénzrendszerből való kirekesz-

tése, illetve ami a tartalékok aranyhányadát illeti, azok helyes értékelésének tisztázatlan volta. Az utóbbi felvetéssel a tartalékok kapcsán fogunk foglalni, az előbbi azonban megérdemli, hogy arra itt forditsunk bizonyos figyelmet. Mint az instabilitás egyéb okait illetően az aranyvalutarendszer stabilizáló hatása tekintetében sem kivánunk elméleti fejtegetésekbe bocsátkozni, vagy részletekbe menni, sem azt vizsgálni, hogy ennek a rendszernek a stabilizáló hatása milyen feltételek fennforgása mellett érvényesül. Gyakorlati szempontból elegendő annak megállapitása, hogy csak az esetben, ha a rendszer résztvevői betartják annak játékszabályait. Erre az adott helyzetben aligha lehetne számitani. Annyi azonban bizonyos, hogy a demonetizált arany helyébe a tőkés nemzetközi pénzrendszer eleddig nem tudott olyan helyettesitő eszközt állitani, amely, akár az arany az értékálló általános egyenértékes, a rendszerben mégiscsak kivánatos és kétségkivül stabilizáló hatású szerepét, akár tartalék-eszköz voltával kapcsolatos feladatát hatékonyan be tudná tölteni. Az aranyár egyébként az infláció egyik fokmérője. Erős hullámzásai - minden demonetizálás ellenére - rendszerint hatással vannak a valutaárfolyamok alakulására, éppenugy, mint a valutaárfolyamok kilengései /főleg a dollárei/ az aranyárra. Az arany-spekuláció és a valutaspekuláció a kóbor tőkék spekulativ tevékenységének két alternativája.

E rövid áttekintés után azt kell megvizsgálnunk, hogy tett-e, ha igen mit tett az IMF az instabilitás kiváltásában szerepet játszó tényezők kiküszöbölése, vagy legalább hatásának csökkentése végett, sőt azt is, hogy kirajzolódnak-e olyan szándékok, amelyek jövőbeli ezirányú cselekvést vonhat-

nak maguk után. Ami a dollár kulcsvaluta szerepét illeti, az, a jamaicai alapszabály módositás óta megszünt, hiszen az uj alapszabály kimondja, hogy valamely nemzeti valuta nem képezheti más pénznem paritása megállapitásának alapját. Nem történt azonban változás a dollárnak a pénzrendszerben még mindig de iure is biztositott bizonyos privilegiumai /pl SDR összetétele/ és még kevésbé annak az árfolyamrendszerben de facto játszott centrális - mérce - szerepében. Igaz, az utóbbi nem is lehet valamely konkrét IMF szabályozás tárgya, de egy e tekintetben való változás következménye lehetne a dollár privilegizált volta és világpénz jellege vonatkozásában esetleg előálló uj helyzetnek.

Ilyen azonban mindmostanáig nem alakult ki, ha az IMF bizonyos tekintetben igyekszik is az SDR-t a dollár helyébe állitani. Igy SDR-ben meg lehet állapitani a paritást, az IMF szándéka szerint az SDR lesz majd a legfőbb tartalékeszköz-principal reserve asset. Mindez azonban legalább egyelőre nem érinti a dollár világpénz szerepét, bár olyan törekvések is érvényesülnek az IMF-en belül, amelyek sürgetik az SDR-nek mielőbb általános elszámolási, majd legalábbis bizonyos viszonylatokban, fizetési eszközzé való tételét. Ha ez a lassú folyamat végülis sikeres lesz, úgy ez alkalmas lesz majd legalább a dollár az IMF-ben játszott szerepének valamelyes csökkentésére, ha ez csak közvetettten hathat is ki világpénz voltára. Valójában sorrendi kérdésről van itt szó, ami úgy tehető fel, hogy vajjon a dollár a világforgalomban való jelentőségének esetleges csökkenése hozza-e majd magával az IMF-ben az ennek megfelelő változásokat, vagy az IMF által esetleg alkalmazott rendszabályoknak lesz majd következménye a dollár szerepének de facto csökkenése.

nem 1 vd, hanem ~~fell~~ ~~ez a paritás~~ ~~alapja~~

Ami a spekuláció táptalaját adó és éppen a dollár világpénz szerepét is fokozó eurodollár-állomány hipertrófiáját illeti, a tapasztalatok azt mutatják, hogy az IMF ellentétben a jegybanki tartalékokban tulzott mértékben felhalmozódott dollárokkal, amelyek esetében komoly, bár sikertelen tárgyalások folytak az ún. helyettesitő számla létrehozatala végett, az europiacok ellenőrzésének megszervezését és különösen annak megvalósitását nem tekinti közvetlen feladatának. Ez a negativ hozzáállás, attól eltekintve, hogy a kérdés a dollár megerősödése folytán pillanatnyilag veszitett aktualitásából, feltehetően abból a felfogásból fakad, hogy az eurodollárpiacok szabályozása azoknak az államoknak a feladata és joga, ahol azok müködnek, az Alap pedig mint hviatalos nemzetközi szerv nem hivatott arra, hogy előirásaival megzavarja a piaci mechanizmus szabad játékát. Közrejátszik ebben talán az is, hogy az eurodollárok bősége egyaránt érdeke az Egyesült Államoknak a már ismételten tárgyalt okokból, azon államoknak, ahol e piacok müködnek, mert abból a kérdéses országok bankjai hasznot huznak, valamint a hitelekre ráutalt tagállamoknak is, hiszen az eurodollárok léte a nemzetközi liquiditásnak fontos forrása. MIndezek az okok azt valószinüsitik, hogy még ha, talán inkább a BIS, mint az IMF keretében, sor is kerül az europiacok valamelyes szabályozására, az aligha hozhat lényegbevágó megkötéseket a piac volumene és mozgástörvényei tekintetében. Ebben a vonatkozásban csak a pénzrendszer radikális megváltoztatása, forradalmi reformja teremthet uj helyzetet.

A rögzitett, vagy lebegő paritások kérdésében az IMF a maga sajátos módján állást foglalt, hiszen a jamaicai határozatok a jövőre vonatkozóan és elvben "stable but adjustable"

/stabil, de igazitható/ paritások bevezetését minősitették kivánatosnak, ugyanakkor amikor a lebegés lehetőségét sem zárták ki, a jövőt illetően sem. Ez a meglehetősen határozatlan és hipotetikus állásfoglalás azért sem meggyőző, mert a kilengési határok /± 4.5%/ tágak, igy voltaképpen talán nem is lehetne rögzitett paritásokról beszélni, még akkor sem, ha a jamaicai elgondolások változatlan formában valaha is megvalósulnának, amire kevés a valószinüség. Pedig, legalábbis regionális tekintetben, a rögzitett paritásos rendszernek ujból megjött a becsülete, mint azt az EMS példája meggyőzően bizonyitja. Igaz, hogy azok a feltételek, amelyek a valuták fix paritások melletti egymáshoz való kötését lehetővé teszik könnyebben, bár itt sem problémamentesen, valósithatók meg egy regionális, mint egy annál lényegesen tágabb közösségben. A problémák pedig, amelyekre utaltunk, jórészt nem az egymáshoz kötődő EMS valuták fix paritásával, hanem a dollár árfolyamingadozásaira való különböző reagálásukkal kapcsolatosak.

Az aranynak a pénzrendszerből való kirekesztése mellett az IMF szokatlan egyértelmüséggel és határozottsággal foglalt állást, anélkül azonban, hogy az arannyal kapcsolatos gondoktól ezáltal teljesen megszabadult volna. Ez a megállapitás nem azokra a jelenségekre utal, amelyek - mint láttuk - az aranynak kivülről is bizonyos befolyást biztositanak a rendszerre, nem is az aranynak a tartalékokban játszott szerepére, hanem az IMF-nek az árverések után fennmaradt tetemes saját aranykincsére, amelynek mikénti felhasználása tekintetében a nézetek távolról sem egységesek. De ettől eltekintve is, bár az IMF az arannyal kapcsolatos döntések érvényességét 85%-os quorumhoz kötötte, aligha látszik valószinünek, hogy az arany

problémája véglegesen lekerült volna az IMF, még kevésbé a pénzrendszer napirendjéről. Számos olyan elgondolás van ugyanis, amely az aranyat éppen a stabilitás érdekében valamilyen formában az SDR-ekkel akarja, mint általános egyenértékest kapcsolatba hozni. Ez is csak radikális változások bekövetkezte esetén valósulhatna meg.

Összefoglalóan az állapitható meg, hogy az adott politikai és gazdasági helyzetben aligha lehet olyan radikális változásokra számitani, amelyek a de facto dollárstandard felszámolására és igy az árfolyamrendszer olyan átalakitására vezetnének, amelyek az általános stabilitást hatékonyabban képesek biztositani. Toldozó jellegü, esetleg bizonyos részletek tekintetében javitó rendszabályokra nyilván sor fog kerülni, ezeknek hatása azonban időbelileg is csak lassú, a lényeget kevéssé érintő lehet. Ezt a fokot meghaladó változás csak a nemzetközi erőviszonyokban bekövetkező alapos eltolódás eredményeként lehetséges.

III.

