

Nemzetközi pénzügyi szervezetek I. – IMF, ESM	Olvasási idő: 20 perc 	Készítette: Dr. habil. Kiss Gábor Dávid 
---	--	---

A huszadik század második felétől komoly nemzetközi pénzügyi intézményrendszer jött létre az esetleges államcsőd-közeli helyzetek konszolidálására, a piaci finanszírozás átmeneti kiváltására. Legalább ugyanilyen fontosságúak az újjáépítési és fejlesztési célú nemzetközi hitelezés, valamint a jegybank-közi együttműködés feltételeinek megteremtése. A lecke során a legjelentősebb nemzetközi pénzügyi szervezetek felépítését, feladatait fogjuk megismerni.

Nemzetközi Valutaalap – International Monetary Fund (IMF)

- az ENSZ nonprofit hitelintézete, 1944-ben alapították, csak a tőke 25%-át kell befizetni (a többi jegyzett, de be nem fizetett tőke)
- Nyolcas cikkely a tagok általános kötelességeiről (Article VIII: General Obligations of Members)
 - Section 2. A folyó kifizetések korlátozásának tilalma
 - (a) „...egy tagállam sem korlátozhatja az IMF jóváhagyása nélkül a nemzetközi tranzakciók kifizetéseit és transzfereit.”
 - Section 3. A diszkriminatív árfolyampolitikai eljárások tilalma
 - Section 4. A nemzetközi pozíciók konvertibilitása
 - Section 5. Információ csere
 - Section 6. Tagállamok közötti konzultáció a fennálló nemzetközi megállapodások alapján
 - Section 7. A tartalék eszközöket érintő együttműködések
- Az IMF nem Superman, a célja egy válság kezelése, a tovább terjedés megakadályozása lehet, legfeljebb javaslatokat tehet a problémák megoldására (amelyeket a hitelszerződésben el is várhat). Magát a válságot továbbra is az adott országnak, a kormánzatnak és a helyi politikai és gazdasági elitnek kell tudnia megoldania.

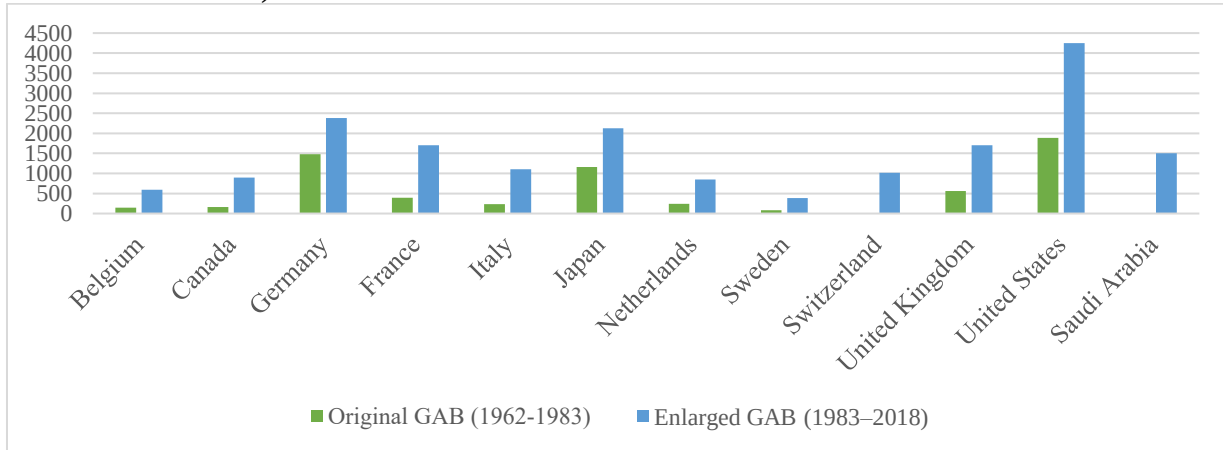
IMF kvóták:

- A kvóták az IMF működésének alapját jelentik: szavazati jog, jegyzett tőke, felvehető hitel összege és befizetések mértéke.
- A kvóta az adott tagállam világgazdasági szerepéből eredeztethető:
 - GDP (50%) – nominális devizaárfolyamon (60%), PPP 40%
 - külső nyitottság (30%) – külkereskedelem/GDP
 - nemzetközi tartalékok (5%)
- Legnagyobb kvótával rendelkező tagállamok:
 - USA (16.5%),
 - EU27 (29.4%),
 - Kína (6%),
 - Oroszország (2.6%)

