

Dani Ákos

**Válság és alternatívakeresés: a nemzetközi monetáris
rendszer a XXI. század elején**

Világgazdasági Intézet

Témavezető:

Benczes István, Dr. habil
egyetemi tanár

A Bíráló Bizottság névsora:

© Dani Ákos

Budapesti Corvinus Egyetem
Nemzetközi Kapcsolatok Doktori Iskola

**Válság és alternatívakeresés: a nemzetközi monetáris rendszer a
XXI. század elején**

doktori értekezés

Dani Ákos

Budapest, 2015

Tartalomjegyzék

Tartalomjegyzék.....	5
Ábrák jegyzéke.....	7
Táblázatok jegyzéke.....	9
Rövidítések jegyzéke	10
1 Bevezetés és elméleti keret	13
1.1 A témaválasztás háttere és hipotézisek.....	13
1.2 A dolgozat módszertana	19
1.3 A nemzetközi monetáris rendszer definíciója	21
1.4 A valuta nemzetköziesedésének feltételei	26
1.5 A monetáris hatalom fogalma és a nemzetközi valuta szerephez köthető előnyök és hátrányok.....	32
2 A nemzetközi monetáris rendszer története.....	42
2.1 A klasszikus aranystandard-rendszer	42
2.1.1 A klasszikus aranystandard-rendszer létrejötte	42
2.1.2 Az aranyalapú rendszer működése.....	45
2.2 A két világháború közötti időszak.....	49
2.2.1 A lebegő árfolyamok és a restaurált aranystandard-rendszer	49
2.2.2 A világgazdasági válság és a nemzetközi monetáris rendszer	52
2.2.3 A dollár és a font párharca	55
2.3 A Bretton Woods-i rendszer.....	58
2.3.1 A dollár kulcsvalutává emelése.....	58
2.3.2 A rendszer működése a konvertibilitás bevezetéséig.....	59
2.3.3 A bizalmi probléma és a rendszer válsága	60
2.3.4 A dollár válsága és a rendszer felbomlása	65
2.4 A szabadon lebegő árfolyamokra épülő rendszer.....	67
2.5 Következtetések.....	69
3 A nemzetközi monetáris rendszer az ezredfordulótól	72
3.1 A világgazdasági erőviszonyok eltolódása.....	72
3.2 A valutatartalékok felhalmozásának trendje	79
3.3 A globális egyensúlytalanságok kialakulása a XXI. század elején	86
3.4 A globális egyensúlytalanságok kiépülését magyarázó elméletek	90
3.5 Az Egyesült Államok eladósodása a kilencvenes évektől.....	99

3.6	Az amerikai monetáris politika: expanzió és krízis.....	105
4	A nemzetközi monetáris rendszer koncentrációjának változása.....	111
5	Az euró mint a dollár vetélytársa.....	120
5.1	Az euró nemzetközi helyzetével kapcsolatos vélemények.....	120
5.2	Infláció és monetáris politika az euróövezetben	124
5.3	Az eurózóna nemzetközi érdekérvényesítő képessége.....	128
5.4	Az eurózóna pénzügyi piacai.....	134
5.5	Összefoglalás: tartós patrícius valuta pozíció	142
6	A renminbi mint feltörekvő valuta	144
6.1	A kínai valuta jelenlegi nemzetközi szerepe	144
6.2	A kínai infláció alakulása	148
6.3	A kínai tőkekorlátozások és a pénzügyi rendszer fejlettsége	155
6.4	Összefoglalás.....	161
7	Konklúzió, a hipotézisek értékelése	163
8	Hivatkozások jegyzéke	168
9	A témakörrel kapcsolatos saját publikációk	181

Ábrák jegyzéke

1. ábra: A világtermelésben betöltött részarány (PPP alapon, százalék)	74
2. ábra: A világtermelésben betöltött részarány (folyó áron, százalék)	75
3. ábra: Középtávú GDP-előrejelzés a Nemzetközi Valutaalap növekedési adatai alapján (2013=100)	76
4. ábra: Részarány a nemzetközi árukereskedelemben (folyó áron számított dollár alapján, százalék)	77
5. ábra: A devizatartalékok alakulása (milliárd dollár)	85
6. ábra: A folyó fizetési mérleg egyenlegek alakulása 2001 és 2014 között (milliárd dollár)	90
7. ábra: Az újjáéledt Bretton Woods (Bretton Woods II) vázlat	92
8. ábra: Az Egyesült Államok államháztartásának és folyó fizetési mérlegének egyenlege (a GDP százalékában)	103
9. ábra: Az Egyesült Államok nettó nemzetközi beruházási pozíciója a GDP százalékában.....	104
10. ábra: Az irányadó Fed-kamatláb, a Taylor-szabály által sugallt kamatláb és az inflációs előrejelzéssel számított Taylor-szabállyal kalkulált irányadó ráta alakulása 2000 és 2009 között	108
11. ábra: A globális egyensúlytalanságok, a pénzügyi liberalizáció és a 2008-as válság közötti interakciók	109
12. ábra: A nemzetközi devizapiaci forgalomban betöltött részarány (a teljes forgalom %-ában).....	115
13. ábra: A nemzetközi hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állományának devizális összetétele (a folyó árfolyamon számított dollár adatok alapján, a teljes %-ában).....	116
14. ábra: A devizatartalékok globális állományának devizális összetétele (a teljes állomány %-ában)	117
15. ábra: Az éves inflációs ráta alakulása az eurózónában és az Egyesült Államokban (százalék).....	126
16. ábra: A tízéves államkötvények másodpiaci hozamának alakulása (százalék)..	137
17. ábra: A kínai inflációs ráta (CPI) alakulása (%)	150

18. ábra: A külső kötelezettségek és eszközök értéke a kínai gazdaságban (milliárd dollár)	157
19. ábra: A külső kötelezettségek és eszközök értéke a kínai gazdaságban (a GDP százalékában)	158
20. ábra: A külső kötelezettségek és eszközök állománya (milliárd dollár, 2014Q4)	159
21. ábra: A külső kötelezettségek és eszközök állománya a GDP százalékában.....	160

Táblázatok jegyzéke

1. táblázat: A nemzetközi valuták funkciói.....	26
2. táblázat: Egy állam valutájának nemzetköziesedéséhez szükséges tényezők.....	31
3. táblázat: Egy nemzetközi valuta kibocsátásából származó hasznok és költségek .	36
4. táblázat: Az ismert hivatalos tartalékok aránya	48
5. táblázat: A legnagyobb gazdaságok sorrendje (PPP alapú GDP alapján)	79
6. táblázat: A valutatartalékok tényleges és megfelelőnek tekinthető értéke (milliárd dollár).....	83
7. táblázat: A globális egyensúlytalanságok kialakulását magyarázó elméletek összefoglalása.....	97
8. táblázat: Az amerikai háborús kiadások, az automatikus stabilizátorok és az élénkítő csomag hatása a szövetségi költségvetésre (milliárd dollár).....	101
9. táblázat: Az Egyesült Államok nettó nemzetközi beruházói pozíciója három kiválasztott évben (millió dollár)	105
10. táblázat: A vizsgált három szempont összegzése a CR koncentrációs arányszám segítségével	117
11. táblázat: A vizsgált három szempont összegzése a Herfindahl-Hirschmann index segítségével	118
12. táblázat: Az IMF kvóta alakulása (a teljes százalékában).....	130
13. táblázat: A katonai kiadások alakulása 2014-ben	133
14. táblázat: Az összes kibocsátott állampapír állománya (milliárd euró)	138
15. táblázat: Az eurózónát alkotó országok hosszú távú szuverén adósságának hitelminősítói értékelése (abszolút értékelés és az értékelési skálán elfoglalt pozíció)	141
16. táblázat: A kínai jegybank által kötött devizacsere-megállapodások	153
17. táblázat: A Chinn – Ito index alakulása	156

Rövidítések jegyzéke

ADB	Asian Development Bank; Ázsiai Fejlesztési Bank
AREAER	Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions
ARRA	American Recovery and Reinvestment Act
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations; Délkelet-ázsiai Nemzetek Szövetsége
BEA	Bureau of Economic Analysis; Közgazdasági Elemzési Iroda
BIS	Bank for International Settlements; Nemzetközi Fizetések Bankja
BRIC	Brazil, Russia, India, China; Brazília, Oroszország, India és Kína
CBO	Congressional Budget Office; Kongresszusi Költségvetési Hivatal
COFER	Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves
EKB	Európai Központi Bank
EKSZ	Európai Külügyi Szolgálat
ENSZ	Egyesült Nemzetek Szervezete
EPU	European Payments Union; Európai Fizetési Unió
EU	European Union; Európai Unió
IMD	International Institute for Management Development
IMF	International Monetary Fund; Nemzetközi Valutaalap
FDI	Foreign Direct Investment; külföldi közvetlen beruházás
FINTEC	Financial Integration Composite
G5	Group of Five, (Franciaország, Egyesült Államok, Nagy-Britannia, Japán, Német Szövetségi Köztársaság)
G7	Group of Seven, a hét legfejlettebb ország csoportja
G20	Group of Twenty, a világ 19 legnagyobb gazdasága és az Európai Unió
GDP	gross domestic product; bruttó hazai termék
GMU	Gazdasági és Monetáris Unió

HICP	Harmonised Index of Consumer Prices; harmonizált fogyasztói árindex
KAOPEN	Chinn-Ito index
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development; Gazdasági Együtműködési és Fejlesztési Szervezet
OMT	Outright Monetary Transactions, az EKB értékpapír vásárlási ügyletei
PPP	purchasing power parity; vásárlóerő-paritás
SDR	special drawing rights; különleges lehívási jogok
SIPRI	Stockholm International Peace Research Institute
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development; ENSZ Kereskedelmi és Fejlesztési Konferenciája
USA	United States of America; Amerikai Egyesült Államok
VAR	vector autoregression; vektor autoregresszió
WEO	World Economic Outlook; Világgazdasági Kilátások
WTO	World Trade Organization; Világkereskedelmi Szervezet

Köszönetnyilvánítás

Szeretnék köszönetet mondani konzulensemnek Dr. Benczes Istvánnak, hogy kutatásvezetőmként az elmúlt években számos teendője mellett is tudott időt szakítani arra, hogy munkámat elősegítse. Szintén köszönettel tartozom a Nemzetközi Kapcsolatok Doktori Iskola Világgazdasági Alprogram programigazgatójának, Dr. Blahó Andrásnak, hogy doktori tanulmányaim alatt végig támogatott. Köszönettel tartozom továbbá tanácsaikért Dr. Tőrös Ágnesnek, Dr. Kutasi Gábornak és Dr. Vigvári Gábornak. Végül, de nem utolsósorban köszönettel tartozom családomnak, hogy türelmesen mellettem álltak és támogató környezetet biztosítottak nekem.

A szerző

1 Bevezetés és elméleti keret

1.1 A témaválasztás háttere és hipotézisek

2009 márciusában, vagyis mintegy fél évvel a Lehman Brothers amerikai bankház csődje után a kínai jegybank honlapján nagy visszhangot kiváltó esszét jelentetett meg az intézmény vezetője. (Zhou [2009]) Az írás érvelése szerint a dolláralapú nemzetközi monetáris rendszer komoly terhet jelent a világgazdaság számára, hosszabb távon pedig nem fenntartható. Az alapvető problémát az jelenti, hogy a nemzetközi monetáris rendszerben nemzetállamok által kibocsátott valuták töltik be a tartalékvaluta szerepkört. A jelenlegi rendszerrel ellentétben a világ pénzügyi stabilitását és a világgazdaság tartós bővülését elősegítő tartalékvalutának stabilnak, kibocsátásának szabályalapúnak és irányíthatónak kell lennie.

Nem csupán a kínai feltörekvő hatalom részéről fogalmazódtak meg fenntartások a nemzetközi monetáris rendszerrel kapcsolatban, hanem az Egyesült Államokban is megerősödtek a rendszer gyengeségeit kiemelő hangok, amelyek egyúttal a dollár szerepének visszaszorulását vetítik előre. Eichengreen [2009] konklúziójában hangsúlyozza, hogy bár az amerikai dollár a közeli jövőben is a világ vezető tartalékvalutája marad, de dominanciája párhuzamosan az Egyesült Államok hatalmi pozíciójának visszaszorulásával, csökkenésre van ítélve. Potenciális kihívóként egyrészt a jelenleg is komoly nemzetközi szerepet játszó európai egységes valuta, az euró említhető, míg a kínai renminbi hosszabb távon jöhet szóba, különösen az ázsiai régióban.

Cohen [2011] tanulmánya szerint az amerikai dollár pozíciója a világban visszaszorulóban van és a világgazdaság egy vezető valuta nélküli monetáris rendszer irányába halad. A folyamatok egy, a jelenleginél fragmentáltabb rendszer kialakulását valószínűsítik, amelyben több vezető valuta verseng egymással a világ különböző részein. A vezető szerepért folytatott küzdelem különösen a Közel-Keleten és Kelet-Ázsiában lehet kiélezett. Az angol font visszaszorulásához hasonlóan a végső győztes, azaz egy új vezető valuta felemelkedéséig akár több évtized is eltelhet. Egy több lábbon álló nemzetközi monetáris rendszer kialakulását valószínűsíti a Világbank is. (World Bank [2011]) A legvalószínűbbnek tartott

szcenárió szerint 2025-re a dollár mellett az euró és a kínai jüan megközelítőleg azonos szerepet fog játszani a világgazdaságban, így a dollár jelenlegi domináns szerepe csökkenésre van ítélve.