Ugyancsak alapvető célja minden pénzrendszernek és mint láttuk a jelenleginek is, a valuták egymásra való átválthatóságának biztositása, a mennél szélesebb körü általános konvertibilitás megteremtése. Ezen a téren sem ért el az IMF Jamaica óta, mikoris legalább jogilag, a jelenlegi pénzrendszer a Bretton-Woods-i helyébe lépett, kézzel fogható eredményeket. Igaz, a konvertibilitás, mint láttuk igen sokrétü fogalom, de nyilvánvaló, hogy foka annál nagyobb, mennél kevesebb a kérdéses valuta országában érvényben lévő

valutáris megkötöttség. Aligha van olyan IMF tagország, ahol ilyenek ne volnának, gyakori, hogy azok a kötött devizagazdálkodás fogalmát is kimeritik és a folyó fizetésekre is kiterjednek.

Ezek a devizagazdálkodási kötöttségek részint a tagországok belső, részint pedig külső gazdasági és pénzügyi helyzetéből fakadó okok következményei, igy az IMF-nek nincsenek olyan ráhatási eszközei, amelyekkel azok megváltoztatása céljából közvetlenül élhetne. A külgazdasági helyzetnek és különösen a devizális kötöttségek felszámolhatásának egyik jelentős tényezője a fizetési mérleg alakulása lévén, az IMF a konvertibilitás általánossá való tétele tekintetében is csupán a fizetési mérlegek kiegyenlitődési folyamatának elősegitése révén gyakorolhat hatást. Kézenfekvő tehát annak vizsgálata, hogy mi történt a jelen pénzrendszer kialakulása óta ezen a téren, annál is inkább, mert a fizetési mérlegek egyensulyának lehető megteremtése önmagában is az IMF alapvető célkitüzéseihez tartozik. Ez viszont a tartalékok összetételének és kivánatos szinvonalának kérdését is felveti, éppen ezért ezt a kérdés-komplexumot együttesen kell áttekintenünk.

Különösebb sikerekre ezeken a területeken nem igen lehet rámutatni, jóllehet a lebegő paritások egyik elvi előnye abban volt megjelölhető, hogy általános bevezetésük megkönnyiti majd a fizetési mérlegek mintegy automatikus kiegyenlitődését. Ennek okai tekintetében itt csak azt kell összefoglalólag hangsulyoznunk, hogy egyrészt éppen az árfolyamrendszer elégtelensége miatt a gyakorlatban nem valósult meg az elképzelt tiszta lebegés, másrészt a nyersanyag - főleg az olajárak - ujabb robbanása aligha teremtett olyan körülményeket, amelyek alkalmasak lettek volna a lebegéses rendszer elvi előnyeinek gyakorlati kipróbálására.

Azzal, hogy a lebegő paritások ellenére egyes jegybankok milyen mérvü intervenciókra kényszerültek a maga helyén már foglalkoztunk. Az ott elmondottak lényegén az sem változtat, hogy az intervenciók a dollár bizonyos megerősödése és a márka gyengülése miatt mind gyakrabban immár nem egy, hanem több irányúak, habár a változott helyzetben a FED alig hajlandó más idegen valuták árfolyama érdekében interveniálni. Ami a reálfolyamatokat illeti, mégha döntő szerepet játszanak is a fizetési mérlegek kiegyensulyozatlan voltában, annak mégsem egyedüli okai. Ennek igazolására a nyugat-német példára szeretnék hivatkozni. Az NSZK az 1973/74-es olajválságot, bár akkor is, mint most, nagymértékben importált olajat, úgy viselte el, hogy fizetési mérlegének feleslege nem csökkent, legutóbb viszont kétségkivül elsődlegesen az olajárak második robbanása folytán a nyugatnémet fizetési mérleg erősen deficitessé vállott. Ez arra mutat, hogy ebben nem kizárólag az olajáremelkedés játszott szerepet, hanem egyéb tényezők is érvényesültek.

Hogy ezek a tényezők miben álltak annak kutatása messze vezetne. Elégséges arra utalni, hogy elsősorban a belső gazdaságpolitika területén keresendők /pl. a költségvetési deficit és az államadósságok összegének nagymérvü megugrása, a termelés növekedési ütemének lelassulása stb, ami miatt az exportárak is lényegesen drágultak. Kétségtelen azonban, hogy külgazdasági tényezők is közrejátszottak. Az exportárak drágulása amihez a márkaárfolyam hosszú időn át való rendkivül szilárd volta szintén hozzájárult, a kereskedelmi mérleg romlásához vezetett, a pénzáramlások iránya viszont határozottan megfordult nem csak a rövidlejáratú pénzáramlások, hanem a tőkeáramlások ese-

tében is, nyilván azért, mert a márka szilárdságába vetett bizalom megrendült.

Mindezek a részletek azonban nem változtatnak azon az általános képen, hogy a fizetési mérlegek kiegyensulyozódása nem haladt előre a fejlett ipari államok körében sem, mégha az olajárak emelkedése, mint arra másutt már utaltunk, csökkentette is az USA és az NSZK fizetési mérlegei alakulása közötti kiáltó ellentmondást. Még kevésbé csökkent a strukturálisan deficites fizetési mérlegü országok egyensulyhiánya, amiről más összefüggésekben még többször kell majd szólnunk.

Ugyancsak változatlanul megoldatlan a tartalékokkal kapcsolatos problémakör is. A tartalékok szinvonala változatlanul magas, aminthogy nem is csökkenhetett a jegybanki intervenciók nem csökkenően magas volumene mellett. Ezen belül a dollárhányad százalékosan valamit kisebbedett, abszolut számban az IMF 1980-as jelentése szerint 259 milliárd dollárt tesz ki, ami még mindig olyan összeg, amelynek hatása a nemzetközi pénzrendszerre igen problematikussá válhatik. A dollárhányad relativ csökkenése arra vezethető vissza, hogy a dollárhelyettesitő számla létrejöttének meghiusulása ellenére, vagy éppen azért, de más módon, lassanként végbemegy a tartalékok bizonyos foku diverzifikálása. Ennek jegyében a nyugatnémet márka, a jen és kisebb mértékben a svájci frank is "internacionalizálódnak", fokozódó mértékben helyet foglalva a jegybankok tartalékaiban. Ami a márkát illeti, globális részesedése immár 12%, ami cca 24-25 milliárd dollárnak felel meg. Ez okozati összefüggésben van azzal, hogy a nyugatnémet fizetési mérleg deficitesre fordult. A diverzifikálás jelen - kezdeti - foka azonban távolról sem oldja meg a tartalékok összeté-

telének, a dollár tulsulyának nehéz kérdését. Ugyancsak megoldatlan nemzetközi szinten a tartalékok aranyhányada értékelésének kérdése is, holott a fizetési mérlegek valós volta szempontjából kivánatos volna az azonos értékelés.

A fizetési mérlegek kiegyensulyozatlanságával kapcsolatos jelenlegi helyzetről adott kép után azt kell megvizsgálnunk, hogy milyen eszközök állnak, vagy állhatnak rendelkezésre az orvoslás tekintetében. Elsősorban a visszaáramoltatás, recycling, már ismert módszerét kell megemlitenünk, amely az 1973/74-es olajválság során bizonyos sikert ért el és jelenleg is alkalmazásra kerül. Ez a módszer, amely abból áll, hogy az olajárak emelkedésef folytán szuficites fizetési mérlegü olajtermelő országok fizetási mérlegük feleslegének otthon felhasználni nem tudott hányadát hosszulejáratú hitel, vagy közvetlen beruházás /részvényvásárlás, stb/ formájában deficites országokba irányitsák vissza, csak akkor lehet eredményes, ha egyrészt nagyságrendileg számottevő, másrészt valóban és elsősorban azok az országok részesednek benne, amelyek a leginkább rászorulnak: a nem olajtermelő fejlődő országok, holott az eddigi gyakorlat tapasztalatai szerint távolról sem ez az eset, mert a visszaáramoltatás általában a fejlett ipari országok felé irányul, hitelbiztonsági és kamatjövedelmi meggondolások folytán. Ennek megfelelően a visszaáramoltatás eddig tulnyomórészt nem hivatalos jellegü csatornákon, hanem bankhitelek formájában történt, ami azért nem lehet kielégitő, mert a leginkább rászoruló országok piaci mértékkel mért hitelképessége már csak fokozódó eladósodottságuk miatt is csökkenő irányzatot mutat, a piaci kamatszinvonal pedig éppen ezek által az országok által csak igen nehezen viselhető el.

A hivatalos csatornákon keresztül történő recycling gyakorlatilag három formában képzelhető el: vagy bilaterálisan: hitelező és adós állam között, vagy az IMF-en keresztül olymódon, hogy az veszi fel a felesleggel rendelkező olajtermelő országoktól a hitelt azzal a céllal, hogy azt a rászoruló fejlődő államoknak továbbadja, vagy olymódon, hogy az OPEC az a szerv, amely a hitelt nyujtja. A bilaterális forma jellemző példája a Szaudi Arábia által a Német Szövetségi Köztársaságnak nyujtott hitel. Ez a példa is arra utal, hogy egyébként érthető módon, ezeknek a hitelnyujtásoknak nem mindig a rászorultság foka a döntő kritériuma és ez a forma nagyságrendileg sem lehet elégséges a fizetési mérlegek kiegyensulyozása kérdésének általánosabb megoldására. Az IMF ezirányú közvetitő tevékenységéről az Alap, mint hitelnyujtó szerv kapcsán még lesz szó. Ugy tünik, hogy e tekintetben az IMF valóban erőfeszitéseket kiván tenni. Végül lehetséges, hogy a fejlődők nyomására /lásd a Brandt Bizottság javaslatai/ az OPEC is fog a fejlődőknek hiteleket nyujtani. Kérdés, hogy mindezek a törekvések elégségesek lesznek-e a gyökeres orvoslásra. Véleményem szerint aligha, legfeljebb a legkiáltóbb esetek enyhitésére.