Forrásgyűjtés és hitelezés

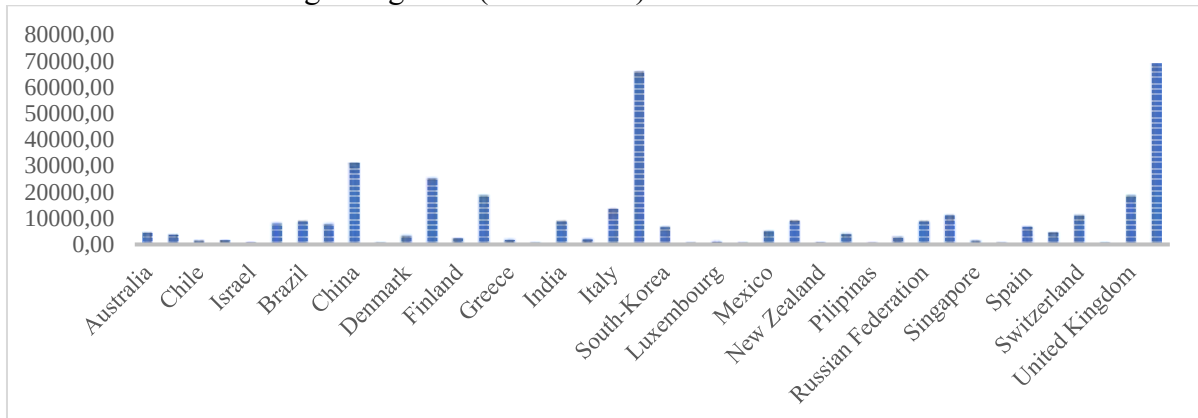
Források gyűjtése (<https://www.imf.org/external/np/exr/facts/gabnab.htm>):

- Általános hitelfelvételi megállapodás (General Arrangements to Borrow, GAB)
 - Az IMF 11 ipari legfejlettebb országtól (jegybankoktól) vett fel hitelt (millió SDR):



Forrás: saját szerkesztés, www.imf.org.

- Új hitelfelvételi megállapodás (New Arrangements to Borrow, NAB: 1995 G-7 Halifax csúcstalálkozó után):
 - 85 százalékos szavazati többség mellett legfeljebb 6 havonta forrás gyűjtés a donor tagországoktól (millió SDR):



Forrás: saját szerkesztés, www.imf.org.

IMF hitelezési program (<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/howlend.htm>)

- Rendelkezésre állás (Stand-by Arrangements, SBA)
 - rövid távú fizetési mérleg problémák
 - jellemzően 12-24 hónapon át váltja ki a piaci finanszírozást, majd 3¼-5 év alatt törlesztik (kötvénykibocsátásból)
 - lehet elővigyázatossági is, ha a körülmények gyorsan romlanának
- Kiegészített megállapodás (Extended Arrangements, EFF)
 - közép- vagy hosszú távú fizetési problémák
 - alapvető gazdaságpolitikai reformokra van szükség
 - 3-4 éven át finanszíroz, a visszafizetés 4½–10 évig tarthat
- Rugalmas hitelkeret (Flexible Credit Line, FCL)
 - stabil makro-fundamentumokkal rendelkező országok számára, ahol eleve meggyőző múltbeli gazdaságpolitikai teljesítményt mutattak fel

- 1-2 éves finanszírozás
- **Megelőző és likviditási hitelkeret** (Precautionary and Liquidity Line, PLL)
 - stabil fundamentális háttérrel rendelkező országok, amelyeket károsan érinthet egy más országból begyűrűződő válság, de nem szükséges gazdaságpolitika kiigazító lépéseket tenniük
 - 6 hónaptól 1-2 évig terjedhet
- **Kiegészített hitelkeret** (The Extended Credit Facility, ECF)
 - Szegény országok számára
 - a kamatlábat két évente állapítják meg újra
 - középtávú támogatás
 - elhúzódó fizetési mérleg problémák kezelésére
 - türelmi időszak 5½ évig, a lejárat 10 évig tart

SDR (Special Drawing Rights)