2015-ből visszatekintve Nixon amerikai elnök 1971-ben hozott döntése, amely értelmében feloldották a dollár aranyhoz történő rögzítését, azaz megszűnt a 35 dollár/uncia áron történő átváltás lehetősége nem csupán a Bretton Woods-i rendszer végét jelentette, hanem bizonyos értelemben mindenfajta nemzetközi monetáris rendszer lezárultát is maga után hozta. Az első világháború előtt sikeresen működtetett klasszikus aranystandard-rendszer, majd az első világháború után restaurált, földrajzi kiterjedtségét tekintve szűkebb és felemás eredményeket hozó aranystandard és az 1944-ben létrehozott Bretton Woods-i rendszer után az 1971 utáni évtizedeket a „nem-rendszer” fogalmával illethetjük. (Mateos y Lago et al [2009]) Ezzel azt kívánjuk kifejezésre juttatni, hogy az elmúlt évtizedek nemzetközi monetáris rendszerére sem átfogó nemzetközi megállapodás, sem egy domináns árfolyamrendszer, sem a jegybankok által széles körben elfogadott játékszabályok nem nyomták rá a bélyegüket. Amennyiben ki kellene emelnünk egy elemet, ami összetartotta az elmúlt évtizedek rendszerét, az az amerikai valuta, vagyis a „zöldhasú” lenne¹. Az egyes elemzések szerint már a múlt század huszas éveitől, de a második világháború után egyértelműen egyeduralkodó amerikai dollár vezető szerepe töretlen maradt a Bretton Woods-i rendszer bukása után is. (Eichengreen [2011]) A kereskedelmi ügyletek nagy részét amerikai dollárban bonyolították le az elmúlt évtizedekben, a jegybankok devizatartalékaik felhalmozása során nagyobb részt, 60-70 százalékos arányban a zöldhasúban halmozták fel külföldi eszközeiket. A saját valutában eladósodni képtelen, de az „eredendő bűn”-re olyannyira fogékony feltörekvő és fejlődő államok dollárban bocsátották ki kötvényeiket. A devizapiaci műveletek lebonyolításában még mindig a dollár az első számú pénznem. Az amerikai valuta így bár időszakonként eltérő mértékű előnnyel és különböző regionális súlypontokkal, de továbbra is a világgazdaság legfontosabb nemzetközi valutája, azaz kulcsvalutája maradt. A hetvenes, nyolcvanas és kilencvenes években létező potenciális vetélytársak, így például a német márka és a japán jen nem voltak képesek még megközelíteni sem a dollár nemzetközi szerepét.

¹ az amerikai valuta dominanciája miatt beszélnek sokan bizalmon alapuló dollárrendszerről (fiduciary dollar standard), lásd például ENSZ [2009]

Az ezredfordulótól kezdődően azonban többen is a dollár közeljövőben várható gyengülő befolyásáról értekeztek. (Chinn – Frankel [2008], Portes – Rey [1998]) A hidegháború lezárultával a kilencvenes évektől az amerikai katonai és gazdasági hatalom által garantált biztonság már nem volt olyan vonzó. A feltörekvő ázsiai és más országok gyors gazdasági növekedése miatt az Egyesült Államok gazdasági súlya évek óta csökkenő tendenciát mutat. Az európai egységes valuta, vagyis az euró bevezetésével a gazdaságtörténetben először jelent meg életképes alternatíva a dollárral szemben. Bár az Egyesült Államok már a nyolcvanas években nettó adóssá vált, az eladósodási folyamat érdemi felgyorsulása a XXI. század elejére tehető. Az állam és a magánszféra párhuzamos eladósodása, az állami költségvetés és a folyó fizetési mérleg hiánya felerősítették a dollár vezető nemzetközi szerepének hosszú távú életképességét megkérdőjelező hangokat. Az Egyesült Államokból kiinduló és a Lehman Brothers 2008-as csődjével felgyorsuló globális gazdasági válság még inkább ráirányította a figyelmet a dollár gyengeségére és tágabb értelemben a nemzetközi monetáris rendszer hiányosságaira. Ennek az időszaknak a terméke a már említett, a kínai jegybankelnök tollából született esszé is.

A 2008-as válság után egyúttal kiderült az is, hogy az Egyesült Államok továbbra is profitál a dollár kulcsvaluta szerepköréből. 2008 második félévében nettó tőkebeáramlást regisztrált a világ legnagyobb gazdasága és a dollár erősödni tudott, annak ellenére, hogy maga a válság az amerikai gazdaság jelzálogpiaci nehézségeiből indult ki. A kontraszt szembetűnő, amennyiben az eurózóna 2010 tavaszán kitört válságával vonunk párhuzamot. A görög államháztartás valós helyzetének megismerése és az állampapírpiac befagyását követő időszakban az euró árfolyama érdemben leértékelődött a dollárhoz képest.

A nemzetközi monetáris rendszerbe vetett bizalom erodálódását érzékelteti a feltörekvő országok gyors ütemű valutatartalék-felhalmozása, ami a kilencvenes évek végétől jellemzi a világgazdaságot és amit a 2008-as krízis is csupán átmenetileg tört meg. Az ázsiai válságból leszűrt tapasztalatok és az alulértékelt valutaárfolyamra támaszkodó gazdaságpolitika melléktermékeként a korábbiaknál jóval nagyobb mértékű tartalékokat halmoztak fel a feltörekvő, elsősorban ázsiai államok. (Wijnholds – Sondergaard [2007]) A nyolcvanas, kilencvenes évek válságai után számos ország a valutatartalékok növelésében látta a válságok elkerülésének zálogát, különösen az erős makrogazdasági fundamentumokkal bíró ázsiai

országokat érintő kilencvenes évek végi krízist követően. (ENSZ [2009]) A nemzetközi monetáris rendszer még Bretton Woods-ban kialakított intézményrendszerében, így elsősorban a Nemzetközi Valutaalap tanácsaiban megingott bizalom arra ösztönözte az érintett országokat, hogy az „önsegélyben”, vagyis a külföldi devizára szóló követelések növelésében keressék a válságok elkerülésének eszközeit.

A dollár kulcsvaluta szerepének köszönhetően a devizatartalékok nagy részét dollárban denominált likvid eszközökben, elsősorban az Egyesült Államok által kibocsátott államkötvényekbe fektették be a központi bankok. Az amerikai privilégium így az alacsony kamatszinten keresztül jutott érvényre a kétezres években. Az alacsony kamatok pedig támogatták a gazdasági szereplők, vagyis az amerikai állam és a lakosság eladósodását. Előbbi esetében a gazdaság élénkítését célzó adócsökkentéseket és a háborús, katonai kiadások növekedését finanszírozta az amerikai állam az adósság emelkedésén keresztül. A lakosság esetén a lakásvásárlást célzó hitelfelvételben, vagyis a jelzálogpiac felfutásában és az értékpapírosodásban öltött testet a túlzott eladósodás.

A világgazdaság szintjén vizsgálva az Egyesült Államok eladósodását és a feltörekvő országok tartalékfelhalmozását a globális egyensúlytalanságok témaköréhez érkezőnk. A 2000-as években fokozatosan növekvő, majd 2007-ben csúcsra ért globális egyensúlytalanságok csupán a 2008-as válságot követően enyhültek. Az alulértékelt valutaárfolyamot fenntartó ázsiai országok és az olajexportáló államok egyre növekvő folyó fizetési mérleg többletet halmoztak fel a 2000-es évek elején, ami egyrészt a devizatartalékok felhalmozásához vezetett, másrészt az Egyesült Államok, mint a világgazdaság „végső fogyasztó” országa eladósodásában csapódott le.

A globális egyensúlytalanságok a válság kialakulásában játszott szerepéről, a folyamat fenntarthatóságáról több tanulmány is értekezett az elmúlt években². Nem alakult ki konszenzus azonban arról, hogy az egyensúlytalanságok mekkora mértékben felelnek a krízis kialakulásáért. Jelen dolgozat keretei között a globális egyensúlytalanságok jelenségét a nemzetközi monetáris rendszer hiányosságain keresztül közelítjük meg. Azt vizsgáljuk, hogy a kulcsvalutát kibocsátó állam

² lásd például Obstfeld – Rogoff [2009], Borio – Disyatat [2011], Fiorentini [2011], Dettmann [2011]

monetáris hatalma mennyiben tette lehetővé az Egyesült Államok eladósodásához és a toxikus eszközök kialakulásához vezető expanzív gazdaságpolitikát. A disszertáció a következő kérdésekre keresi a választ. Az euró bevezetése óta eltelt időszakban mekkora mértékben változott meg a nemzetközi valuták pozíciója a monetáris rendszerben? Képes lehet-e az euró vagy a kínai jüan felzárkózni a dollár mellé? Kína gyors ütemű gazdasági növekedése és külkereskedelmi teljesítménye megfelelő alapot jelent-e a renminbi jelentős nemzetköziesedéséhez? A nemzetközi monetáris rendszer tehetetlensége napjainkban is fennáll?

Az első hipotézis értelmében a nemzetközi monetáris rendszerben nemzetközi szerepet betöltő valuták közötti erőviszonyok érdemben nem változtak az euró bevezetését követő időszakban, vagyis továbbra is az amerikai dollár a világgazdaság kulcsvalutája. Feltevésem szerint az Egyesült Államokból kiinduló 2008-as válság, az euró mint potenciális alternatíva megjelenése és az amerikai gazdasági dominancia csökkenése ellenére a dollár világgazdaságban betöltött szerepe lényegében változatlan maradt a vizsgált időszakban. Jelenleg tehát még korai egy több lábbon álló nemzetközi monetáris rendszerről beszélni.

Bár a dollár világgazdaságban betöltött vezető szerepe a második világháború óta töretlen, a nemzetközi monetáris rendszer jövőbeli evolúciója során elképzelhető az amerikai valuta visszaszorulása. A történelmi tapasztalatok alapján nem zárható ki, hogy az euró és a kínai renminbi a jelenleg uralkodó amerikai dollárhoz hasonló szerepre tesz szert a világgazdaságban, vagyis egy három valutára támaszkodó nemzetközi monetáris rendszer alakul ki. Az euró és a renminbi felzárkózásán keresztül tehát három, megközelítőleg azonos súlyú valuta használata jellemezné a nemzetközi monetáris rendszer szerkezetét. A monetáris rendszer stabilitását elősegíthette volna, amennyiben az elmúlt évtizedekben egy másik valuta is képes lett volna a dollárhoz hasonló mértékű nemzetközi szerep betöltésére. Az egységes európai valuta a dollár kézenfekvő kihívójának tűnt a kétezres évek környékén. Már az euró bevezetését megelőzően sokan úgy érveltek, hogy az egységes európai valuta középtávon képes lehet elérni, vagy akár meghaladni a dollár világgazdaságban betöltött szerepét. (Portes – Rey [1998], Chinn – Frankel [2008]) Az euró hívei álláspontjukat az eurózóna gazdasági és exportteljesítményére, valamint az EKB inflációellenes elkötelezettségére építették.

Az eurózóna azonban számos területen versenyhátrányban van a dollárhoz képest. Az európai integráció jelenlegi szintje, bármennyire is sikeresnek tekinthető az európai egységesülési folyamat elmúlt évtizedekben, messze elmarad az Egyesült Államokétól. Az európai pénzügyi piacok széttöredezettisége következtében az euróban denominált pénzügyi eszközök kevésbé vonzóak a dollárhoz képest. Az európai külpolitika és a nemzetközi érdekérvényesítő képesség gyengesége tovább fékezik az euró nemzetköziesedésének előrehaladását. Az euró egy jelenleg 19 államot tömörítő gazdasági térség valutája, nem pedig egy szuverén entitásé.

A második hipotézis értelmében az euró a mögötte álló gazdasági térség fragmentáltsága miatt nem képes elérni a dollár nemzetköziesedésének szintjét.

Az euró sok szakértő által várt előretörésének elmaradása, valamint az eurózóna 2010-es válsága következtében háttérbe szorult az európai egységes valutával kapcsolatos optimista kép. Ezzel párhuzamosan egyre többen a renminbiben látják a dollár fő kihívóját. A kínai valuta nemzetközi előretörését az a várakozás támogatja, hogy a múlt század hetvenes éveinek végén meginduló nyitást követően töretlen gazdasági növekedést és fokozatosan javuló exportteljesítményt felmutatni képes ázsiai ország már jelenleg is a világ második legnagyobb gazdasága és a jelenlegi tendencia folytatódása esetén néhány évtizeden belül az Egyesült Államokat is maga mögé utasíthatja. A 2008-as válság kitörését követő időszakban is magas növekedést mutató kínai gazdaság válságállóbbnak bizonyult a fejlett országoknál.