A tartalékokkal kapcsolatos problémakör tekintetében már a helyzet felvázolásakor rámutattunk arra a lassú változásra, ami e vonatkozásban végbemegy. A dollár elsődleges szerepének, illetőleg az ebből folyó veszélyek lehető csökkentésének célját szolgáló diverzifikáció az IMF közrejötte nélkül is megindult. Arra is számitani lehet, hogy az SDR tartalékszerepe, az SDR hányad a tartalékokban meg fog nőni, hiszen

nagyon valószinü, hogy a fejlődő országok további SDR-ek kreálására irányuló nyomása már a közeljövőben eredményes lesz és arra is, hogy az SDR kibocsátás és a legrászorultabb fejlődők megsegitése közötti kapcsolat - "link" - valamilyen formában megvalósul.

Ami a diverzifikálást illeti hangsulyozni kell, hogy az lassu folyamat annál is inkább, mert azoknak az országoknak a jegybankjai, amelyek valutái lassanként mindinkább helyet kapnak a többiek jegybanki tartalékaiban némi tartózkodással itélik meg nemzeti valutáik a tartalékszereppel együtt járó internacionalizálódását. Ez kétségkivül veszélyekkel is jár, már csak azért is, mert bizonyos mértékig kivonja a kérdéses valutákat az azokat kibocsátó jegybank ellenőrzése alól és igy csökkenti belső monetáris politikájuk autonomiáját. Különösen sulyosan esnek latba ezek a meggondolások Svájc esetében, mert az ország, mint mögöttes gazdasági terület kicsi. Ezért a svájci jegybank már a jelenlegi helyzetet is, amikor a svájci frank a globális tartalékok mintegy 3%-át teszi csak ki kb. 12 milliárd frank értékben, meggondolandónak itéli és azon van, hogy megakadályozza a frank párhuzamos külföldi piacának kialakulását, azaz annak további internacionalizálódását. A német és a japán jegybank ugyan a svájcinál kevésbé restriktiv politikát folytat ebben a tekintetben, mégis a megindult diverzifikálás határai eléggé szükek. Éppen ezért a folyamat csak akkor lehet valamelyest is hatásos, ha a dollároknak a tartalékokba való áramlása a dollár hosszabb látra megszilárdulván,nem indul el ujból. Erre pedig a dollár által uralt pénzrendszer mechanizmusában nincsen garancia.

A további SDR-ek létrehozatala sem lesz hatásaiban problémamentes. Attól eltekintve, hogy az ellentétel nélküli SDR-kibocsátás kétségkivül inflatórikus hatású, hiszen tetemes járulékos liquiditás bővitést jelent, maga a tartalék-szerep maradéktalan betölthetésének lehetősége is még megoldandó feladat, hiszen a tartalékok egyik fő feladata az intervenció lehetővé tétele, az intervenció viszont piaci müvelet, az SDR pedig jelenleg csupán korlátozottan forgalmi eszköz. A valutapiacokon SDR-rel éppugy nem lehet interveniálni, mint arannyal, csakhogy az aranyat könnyebb valutára váltani, mint a ma még komplikált jegybankok közötti mechanizmus alkalmazásával az SDR-t. Igaz, a tartalékok szinvonalának lehető csökkentése miatt az IMF kivánatosnak tartaná, ha a tagországok nem élnének vissza az intervenció fegyverével és strukturális okokból előálló árfolyamváltozás esetében nem interveniálnának, nem befolyásolnák a lebegés tisztaságát. Ez azonban a jelenlegi körülmények között csak pium desiderium és semmiképpen sem csökkenti azt a követelményt, hogy a tartalékeszközök intervenciós célra mennél könnyebben felhasználhatók legyenek.

Mindezekből a részletekből az az általános következtetés vonható le, hogy sem a fizetési mérlegek kiegyenlitési folyamatának elősegitése, sem a tartalékok összetétele és szinvonala sem pedig a devizális megkötöttségek feloldása tekintetében lényegi változást az IMF a közeli jövőben nem tud előidézni. Azok az eszközök, amelyeket módjában van latbavetni szerények, lassú hatásuak és csak részleteredményekre vezethetnek. A bajok, amelyeket orvosolni kellene mélyebb gyökerüek annál, semhogy tisztán monetárisan gyógyithatók lennének, még akkor is, ha egyik másik okuk a pénzrendszer müködésének elégtelenségével

kapcsolatos. Az előrelátható lassú átalakulások ezek vonatkozásában jelenthetnek valamelyes javulást.

IV.

A nemzetközi elszámolási eszközök, köznyelven szólva a nemzetközi liquiditások szabályozása ugyancsak a pénzrendszer alapvető feladatainak egyike. Ennek a keretébe tartozik az IMF hitelnyujtó tevékenysége is. A liquiditások kérdése, mint általában a pénzrendszer müködésével kapcsolatos problémák nem vizsgálható elkülönitetten, csak a rendszer müködését befolyásoló többi tényező kontextusában. De összefügg ez a kérdés bizonyos politikai konsziderációkkal, amelyek az IMF-en belül érvényesülnek, illetve az egyes országcsoportok az IMF-en belüli befolyásának alakulásával is. A szegény fejlődő országok igen erős nyomást fejtenek ki az IMF-en belül a liquiditások szaporitása és ezáltal igazságosabb, vagy számukra kedvezőbb elosztás érdekében.

Igy az IMF-nek,mint a pénzrendszert megtestesitő,vagy annak keretéül szolgáló nemzetközi szervnek voltaképpen két tekintetben kell, vagy kellene döntenie, illetve állást foglalnia: egyrészt abban a vonatkozásban, hogy szükség van-e a rendelkezésre álló globális liquiditásmennyiség növelésére, másrészt annak megfelelőbb elosztását illetően. Az IMF óvakodik attól, hogy az első kérdésben állást foglaljon,hiszen akkor a liuiditások fő forrását jelentő europiacok volumene és ellenőrzése tekintetében is állást kellene foglalnia,amit nem tekint feladatkörébe tartozónak. A megfelelőbb elosztást illetően is inkább tapogatozó és ennek megfelelően eseti és pragmatikus az IMF által folytatott politika.

A szegény fejlődő országok nyomása kétirányú: egyrészt ujabb és nagyobb volumenü SDR-kibocsátásokat

akarnak elérni, amelyekből bővebben részesülnének, mint a kevésbé rászoruló országok, másrészt az IMF által nyujtott hitelek feltételeit óhajtják mennél kedvezőbbekké tenni. Az az SDR mennyiség, amelynek a kibocsátásával reálisan számolni lehet és különösen az a hányad, amely ebből akár a jelenlegitől eltérő elosztás esetén is, a fejlődő országoknak juthat arra kétségkivül nem lesz elégséges, hogy azok liquiditási igényét kielégitse. Hozzájárul az SDR-eknek, mint a nemzeti liquiditások szabályozása eszközének problematikájához az is, hogy az SDR forgalomképessége még ma is korlátozott, hiszen pl. nem IMF tagországok felé, amelyek egyelőre legalább nem SDR "holder"-ek nem használható fel. Ennek folytán az IMF-ben mindinkább kialakul az a törekvés, hogy lényegesen több, uj szempontok szerint elosztott és forgalmi eszköznek is inkább használható SDR álljon rendelkezésre, főleg a szegény fejlődő országok számára.

Ez kétségkivül bizonyos inflációs veszélyt idéz fel még akkor is, ha az SDR-ek létesitése és mozgásai számontarthatók, ellenőrizhetők és befolyásolhatók, nem úgy, mint az europiacok. Különösen felidézi az inflációs veszélyt az, ha az IMF 1980-as Közgyülésén az Ügyvezető Igazgató által tett igéret szerint a közeljövőben valóban kapcsolatot hoznak létre az SDR kibocsátás és a rászorult fejlődő országok megsegitése között anélkül, hogy a kibocsátás és a részesedés alapfeltételeit gondosan elkülönitenék egymástól. A rászorultság ugyanis valóban indokolja, hogy bizonyos országok SDR juttatásban részesüljenek, de azt

nem, hogy magának a kibocsátásnak a rászorultság legyen az egyetlen kritériuma. A "link" kérdésében az IMF-en belül folynak a tárgyalások, kérdés, mi lesz az eredményük.

Konkrét intézkedéseket az IMF eddig csak SDR-ek összetétele tekintetében tett. Ezek lényegét már ismertettük és megállapitottuk, hogy azok az SDR használhatóságának fokozása érdekében történtek. Megállapitottuk azt is, hogy az összetétel megváltoztatása folytán a dollár relativ sulya az SDR-en belül tovább nőtt. Ezek a rendszabályok tehát nem jelentenek gyökeres változást a rendszerben, nemcsak annak stabilitása, de a liquiditások szabályozásának módja és eszközei tekintetében sem.

A liquiditások szabályozásával összefügg az IMF hitelnyujtó tevékenységének kérdése is. Ezen a téren az IMF tevékenysége a legaktivabb és szemben más alapvető problémák kezelésével,talán a legkézelfoghatóbban lemérhető eredményekkel jár. Itt az IMF a leginkább megengedhet magának bizonyos flexibilitást és ezért éppen etekintetben lehet a leginkább lényeges jövőbeli változásokkal számolni. Az IMF hitelpolitikáját, illetve hitelnyujtó tevékenységét egyébként számos és nem jogosulatlan kritika érte. Ezek a különösen a fejlődő országok részéről hangoztatott birálatok mind abban csúcsosodtak ki, hogy az IMF nem ad elegendő és méltányos feltételek melletti hitelt és a kivánságok arra irányultak, hogy a jövőben az Alap több, hosszabb időre szóló és kevésbé kemény feltételek betartásához kötött hitelt nyujtson.