Az SDR az IMF virtuális kosárdevizája, ebben végzik:

- elszámolásokat, kvóták megállapítását
 - hitelnnyújtást
 - forrásgyűjtést
- Az SDR használatával az IMF működése nincs kiszolgáltatva egy deviza árfolyamváltozásának, valamint a nagyobb tagok részben képesek saját devizájukkal is hitelt nyújtani az IMF-nek.
 - **SDR kosár összetétele 2015 óta:**
 - **U.S. dollar** 41,73%
 - **Euro** 30,93%
 - **Chinese renminbi** 10,92%
 - **Japanese yen** 8,33%
 - **Pound sterling** 8,09%
 - **SDR kamatláb:** a kosárban szereplő devizák rövid lejáratú állampapírjainak kamatait a fentiek szerint súlyozzák, egy 5 bázispontos alaphoz adva hozzá.

Európai Stabilitási Mechanizmus – European Stability Mechanism (ESM)

Mennyire volt felkészülve az Euro övezet egy tagállam államcsődjére 2008 -ban?

- Az Európai Unió tagországai által életre hívott euróövezet a létrehozásakor nem rendelkezett a bank- és államadósság-válságok kezelésére alkalmas intézményi és pénzügyi háttérrel.
 - A 2008-ban kezdődő nagy globális pénzügyi válság hatásait így kezdetben a Nemzetközi Valutaalap (IMF) -forrásokból és ad-hoc kormányközi hitelekkel próbálták kezelni a tagországok.
- A későbbiekben ez politikailag és pénzügyileg is elégtelennek bizonyult
 - szükségessé vált egy állandó, e célra létrehozott pénzalap 2010-ben átmenetileg életre hívott Európai Pénzügyi Stabilitási Mechanizmus (Tanács 407/2010/EU rendelete), majd az azt leváltó állandó Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM) megteremtése is.
- Az Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM) 2012-es létrehozása az uniós jogon kívül, nemzetközi szerződésen alapulva (az Európai Bíróság Pringle-ügyben hozott későbbi döntésével összhangban) az euróövezet stabilitásának védelmére, a gazdaságpolitika eszközeként történt.

- euróövezetnek egyszerre kell biztosítania az Optimális Valutaövezet elméletéből fakadó **szabad tőkeáramlást**, a monetáris trilemmából fakadóan a **devizaárfolyamok visszavonhatatlan rögzítését** és a **közös monetáris politika** fenntartását,
 - miközben érvényben vannak a kilépésnek, a ki nem mentésnek és az államcsőd tilalmára vonatkozó rendelkezések is.
- A szabad tőkeáramlás és a szolgáltatások szabad nyújtása nyomán anyabanki hálózatokon keresztül a pénzügyi válságok könnyebben terjednek. **A makroprudenciális politika célja ezért a rendszerszintű válságok, a hitelezés túlhevülésének, a likviditási kockázatoknak és a kockázatvállalás túlzott szintjének elkerülése.**
 - Az elsősorban eurózónára fókuszáló **Bankunió** ezt célozza a rendszerszinten szignifikáns bankok közvetlen felügyeletén (Single Supervisory Mechanism), a közös szanálási alapon és betétbiztosítási alapon keresztül.
 - ESM által nyújtott források egy részét szintén a bankkonszolidációra fordították a recipiens országok.
- Az euróövezetet megalapozó **Maastrichti kritériumok** tartalmazták a hosszú távú kötvényhozamok konvergenciájának szükségességét, azonban ennek megfordulása lehetséges.
 - eurózónatagok eltérő adósminősítés mellett bocsátják ki kötvényeiket (szabadon szóródva a B- és az AAA-minősítés között) → a kockázatvállalási hajlam globális romlása kockázatkerülési csapdához vezethet → megnövelve az alacsony kockázatú eszközök iránti keresletet, nulla közelébe mérsékelve azok hozamát
 - ez önmagában is növelheti az AAA-minősítésű tagállamokhoz mért hozamkülönbséget
- A kötvényhozamokra természetesen a monetáris politika **transzmissziós mechanizmus kamatsatornájának** is hatnia kell, akár repo-, akár végleges adásvételügyletekről van szó. A nulla közeli irányadó kamatláb bevezetésével párhuzamosan az Európai Központi Bank (ECB) előbb hosszabb **repoműveleteket** vezetett be, majd 2010-től a tagállami jegybankokkal közösen **kötvénvásárlási programok** sorozatát folytatta le,
 - amely egyaránt kiterjedt az eszközfedezetű (ABS)
 - és lakossági, illetve kereskedelmi jelzálog fedezetű kötvényekre (MBS),
 - valamint a másodlagos piacokon vásárolt államkötvényekre – különösen a 2015-ös évtől.