Az euró esetében felmerülő hiányosságok, így az eurózóna fragmentáltsága és a globális termelésben és kereskedelemben betöltött csökkenő részarány nem jelentkezik a kínai valuta esetében. A kínai gazdasági vezetés kifejezetten támogatja a renminbi nemzetköziesedését. Az ázsiai ország pénzügyi rendszere azonban az elmúlt évek reformjai ellenére is meglehetősen fejletlen, a renminbiben denominált pénzügyi eszközök csak szűk körben érhetők el a külföldiek számára.

A harmadik hipotézis értelmében a renminbi nemzetközi szerepe emelkedett az elmúlt években, de a kínai pénzügyi rendszer fejletlensége miatt a dollár mögött csak másodlagos nemzetközi valutává válhat.

Az euró és a renminbi nemzetköziesedésének korlátjai következtében az amerikai dollár szerepe a következő évtizedekben is meghatározó marad a világgazdaságban.

Az Egyesült Államok gazdasági súlyának folyamatos csökkenése ellenére a dollár továbbra is a világgazdaság kulcsvalútája marad.

1.2 A dolgozat módszertana

A dolgozat elméleti keretét a nemzetközi monetáris rendszer általunk használt definíciójához tartozó fogalmak képezik, amelyek közül kiemelkedik a külső egyensúlytalanság és a nemzetközi valuta fogalma. Utóbbiak világgazdaságban játszott szerepeinek azonosítása mellett a nemzetköziesedés eléréséhez szükséges feltételek és a nemzetközi szerep által nyújtott előnyök és hátrányok pontos feltárása, valamint a monetáris hatalom fogalma is az elméleti részhez tartozik. Különösen a második és a harmadik hipotézis vizsgálatához szükséges a nemzetközi monetáris rendszer történetének lényegre törő áttekintése és a történelmi tapasztalatok felhasználása a konklúziók levonásához.

A dolgozat módszertana a vonatkozó tudományos szakirodalmi források és statisztikai adatok feldolgozására épül. Előbbiek kapcsán a kiegyensúlyozottság jegyében egyaránt támaszkodunk amerikai, ázsiai és európai szerzőkre, valamint a nemzetközi szervezetek által publikált tanulmányokra. A téma kapcsán született, általunk vizsgált szakértői írások mennyiségét tekintve az egyesült államokbeli szerzők képviselik a többséget, ami a téma iránt mutatott kiemelkedő amerikai publikációs tevékenységet tükrözi. A feldolgozott szakirodalomban a téma időbeli körülhatároltságának megfelelően az ezredforduló után született munkák, illetve ezen perióduson belül is a 2008-at követően publikált tudományos írások játszanak kiemelkedő szerepet. Az értékezés lezárásának időpontját figyelembe véve jelen disszertáció a 2015 augusztusáig lezajlott világgazdasági fejleményeket veszi figyelembe.

A statisztikai adatok kapcsán a nemzetközi szervezetek széles körben használt és elfogadott nyilvános adatbázisaira támaszkodunk. Mivel több hipotézis teszteléséhez is felhasználjuk, mindenképpen elsőként kell említeni ezek közül a Világgazdasági Kilátások elnevezésű kiadványhoz kapcsolódó makrogazdasági adatbázist. A Nemzetközi Valutaalap (IMF) évente kétszer, tavasszal és ősszel publikált kiadványa, a Világgazdasági Kilátások (WEO, World Economic Outlook) átfogó

képet nyújt a világgazdaság konjunkturális helyzetéről és a jövőbeli kilátásokról. A több száz oldalt magában foglaló elemzés megjelenésével párhuzamosan kerül sor a világhálón szabadon elérhető adatbázis frissítésére is. A disszertáció a dolgozat írásának idején elérhető legfrissebb, vagyis a 2015 áprilisában publikált adatokra támaszkodik. Az Egyesült Államok költségvetési egyenlegének vizsgálata és a kiadási tételek beazonosítása során a független és pártatlan amerikai Kongresszusi Költségvetési Hivatal (Congressional Budget Office, CBO) elemzéseire és adatsoraira támaszkodunk. A folyó fizetési mérleggel és a nettó nemzetközi beruházói pozícióval kapcsolatos adatok esetében a Egyesült Államok Kereskedelmi Minisztériuma (United States Department of Commerce) alá tartozó Közgazdasági Elemzési Iroda (Bureau of Economic Analysis, BEA) adatait használjuk fel, mivel ezen intézmény az Egyesült Államok legfontosabb statisztikai adatszolgáltató szerveként felel a fizetési mérleg statisztikák összeállításáért és publikálásáért. A valutatartalékok nagyságáról szóló adatok gyűjtése során a Világbank és az IMF adatbázisait használjuk. A Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS) a nemzetközi tranzakciókban használatos devizákról nyújt hasznos információkat. A jegybankok jegybankjaként is aposztrofált, Svájcban székelő szervezet a globális devizaforgalom valutáris szerkezetéről szolgáltat rendszeresen adatokat.

A következőkben a disszertáció során felhasznált legfontosabb munkákat emeljük ki. A nemzetközi monetáris rendszer történetét feldolgozó egyik legfontosabb nemzetközi mű Barry Eichengreen 2008-ban megjelent *Globalizing Capital, A History of the International Monetary System* című munkája. (Eichengreen [2008]) A szerző 1850-től 2008-ig tekinti át a nemzetközi monetáris rendszer történetét, az elemzés során a demokrácia kiteljesedése és a gazdasági liberalizáció közötti konfliktus vizsgálatára helyezi a hangsúlyt. Egyik legfontosabb következtetése szerint a nemzetközi monetáris rendszer fejlődése csak történelmi folyamatként értelmezhető. Szintén Barry Eichengreen a szerzője a 2011-ben megjelent *Exorbitant Privilege: Rise and Fall of the Dollar* című könyvnek, amely a dollár mint nemzetközi valuta az elmúlt több mint 100 évben játszott szerepét tekinti át. (Eichengreen [2011]) Részletesen elemzi a dollár világgazdasági dominanciájának kialakulásához vezető tényezőket, az amerikai valuta Bretton Woods-i rendszerben játszott szerepét, a 2008-as válsághoz vezető gazdaságpolitikai döntéseket valamint a dollár jelenlegi kihívóinak erősségeit és gyengeségeit. A könyv megállapításai

szerint a nemzetközi monetáris rendszer a közeljövőben a multipolaritás irányába fog fejlődni, így a dollár kénytelen lesz megosztani „földöntúli privilégiumát” az euróval és a renminbivel. De amennyiben az Egyesült Államok felelős gazdaságpolitikát folytat a dollár nemzetközi szerepének sokszerű csökkenése nem valószínű. A valuták közötti versengésre koncentrálnak Benjamin Cohen 2011-ben megjelent tanulmánykötete is. (Cohen [2011a]) Több cikken keresztül tárgyalja az euró nemzetköziesedésének relatív gyengeségéhez vezető makrogazdasági és intézményi okokat, egyúttal túlzottnak tartja az euró vezető kulcsvalutává válását prognosztizáló várakozásokat. A monetáris rendszer jövőjével kapcsolatban a vezető vagyis domináns valuta nélküli (leaderless) szisztéma kialakulását tartja a legvalószínűbbnek. A világgazdasági kérdésekkel foglalkozó, washingtoni székhelyű Peterson Intézet több tanulmányára is hivatkozunk az értekezés során, szintén kiemelkedő forrást jelentenek a főleg a jüan nemzetköziesedésével foglalkozó, az Ázsiai Fejlesztési Bank (ADB) által publikált tanulmányok is.

A monetáris hatalom és a valuták közötti versengéssel kapcsolatos alapvető fogalmak meghatározásához szintén Benjamin Cohen művei nyújtottak segítséget. Két tanulmánykötet emelhető ki, az egyik a Global Monetary Governance címmel 2008-ban kiadott mű (Cohen [2008]), míg a másik a The Future of Money címmel 2006-ban publikált alkotás. (Cohen [2006]) A szerző ezekben a művekben többek között a monetáris kormányzás, a dollarizáció, a valutáris piramis és a regionális monetáris integrációk kérdésével foglalkozik.

1.3 A nemzetközi monetáris rendszer definíciója

A nemzetközi monetáris rendszer fogalmának meghatározásához először a rezsimek koncepcióját tárgyaljuk. Mellőzzük a fogalom részletes tárgyalását, csupán az általunk elfogadott nemzetközi monetáris rendszer definíció megértéséhez szükséges megközelítést ismertetjük. A jelenleg széles körben használt definíció szerint a rezsim „implicit és explicit elvek, normák, szabályok és döntéshozatali procedúrák összessége, amelyek körül a szereplők elvárásai a nemzetközi kapcsolatok egy adott területén összefutnak”. (Krasner [1982] pp. 186., magyarul idézi Gilpin [2004] pp. 82.)

A nemzetközi monetáris rendszer fogalmát több irányból is meg lehet közelíteni. McKinnon [1993] szerint a nemzetközi monetáris rendszer az egymással kereskedelmi kapcsolatban álló államok közötti tranzakciókat kormányzó mechanizmus, különösen a nemzetek közötti gazdasági kapcsolatokat meghatározó hiteleszközök, a devizapiac, a tőkepiacok és az áru piacok tekintetében. (Mohan et al [2013]) szerint a nemzetközi monetáris rendszer a nemzetközi fizetések lebonyolítását szolgáló hivatalos megállapodások összességét foglalja magában. Utóbbiak négy területet érinthetnek: árfolyamrendszerek, folyó nemzetközi tranzakciókhoz kapcsolódó fizetések és transzferek, nemzetközi tőkemozgások és végül a hivatalos tartalékok. A nemzetközi monetáris rendszer célja ebben az értelmezésben stabil és magas globális gazdasági növekedés elérése az ár- és pénzügyi stabilitás egyidejű fenntartása mellett.

Fontos különbséget tenni a nemzetközi monetáris rendszer és a nemzetközi pénzügyi rendszer fogalma között. Előbbi célja reálgazdasági tranzakciók, vagyis a nemzetközi kereskedelem, termelés megkönnyítése, míg a nemzetközi pénzügyi rendszer a gazdasági fejlődéshez elengedhetetlen beruházási tőke áramlását szabályozza. (Gilpin [2004] pp. 235.) A hetvenes évektől felgyorsuló pénzügyi globalizáció előrehaladtával a nemzeti tőkepiacok összefonódásával kialakuló globális pénzügyi rendszer azonban már egyre nehezebben választható el a nemzetközi monetáris rendszertől. A nemzetközi tőkemozgások alakulása ugyanis befolyásolja az egyes nemzeti valuták árfolyamát, míg az árfolyamok alakulása befolyásolja a beruházások értékét. A volatilis árfolyammozgások negatív befolyásolhatják a nemzetközi kereskedelem és a tőkeáramlások alakulását. A globalizáció előrehaladtával tehát a nemzetközi pénzügyi és monetáris rendszer egyre kevésbé választható el egymástól a gyakorlatban, az elméleti fejtegetések céljából azonban a distinkció fenntartása továbbra is indokolt.

A jelen dolgozat által is osztott, a rezsimek jelen alfejezet első bekezdésében ismertetett definíciójára építő megközelítés értelmében a nemzetközi monetáris rendszer azon szabályokat, megállapodásokat, gazdaságpolitikai eszközöket, továbbá azon gazdasági, intézményi és politikai környezetet foglalja magában, melyek két alapvető globális közjó szolgáltatását biztosítják: a világgazdaság nemzetközi valutáját (vagy nemzetközi valutáit) valamint a külső stabilitást. (Dorrucci – McKay [2011] pp. 9.) Az említett szabályok, megállapodások és gazdaságpolitikai eszközök

a nemzetközi likviditás biztosítását valamint a külső egyensúlytalanságok kiigazítását szolgálják. Magukban foglalják a nemzeti árfolyamrendszerekre és a nemzetközi tőkeáramlásra vonatkozó szabályok mellett a regionális megállapodásokat is. Kiterjednek továbbá a válságmegelőző és válságkezelő eszközökre is. A definíció első felének végén említett gazdasági, intézményi és politikai környezet például a szabadkereskedelmi egyezményekre, a rendszer központjában lévő államok gazdasági dominanciájának mértékére valamint az egyes államok közötti kapcsolatok erősségére vonatkozik. A szélesebb értelemben vett politikai környezetben fennálló konfliktusok és az együttműködésre vonatkozó hajlandóság szintúgy a nemzetközi monetáris rendszer részét képezik.