Már volt szó arról, hogy a fizetési mérleg deficitek döntő részét nem az IMF finanszirozza, hanem azok finanszirozása a nemzetközi hitelpiacokról történik. A BIS adatai szerint 1973 és 1979 között a hitelpiacról való finanszirozás hányada 75% volt.[x] Így az IMF által globálisan nyujtott hitelek volumenének növelésére irányuló törekvések jogosnak tünnek, annál is inkább, mert a hielpiacok bizonyos elnehezedést mutatnak. A kamatok növekvő tendenciája és a kockázat aggodalmasabb megitélése egyaránt erre utalnak. Az utóbbi körülmény hatása természetszerüleg az, hogy nem az igazán rászoruló országok jutnak könnyen a piacról hitelhez. Erről is volt már szó. Illusztrálására érdemes megemliteni azt, hogy Balázs Béláné előbb idézett cikkének adatai szerint a fejlődő országoknak az europiacokról felvett hitelei 1979.I.felében 15.9 milliárd dollárt tettek ki, mig 1980. I.felében már csak 9.01 milliárd dollárt, ami az ebben az időszakban nyujtott eurohiteleknek csak 28%-a.

Korlátozza az IMF hitelnyujtó tevékenységét az, hogy eredeti céljai szerint csak az átmeneti jellegü fizetési-mérleg nehézségek esetében való segitségnyujtás volna az Alap feladata, mig a strukturális deficitek esetében a Világbank az illetékes. A fejlődők nyomására az IMF ugyan lassanként lazitott eredeti gyakorlatán, de a rászorult fejlődő országok etekintetben is további liberalizálást óhajtanak, valószinüleg nem eredménytelenül. MIndez természetesen összefügg a nyujtott hitelek feltételeivel is, elsősorban azok futamidejével, ami egyébként szintén hosszabbodó irányzatot mutat az IMF gyakorlatában, hiszen strukturális fizetési mérleg de-

---

x Balázs Béláné: A nemzetközi hitelpiaci helyzet várható alakulása az 1980-as években. Bankszemle 1980.november

ficiteket nem lehet rövidlejáratú kölcsönökkel kiküszöbölni.

Az IMF, mint tudjuk, hiteleit eddig részint saját alapjaiból /a tagok által befizetett quótákból/, részint bizonyos, főleg olajtermelő országok által neki ezirányú meghatározott céllal nyujtott hitelekből, mint járulékos forrásból folyósitotta. Piaci-bank-hiteleket eddig az IMF nem vett fel. Ha, ami valószinü, az IMF által nyujtott hitelek volumene globálisan komoly mértékben növekedni fog, úgy aligha lesz elkerülhető, hogy az Alap legalábbis részben a hitelpiacról finanszirozza hitelnyujtó tevékenységét, ami bizonyos ellenállást vált ki egyes fejlett ipari országok részéről. Ezek az országok nem akarják, hogy az IMF lassanként bankká váljék, amely a piacról szerzi be a hitelezői tevékenységéhez szükséges forrásokat. A piac, mint forrás különösen a jelenlegi magas kamatszinvonal mellett csak olyan kamatok fizetése esetén vehető igénybe, amelyeket az IMF nem hárithat át a szegény fejlődő országokra. Kiélesedik tehát a kamatszubvenció kérdése, amelynek az IMF gyakorlatában már vannak előzményei. A szubvenciók forrásai eddig olyan alapok voltak, amelyeket ebből a célból néhány fejlett ipari és olajtermelő ország, az ún. donatorok adtak össze. Ha a szubvenciók volumene megnő, ez a forrás nem elégséges. Ezért merült fel az a gondolat, hogy az IMF-nél visszamaradt aranymennyiséget vegyék igénybe valamilyen módon erre a célra. Ez sem találkozott általános helyeslással, de nem is került le végleg a napirendről.

Ugyancsak a nyujtandó hitelek globális volumenével kapcsolatos az a kérdés is, hogy az egyes tag-

országok maximálisan mennyi hitelt vehessenek fel. Az IMF gyakorlata, mint ezt részletesen láttuk a tagok mindinkább növekvő tendenciát mutató hitelfelvételi lehetőségét azok quótájához köti. Mint erről már volt szó az IMF legutóbbi közgyülése /1980 október/ a maximálisan igénybevehető összeget gyakorlatilag a háromszorosára emelte, hozzátéve, hogy ez a határ különösen indokolt esetekben át is léphető, illetve tovább emelhető. Függetlenül ettől a valóban nagy jelentőségü reformtól kilátásba helyezték azt is, hogy a már 1981-ben beinduló nyolcadik quóta-revizió nem lineárisan emeli majd a quótákat, hanem módját ejtik annak, hogy a hitelekre való rászorultság is a quóta nagyságát befolyásoló tényezők közé soroltassék.

A legtöbb kritika az IMF-et az általa nyujtott hitelek feltételei tekintetében érte. Nem a hiteligénybevételi jogosultság előfeltételeire gondolunk itt, hanem azokra a kötelezettségekre, amelyeket a hitelfelvevő országnak fizetési mérlege egyensulyba hozása céljából vállalnia kell /conditionality/. Láttuk, hogy azok lényegileg deflációs jellegü, ortodox gazdaságpolitika előirását jelentik. A fejlődő országok általános véleménye szerint ezek a kötelezettségek, illetve az általuk meghatározott gazdaságpolitika végrehajtása nem alkalmasak arra, hogy a hitelfevevő ország gazdaságát valóban rendbehozzák, strukturális bajainak orvoslását lehetővé tegyék. Nem deflációs rendszabályokra, a költségvetési kiadások drasztikus visszaszoritására, henam bizonyos beruházások támogatása

révén elérhető strukturaváltoztatásokra volna szükség. A jelenlegi helyzet azt eredményezi - mondják nem minden jogosultság nélkül a fejlődő országok - hogy azok az államok kapnak könnyen IMF hitelt, amelyek elvállalják, hogy gazdasági vonatkozásban félénk, társadalmi vonatkozásban konzervativ, külkapcsolataik terén pedig engedelmes politikát fognak folytatni.

A conditionality ujra való szabályozása a fejlődő országok egyik legerősebben szorgalmazott célkitüzése. Kétségtelen, hogy a közgyülésen tett hivatalos igéret beváltásaképpen erre sor is fog kerülni. A kérdés csak az, sikerül-e olyan megoldást találni, amely a fejlődők jogos igényeit kielégiti, de egyben bizonyos biztositékot nyujt arra is, hogy a felvett hitel valóban visszafizetésre is kerül. A kötelezettségek elvállalásának igazi célja ugyanis a kölcsönt felvevő ország hitelképességének utólagos megteremtése, ami bizonyos pénzügyi fegyelem előirását nyilván jogossá teszi.

Az elmondottakból kitünik, hogy az IMF hitelnyujtó tevékenysége aránylag gyors és alapvető változásokon megy át. Kétségtelen, hogy a hitelvolumen globálisan és az egyes tagok hitellehetőségei tekintetében egyaránt bővülni, a feltételek és előirások pedig könnyebbedni fognak. Ennek ellenére az IMF hitelek a jövőben sem fogják tudni megoldani a fizetési mérlegek kiegyensulyozásának nehéz kérdését, legfeljebb enyhithetnek annak sulyosságán. A hitelvolumen tetemes kiterjesztése azonban nem veszély nélkül való, hiszen mint arra a liquiditás-teremtés kapcsán rámutattunk, inflatórikus hatása nem tagadható.

V.

A tőkés nemzetközi pénzrendszer, sőt általában bármely pénzrendszer szükségképpeni inherens az IMF-nekpedig alapszabályszerü célja a nemzetközi valutáris együttmüködés elősegitése is. Miután röviden áttekintettük azt, hogy mennyiben sikerült a konkrétabban megfogalmazható alapvető célkitüzéseinek megvalósulása, még egy pillantást kell vetnünk arra is, hogy hogyan valósul meg az IMF keretében ez a nehezebben körvonalazható nemzetközi együttmüködés és perspektivikusan várható-e változás ebben a vonatkozásban. Ennek kapcsán alig kerülhető el annak felvetése, hogy milyennek kell lennie annak a nemzetközi együttmüködésnek, amelyet a pénzrendszer elősegiteni igyekszik. Nyilvánvaló, hogy egyrészt olyannak, hogy az összes résztvevők számára előnyöket biztositson, másrészt pedig olyannak, hogy a fentebb tárgyalt konkrét alapvető célok elérésére alkalmas és hatékony legyen.