Az ECB által birtokolt kötvények állományának alakulása



Forrás: saját szerkesztés, ECB mérlegstatisztikák

Az ECB emellett az **Outright Monetary Transactions (OMT) program** keretében államkötvényeket vásárol abban az esetben,

- HA az érintett euróövezeti tagállam az ESM (vagy korábban EFSF) -finanszírozásban részesül a Bizottsággal előzetesen megkötött megállapodás (Memorandum of Understanding) alapján,
- és betartja azok gazdaságpolitikára vonatkozó feltételeit.

ESM Forrásgyűjtés

- **kötvényt bocsáthat ki** különböző rövid (3-6 hónap) és hosszú (45 évig) lejáratokra összesen **500 milliárd euró** értékben,
 - amelyekre az eurozóna tagállamai 80 milliárd eurónyi készfizető kezességet vállalnak
 - jelenleg ebből **369,31 milliárd euró** van kihitelezve
- ESM kötvények hivatalosan szuverén, nemzetközi szervezet (Sovereign, Supranational, Agency – SSA) által végrehajtott kibocsátásnak minősülnek,
 - amelyekre 0 százalékos kockázati súlyozás érvényes a Bázeli II-es szabályozás alapján
 - az Európai Bankszövetség „különösen jó minőségű likvideszközként” kategorizálja,
 - valamint az ECB és a Bank of England is elfogadja fedezetként
- világszerte **41 intézményi befektetőn keresztül értékesíti az ESM**, míg bankrendszer feltőkésítéséhez kibocsátott rövid lejáratú kötvényeket csak repoügyletek fedezeteként tartják felhasználhatónak
- a kibocsátott kötvények kamatlábai épülnek be a recipiens országoknak nyújtott hitelek kamataiba az ESM működését biztosító jutalék és a rendelkezésre állási díj mellett
 - így az ESM **nem rendelkezik kamatkockázattal**

ESM Hitelezés

- Az államadósság finanszírozási vagy bankkonszolidációs nehézségekkel küzdő tagállamok számára az ESM nyújthat **legfeljebb 500 milliárd eurós hitelkeretéből** hitelt.
 - hitelek **szigorú feltételhez kötöttek**, amelyeket az Európai Bizottság szab meg, és 85 százalékos szavazati arányban lehet megítélni
 - ezt követően a hitelszerződés végrehajtását, az éves költségvetések tervezését és végrehajtásának ellenőrzését is a Bizottság felügyeli és hagyja jóvá
- A hitelek futamideje rendkívül hosszú, a **törlesztés 19 év múlva kezdődhet és 23 éven át tarthat.**
 - ezáltal komoly államadósságok lejáratát is szét lehet húzni időben annyira, hogy egy-egy évben csak nagyon kis hányaduk járjon le, amelynek a piaci alapú finanszírozása már nem jelent problémát a tagállam számára
- A hitel feltételeként jellemzően;
 - a tagállam bankrendszerének konszolidálását, áramvonalasítását,
 - a központi költségvetés konszolidálását,
 - átfogó gazdaságpolitikai reformokat,
 - az intézményrendszer megerősítését és privatizációt várnak el.
- Az ESM **változó kamatozás mellett nyújtott hitelt** (ez alól kivétel a 2018-ban módosított görög konstrukció), így függetlenül magától a piaci kamatkockázattól.
 - évtizedeket felölelő, adott akár fél évszázados keretet átfogó programokat indított,
 - miközben a recipiens országok gazdaságpolitikája szigorú felügyelet alá került a hitelek 75 százaléka törlesztéséig
 - **valamennyi érintett tagállam képes volt visszatérni a közvetlen tőkepiaci finanszírozáshoz, ami a program elfogadottságára utal**

Mely tagállamok részesültek ESM hitelben?