Az említett globális közjavak közül az első, vagyis a nemzetközi valuta, vagy nemzetközi valuták biztosítása teszi lehetővé a különböző országból származó gazdasági szereplők számára, hogy reálgazdasági vagy pénzügyi tranzakciók végrehajtása céljából kapcsolatba lépjenek egymással. Annak érdekében, hogy a nemzetgazdaságok külgazdasági kapcsolatba léphessenek egymással nemzetközileg elfogadott fizetőeszközre, vagy fizetőeszközökre van szükség. Mivel a világban jelenleg nem létezik világpénz, vagyis egy nemzetek felett álló központi bank által kezelt valuta, ezt a szerepet nemzeti jegybankok által kibocsátott valuták töltik be. A nemzetközi valuta egy rövid, de lényegretörő meghatározás szerint egy olyan valuta, amit a gazdasági szereplők a kibocsátó állam határain kívül is használnak, méghozzá olyan tranzakciók esetében is, amelyeknél mindkét fél nem-rezidensnek számít. Más szavakkal nemzetközi valutának az a valuta számít, amelyet külgazdasági ügyletek esetén az érintett felek nemzeti valutái helyett használnak, függetlenül attól, hogy áru, szolgáltatás vagy pénzügyi eszköz a tranzakció tárgya. (Kenen [2009]) Egy másik megközelítés értelmében egy nemzetközi valuta az értékmegőrző, fizetési eszköz és elszámolási egység szerepeket, vagyis a klasszikus pénzfunkciókat nem csupán a kibocsátó állam határain belül, hanem azokon kívül is betölti. (Zhang – Tao [2014]) A kulcsvaluta a nemzetközi valuták közül az a pénz, melynek a használata a leginkább elterjedt. Egyidőben több kulcsvaluta létezése is lehetséges, ebben az esetben két vagy több valuta megközelítőleg azonos szerepet játszik a világgazdaságban.

Cohen [2006] a valuták között fennálló hierarchia meghatározása során a valutáris piramis fogalmát használja, mivel az egyre kiterjedtebb nemzetközi szerepet játszó

valuták száma egyre inkább csökken, míg a piramis alján helyet foglaló nagy számú valuta kapcsán egyáltalán nem beszélhetünk nemzetköziesedésről, sok esetben még a kibocsátó állam területén is csupán másodrangú pénznemnek tekinthetők. Az összesen hét kategóriát meghatározó klasszifikáció szerint a piramis tetején a csúcsvaluta áll, amely nemzetközi szerepe nem csupán egy adott régióra, hanem az egész világra kiterjed, vagyis a kulcsvalutával azonos fogalomnak tekinthető. A történelem során csupán két valuta volt képes elérni a kizárólagos csúcsvaluta státuszt, a brit font az első világháború előtt valamint az amerikai dollár a második világháború után. Elméletileg egyszerre több csúcsvaluta is létezhet a világgazdaságban, mint a brit font és az amerikai dollár a két világháború közötti időszakban. Jelen dolgozatban a kulcsvaluta és a csúcsvaluta, illetve a vezető nemzetközi valuta fogalmakat szinonimaként használjuk. A Cohen-féle piramis szintjeit tekintve fentről a második szinten a patrícius valuták helyezkednek el, melyek nemzetközi használata kiterjedt, de messze nem domináns. Használatuk nem terjed ki a világ összes régiójára valamint több valutáris szerepben is a csúcsvalutához képest alárendelt szerepet játszanak. A jelenlegi monetáris rendszerben az euró tekinthető az egyetlen patrícius valutának. A kibocsátó állam határain kívül csak alacsony szerepet játszó nemzetközi valutákat tömörítő elit valuták száma ennél valamivel magasabb. Napjainkban többek között a brit font, a svájci frank és az ausztrál dollár sorolható ebbe a kategóriába. Még az elit valutáknál is kisebb nemzetközi szerepet játszanak a plebejus valuták. Rendszerint a kereskedelmi elszámolásoknál töltenek be minimális világgazdasági szerepet. Ide sorolhatók az európai alacsony lakosságszámú fejlett államok (pl. Norvégia és Svédország) és néhány gazdag olajexportáló ország valutája (pl. Kuvait, Szaúd-Arábia). A fogyatékos valuták még saját kibocsátó országuk határain belül sem játszanak kizárólagos szerepet, mivel az értékmegőrző pénzfunkciót tekintve külföldi valutákkal kénytelenek versengeni. A fogyatékos valuták köre meglehetősen széles, számos latin-amerikai és a volt szocialista blokkba tartozó állam nemzeti pénze ebbe a kategóriába sorolható. A piramis alján található kvázi valutákra és pszeudó valutákra jellemző, hogy a fogyatékos valutákkal ellentétben nem csupán az értékmegőrző szerep kapcsán, hanem fizetési eszközként és elszámolási egységként sincsenek monopolhelyzetben az országhatárokon belül. Esetükben sokkal inkább nominális szuverenitásról van csupán szó, a gyakorlatban külföldi valuták töltik be a

pénzfunkciókat. A pszeudó valuták sok esetben csak névleg léteznek, mivel a külföldi valuta szinte teljesen kiszorítja őket a belföldi forgalomból.

A következőkben röviden összefoglaljuk, hogy egy nemzetközi valuta milyen funkciókat tölthet be a világgazdaságban. A határokon átívelő ügyletekben a nemzetközi valuták töltik be a pénz hagyományos funkcióit, vagyis fizetési eszközként, elszámolási egységként valamint értékmegőrzőként működnek. Annak ellenére, hogy a szakirodalom sok esetben csupán egy valuta tartalékeszköz szerepét hangsúlyozza, ki kell emelnünk, hogy egy nemzetközi valutát messze nem csupán a hivatalos szereplők használnak, hanem a magánszektor is igénybe veszi különböző ügyletek lebonyolítása során. Különbséget kell tenni tehát az értékmegőrző szerepet betöltő tartalékvaluta, ami a jegybankok által felhalmozott eszközre utal és a nemzetközi valuta fogalma között, ami a magánszféra szereplői közötti pénzügyi kapcsolatokra is kiterjedően elemzi a nemzetközi szerepet. A gyakorlatban a két szerepkört egy valuta tölti be, mivel egy ország számára logikusnak tűnik ugyanabban a valutában tartani a hivatalos tartalékokat, mint amiben a külföldi adósságát halmozza fel, vagy amiben a magánszektor a külkereskedelmi tranzakciókat bonyolítja le. A kormányzati használathoz kapcsolódó elszámolási egység funkció egy nemzetközi valuta horgonyvaluta szerepére utal, vagyis egy külföldi kormány vagy nemzeti bank a stabilitás biztosítása érdekében az adott nemzetközi valutához rögzítheti a nemzeti pénz árfolyamát. A kormányzati használathoz kapcsolódó harmadik funkció, vagyis a fizetési eszköz a devizapiaci intervenciók végrehajtására, vagyis a valutatartalékok felhasználására vonatkozik. A magánszereplők által értékmegőrzőként használt szerep a külföldi valutában történő hitelfelvétel, illetve hitelnyújtás lehetőségét foglalja magában. Két alacsony likviditású valuta közötti átváltás biztosítása érdekében gyakran egy magas likviditású valuta közbeiktatására kerül sor, ami tovább növeli a kereskedelmi műveletek lebonyolításához használt nemzetközi valuták fizetési eszköz szerepét a magánszféra számára. Végül az elszámolási egység funkció a kereskedelmi ügyletek elszámolásában jut szerephez. A kereskedelmi tranzakciók kapcsán elméleti szinten érdemes megkülönböztetni az elszámolási egység és a fizetési eszköz szerepet, mivel az árak meghatározása és a tényleges fizetés lebonyolítása eltérő valutákban történhet. Példának okáért a Perzsa-öböl menti országok 1974-ig dollárban határozták meg az olaj árát, de a fizetési tranzakció lebonyolítása ténylegesen brit

fontban történt. (Krugman [1984]) Összesítés gyanánt egy három oszlopot és négy sort tartalmazó táblázatban szemléltetjük a nemzetközi valuták világgazdaságban betöltött szerepét. (Cohen – Benney [2014])

1. táblázat: A nemzetközi valuták funkciói

Funkció	Kormányzati használat	Magánszereplők
Értékmegőrző	Nemzetközi tartalékok	Befektetési eszköz
Fizetési (forgalmi) eszköz	Eszköz devizapiaci intervencióhoz	Kereskedelmi műveletek kiegyenlítése, közvetítő valuta (devizapiaci forgalom)
Elszámolási egység	Eszköz a nemzeti valuta rögzítéséhez, horgonyvaluta	Kereskedelmi műveletek elszámolása

Forrás: Cohen – Benney [2014] pp. 4.

A Dorrucci – McKay [2011] által tárgyalt definícióban másodikként említett globális közjó, vagyis a külső stabilitás a nemzetközi valuta fogalmához képest már nehezebben ragadható meg. Az országok közötti reálgazdasági és pénzügyi kapcsolatok (így például a folyó fizetési mérleg és a különböző pénzügyi mutatók) fenntarthatóságán keresztül közelíthető meg. A fenntarthatóság követelménye magában foglalja az árfolyamok és eszközárak stabilitása mellett a gazdasági teljesítmény és a pénzromlási ütemek állandóságát is. Jelen dolgozatban a külső stabilitás fogalmát a folyó fizetési mérlegek egyensúlyán keresztül ragadjuk meg.

1.4 A valuta nemzetköziesedésének feltételei

Jelen alfejezetben irodalmi áttekintés segítségével röviden ismertetjük a nemzetközi valuta szerepkör elérését meghatározó tényezőket. Egy adott nemzetgazdaság gazdasági teljesítménye teremti meg a feltételét annak, hogy a nemzetközi gazdasági kapcsolatokban jelentkező alacsonyabb tranzakciós költségeknek köszönhetően egy valuta vonzóbbá váljon a külföldi gazdasági szereplők számára. A GDP és a valuta nemzetköziesedése közötti kapcsolatot idősoros elemzésekre támaszkodva vizsgálta Eichengreen és Frankel [1996]. Ökonometriai módszerekkel kimutatták, hogy amennyiben egy nemzetgazdaság a világgazdaság teljes bruttó hazai termékhez

képest mért teljesítménye (vásárlóerő-paritáson számolt GDP alapján) egy százalékponttal emelkedik, a világ jegybankjainak tartalékállományában átlagosan 1,33 százalékponttal nő az illető ország nemzeti valutájának aránya. Amennyiben az aktuális árfolyamon számított GDP adatokat vesszük figyelembe, egy százalékpontos pozíciójavulás esetén átlagosan 0,55 százalékpontos eltolódás várható a tartalékok összetételében az érintett ország pénzének irányába.

A világtermelésben betöltött szerep elsősorban nem önmagában, hanem a nemzetközi kereskedelmen keresztül gyakorol hatást egy valuta nemzetközi szerepére, mivel a világ áru- és szolgáltatáskereskedelmében való részvétel komoly pénzáramlásokhoz vezet. A diverzifikált exportszerkezettel és kiemelkedő gazdasági teljesítménnyel rendelkező országok nagyobb mértékben képesek saját valutájukra támaszkodni a külkereskedelmi kapcsolatokban, mivel a partnerek számára tágabb áru- és szolgáltatáskínálatot képesek felmutatni. Következésképpen a kisebb országok gazdasági méretükből fakadóan egyfajta valutakonvertibilitási korláttal szembesülnek, míg a nagyobb országok profitálhatnak a méretgazdaságossági előnyökből. (Cheng – Peng – Shu [2009]) A külkereskedelmi tranzakciók valutáris szerkezetét azonban nem csak a gazdaság nagysága és az exportteljesítmény határozza meg, hanem az áruforgalom termék és relációs szerkezete is komoly befolyással bír. Így nem hagyható figyelmen kívül a specializált feldolgozóipari termékek súlya az exportban, valamint az, hogy a kivitel hány százaléka irányul olyan országokba, amelyek valutája nem játszik nemzetközi szerepet. (Mohan et al [2013]) A globalizáció előrehaladtával egyre fontosabb szerepet játszó termelési láncok hatása sem elhanyagolható a külkereskedelem lebonyolításához használt valuta választása során. A nyersanyagok exportjára szakosodott országok például kisebb valószínűséggel képesek saját valutájukban elszámolni külkereskedelmi ügyleteiket.

Subramanian [2011] egyszerű regressziós elemzés segítségével számszerűsíti a tartalékvaluták globális állományának devizális összetételét meghatározó tényezőket. Módszerében annyiban tér el a többi hasonló elemzéstől, hogy történelmi megközelítésénél fogva több mint egy évszázadot tekint át, így az 1899 és 2010 közötti időszakot veszi figyelembe. Az eredmények felhasználhatóságát gyengíti, hogy míg a használt adatsor tízéves periódusokat összefogó adatokkal dolgozik, addig adatok hiányában több esetben hosszabb, kényszerű szünet közbeiktatására

került sor (így például 1929 és 1958 között az adatok megbízhatatlansága következtében). Három gazdasági dimenzió segítségével magyarázza a tartalékok összetételében történő változásokat, ezek a világ bruttó hazai termékében és a világkereskedelemben játszott szerep mellett a nettó hitelezői pozíció, amit az adott évet megelőző tíz év kumulált folyó fizetési mérleg hiányával mér. Fontos hangsúlyozni, hogy mivel az elemzés minden periódusban a főbb tartalékvalutákra koncentrál, az eredményeket a valuták közötti relatív helyzet magyarázatára használhatjuk fel, míg a tartalékvaluta-státusz elérésére való képesség megvilágítására nem. A három magyarázó változó együtt közel 70 százalékos magyarázó erővel rendelkezik. Eredményei szerint egyrészt erős kapcsolat mutatható ki a világtermelésben és a világkereskedelemben való részarány és az ország valutájának tartalékvalutaként betöltött szerepének jelentősége között, míg a nettó hitelezői pozíció gyengébb befolyást gyakorol a tartalékok összetételére. További eredmény, hogy a világkereskedelmi részarány fontosabb szerepet játszik a bruttó hazai termékénél, amennyiben magasabb koeficienssel rendelkezik.