Kétségtelen az is, hogy minden szervezett formában való és eleve megalkotott szabályok szerint megvalósuló nemzetközi együttmüködés egyben az integráció bizonyos foka is. Az integráció pedig szükségszerüen együtt jár a résztvevők gazdasági autonomiájának bizonyos beszüküléséval, ami annál erősebben érvényesül, mennél szorosabb maga az integráció. Igy aztán a kérdés ugy is feltehető: olyan-e a nemzetközi valutáris együttmüködés, hogy az abban való részvétel megéri a résztvevő ország számára azt, hogy gazdasági autonomiájának egy részéről lemondjon. Igaz, csekély részéről, mert az IMF-ben való részvétel csak laza integ-

ráció és igy nem is jár különösen szoros kötelezettségekkel. Komplikálja a kérdést az, hogy az IMF tagság és a pénzrendszer de facto müködésében való legalább bizonyos fokú részvétel, amely szintén bizonyos kölcsönösségi alapon nyugvó kötelezettségekkel jár, nem esnek egybe. Más kérdés, hogy a világgazdaság kialakult keretei között ez a a pénzrendszer müködésében legalább bizonyos fokig való részvétel a nem tagországok számára is elkerülhetetlen.

Ami az IMF-en belüli nemzetközi együttmüködés hatékonyságát illeti, az elért - sovány - eredmények aligha e követelmény megvalósulása mellett bizonyitanak, a tagságból folyó legfőbb előny pedig az IMF által nyujtott hitelek igénybevételének lehetőségében rejlik. Ha az együttmüködés és a gazdasági autonomia ellentmondásának konkrét alakulása tekintetében tovább vizsgáljuk a kérdést, úgy óhatatlanul politikai konsziderációkba ütközünk, az IMF ugyanis szervezetében és szabályozása körében egyaránt az együttmüködés olyan módját valósitja meg, amely az autonomia nagyon eltérő mérvét biztositja a tagországok számára. Igaz ez alapvetően a tagországok eltérő gazdasági erejéből és sulyából folyik, de az IMF szabályozása ezeket a különbségeket nem enyhiti, hanem inkább institucionális sikon is fokozza. Innen az a harc, amely az IMF-en belül egyes országcsoportok, főleg a fejlődő országok befolyásának növeléséért és ezzel egyidejüleg az Egyesült Államok propenderáns szerepének bizonyos fokú visszaszoritásáért folyik.

Ez a harc távolról sem kizárólag, de elsősorban a quóták megállapitása körül zajlik le, amelyektől, mint láttuk, a tagországok szavazó ereje és hitellehetőségei is függnek. Azt is láttuk, hogy a quóták megállapitásának, helyesebben az IMF-el való kitárgyalásának alapjául a nemzeti jövedelem szolgál, de számos korrekciós tényező egyidejü érvényesitése mellett. Az 1981-es esztendőben elkezdődő nyolcadik quóta-revizió esetében alkalmazandó kritériumok tekintetében éppen ezért máris éles és a fejlődők szempontjából nem kilátástalan vita folyik. Ez a fokozatos és lassú átalakulás azonban nem alkalmas arra, hogy a nemzetközi valutáris együttmüködésnek az IMF keretében kialakult megvalósulását, illetve jellegét gyökerében változtassa meg, hiszen minden szervezeti és befolyási tényezőn túl az a pénzrendszer, amelynek keretéül az IMF szolgál jelenleg közvetlenül és közvetve a dolláron alapszik és ez a végső oka annak, hogy a nemzetközi valutáris együttmüködés a tagországok gazdasági autonomiáját kotlározva az Egyesült Államok tulsulyát érvényesiti. Tüneti kezelés, vagy akár szervezeti reform ezen nem változtat lényegesen.

Alapvetően politikai okokra vezethető vissza az a döntő jelentőségü körülmény is, hogy szocialista országok zöme nem tagja az IMF-nek. Ennek oka éppen az Egysült Államok és szövetségeseik az IMF-ben érvényesülő tulzott befolyása, amelynek a szocialista országok nem kivánják magukat alávetni. ~~Addig pedig~~, amig az IMF enyhén szólva csonka, az a nemzetközi együttmüködés, amely kebelében kialakul, sem lehet kellően hatékony és még kevésbé szolgálhatja az összes országok általános érdekét. Nehezen látható előre, hogy a nem IMF tag szocialista országoknak az IMF-el való kapcsolatai hogyan fognak fejlődni. Etekintetben már csak azért is nehéz állást foglalni, mert a kérdés megoldása a világpolitikai

helyzet és az enyhülés alakulásától függ. Gazdasági oldalról szemlélve a dolgot az állapitható meg, hogy a szocialista országok és az IMF tagországok közötti kereskedelmi és pénzügyi kapcsolatok mind intenzivebbé válása folytán a szocialista országok, ha nem is tagjai az IMF-nek, a pénzrendszer konkrét működésében azonban mindinkább résztvesznek, tudomásul véve annak bizonyos játékszabályait. Ez felveti azt a kérdést, hogy vajjon a szocialista országok szempontjából nem célszerübb-e a passziv részvétel helyett olyan aktiv együttmüködés kialakitására törekedni, ami számunkra előnyöket és jogokat is biztosit.

A pénzrendszer tagországainak érdekei egyébként divergensek, nem ritkán ellentétesek is, a szervezet pedig, mint láttuk, nem alkalmas arra, hogy a célul kitüzött nemzetközi együttmüködés megvalósitása végett ezeket az ellentétes érdekeket eredményesen kiegyenlitse. Ez az egyik oka annak, hogy egyrészt az IMF en belül regionális jellegü állandóbb, vagy ad hoc tömörülések jönnek létre, másrészt annak is, hogy az EGK életrehivta a hosszan ismertetett EMS-t, mint regionális jellegü, külön szervezettel és szigorubb kötöttséget jelentő szabályokkal biró, a fix paritásokhoz visszatért monetáris intézményt. Eléggé általános az a vélemény, hogy több ilyen regionális monetáris intézmény létrejötte, amellett, hogy az IMF-et, mint globális szervet nem tenné feleslegessé, hiszen tagjai között szükebb, az IMF felé pedig lazább kötött-

séget jelentene, elősegitené a pénzrendszer müködését. Akár bekövetkezik az IMF-nek, illetve a pénzrendszernek ez a regionalizálódása, akár nem, szükségesnek látszik éppen a pénzrendszer perspektiváinak kapcsán az EMS eddigi müködésének és az abból folyó tanulságoknak rövid értékelése is.

Általánosságban az állapitható meg, hogy eddig az EMS megállta a helyét. Ennek legfőbb bizonyitéka az, hogy müködött és fennmaradt drasztikusabb paritásváltoztatások nélkül. Igaz létesitése óta nem is került sor olyan valutáris válsághelyzetre, amely kereteit szétfeszithette volna. Ennek ellenére az EGK hivatalos megállapitása szerint is az EMS gyenge és sebezhető pontja marad, hogy nincsen sem egybehangolt, sem stratégiai céljait világosan átgondolt politikája a dollár tekintetében.

Ugyancsak az EGK illetékesek megállapitása szerint veszélyt jelent az EMS-re az is, hogy tagországai nem hangolják össze belső gazdaságpolitikájukat még annak monetáris és különösen emissziós szektorát sem, holott az az árfolyampolitikának is fontos eszköze. Ez végső soron annak a megállapitása, amit mi a kérdés tárgyalása kapcsán úgy fogalmaztunk, hogy nehéz közös gazdaságpolitika nélkül közös valutapolitikát csinálni. Ez az ellentmondás azonban, hála a kedvező körülményeknek, egyelőre látens maradt. Összefoglalóan mindebből az a következtetés vonható le, hogy az EMS kohéziója még nem került "igazi" próbatételre. Az, hogy erre sor kerül-e és ha igen mikor, végső soron két tényezőtől függ. Az egyik az EMS

tagországok gazdasági integrálódásának foka és szilárdsága, a másik és döntő, a nemzetközi tőkés pénzrendszer mikénti működése, amelynek elégtelensége sulyos valutáris krizisek bekövetkezését is előidézheti.