- Az ESM több csatornán keresztül képes finanszírozási segítséget nyújtani a tagállamok számára:
 - **hagyományos hitelnyújtás** (ebben volt érintett Írország, Portugália, Görögország és Ciprus)
 - mellett a **bankrendszer feltőkésítésére** is lehet hitelt felvenni (mint Spanyolország),
 - míg az **elsődleges és másodlagos piacokon történő államkötvény-vásárlások**, valamint az **elővigyázatossági hitelkeretek** programjait eddig senki nem vette igénybe.

Példák:

- **Görögország** 2018-ban tért vissza teljes mértékben a piaci finanszírozáshoz, az első válságkezelést célzó 2010-es hitelmegállapodás után
 - 52,9 milliárd euró bilaterális hitelben, valamint 20,1 milliárd euró IMF-hitelben részesültek, amit 2012–2015 között az EFSF 141,8 milliárd eurós (valamint az IMF újabb 12 milliárd eurós) csomagja majd az ESM keretében allokált további 61,9 milliárd euró követett
 - EFSF esetében ki kell emelni a magánszektor (elsősorban bankok) bevonását a válságkezelésbe: 2012 májusában a magánkézben lévő kötvények 97 %-át (197 milliárd euró) érintette egy 53,5 %-os haircut, amelynek keretében EFSF-kötvényekre cserélték a görög államkötvényeket, amelyeknek később kitolták a lejáratát is.
 - Ezután a görög államadósság 55 %-a ESM-finanszírozás alá került 32,25 éves átlagos lejáratú idővel és 2034–2060 közé eső törlesztéssel
 - 2018 novemberében az EFSF-források átlagos súlyozott lejáratának kitolását határozták el további tíz évvel, ami az egyébként is alacsony változó hitelkamatlábak (átlagosan 1,62 százalék) rögzített cserélésével komoly adósságcsökkenést eredményezhet 2060-ig.
 - Az ESM-források
 - 58 %-át adósságszolgálatra,
 - 18 %-át készpénztartalék képzésére,
 - 11,3 %-át a késedelmes elszámolások kezelésére,
 - 8,7 %-át a bankok feltőkésítésére fordították.
- **Ciprus** 2012-ban fordult előbb az IMF-hez (1 milliárd euró), majd az ESM-hez 6,3 milliárd euró értékben, 14,9 év átlagos lejáratú idejű hitelhez jutva, amelyet 2026 és 2031 között kell törleszteniük, átlagosan 0,91 százalékos változó kamatláb mellett.
 - a hitelkeretből 1,5 milliárd eurót a **bankrendszer feltőkésítésére** használtak
- **Portugália** 2011 és 2014 között szorult rá az IMF-EFSF-ESM támogatására, összesen 26-26 milliárd euró értékben,
 - amelyből 12 milliárd eurót a **három nagybank feltőkésítésére** használt fel
 - hitelek kamatozása változó, átlagosan 1,76 százalék, átlagos lejáratú ideje 20,8 év, 2025–2040 közötti törlesztéssel.
- **Írország** 2010 és 2012 között szorult rá az IMF (22,5 milliárd euró), az Európai Bizottság (22,5 milliárd euró), az EFSF (17,7 milliárd euró), valamint az Egyesült Királyság (3,8 milliárd euró), Svédország (0,6 milliárd euró) és Dánia (0,4 milliárd euró) által nyújtott hitelekre. Az EFSF-től kapott hitelek átlagos lejáratú ideje 20,8 év, törlesztésére 2029 és 2042 között kerül sor, míg a változó kamatlábak legutóbb 1,79 százalékot tettek ki. A forrásokat
 - túlnyomó részt **költségvetési deficit fedezésére**,

- kisebb részt a **bankrendszer feltőkésítésére** használták
- **Spanyolország** esetében az ESM-forrásokat kizárólag a **bankrendszer feltőkésítésére** használták, összesen 41,3 milliárd euró értékben 2012 és 2013 között, 2025 és 2027 körüli lejáratú (a változó kamatozású hitel átlagos kamatlába 1,11 százalék), 2022-ben induló tőketörlesztés mellett, melyből azonban mára önként törlesztett 17,612 milliárd euró.
 - IMF nem került bevonásra, miután abban az időben nem rendelkezett bank feltőkésítésére alkalmas konstrukcióval.
 - ESM-től érkező forrásokat a spanyol állami feltőkésítési alap végezte, összesen 8 bankot érintve, és létrehozta egy eszközkezelő alapot is

Milyen különbségek vannak az ESM és az IMF hitelezési politikája között?