A nemzetközi valutába, mint értékmegőrzőbe vetett bizalom szempontjából az egyik fontos tényező a valuta értékállósága. Két fontos indikátor említhető ebből a szempontból. (Cheng – Peng – Shu [2009]) Egyik a pénzromlási ütem, vagyis az infláció, ami a vásárlóerő megőrzése érdekében a nemzeti jegybankok többsége esetén az inflációs célkövető rendszerekben az elsődleges célt jelenti. A magas és erősen volatilis infláció rontja a kiszámíthatóságot és az üzleti tervezés hatékonyságát továbbá csökkenti a megtakarítások így a valutatartalékok vásárlóerejét is. Minél magasabb egy valuta inflációs rátája a fejlett országokéhoz képest, annak kevésbé lesz vonzó az adott valuta tartalékvalutaként történő tartása. A második indikátornak az árfolyam volatilitását tekinthetjük. Minél magasabb az árfolyam ingadozása, annál nagyobb kockázatot jelent az adott pénznem tartása.

Egy nemzeti valuta jelentős nemzetközi valutává válásához nem elég a nemzetgazdaság stabil makrogazdasági teljesítménye és a világtermelésben betöltött vezető vagy ahhoz közeli pozíció. Ezt a két feltételt szükséges, de nem elégséges feltételnek tekinthetjük. A nemzetközi valutát biztosító államnak nyitott, mély, likvid, továbbá válságálló pénzügyi piacokkal kell rendelkeznie, ami alapvető feltételként magában foglalja a tőkepiaci liberalizációt és a valuta teljes körű konvertibilitását. A likviditás ebben az értelmezésben a pénzügyi piacokon

lebonyolított magas forgalomra utal, míg a mélység a pénzügyi eszközök széles körű rendelkezésre állására utal, beleértve a piaci kockázat fedezésére szolgáló ügyletek elérhetőségét is. (Prasad [2014]) A pénzügyi piacok megkívánt fejlettsége tehát a befektető szempontjából azt jelenti, hogy a birtokolt eszköz értékesítése gyorsan, az ár befolyásolása nélkül történjen meg.

A pénzügyi piacok likviditása elsősorban a kormány által kibocsátott állampapírok másodpiacának likviditására vonatkozik, mivel a külföldi jegybankok nagyrészt kormánykötvények formájában halmozzák fel nemzetközi tartalékaikat. A nemzeti bankok döntése mögött elsődleges fontosságú, hogy az árfolyamok érdemi elmozdulása nélkül bármikor el tudják adni tartalékaikat. Mindezen feltételek nem függetlenek a nemzetgazdaság méretétől, így például Svájc és Svédország pénzügyi piacaik fejlettsége ellenére sem képesek vezető nemzetközi valutát szolgáltatni a világgazdaságnak.

A valuta tartós értékállóságába fektetett bizalom egyik alapja a kibocsátó államba, mint politikai egységbe vetett bizalom. Utóbbi egy erős, központosított állam képes biztosítani, ami garantálja a politikai stabilitás hosszú távú fennmaradását, amin keresztül a monetáris stabilitás fenntartása is könnyebbé válik. (Lim [2006]) A politikai állandóság jelentőségére mutat rá az a történelmi tapasztalat, mely szerint csak a politikai unió által is támogatott monetáris uniók maradhatnak fenn tartósan. Ennek oka, hogy a különböző sokkok eltérően érinthetik a tagállamokat, így a monetáris unió fenntartására irányuló politikai akarat csökkenhet. A politikai rendszerhez kapcsolódik egy további feltétel, mely szerint a különböző szabályokba és intézményekbe fektetett bizalom magas szinten álljon, továbbá ne legyen kétséges a szerződések kikényszerítése. Mindezek nélkül egy pénzügyi tranzakció lebonyolításához használt szerződés nagyobb kockázattal járhat. Kevésbé valószínű, hogy egy nemzetközi valuta státuszra törekvő nemzetközi pénz komoly vonzerőt tudna kifejteni, anélkül, hogy a tulajdonjogok tisztelét és a jogszabályok uralmát biztosítaná az ország politikai rendszere.

Különösen a nemzetközi valuta elszámolási egységként történő kormányzati használatára gyakorolnak hatást az ország külpolitikai kapcsolatai és az állam nemzetközi érdekérvényesítő képessége. Minél szorosabb a kapcsolat a régió vezető hatalmával, annál komolyabb ösztönző áll fenn arra, hogy a domináns ország

valutájához rögzítsék a nemzeti valuta árfolyamát. Tágabb értelemben az állam gazdasági, politikai és kulturális kapcsolatain és a nemzetközi szervezeteken keresztül történő befolyásolási képességet kell kiemelnünk. Li [2003] empirikus kutatást végzett a Bretton Woods-i rendszer időszakára és az utána következő évtizedekre vonatkozóan. Az 1992-ben végződő adatsor elemzése után arra a konklúzióra jut, hogy a védelmi szövetségbe tömörült államok nagyobb eséllyel kötötték valutájukat a szövetséges állam pénzéhez, különösen fejlődő országok esetében. A biztonsági kötelek csökkentik a relatív előnyökkel kapcsolatos bizonytalanságot, támogatják az aktív együttműködést a horgonyvalutát szolgáltató ország részéről, valamint egyúttal jelzik az árfolyamrendszer tartósságát a pénzügyi piacok számára. Eichengreen [2007] kiemeli a valuta nemzetköziesedésének állami támogatásának jelentőségét, ami a brit font és az amerikai dollár esetében is fontos, még ha nem is elsődleges szerepet játszott a vezető világgazdasági szerep elérésében.

Posen [2008] a külpolitikai kapcsolatok terén a kulcsvalutát rendelkezésre bocsátó állam katonai hatalmának, erőfölényének szükségességét hangsúlyozza, azaz a nemzetközi kapcsolatok biztonsági dimenziójára koncentrálna. Kiemeli, hogy a jegybanki tartalékokat felhalmozó államok számára motivációt jelenthet a domináns hatalom által garantált biztonság, így a szűk gazdasági tényezők mellett katonai, biztonságpolitikai szempontokat is figyelembe vesznek a tartalékok devizális összetételéről való döntés során. A vezető katonai hatalom által biztosított védettség arra ösztönözheti az országokat, hogy egyéb, gazdaságilag vonzó alternatíva megléte esetén is ragaszkodjanak a katonai nagyhatalom valutájának használatához. Mindez azonban csak abban az esetben igaz, ha az ország katonai hatalmát a béke és a stabilitás fenntartására fordítja, viszont amennyiben agresszorként, destabilizáló hatalomként lép fel, a nemzetközi valutába vetett bizalom könnyen meginoghat. (Cohen [2014])

Egy domináns nemzetközi szerepet betöltő valuta az ún. hálózati hatások miatt komoly előnyt élvez a potenciális kihívókkal szemben. (Mateos y Lago et al [2009]) A hálózati hatások értelmében egy áru vagy szolgáltatás annál értékesebb minél többen használják. Egy új fogyasztó, felhasználó hajlik a többség által használt áru vagy szolgáltatás igénybe vételére, mivel ebben az esetben alacsonyabb tranzakciós költségekkel szembesül. Technikai példákat tekintve említhető a telefon, vagy a

számítógépeknél használt operációs rendszerek esete. Hasonlóképpen, egy ország szívesebben használ egy más országok esetében már forgalomban lévő pénznemet.

A nemzetközi valuta funkcióit tekintve elsősorban a fizetési eszköz szerepnél játszanak szerepet a hálózati hatások. Míg a nemzetközi tartalékok esetében a fenti bekezdésekben ismertetett okok miatt ésszerű lépés lehet a diverzifikáció, azaz több valuta egyidejű felhalmozása, a nemzetközi kereskedelemben egy pénznem használata az indokolt, mivel ebben az esetben várható a tranzakciós költségek minimalizálása. Minél nagyobb egy adott valuta nemzetközi kereskedelemben betöltött szerepe, azaz minél magasabb fokú likviditással bír, annál nagyobb a kísértés, hogy további szereplők is azt használják. Következésképpen egyfajta önmagát erősítő folyamat alakul ki.

A hálózati hatásokhoz kapcsolódó tehetetlenség fogalma értelmében hatalmas költségekkel járhat egy gazdasági szereplő számára a múltban használt nemzetközi valutától történő elfordulás, amennyiben a többi gazdasági aktor, nagyvállalat vagy állam tovább ragaszkodik a jól bevált kulcsvalutához. Amíg nem ér el egy kritikus nagyságot a nemzetközi valutától egyidejűleg elfordulók száma, a fennálló rendszert nem fenyegeti veszély. Egy potenciálisan alternatívát jelentő valuta tehát hiába mutat fel hasonló kvalitásokat, az egyenrangú szerep vagy a domináns pozíció eléréshez ennél többre van szükség.

2. táblázat: Egy állam valutájának nemzetköziesedéséhez szükséges tényezők

Gazdasági feltételek	Politikai feltételek
vezető szerep a világtermelésben és a globális exportban	az állam politikai egységbe vetett bizalom, a tulajdonjogok és a jogállam tiszteletben tartása
a valuta értékállóságába vetett bizalom (alacsony pénzromlási ütem és a valutaárfolyam stabilitása)	az állam nemzetközi érdekérvényesítő képessége és a valuta nemzetköziesedésének támogatása
a pénzügyi piacok fejlettsége	az állam katonai hatalma

Forrás: saját szerkesztés a szakirodalom alapján

A 2. táblázatban foglaltuk össze a fenti oldalakon ismertetett tanulmányokra alapozva a nemzetköziesedéshez szükséges előfeltételeket. A csoportosítás során kétfelé választottuk a befolyásoló tényezőket, vagyis gazdasági és politika feltételeket különböztettünk meg, így egy kétszer három előfeltételt tartalmazó

táblázatot kaptunk. Hangsúlyozni szükséges, hogy egy valuta nemzetköziesedéséhez nem feltétlenül elvárás minden feltétel egyidejű teljesítése. Számos valuta, így például a svájci frank vagy a brit font anélkül játszik nemzetközi szerepet, hogy a kibocsátó ország vezető szerepet töltené be a világtermelésben vagy a globális kereskedelemben, a katonai hatalom gyengeségét nem is említve. Viszont fejlett pénzügyi piacainak és kiszámítható gazdaságpolitikájuknak köszönhetően nemzeti pénzüket a határokon kívül is használják. Ezzel szemben a kulcsvalutává váláshoz, azaz a vezető nemzetközi valuta pozíció kiharcolásához kiemelkedő fontosságú a vezető szerep elérése a világtermelésben és a világszintű exportban.

Fel kell hívnunk továbbá a figyelmet az egyes feltételek közötti kapcsolatokra. A pénzügyi piacok fejlettsége, azon belüli is azok mélysége, likviditása nem elválasztható az ország gazdasági teljesítményétől. Minél magasabb az ország gazdasági teljesítménye, potenciálisan annál fejlettebb pénzügyi piacokkal rendelkezik, amennyiben a pénzügyi eszközök szélesebb körét képes kínálni a gazdaság szereplői számára. Az állam katonai hatalma szintén elválaszthatatlan a gazdasági teljesítménytől, mivel a hadsereg fenntartása komoly erőforrásokat emészt fel. A katonai hatalom kapcsán nem mehetünk el az endogenitás kérdése mellett, vagyis a fordított oksági kapcsolat jelenségét is figyelembe szükséges venni. Egy ország valutájának nemzetközi szerepe a finanszírozási előnyökön keresztül elősegítheti a katonai erő felépítését, így részben nem a nemzetköziesedés előfeltételének hanem sokkal inkább annak következményének tekinthető.

1.5 A monetáris hatalom fogalma és a nemzetközi valuta szerephez köthető előnyök és hátrányok

Mielőtt rátérnénk a nemzetközi szerepből származó előnyök és hátrányok tárgyalására szót kell ejteni a monetáris hatalom fogalmáról. A makroszintű monetáris hatalom alapja a külső egyensúlytalanságok megszüntetése érdekében tett kiigazító lépések országok közötti megoszlásában rejlik.³ Cohen [2004] A fogalom abból indul ki, hogy a fizetési mérlegben keresztül az államok szükségszerűen függő helyzetbe kerülnek. A fenntarthatatlan fizetési mérleg pozíció veszélye állandó

³ a monetáris hatalom fogalmáról lásd Cohen [2004], Cohen [2008a], Henning [2006], Kirshner [2005] és Chey [2013]

fenyegetést jelent a gazdaságpolitika önállósága számára. A monetáris hatalom lényege, hogy az állam vagy az egyensúlyt javító intézkedések mellőzésén vagy azok költségeinek más államokra történő áthárításán keresztül mennyiben képes elkerülni a fájdalmas kiigazító lépéseket. Minél inkább át tudja hárítani az érintett ország a kiigazító intézkedéseket, annál nagyobb makroszintű monetáris hatalommal rendelkezik. A hatalom jelenségét ebben az értelmezésben két részre bonthatjuk. Az autonómia, vagy önállóság szerint egy állam akkor rendelkezik hatalommal amennyiben képes független politikát folytatni, vagyis a döntések meghozatalánál és végrehajtásánál nem függ más országoktól. A monetáris hatalom másik oldalról a befolyáson keresztül ragadható meg. Ebben a megközelítésben az állam hatalmát az határozza meg, hogy mekkora mértékben képes más országokat befolyásolni, nyomás alá helyezni annak érdekében, hogy az általa meghatározott érdekeket, gazdaságpolitikai lépéseket kövessék. A befolyásolás esetén tehát más országok döntéshozatalába történő beleszólásról van szó, míg az autonómia kapcsán a külföldi befolyástól való védettségről beszélhetünk. A hatalom befolyásoláson keresztül történő érvényesítése elképzelhetetlen lenne az önállóság elérése nélkül, így ennyiben magasabb szinten is áll annál. Fordítva ez már nem feltétlenül van így, vagyis az önállóság megszerzése nem minden esetben jelenti a befolyásolásra való képesség elérését is. A monetáris kapcsolatokon keresztül a hatalom ezen két aspektusa a fizetési mérleg hiányok és többletek kapcsán tapasztalt kiigazítási kényszereken keresztül ragadható meg.