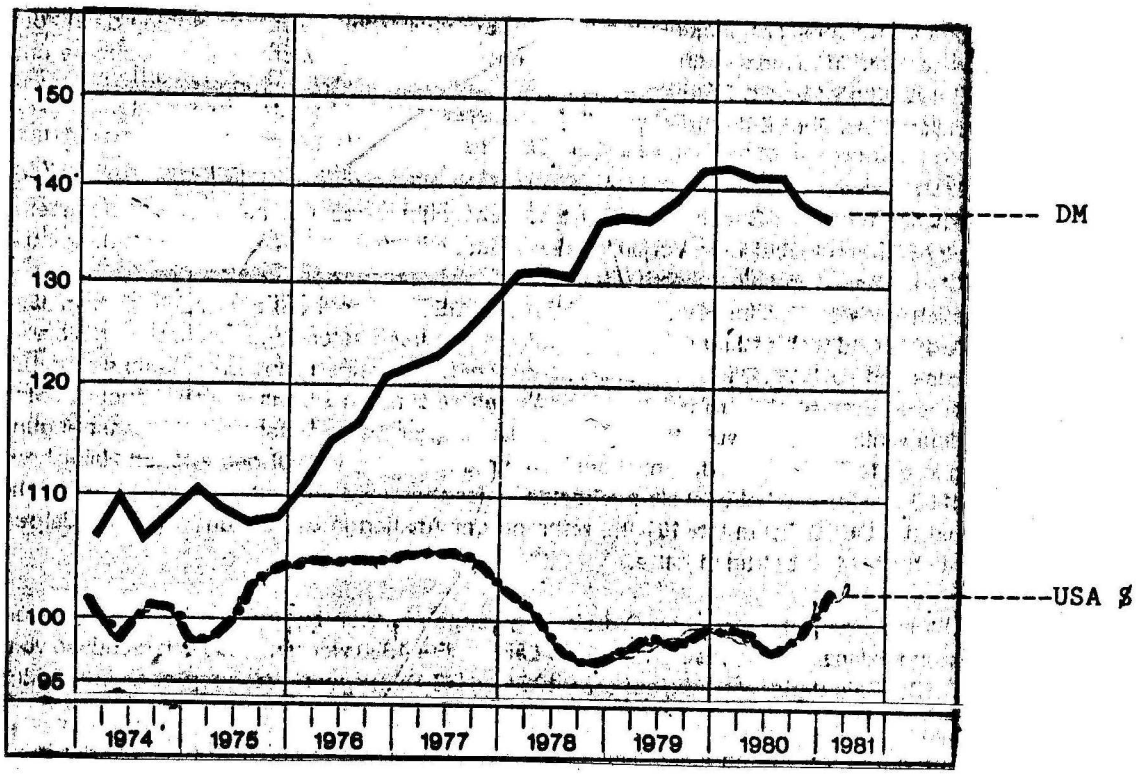
Igy az EMS kapcsán is visszaérkezünk a tőkés nemzetközi pénzrendszer jövendő alakulásához. Alapjában véve a kérdés itt az, vajjon változatlanul teljesen lazák maradnak-e az abban való részvételből fakadó kötelezettségek, vagy szorosabbá és éppen ezért hatékonyabbá válik a rendszer. A jamaicai határozatok szerint minden tagország szabadon választhatja meg árfolyam-rendszerét. Ez a lehetőség elvi vonatkozásban voltaképpen tartalmatlanná teszi az IMF-et, mint a pénzrendszer keretét és azt mintegy jegybanki /SDR kibocsátás, hitelnyujtás/ szerepre korlátozza. A pénzrendszer maga azért müködhetik csak többé-kevésbé kielégitően, mert ezzel az árfolyam-rendszerük megválasztásának elvi lehetőségével a tagországok csak olyan mértékben és módon élnek, hogy eziránnyu autonom elhatározásaik egybeessenek az eleve adott körülményekkel, amelyek lényegileg egy lebegéssel enyhitett dollárstandard megvalósulását jelentik. Nehezen dönthető el az, hogy a tagországok akarnak-e és tudnak-e ezeken az adottságokon változtatni. Ha igen, ezt apró tüneti intézkedésekkel aligha érhetik el, csupán gyökeres, nyugodtan mondhatjuk, forradalmi jellegü, az egész pénzrendszert ujjáalakitó reformokkal. Ezek esetleges megvalósitása nem utolsó sorban politikai akarat és konszenzus kérdése, kialakulása időigényes. Igy ezt a munkát azzal a pesszimista megállapitással kell zárnom, hogy néhány év távlatában a jelenlegi tőkés nemzetközi pénzrendszer alapelvei és annak gyakorlati müködése tekintetében a lényeget érintő változásokkal számolni nem lehet.

M E L L É K L E T E K

a Bundesbank 1980-ra vonatkozó évi jelentése alapján

I.

Az USA dollár és a DM árfolyamalakulása 23 más ország valutái árfolyamának kereskedelmi fontosságuk szerinti sulyozott átlagával szemben



II.

A jegybanki tartalékok
/Az 1980 végi állapot szerint/[1]

Milliárd US dollárban

Devizatartalékok összesen	372.6
Ebből:	
a jegybankok dollárkövetelései az USA-val szemben	156.8
A jegybankok font követelései Nagy-britanniával szemben	7.6
A jegybankok DM követelései az NSZK-val szemben	24.0
A jegybankok dollár kihelyezései az europiacon	66.8
SDR-ből, aranyvól, valamint az IMF-nél való feltétlen lehivási jogokból álló tartalékok[2/]	78.4
A tartalékok globális mennyisége	451.0

1/ Részben becsült adatok alapján

2/ Az arany a régi 35$/uncia áron értékelve

III.

A nemzetközi hitel és kötvénypiacok

Milliárd US dollárban

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980[1/]
Közép és hosszulejáratú eurohitelek[2/]	28.5	20.6	27.9	33.8	65.8	78.3	78
Országok szerint:							
OECD országok	18.3	6.2	9.9	13.0	30.4	28.5	40.6
Európán kivüli fejlődő országok	8.0	11.0	14.2	17.8	31.5	41.3	33.6
Szocialista országok[3/]	1.5	2.7	2.5	2.6	3.6	7.9	3.0
Nemzetközi kötvény kibocsátások	12.2	22.8	34.3	36.1	37.5	38.9	38.7
Ebből:							
US dollárban	8.4	11.8	20.9	20.8	14.9	15.6	17.0
DM-ben	0.9	3.7	4.2	6.7	8.2	8.2	8.4
svájci frankban	1.0	3.6	5.6	5.0	7.7	9.5	7.7
Kibocsátó országok szerint:							
Ipari OECD országok	5.8	15.9	23.8	24.3	23.2	26.6	28.8
Fejlődő országok	0.9	0.8	2.0	4.1	5.3	3.1	1.8
Nemzetközi szervezetek	5.4	5.3	8.3	7.2	8.4	8.9	7.7

1/ Ideiglenes adatok

2/ Nyilvánosságra jutott, főleg bankkonzorciumok által nyujtott uj, egy évnél hosszabb lejáratú hitelek, rendszerint roll ower alapon, a törlesztések tekintetbevétele nélkül

3/ KGST intézményekkel együtt

IV.

Az EGK országok gazdaságának alakulása 1980-ban

O r s z á g	Fogyasztói árak az előző évhez képest %	A teljesítménymérleg egyenlege MRd US $	A bruttó nemzeti termelés szemben az előző évvel %	Munkanélküliség a keresőképesek %-ában	Nettó hitelfelvétel a bruttó nemzeti termelés %-ában
NSZK	5.4	-15.7	2.0	3.4	3.5
Franciaország	13.5	-7.4	1.8	6.5	0.6
Nagybrittannia	16.1	6.4	-2.0	6.9	2.3
Olaszország	21.2	-9.9	9.8	7.5	7.8
Hollandia	6.5	-2.5	0.2	5.0	2.8
Belgium	6.3	-6.9	1.2	9.3	9.4
Dánia	11.0	-2.4	0.9	6.2	4.6
Irország	18.2	-1.2	0.8	8.9	13.5
Luxemburg	6.3	-0.9	0.4	0.7	0.9
EGK ÖSSZESEN:	12.1	-38.7	1.3	6.0	3.6

V.

Néhány ország teljesitmény-mérlegének egyenlegei

Milliárd US dollárban

Országcsoportok ill. országok	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980*
OECD országok összesen	-25.5	+1.0	-18.9	-24.9	+9.0	-35.1	-75.3
ebből:							
USA	+ 4.9	-18.3	+4.4	-14.1	-14.3	- 0.7	+ 0.1
Japán	- 4.7	-0.7	+3.7	+10.9	+16.5	- 8.8	-10.8
EGK országok összesen	-10.7	+1.2	-6.5	+ 1.1	+15.8	-12.6	-38.7
ebből:							
NSZK	+10.3	+4.1	+3.9	+ 4.3	+ 8.9	- 5.6	-15.7
Franciaország	- 6.5	-0.1	-5.9	- 3.0	+ 3.7	+ 1.2	- 7.4
Olaszország	- 8.0	-0.8	-2.8	+ 2.5	+ 6.2	+ 5.1	- 9.9
Nagybritannia	- 7.9	-3.7	+2.0	- 0.5	+ 1.2	- 3.5	+ 6.4
Egyéb europai országok							
Svájc	+0.2	+2.6	+3.5	+3.4	+ 4.4	+ 2.4	- 0.6
OPEC országok	+60	+27	+37	+29	+ 5	+68	+125
Fejlődő országok /OPEC országok nélkül/	-26	-30	-18	-13	-23	-39	-55

* Részben becsült adatok alapján

VI.