- IMF-et partnerként eddig mindig bevonta az Európai Bizottság a válságkezelés folyamatába
 - ezt indokolja az eurózóna-tagállamok magas kvótája és így komoly szavazati súlya, valamint hitelkerete
 - IMF-en belül a legutóbbi, 2008-ban elfogadott 15. módosítás szerint 19 %-os részesedést jelent (USA 14,7 %), ami 103,8 milliárd SDR-t jelent
 - Emellett az eurózóna-tagországok az IMF finanszírozási hátterét adó NAB (New Arrangements to Borrow) és GAB (General Arrangements to Borrow) kereteknek a 36, illetve 26 %-át nyújtják
 - de a 2. világháborút követő újjáépítéstől és néhány rövid kitérőtől eltekintve az IMF tevékenységének fókuszában nem az európai és azon belül is az euróövezetet alkotó országok álltak
- Ebből a szempontból érthető az Ecofin majd az Európai Bizottság elköteleződése egy saját (sőt, a bankszanálási alappal együtt több) válságkezelő alap felállításának irányába.
- lényeges különbség, hogy az ESM bevallottan nem rendelkezik önálló döntési kompetenciákkal, kizárólag a források rendelkezésre állásáért felel
- IMF a tagországoktól felvett hitelt legfeljebb évtizedes futamidő mellett hitelezi ki
- ESM az általa tagállami garanciavállalás mellett kibocsátott kötvényekből gyűjtött tőkét akár fél évszázados visszafizetés mellett is kihitelezheti

Az IMF- és ESM-hitelezés különbségei

	IMF	ESM
Hitelnyújtás időtartama (és törlesztése)	Rendelkezésre állás (SBA): 1–2 év (3¼–5 év) Kiegészített (EFF): 3–4 év (4½–10 év) Rugalmas (FCL): 1–2 év (3½–5 év) Elővigyázatossági (PLL): 0,5–2 év	2–3 év (~20 év türelmi idő, 45 év a végső törlesztés)
Hitelnyújtás devizája	SDR (41,71% USD, 30,93% EUR, 10,92 RMB, 8,33 JPY, 8,09% GBP)	EUR
Döntési mechanizmus	Kvóták alapján	Európai Bizottság, Ecofin 85%-os minősített többsége
Finanszírozás	Tagországok hitele (General Arrangements to Borrow és New Arrangements to Borrow), 85%-os minősített többséggel hozzáférhető	Tagországok garanciavállalása (80 milliárd EUR) mellett kötvény kibocsátás (500 milliárd EUR)

Megjegyzés: a szegény országoknak történő hitelezés nélkül

Forrás: Kiss G. D. – Csiki M. – Varga J. Z. (2019): Az IMF és az ESM összehasonlítása, az euróövezet kötvénypiaci felárainak példáján. PÉNZÜGYI SZEMLE/PUBLIC FINANCE QUARTERLY 64 : 2 pp. 281-296.

Források:

Kiss G. D. – Csiki M. – Varga J. Z. (2019): Az IMF és az ESM összehasonlítása, az euróövezet kötvénypiaci felárainak példáján. *PÉNZÜGYI SZEMLE/PUBLIC FINANCE QUARTERLY* 64 : 2 pp. 281-296.

IMF:

<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/quotas.htm>

<https://www.imf.org/external/np/exr/facts/gabnab.htm>

ESM:

<https://www.esm.europa.eu/>

Önellenőrző kérdések:

1. Mit reprezentál az IMF-kvóta?
2. Hogyan gyűjti az IMF a forrásait?
3. Milyen különbségek vannak az IMF és az ESM által nyújtott hitelek között?
4. Mely országok az IMF legnagyobb hitelezői?
5. Mely országok kaptak segítséget az ESM (én annak jogelődjei) programjainak keretében?
6. Milyen különbségeket találhatunk az ESM és az IMF döntéshozatalában?
7. Hogyan finanszírozzák az ESM-et?
8. Mennyiben beszélhetünk az ESM kapcsán eurokötvényről?

Jelen tananyag a Szegedi Tudományegyetemen készült az Európai Unió támogatásával. Projekt azonosító: EFOP-3.4.3-16-2016-00014