Fizetési mérleg egyensúlytalanságok alatt a monetáris hatalom tárgyalása során a folyó fizetési mérlegben felhalmozódó hiányokat és többleteket kell érteni, mivel a fizetési mérleg egésze könyveléstechnikailag mindig egyensúlyban van. A fizetési egyensúlytalanságok megoszlanak az egyes országok között, vagyis az egyik ország hiánya a másik többletének fogható fel, mivel világszinten a deficitek és szufficitek összege szükségképpen nullát tesz ki. Kiigazítás alatt azt a folyamatot értjük, amely során a folyó fizetési mérlegben jelentkező egyensúlytalanságok jelentősen csökkennek vagy eltűnnek, azaz létrejön az egyensúly. Ennek során az import és az export volumene nő vagy csökken annak érdekében, hogy a fizetési mérleg ismét egyensúlyba kerüljön. A hiányt felmutató országok az importált áruk és szolgáltatások mennyiségét csökkentik az exporthoz képest, míg a szufficites államokban ennek pont az ellenkezője történik. Tükrözve a monetáris kapcsolatok

jellegét, a kiigazítási folyamat is kölcsönösnek tekinthető. Mindez azonban messze nem jelenti azt, hogy a kiigazítási költségeknek is meg kell oszlaniuk az érintett országok között. Az egyensúlytalanságok megszüntetése kapcsán kétféle költséget különböztethetünk meg. (Cohen [2004]) Egyrészt az egyensúly helyreállítása során a deficités ország elkerülhetetlenül tartós reálgazdasági veszteséget fog elszenvedni. Az eredeti állapot és a egyensúlyteremtő folyamat után kialakult gazdasági teljesítmény közötti eltérés a kiigazítás folyamatos költsége, amit mindig teljes mértékben a hiányt felhalmozó ország visel.

A folyamatos költséggel szemben a kiigazítás átmeneti ára magának a váltásnak a költségével foglalkozik. Az egyensúly elérése szükségképpen a relatív árak, jövedelmek változását és az árfolyam le- vagy felértékelődését vonja maga után ami az erőforrások elkerülhetetlen újraelosztásához vezet. Minél nagyobb ezek relatív változása, annál magasabb lehet a kiigazítás átmeneti költsége. Mivel elméletileg az egyensúly helyreállítása a deficités országban végbemenő reálleértékeléssel vagy a szufficités országban végrehajtott reálfelértékelődéssel is végbemehet, az átmeneti teher eloszlása szempontjából messze nem indifferens, hogy melyik úton történik az egyensúlytalanságok felszámolása. Rögzített árfolyamrendszer esetén a reálleértékelődés a bérek és árak csökkenésén keresztül valósulhat csak meg, ami a kormányzó pártok népszerűségvesztéséhez vezethet, mivel rendszerint a munkanélküliség növekedésével és a gazdasági növekedés visszafogásával járnak. Ezzel ellentétben rögzített árfolyamrendszer esetén a reálfelértékelődés az infláció felpörgésével járhat, ami csökkentheti a vásárlóerőt és torzíthatja a beruházói döntéseket. Amennyiben az ország szabadon lebegő árfolyamrendszert működtet, az alkalmazkodás egy része a valuta árának mozgásán keresztül is megvalósulhat. Az árfolyam leértékelődése azonban a kormányzat számára általában politikai vereséget jelent, így sérti a hírnevét és hitelességét. A valuta felértékelődése ezzel szemben negatív hatással járhat az exportszektor versenyképességére, ezért komoly érdeksérelmet okozhat a kivitelre orientálódó ágazatok számára.

Kirshner [2005] arra hívja fel a figyelmet, hogy a monetáris hatalom gyakorlásának lehetőségét és hatékonyságát a kilencvenes évektől két jelenség befolyásolta: a globalizáció és az egypólusú világrend. A pénzügyi globalizáció következtében a korábbinál nagyobb szerepet játszanak a piacok és az államok közötti kapcsolatok, de a tőkeáramlások fokozódó nemzetköziesedése nem csökkenti a monetáris

hatalom, mint világpolitikai jelenség fontosságát. Míg a pénzügyi globalizáció gazdasági haszna nem egyértelmű, a politikai előnyöket tekintve az egypólusú világrendet irányító Egyesült Államok egyértelműen haszonélvezőnek számít, mivel a kockázatok aránytalanul alacsony részét viseli. A rendszer egészét hiába jellemzi a pénzügyi válságok nagyobb valószínűsége, a relatív hatalomból kiindulva az Egyesült Államok monetáris hatalma erősödött a pénzügyi globalizáció következtében.

A nemzetközi valuta hat funkciója közül három kiemelkedő fontosságú egy ország monetáris hatalma szempontjából. Ezek a pénzügyi piacokon és a kereskedelmi elszámolásoknál betöltött szerep és a jegybanki tartalékokban elfoglalt részarány. Az első és a harmadik szerep növeli a kibocsátó ország monetáris hatalmát, vagyis az ország átháríthatja vagy időben eltolhatja a külső egyensúlytalanság felszámolásához elengedhetetlen kiigazító lépéseket. Az így létrejött önállóság megteremti a befolyás lehetőségét, ami azonban nem minden esetben realizálódik. A kereskedelmi forgalomban játszott szerep annyiban érdekes, amennyiben meghatározza a nemzeti bankok tartalékvaluta-felhalmozásra vonatkozó döntését.

A következő bekezdésekben áttekintést nyújtunk egy valuta nemzetközi szerepéből származó előnyökről és az azzal járó költségekről.⁴ A téma komplexitása miatt gazdasági és politikai szempontokat egyaránt figyelembe veszünk. Ahogy a 3. táblázat mutatja, Cohen [2012a] segítségével összesen öt előnyt valamint három hátrányt részletezünk. Az ismertetésre kerülő hasznok közül kettő politikai, míg három gazdasági jellegűnek tekinthető.

⁴ Az alfejezet további részeinek alapját Cohen [2012a], Papaioannou - Portes [2008] és McKinsey [2009] jelentik.

3. táblázat: Egy nemzetközi valuta kibocsátásából származó hasznok és költségek

Hasznok	Költségek
Csökkenő tranzakciós költségek	Túlzott valutafelértékelődés
Nemzetközi seigniorage	Külső korlát
Makroökonómiai rugalmasság	Gazdaságpolitikai felelősségvállalás kényszere
Politikai befolyás (hard power)	
Hírnév (soft power)	

Forrás: Cohen [2012a] pp. 15.

A tranzakciós költségek csökkenéséből származó mikroökonómiai előny több csatornán keresztül jelentkezik és minden hazai gazdasági aktor hasznára válik. Egy nemzetközi valutát kibocsátó állam vállalatai, állampolgárai és a hivatalos szereplők a kényelmi funkció mellett jelentős mértékű tranzakciós költséget spórolhatnak meg azért, hogy a nemzeti jegybank által kibocsátott pénzt használják külgazdasági kapcsolataikban. A vállalatokat és a lakosságot egyaránt érinti, hogy nem kell az árfolyamkockázattal számolniuk, ami kiszámíthatóbbá teszi a gazdasági tervezést. Továbbá az üzleti kapcsolatok és a külföldi tartózkodás során alacsonyabb tranzakciós költséget jelent, mivel megspórolják a pénzváltás során felmerülő kiadásokat. Külön előnyt jelenthet a tranzakciós költségek szempontjából, ha a hazai valutában bonyolítják le a nyersanyagok, így elsősorban az olaj nemzetközi kereskedelmét. A hitelt felvevő gazdasági szereplők továbbá saját pénznemben bocsáthatnak ki kötvényeket külföldön, ennek következtében olcsóbbá válhat a forrásbevonás, mivel az árfolyamkockázatból eredő többletköltség nem jelentkezik. A bankszektor profitját jelentősen emelheti a nemzeti valuta nemzetközi szerepe, mivel a hazai pénzintézetek privilegizált hozzáféréssel rendelkeznek a pénzkibocsátás joga felett örökdő jegybank forrásaihoz. A hazai bankok számíthatnak továbbá a magas devizaforgalomból származó különböző jutalékokra és egyéb hozzájuk befolyó tranzakciós díjakra. Amennyiben minden más tényezőt változatlanul veszünk, a hazai bankszektor nyeresége jóval magasabb lehet más országok bankszektoránál. A mikroökonómiai szinten jelentkező hasznok nem egyenlően oszlanak meg a gazdasági szereplők között, ugyanis szükségképpen a külpiacok felé orientálódó szektoroknál koncentrálnak. De mivel lényegében senki

sem veszít az alacsonyabb tranzakciós költségeken, az ország egésze kisebb-nagyobb mértékben profitál a nemzeti valuta határokon átívelő szerepéből.

A második nemzetköziesedésből származó előny a seignoirage, vagyis a pénzkibocsátásból eredő többletjövedelem. A fogalom több irányból is megragadható. Modern kori értelmezése abból indul ki, hogy a nemzetközi valutát birtokló állam elhanyagolható költséggel állítja elő saját pénzét, míg cserébe külföldön komoly használati értékkel bíró árukat vásárolhat, mivel a nemzetközi valuták felhalmozására és nemzetközi forgalomban történő használatára törekvő külföldi gazdasági szereplők elfogadják fizetési eszközként. Az előállítási költség és a vásárlóerő közötti különbséget tekinthetjük a pénzkibocsátás hasznának, vagyis seignoirage-nak. A fogalom szélesebb értelmezése során figyelembe kell venni a külföldi közvetlen befektetéseken (FDI) elért magasabb hozamot is. (Eichengreen [2011] pp. 4.) Utóbbi a külföldi hitelfelvétel költségénél jóval magasabb megtérülést biztosít.

A seignoirage-hoz kapcsolódó további előny a likviditási diszkont vagy likviditási prémium, ami a tartalékvaluta és a nemzetközi elszámolási egység szerepkörhöz kapcsolódik. (Papaioannou – Portes [2008]) A nemzetközi valutát kibocsátó ország valutája iránt tartósan magasabb kereslet jelentkezik annál, mint ami a nemzetköziesedés hiányában fellépne. A többletkereslet a hivatalos szereplők oldaláról a tartalékvaluta-felhalmozás kapcsán jelentkezik, míg a magánszféra a külkereskedelmi ügyletek lebonyolításához használja a nemzetközi valutában denominált likvid eszközöket. A többletkereslet pedig tartósan alacsonyabb kamatszintet, így kedvezőbb adósságfinanszírozási környezetet jelent. A seignoirage ebben az értelmezésben tehát a korábban tárgyalt monetáris hatalom autonómia fogalmához kapcsolódik.

Az előnyök közé sorolt makroökonómiai rugalmasság több elemből tevődik össze. A külső finanszírozási korlát jóval puhább mint egy átlagos ország esetén, a már korábban említetteknek megfelelően az ország így akár tartósan is képes lehet folyó fizetési mérleg hiányt felhalmozni anélkül, hogy pénzügyi válsággal kerülne szembe. Így az ország saját gazdaságpolitikai céljait képes követni. A makroökonómiai szinten jelentkező haszon mikroökonómiai szinten meglehetősen egyenlőtlenül jelentkezik, a gazdaság egyes szereplői, különösen az inflációra érzékeny ágazatok

inkább erős külső korlátban érdekeltek. Gazdasági válságok idején a makroökonómiai rugalmasságból származó előny abban jelentkezik, hogy a pénz- és tőkepiacok likviditása továbbra is fennmarad. Ennek oka, hogy a befektetők komoly krízisek esetén a biztonságosnak tekintett eszközökbe menekülnek, következésképpen míg a feltörekvő országok és számos fejlett ország is komoly finanszírozási nehézségekkel szembesülhet, a nemzetközi valutát kibocsátó állam elkerülheti a pénzügyi problémákat. Sőt, a menedékeszköz szerepkörnek köszönhetően a kamatszint akár tovább is süllyedhet, ami segítheti a válságból való kilábalást, amennyiben a monetáris oldalról érkező élénkítés mellett teret ad a fiskális expanzióknak is.