Az NSZK fizetési mérlegének főbb tételei

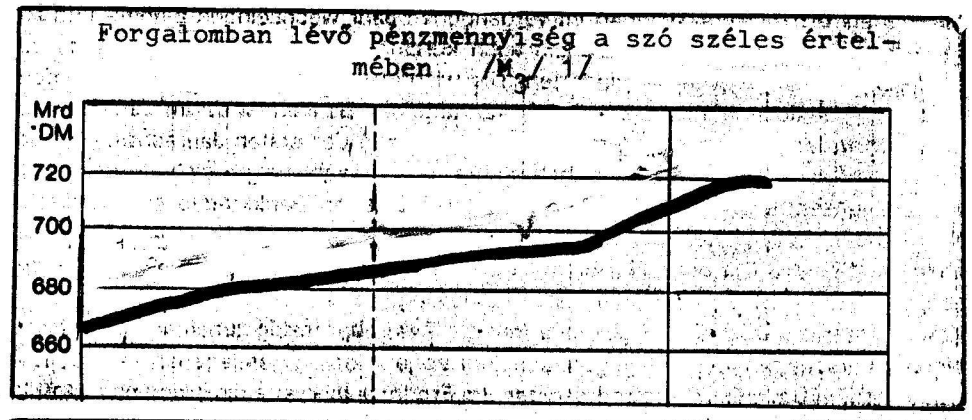
Milliárd DM-ben

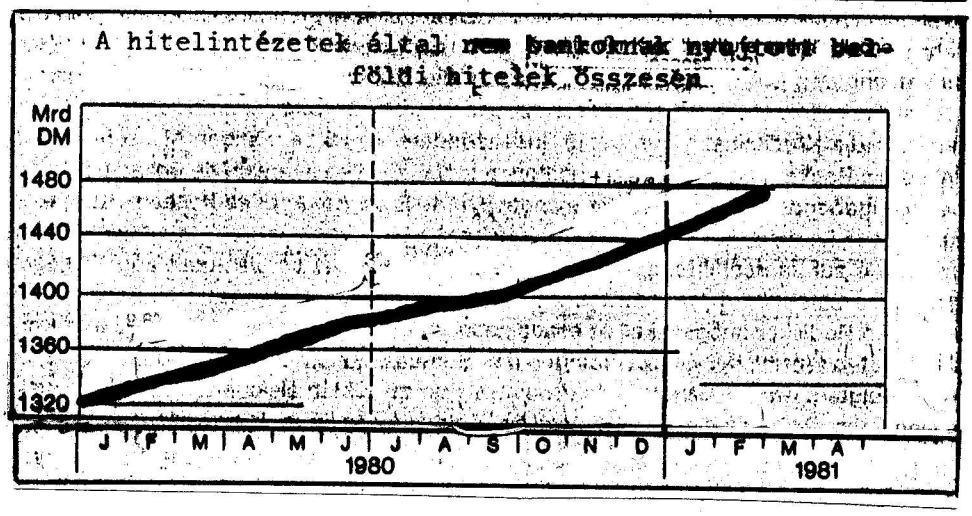
	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
A/ Teljesitménymérleg								
Áruforgalmi egyenleg	+40.6	+57.4	+43.3	+42.0	+46.0	+51.2	+32.0	+18.9
Szolgáltatási egyenleg	-12.7	-14.8	-15.5	-14.2	-18.2	-25.3	-20.9	-23.9
Átutalások egyenlege 1/	-15.5	-16.1	-17.9	-17.9	-18.7	-17.4	-20.7	-24.1
A teljesitménymérleg globális egyenlege	+12.4	+26.6	+ 9.9	+ 9.9	+ 9.5	+18.4	- 9.6	-29.1
B/ Tőkeforgalom								
A hosszulejáratú tőkeforgalom egyenlege 2/	+12.9	- 6.3	-18.2	- 1.5	-12.9	- 2.9	+10.8	+ 6.7
A rövidlejáratú tőkeforgalom egyenlege	+ 0.2	-19.0	+ 4.9	+ 0.4	+12.6	+ 8.4	- 1.0	- 1.2
A teljes tőkeforgalom egyenlege 2/	+13.1	-25.3	-13.3	- 1.0	+ 1.2	- 4.1	- 5.2	- 4.3
C/ A teljesitménymérleg és a tőkeforgalom globális egyenlege 3/	+26.4	- 1.9	- 2.2	+ 8.8	+10.5	+19.8	- 5.0	-27.9
D/ Jegybanki kiegyenlitő tételek 4/	-10.3	- 7.2	+ 5.5	- 7.5	- 7.9	- 7.6	- 2.3	+ 2.2

1/ A vendégmunkások átutalásai és az EGK felé történő kifizetések egyebek mellett e tételben kerülnek elszámolásra.
2/ Kiáramló tőke növekedése -;beáramló tőke növekedése +;
3/ A statisztikailag pontosan meg nem ragadható korrekciók tekintetbevételével
4/ A nem a teljesitmény és tőkeforgalmi mérlegből adódó a Bundesbank mérlegében szereplő, főleg SDR allokációkból és a tartalékok árfolyamváltozásából adódó tételek

VII.

Az NSZK-ban forgalomban lévő pénzmennyiség és hitelek alakulása

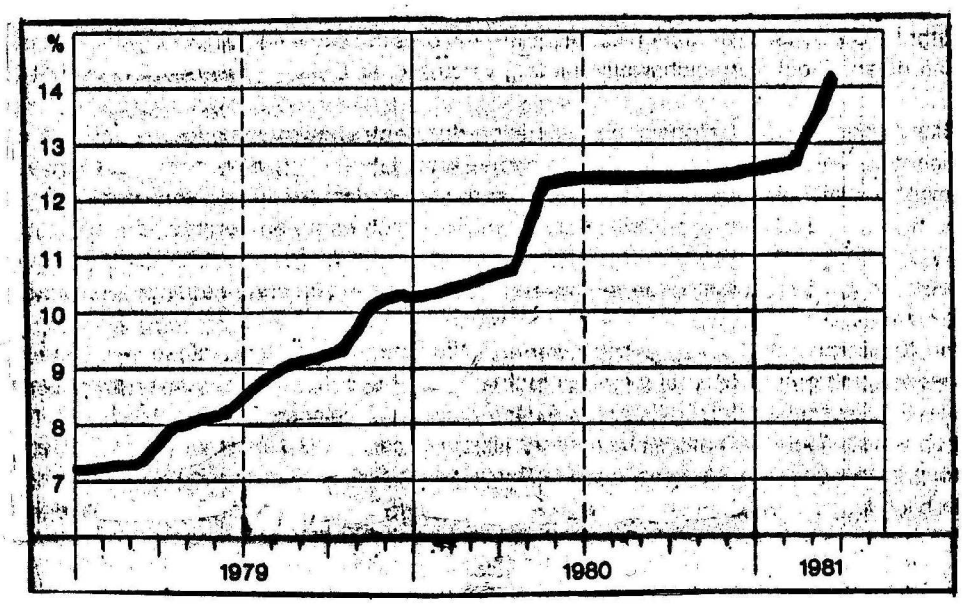




1/ Készpénz, látraszóló és törvényes felmondáshoz kötött bankbetétek, takarékbetétek és négy éven aluli lejáratú pénzkövetelések

VIII.

Az 1 millió DM-en aluli folyószámlahitelek kamatának alakulása az NSZK-ban



B I B L I O G R Á F I A

Aftalion, Albert: Monnaie, prix et change. Paris, Sirey, 1940.

Almazova, O. - Mironov, I.: Razlicsnüe ocenki deficita platezsnogo balansza SzSA. /Az USA fizetési mérlege deficitjének értékelése./ BIKI, 1971. /ápr.27./

Anikin, A.: Valjutnüj krizisz kapitalizma: pricsinü i poszledsztvija. /A kapitalizmus valutáris válsága: okai és következményei./ - Kommuniszt, 1971 /jul./

Bácskai Tamás: A tőkés nemzetközi pénzügyi rendszer strukturális zavarai. Pénzügyi Szemle, 1969. 3.

Bácskai Tamás: A tőkés világ pénzügyi rendszerének aktuális problémái. Közgazdasági Szemle, 1971. 7-8.

Balázs Béláné: A nemzetközi hitelpiaci helyzet várható alakulása az 1980-as években. Bankszemle. 1980.november

Banque de France: Colloque d'information sur les problémes internes de liquidité. Paris, Banque de France. 1966.

Bakó Ede: A fejlett nyugati országok valutaárfolyam-rendszerének néhány problémája és perspektivája. Pénzügyi Szemle, 1970. 5.

Bakó Ede - Hardi Róbert: A Nemzetközi Valuta-Alap és a Világbank gyakorlati tevékenysége a kis szocialista országok szempontjából. MTA Közgazdasági Intézete. Belső anyag 1980.október

Bánfi Tamás: A valutaárfolyam problémája a tőkés monetáris rendszerben. Pénzügyi Szemle, 1970. 6.

Becsky György: A magántőkemozgások liberalizálásának útja és problémái Nyugat-Európában a II.világháború után. Közgazdasági Szemle, 1969. 2.

Becsky György: A hosszú lejáratú nemzetközi magántőkemozgások az európai OECD-országokban, 1960- 1965. Közgazdasági Szemle, 1969. 7-8.

Becsky György: A lebegő árfolyamrendszer elméleti hátteréről és középtávú kilátásairól. Közgazdasági Szemle. 1977. január

Berger, Pierre: Le marché monétaire et le marché des changes. Paris, Les cours de droit, 1957.

Berger, Pierre: La monnaie et ses mécanismes. Paris, P.U.F. 1966.

Besse, Pierre: Institutions et mécanismes monétaires. Paris, Les Cours de Droit. 1955 + 1968.

Biacabe, Pierre: Analyses contemporaines de l'inflation. Paris, Sirey, 1962.

Bloomfeld, Arthur L.: Mouvements de Capitaux et crises monétaires. "Economie Appliquée" No.4. 1970. Genéve.

Brochier, Hubert et Tabatoni, Pierre: Economie Financiére Paris, P.U.F. 1959.

Botos-Patai: A fizetési mérleg és a tartalékok vizsgálata a konvertibilis valutájú országoknál. Pénzügyi Szemle 1977/7.

Caubque, Pierre: La masse monétaire. Paris. Editions de l'Epargne, 1960.

Chaineau, André: Mécanismes et politique monétaires. Paris, P.U.F., 1968.

Colin de Verdiére, Gérard: Conjucture et monnaie. Paris, Sirey, 1960.

Dessart, M.: Pour une politique monétaire commune Vander ED. Bruxelles 1971.

Doronin, I.G.: Ob obosztrenii krizisza kapitaliszticseszkoj valjutnoj szisztemü. /A kapitalista valutarendszer válságának kiéleződése. /BIKI, 1971./jun.1./

Einzig, Paul: The Euro-dollar system. London, MacMillan, 1964.

Einzig, Paul: Foreign exchange crises. London, MacMillan, 1970.

Emminger, Othmar: Die Rolle der Währungspolitik in der Europäischen Integration. /Az"Integration durch Wärungsunion"c. gyüjteményes kiadványban Tübingen 1971./

Erős Gyula: Magyar szemmel a tőkés nemzetközi pénzügyek néhány kérdéséről. Közgazdasági Szemle, 1970. 7-8.