Egy ország valutájának nemzetközi szerepén keresztül befolyást gyakorolhat más államok gazdaságpolitikájára, amennyiben a pénzügyi erőforrások rendelkezésre bocsátásán keresztül képes kihasználni az adott pénzt használó országok függő helyzetét. Minél nagyobb a valuta használatán keresztül jelentkező függőség, annál inkább képes a kibocsátó ország érvényesíteni a befolyását. Utóbbi egyrészt jelentkezhet a kikényszerítés jelenségén keresztül (Kirshner [1995]), vagyis szándékos befolyásolási kísérlet formájában. Példának okáért egy baráti állam kedvezményes hitelekhez vagy pénzügyi válság esetén a nemzetközi valutában fennálló likviditáshoz juthat, míg ellenségként számon tartott államtól megtagadják a segítségnyújtást, ami súlyosbíthatja a pénzügyi krízist. A valutát kibocsátó állam továbbá az ún. csapdába csalás jelenségén keresztül is befolyást szerezhet indirekt módon a partner állam gazdaságában. Mindez a rendszer struktúrájából következő befolyásolási képességet jelent, a valuta egyre jelentősebb használatán keresztül az érintett államok egyre inkább érdekelté válnak a kibocsátó ország sikerében. Utóbbit elősegítendő a valutát használó államok hajlamosak a központi állam preferenciáinak és követelményeinek megfelelően irányítani gazdaságpolitikájukat.

A következő általunk részletezett előny az előbbiekhöz képest nehezebben ragadható meg. Egy nemzetközi szerepet játszó valuta birtoklása bizonyos mértékű presztízst, hírnevet kölcsönöz az államnak, ami részben a fentiekben részletezett válság idején tapasztalt gazdasági előnyökből, elsősorban az anticiklikus hitelnyújtás képességéből táplálkozik. A nemzeti valuta széles körű használata tehát egyfajta puha hatalmat (soft power) biztosít az adott állam számára, ami az ország kultúrájából és értékeiből fakadó, egyúttal az előzőeknél kevésbé megfogható befolyást jelent más országok

viselkedésére. A másik irányból közelítve a katonai és politikai hatalom és presztízs egyúttal előfeltételei egy valuta nemzetköziesedésének. A hatalom különböző aspektusai szoros összefüggésben állnak egymással, a történelmi tapasztalatok szerint a nemzetközi valutát biztosító nemzetállamnak katonailag és kereskedelmileg is szükségszerűen a legfőbb hatalmak közé kell tartoznia. Amennyiben a hatalom említett aspektusaiban visszaszorul az állam, valutája nemzetközi szerepe és így az abból eredő gazdasági hatalom is csökkenhet.

Egy valuta nemzetközi szerepe az előnyök mellett hátrányokat is jelent a kibocsátó állam számára. A fenti bekezdésekben tárgyalt privilégiumok egyes esetekben kedvezőtlen hatásokkal járhatnak a nemzetgazdaság számára. Amennyiben a valuta iránt tartósan magasabb kereslet mutatkozik, mint ami a különleges státusz hiányában jelentkezne, a valuta könnyen tartósan túlértékelté válhat, ami rontja az exportszektor versenyképességét. Utóbbi különösen a kivitel dinamikus emelkedésére épülő növekedési stratégia esetén lehet hátrányos. Minél inkább nemzetközibbé válik a valuta annál nagyobb veszélyt jelenthet a tartósan felülértékelt valutaárfolyam. A hasznok és költségek megoszlása ebben az esetben sem egyenletes a társadalom egészét tekintve. A fogyasztók az árakra kifejtett lefelé irányuló nyomás következtében még nyerhetnek is a felülértékelt valutaárfolyamon. Ezzel szemben a kivitelre termelő és a behozatallal versenyző szektorokban tartós versenyképességi hátrányt jelent a hazai pénz felülértékelt árfolyama.

Továbbá míg a folyó fizetési mérleg hiányának tartós finanszírozhatósága növeli a gazdaságpolitika mozgásterét, az ebből eredő privilégium a döntéshozókat és a magánszféra szereplőit egyaránt könnyen felelőtlen magatartásra sarkallhatja. Az eladósodottság tartós növekedése hosszabb távon könnyen megingathatja a valutába vetett bizalmat, így potenciális alternatíva megléte esetén akár a nemzetközi valuta státusz is veszélybe kerülhet. Az eladósodottsághoz kapcsolódó másik hátrány lehet, ha a nemzetközi valutát szolgáltató állam által kibocsátott adósság koncentráltan egy másik ország kezében halmozódik fel, így előbbi kiszolgáltatottá válhat a fő hitelezőnek. A külföldi nemzeti bankok által likvid formában felhalmozott devizatartalékok komoly korlátot jelenthetnek a nemzetközi valutát kibocsátó állam jegybankja számára. Egyrészt a gyakori eladások és vételek növelhetik a valutaárfolyam volatilitását, így a pénzkínálat növekedését és a kamatláb alakulását célzó monetáris politikai stratégia veszíthet hatékonyságából. Másrészt annak

érdekében, hogy meggyőzzék a valuta értékállóságáról a külföldi jegybankokat a hazai gazdaságpolitikai célok elérését akadályozó intézkedések válhatnak szükségessé.

Egy további példa is hozható arra, hogy egy nemzetközi valuta kibocsátásából származó előny bizonyos esetekben hátránnyá válhat. A monetáris politikáért felelős hatóságnak döntéshozatala során nem csupán a nemzetgazdasági érdekeket, hanem a regionális vagy világgazdasági szempontokat is figyelembe kell vennie, ami a belső gazdasági célokat tekintve nem optimális döntésekhez vezethet. A monetáris politika szükségét érezheti, hogy válsághelyzeteket hárítson el vagy kedvezményes hiteleket biztosítson bajba jutott országok számára. Valutájuk nemzetköziesedését támogató országok esetében további hátrányként említhetjük a nemzetközi szerep fokozáshoz szükséges előfeltételek meglétét, melyek elérése alááshatja az érintett ország gazdaságpolitikai autonómiáját. Példának okáért a nemzetközi szerep növeléséhez elengedhetetlen liberalizált tőkemérleg, valamint a beáramló külföldi tőkével együtt járó árfolyamerősödés komoly károkat okozhat a kivitel bővülésére alapuló gazdaságfejlesztési stratégiának. Tehát nem csupán a nemzetközi szerep fenntartása és védelme, hanem annak elérése is érdemi gazdasági költségekkel járhat.

Az alfejezet végén a monetáris hatalom fogalmát a nemzetközi valuták funkcióival és a nemzetköziesedésből elérhető előnyökkel és hátrányokkal kötjük össze. Ezek összetett jellege miatt nem minden esetben egyértelmű, hogy egy ország összességében jól vagy rosszul jár-e valutája nemzetközi szerepének erősödésével. Az előnyök és hátrányok egy része nehezen mérhető, így a politikai befolyás és hírnév valamint a gazdaságpolitikai felelősségvállalás kényszere egyaránt a nehezen számszerűsíthető tényezők sorába tartoznak. Nem szabad figyelmen kívül hagyni továbbá, hogy az említett szempontok más-más súllyal eshetnek számításba, annak függvényében, hogy a valuta melyik nemzetközi funkcióban mennyire fontos szerepet tölt be. A seignorage vagy a makroökonómiai flexibilitás például csak abban az esetben jelentkezik, ha a valuta egyúttal jelentős globális tartalékvaluta is, míg amennyiben csak elszámolási eszköz az említett pozitív hatások csak korlátozottan vagy egyáltalán nem jelentkeznek. Másrészt komoly különbség jelentkezik amennyiben a pénz két, értékmegőrzőként betöltött szerepére tekintünk. Ha a magán és hivatalos szereplők nagymértékben támaszkodnak az adott valutára, mint értékmegőrzőre (beruházások végrehajtásához vagy monetáris tartalékok

felhalmozásához) a nemzetközi valutát kibocsátó állam önállósága a makroökonómiai rugalmasság növekedésén keresztül mindenképp bővül. A szükséges kiigazítási lépések elhalasztása vagy másokra történő áthárítása tehát megteremti a befolyásolás lehetőségét. A befolyásolásból származó előny realizálása azonban jóval nagyobb valószínűséggel történhet meg amennyiben a valuta az értékmegőrző funkciót tartalékvaluta szerepkörén keresztül tölti be és nem a magángazdasági szereplők beruházásait valósítják meg az adott pénznemben. Ellentétben a kormányzati döntések által determinált tartalékfelhalmozással, az utóbbiakat decentralizált nagy számosságú piaci szereplő hajtja végre. A befolyásolási kísérlet így messze nem lehet olyan sikeres, mint a hivatalos tartalékokat felhalmozó kormányzatokkal szembeni fellépés. Az alacsony valószínűség azonban nem jelenti azt, hogy speciális körülmények esetén ne lehetne sikeres a befolyásra való törekvés. Amennyiben egy ország belső pénzforgalmában használja a nemzetközi valutát, vagyis dollarizáció jellemzi monetáris rendszerét, komoly tér nyílhat az érdekérvényesítés számára. A nemzetközi szinten értékmegőrző szerepet betöltő valután keresztül történő befolyásszerzés azért is lehet kevésbé sikeres a pénzügyi piacokon keresztül, mivel a kínálati oldal kevésbé koncentrált. A globális pénzügyi piacokon legalább nyolc valuta jöhet szóba mint beruházási eszköz, míg tartalékeszközként körülbelül négy. A pénzügyi piacokon tapasztalható nagyobb verseny miatt bármilyen kormányzati befolyási kísérlet sikerességének lehetősége meglehetősen csekély.

Annak ellenére, hogy egy nemzeti valuta nemzetközi szerepének erősödése kétséges közvetlen gazdasági haszonnal járhat, a történelmi tapasztalatok szerint a kormányok a legtöbb esetben kiállnak az irányított ország pénzének nemzetköziesedése mellett. (Subramanian [2011]) Az érem másik oldalát vizsgálva azt mondhatjuk, hogy az államok általában megpróbálnak ellenállást kifejteni egy másik ország valutájának túlhatalma ellen még akkor is, ha saját valutájuk nemzetközi szerepének növelését nem tartják fontos célnak. Amennyiben az államok a nemzetközi kapcsolatokban a relatív hatalom felhalmozására helyezik a hangsúlyt, különösen rossz szemmel nézhetik versenytársaik valutáris dominanciájából fakadó előnyöket, bármilyen alacsonyak is legyenek azok.

2 A nemzetközi monetáris rendszer története

A következő fejezetekben a nemzetközi monetáris rendszer történetét tekintjük át a klasszikus aranystandard-rendszer kialakulásától napjainkig. Az időrendi sorrendben tárgyalt különféle rendszerek kialakulásának körülményeire, a működési sajátosságokra, a rendszerben szerepet játszó nemzetközi valuták egymáshoz való viszonyára valamint a felbomlás lépcsőire, okaira koncentrálnak. Célunk, hogy a történelmi folyamatokból következtetéseket vonjunk le napjaink monetáris rendszerére vonatkozóan. A Bretton Woods-i rendszer megszűnése utáni periódus eseményei kapcsán a 3. fejezetben a kilencvenes évek második felétől kezdődő időszakra koncentrálnak.

2.1 A klasszikus aranystandard-rendszer

2.1.1 A klasszikus aranystandard-rendszer létrejötte

Bár az aranyat, mint nemesfémeket már évszázadok óta használták csereeszközként, értékmérőként és értékmegőrzőként, valamint Nagy-Britannia már a 18. század elején rátért az aranyalapra, az aranystandard-rendszer világszintű létrejöttére az 1800-as évek második feléig várni kellett. 1870-ben a fontosabb országok közül csupán Nagy-Britannia, Portugália valamint Ausztrália és Kanada volt rajta az aranyalapon, míg 1880-ra már közel minden fejlett állam csatlakozott az aranystandard-rendszerhez.