Esteva, Pierre: Les monnaies de réserve et la liquidité internationale. Paris, Les Cours de droit, 1961.

Fekete János: Tőkés valutaválság = dollárválság. Népszabadság, 1971.május 26.

Fekete János: Napirenden a nemzetközi valutáris rendszer reformja. Népszabadság, 1971.szept.1.

Friedman, Milton: The optimum quantity of money. London, MacMillan, 1969.

Friedman, Milton: Inflation et systèmes monétaires. Paris, Calmann-Lévy, 1969.

Friedmann, M.et Heller, W.: Politique monétaire ou fiscale. Paris, Mame, 1969.

Giersch, H.: Integration durch Währungsunion? C.B. Moln Tübingen 1971.

Gubcsi Lajos: A fizetési mérleg-elméletek. Közgazdasági Szemle 1979/7-8.

Gubcsi Lajos és Tarafás Imre: A láthatatlan pénz. A tőkés pénzpolitika elmélete és gyakorlata. /Kandidátusi értekezés, Bp. 1978./

Gyöngyössy István: A pénzpiacok és a tőkés nemzetközi pénzrendszer átalakulása. Gazdaság, 1970/dec/

Gyöngyössy István: A nemzetközi pénzmozgások és a valutaválság. Budapest 1975. Közgazdasági és Jogi Kiadó.

Gyöngyössy István: Az IMF szerepe a nemzetközi valutáris kapcsolatokban. A Pénzügykutatási Intézet Tanulmányai. 1978/3. Önálló füzet..

Gyöngyössy István: A monetáris integráció problémái az Európai Gazdasági Közösségben I-IV. A Pénzügykutatási Intézet Tanulmányai 1979/1.

Gyöngyössy István: A nemzetközi tőkés pénzrendszer és müködésének problémái. Magyar Kereskedelmi Kamara 1980. Önálló füzet.

Gyöngyössy István: Dollárbő jegybanki tartalékok és az IMF dollárhelyettesitő elgondolásai. Pénzügyi Szemle 1980/3.

Gyöngyössy István: Az IMF lassú átalakulása. Pénzügyi Szemle 1981/2.

Hagelmayer, Botos, Bánfi: Az aranydeviza rendszer kudarcai és tanulságai. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Bp.1975.

Hahn, Y, Hugo: Integration und Kooperation im Europäischen Währungswesen Nomos Verlag Baden-Baden 1980.

Honson, Y.L.: Money The English University Press London 1964.

Heilperin, Michel: Monnaie, crédit et transfert. Paris, Sirey, 1962.

Hein, John: Pour comprendre la balance des paiments des Etats Unis. "Banque No. 297 et. 298, Paris, 1971.

Hellmann R.: Europäische Wirtschafts und Währungsunion /Dokumentáció/ Nomos Verlag Baden-Baden 1972.

Jacobsson, Per: Some monetary problems international and national. Oxford University Press, 1958.

Jacobbson, Per: International monetary problems, 1957-1963. Washington, F.M.I., 1964.

James, Emile: Problèmes monétaires d'aujourd'hui. Paris, Sirey,1964.

Keviczky Lóránd: Az eurodollár-piac. Külkereskedelem. 1969. 4. és 5.

Keviczky Lóránd: Merre tart a tőkés nemzetközi valutarendszer? Külkereskedelem. 1970. 9.

Keviczky Lóránd: A tőkés valutarendszer ujabb megrázkódtatása. Külkereskedelem. 1971. 7.

Keynes, J.M.: Théorie générale de l'emploi, de l'intérét et de la monnaie. Paris, Payot, 1949.

Kövér Károly: Miért kerülnek válságba a tőkés valuták? Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1971.

Kövér Károly: A tőkés világ valutarendszere. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1967.

Krämer, H.: Formen und Methoden der internationalen wirtschaftlichen Integration Fritz Knapp Verlag Tübingen 1969.

Lacour, C.: Mouvements internationaux des capitaux á court terme et taux d'intéret. "Revue de Science Financiére" No. 3.1968.

Lámfalussy Sándor: Monetary integration. Problems and Prospects. Közgazdasági Társaság Budapest 1974. augusztusi konferenciája.

Lantos Imre - Lőrinczné - Istvánffy Hajna: A nemzetközi valutáris kapcsolatok fejlődésének uj tényezői. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Bp.1979.

Le Mystère des capitaux flottants. Problèmes Economiques. No.1104.

Lucius, R.R.: Währungsintegration ohne wirtschaftliche und politische Integration. Frankfurt a.M. 1972.

Machlup, Fritz: International monetary economics. London, G.Allen, 1964.

Majorov, B.: Meszdunarodnüe valjutnüe problemü./Nemzetközi valutáris kérdések./ Vnesnyaja Torgovlja, 1970.6.

Maison, Maurice: Travaux du Congrés des Économistes de langue francaise 1955. Convertibilité et libération des échanges. Paris, Ed.Montchrestien, 1956.

Maximova, M.M.: Integrációs folyamatok az imperialista rendszerben. - Béke és Szocializmus 1971.április

Maximova M.M.: A tőkés integráció alapvető problémái. Kossuth Könyvkiadó Budapest 1975.

Mayer, Helmut: W.Le marché de l'eurodollar et la mobilité internationale des capitaux. "Économie Appliquée" No.4.1970. Genéve

Mayer, H.W.: The "BIS" concept of Eurocurrency Market. Euromoney 1976.május

De Montbrial, Thierry Le désordre économique mondial. /Essai d'interprétation monétaire/ Paris Calmann-Lévi 1974.

Mosse, Robert: Les problèmes monétaires internationaux au tournant des années 1970.Paris, Payot, 1970.

Möller, Hans és Cézanne,Wolfgang: Die Europäische Union als Währungs-Union Nomos Verlag Baden-Baden 1979.

Mundell, Robert: A theory of optimum currency area. - American Economic Revue 1961.4.

Munier, Bertrand: Le cambisme et le jeu monétaire international, Paris P.U.F.1970.

OCDE: Les Mécanismes d'ajustement des balances des paiments. Paris, OCDE, 1966.

Pfleiderer, Otto: Eliminierung der intraeuropäischen Bandbreiten als Vehikel der Währungspolitischer Integration /Az "Integration durch Wähgrungsunion"c. gyüjteményes kiadványban. Tübingen 1971./

Rometsch: Monetäre Integration Fritz Knapp Verlag Frankfurt a M.1968.

Rueff, Jacques: La réforme du systéme monétaire international, Paris, France-Empire, 1967.

Rueff, Jacques: Le péché monétaire de l'Occident. Paris, Plon, 1971.

Saramite, M: La politique commune de conjoncture dans la CEE /TOULOUSE 1966./

Scitovszky Tibor: Economic theory and western European integration. Standford 1958.

Sulyok Béla: A tőkés integráció jövője és a nemzetközi valutarendszer. Pénzügyi Szemle, 1970. 5.

Strasser, Daniel: Les finances de l'Europe P.U.F.Paris 1975.

Szalkai István: Gondolatok a külső és belső egyensuly konfliktusairól és a belső gazdaságpolitika autonomiájáról. /A fejlett tőkés országok a 70-es években folytatott gazdaságpolitikájának retrospektiv elemzése./ Pénzügykutatási Intézet Bp. 2/1980.

Szegő Szilvia: A nemzetközi pénzellátás szabályozása - arannyal, vagy anélkül. Bankszemle 1980.nov.

Szigéti Pál: A nemzetközi likviditásteremtés uj rendszerének néhány elméleti és gyakorlati problémája. Gazdaság, 1970.3.sz.

Szmüszlov, D.: Krizisz meszdunarodnogo valjutnogo mehanizma. /A nemzetközi valutarendszer válsága./ Mirovaja Ékonomika. 1971.7.

Sztadnicsenko, A.I.: Valjutnüj krizisz kapitalizma. /A kapitalizmus valutáris válsága./ Moszkva, Izd.Mezsdunarodnüe otnosenia, 1970.

Triffin, Robert: L'or et la crise du dollar.Paris, P.U.F. 1962.

Triffin,Robert: Le systéme monétaire international.Paris 1969.

Triffin, Robert: Gold and dollar crisis yesterday and tomorrow /Essays in International Finance/. Princeton 1978. Princeton University Press.

Triffin, Robert: The international role and the fate of the dollar.Foreign Affairs 1978-79. Winter

Vinay, Bernard: Économie monétaire. Paris, A.Colin, 1970.

Weiller, Jean: La balance des payments. Paris, P.U.F.1968.

Wiesel Iván: Válságban a tőkés valutáris rendszer. Gazdaság 1969.1.

Wiesel Iván: A tőkés országok kamatszinvonalának nemzetközi összehasonlító elemzése. Pénzügyi Szemle.1969.7.

-o-o-o-o-

Az IMF-el kapcsolatos fejezet a következő hivatalos, vagy félhivatalos IMF kiadványok felhasználásával készült:

The International Monetary Fund 1946-65 Washington 1969. /3 kötet/

The International Monetary Fund 1966-1971 Washington 1976 /2 kötet/

Proposed Second Amendment of the Articles of Agreement of the IMF Washington 1976 March

IMF Annual Report /évi jelentések/ 1967-től évenként 1-1 kötet.

IMF Survey /az IMF havonta kétszer megjelenő kiadványa 1971-1980.decemberig./