A következőkben lényegre törően áttekintjük az aranystandard-rendszer kialakulását és a legfontosabb országokra történő áttérjedését elősegítő tényezőket. A rendszer keletkezése ahhoz a felismeréshez kapcsolódik, hogy az arany az ideális monetáris eszköz, mivel nemzeti és nemzetközi szinten értékmérőként, csereeszközként és felhalmozási eszközként egyaránt megfelel a pénzzel szemben támasztott követelményeknek. (Lőrincné [2004])

Az aranyalapra történő rá lépés során az államok hasonló dilemmával néztek szembe, mint napjainkban egy monetáris unióhoz való csatlakozás előtt. A hálózati hatásokra koncentrálnak makroökonómiai megközelítés értelmében az egyes államok a

nemzetgazdasági teljesítmény javítása érdekében léptek rá az aranyalapra. Miután egyre több állam választotta az aranyalapú rendszert, a nemzetközi kereskedelem és tőkeáramlás elősegítése érdekében ésszerű lépés volt csatlakozni az újonnan kialakult monetáris rezsimhez. Mivel a legnagyobb tőkeexportőr országok, így Nagy-Britannia, Franciaország és Németország mind ráléptek az aranyalapra, a példa követése a hitelfelvételi költségek csökkentése érdekében más országok részéről is racionálisnak tűnt. Meissner [2002] empirikus vizsgálata szerint az államok annál inkább vonzóbbnak találták a kialakuló rezsimet, minél több kereskedelmi partnerük volt már rajta az aranyalapon. Másodszor, a csatlakozás feltételezett egyfajta intézményi érettséget, többek között megfelelően szabályozott bankrendszert és a pénzügyi rendszer fejlettségét. Bordo – Rockoff [1996] kilenc periférikus ország példáján keresztül bemutatta, hogy az aranystandardban való tartós részvétel érezhetően csökkentette a hosszú lejáratú államkötvények hozamát. Ezzel szemben az aranyalapról időről időre lelépő államok csak magasabb hozamfelár mellett jutottak forráshoz. Obstfeld – Taylor [2003] kimutatta, hogy az 1914 előtt fennálló klasszikus aranystandard-rendszerben az aranyhoz való rögzítés szignifikánsan alacsonyabb hozamokat eredményezett az állampapírok piacán, míg az államadósság mértéke, a cserearányok, vagy a brit birodalomhoz való tartozás nem csökkentette érdemben a hozamszintet. Ami a nemzetközi kereskedelmet illeti, az aranyhoz való rögzítés érezhetően mérsékelte a tranzakciós költségeket a már korábban az aranystandardhoz csatlakozó államokkal szemben. Az empirikus kutatások szerint 1870 és 1910 között az aranystandard-rendszerben részt vevő két tetszőleges állam között átlagban mintegy 60 százalékkal emelkedett a kereskedelmi forgalom. (Córdova – Meissner [2003] pp. 1.)

A makroökonómiai előnyökre koncentráló fenti érvelés elfogadhatónak tűnik amennyiben az aranyalapú rendszer elterjedésének okait kívánjuk vizsgálni, míg kevésbé meggyőző, ha annak kialakulására koncentrálunk. Bár a világ vezető gazdasági hatalmának számított, önmagában Nagy-Britannia gazdasági szerepe nem feltétlenül volt akkora, ami igazolta volna az aranyalapra való rátérést a világ nagy részén. A bruttó hazai termék tekintetében 1870-ben Nagy-Britannia pozíciója messze nem volt domináns még Európában sem⁵. Németország, illetve Franciaország

⁵ Nagy-Britannia gazdasági túlsúlya főként az Egyesült Államok második világháború utáni helyzetével összehasonlítva tűnik csekélynek.

együttesen a szigetországnál mintegy 40 százalékkal magasabb GDP-vel bírt. (Broadberry – O'Rourke [2010] pp. 33.) Ráadásul 1870-re az Amerikai Egyesült Államok vált a világ vezető gazdasági hatalmává. (Eichengreen [2011] pp. 17.) A kereskedelmi forgalmat tekintve már egyértelműnek tűnik a szigetország vezető szerepe. 1870-ben az Egyesült Királyság bonyolította Európa kereskedelmi forgalmának közel 40 százalékát, így csupán a nemzetközi kereskedelmet figyelembe véve a szigetország dominanciája tagadhatatlan. Mégis ha valóban döntő lett volna Nagy-Britannia szerepe, felmerülhet a kérdés, hogy miért ilyen későn került sor az aranystandard-rendszer elterjedésére, hiszen az Egyesült Királyság már 1816-tól megszakítás nélkül az aranyhoz kötötte valutáját.

A brit példa követését nagyban megkönnyítette az ausztráliai és a kaliforniai aranyláz által az 1850-es években tapasztalt aranykínálati sokk. Az arany mennyiségének drasztikus növekedése következtében vált egyáltalán lehetővé, hogy az európai államok rátérhessenek a monometallikus, aranyalapú rendszerre. Ezzel párhuzamosan az 1850-es évektől gyors ütemben csökkent a rendelkezésre álló ezüst mennyisége az európai kontinensen. A történelem folyamán először vált az arany a relatíve bőségben rendelkezésre álló nemesfémme, míg az ezüst ennek megfelelően viszonylag szűkössé vált. 1850 és 1870 között éves átlagban közel 200 tonna aranyat termeltek a világon, míg 1840 és 1850 között csupán megközelítőleg ennek a negyedét. (Morys [2007a] pp. 19.)

A politikai gazdaságtan megközelítése szerint az egyes országokon belüli gazdasági erőviszonyok döntöttek az aranyra való áttérésről. Ezen értelmezés szerint az ipari körök az aranyra való áttérést részesítették előnyben, míg az ezüstöt az agrárérdekek favorizálták. (Cecco [1974]) Az ezüst aranyhoz viszonyított 1873-tól kezdődő leértékelődése a mezőgazdaságban érdekelték számára exportbevételeik emelkedésén keresztül többletjövedelmet jelentett, míg az import számukra nem játszott fontos szerepet. Nem úgy az iparban tevékenykedő vállalatok számára, ahol a modernizáció megkövetelte az import emelkedését. Másrészt, a leértékelődéssel párhuzamosan nőtt az inflációs ráta az érintett államokban, ami a vagyonának legnagyobb részét kötvényekben és részvényekben tartó polgárságot hozta nehéz helyzetbe. Ez a megközelítés a 19. század történelmét a konzervatív agrárérdekek és a felemelkedő polgárság közötti küzdelem szempontjából vizsgálja. Miután utóbbi politikai hatalma nőtt, elérte az ezüstalapú rendszer felváltását az inflációt hatásosabban kordában tartó

aranyalapú rezsimmel. Ez az elmélet részben magyarázza, hogy a kevésbé fejlett államok, mint például az orosz birodalom miért csatlakozott csak később az aranyalapú rendszerhez. A megközelítés magyarázó ereje mindenesetre kétséges lehet, mivel például a szegény országok közé sorolható Románia már 1867-ben csatlakozott a kialakulóban lévő rezsimhez. (Morys [2007a])

A rendszer kialakulásának ideológiai okait tagláló megközelítések abból indulnak ki, hogy bevezetését csak másodsorban befolyásolták gazdasági megfontolások. Az államok a monetáris rendszert egyfajta gazdasági és politikai státuszszimbólumnak tekintették. Az aranyra épülő monometallikus rendszert a magas státusszal azonosították, míg az ezüst és a bimetallizmus egyre inkább az elmaradottság jelképévé vált. Ezt a felfogást részben Nagy-Britannia vezető szerepe táplálta. (Gallarotti [1995]) Az elmélet önmagában nem magyarázza, hogy miért csak a hetvenes évektől léptek rá az államok az aranyalapra, ha Nagy-Britannia már 1816 óta folyamatosan rajta volt. Míg az 1873 utáni periódusra igazoltnak tűnik a fenti eszmefuttatás, az azt megelőző időszakra már kevésbé. (Morys [2007a])

2.1.2 Az aranyalapú rendszer működése

Az aranyalapra történő rátérés két dolgot feltételezett. Egyrészt meghatározták a hazai valuta aranyban meghatározott rögzített árát valamint az ország központi bankja kötelezettséget vállalt arra, hogy a gazdasági szereplők számára korlátlan mennyiségben, szabadon váltja át a nemzeti pénzt aranyra, vagyis a valuta konvertibilissé vált. Másrészt az arany külföldre történő kivitele és onnan történő behozatala elé nem gördítettek semmilyen akadályt, így a nemesfém szabadon áramlott a rendszerben részt vevő országok között. Az aranystandard rendszerre jellemző automatikus egyensúly-mechanizmus, az úgynevezett rugalmas árszínvonal egyensúly-mechanizmus, vagy aranyáramlási mechanizmus alapjait David Hume fektette le a 18. század közepén⁶. A 19. század végi klasszikus aranystandard keretei közé igazított változat annyiban különbözik a hume-i elmélettől, hogy aranyra szigorúan rögzített árfolyamon átváltható papírpénzek szerepelnek mind a belső, mind a nemzetközi forgalomban. Itt tehát valós árfolyamról van szó, amely a felső és alsó aranypont által meghatározott szűk határok között ingadozhat. Amennyiben A

⁶ A mechanizmus leírását lásd például Hume [1997], Szentés [2005], Eichengreen [2008] vagy Morys [2007].

ország importtöbbletet halmoz fel, a B ország nemzeti valutája iránti kereslet növekszik. Ha az A ország valutájának árfolyama a leértékelődés során átlépi a felső aranypontot, az importőrök A ország valutáját az előzetesen meghatározott fix árfolyamon aranyra váltják és a kereskedelmi ügylet finanszírozása ténylegesen az arany B országba történő szállításán keresztül valósul meg. Ezáltal az arany mennyiségének változása a hume-i elmélethez hasonlóan automatikusan szabályozza az áru- és pénzmennyiségek viszonyát. Az állam beavatkozására ebben az esetben sincs szükség, mivel a piaci mechanizmus spontán működésén keresztül automatikusan helyreáll az egyensúly.

Az aranystandard gyakorlati működése kapcsán több ponton kiegészítésre szorul a fentiekben felvázolt egyszerű mechanizmus. Egyrészt a 19. század végét jellemző globális tőkeáramlások sok esetben a kereskedelmi forgalomnál nagyobb jelentőséggel bírtak. Az eredeti hume-i elmélet nem mond semmit a tőkeáramlásokat meghatározó kamatlábakról vagy a jegybankok tevékenységéről. Másrészt a frissen bányászott nemesfém mozgását leszámítva a gyakorlatban nem volt megfigyelhető az arany akkora mértékű áramlása, mint ami az elméletből következett volna. Az eltérés oka a központi bankok tevékenységében rejlik. Amikor egy ország fizetési mérlege passzívumot mutatott, és ezzel párhuzamosan aranykészletei csökkenésnek indultak, a jegybank a pénzmennyiség alkalmazkodásának felgyorsításával válaszolt. Vagyis a pénzmennyiség csökkentésével elérte, hogy az árszínvonal mérséklődésével párhuzamosan javuljon a hazai termékek versenyképessége. Így képes volt az egyensúlytalanság felszámolására, ugyanúgy, mintha az arany kiáramlásán keresztül történt volna meg a kiigazítás. A pénzmennyiség kiigazítása érdekében leggyakrabban használt monetáris politikai eszköz a diszkontráta⁷ változtatása volt, aminek emelése következtében csökkent a pénz mennyisége a gazdaságban, míg mérséklése esetén ennek az ellenkezője következett be. Másrészt a kamatemelés a beruházási költségek növekedésén keresztül visszavethette a gazdaságot. Harmadszor, a kamatemelés növelte az államadósság finanszírozásának a terhét, a kormányok ezért sokszor ellenérdekeltek voltak a monetáris szigorítás kapcsán. A pénzmennyiség csökkentése végbemehetett nyíltpiaci műveletek keretében is, de mivel a 19. században az országok többsége még nem rendelkezett megfelelő

⁷ A bankok a kereskedőknek rövid távra, 60-90 napra nyújtottak hitelt, amit a jegybank megelőlegezett a pénzintézeteknek a számla ellenében. A pénz megelőlegezését hívták diszkontálásnak, míg a felszámított kamatlábat diszkontrátának.

mélységű kötvénypiacca, ez a gyakorlat nagyrészt az Egyesült Királyságra korlátozódott. A monetáris politikát nem befolyásolta semmilyen nemzetközi szerződés, ezen szabályokat spontán módon, saját érdekből követték a központi bankok.

Számos tanulmány kimutatta, hogy az aranystandard elmélete és a gyakorlat között jelentős eltérés figyelhető meg. (Giovannini [1986], Jeanne [1995]) A valóságban a központi bankok sokszor nem az aranystandard fentiekben ismertetett „játékszabályai” szerint jártak el. Különösen igaz ez Németország, Nagy-Britannia és Franciaország, vagyis a vezető gazdasági hatalmak nemzeti bankjaira. Amíg a gazdasági szereplők az aranyhoz való rögzítést hitelesnek tartják, az adott jegybank rövid távon eltérő gazdaságpolitikai célok követése érdekében megsértheti a „játékszabályokat”. Az empirikus kutatások azt sugallják, hogy a valóságban jóval összetettebb és egyben egymástól eltérő célokat követtek az egyes országok, attól függően, hogy milyen szerepet töltek be a rendszerben.

Morys [2010] tizenkét, központi és periférikus elhelyezkedésű államra egyaránt kiterjedő vizsgálata során azt találta, hogy a magországok monetáris politikai döntései során a legfontosabb szerepet az árfolyam aranypontok között történő tartása játszotta. Ezzel ellentétben a rendszer perifériáján elhelyezkedő államok számára a jegybanki tartalékok és a likvid kötelezettségek arányának egy bizonyos szinten történő tartása volt a cél⁸. Ezen csoport tagjait nagyobb árfolyamvolatilitás jellemezte és így többször átlépték az aranypontokat is. A periférián elhelyezkedő államok kisebb mértékben nyúltak a diszkontráta változtatásához, mint monetáris politikai eszközhöz, mivel esetükben kevésbé volt hatékony, kisebb mértékben számíthattak a stabilizáló tőkeáramlások jótékony hatására. A periférikus államok érezhetően magasabb szinten tartották a diszkontrátát. Továbbá általánosságban magasabb tartalékszinttel rendelkeztek, mely magasabb volatilitással járt együtt.

A rendszer evolúciója során egyre inkább egyfajta aranydeviza-rendszer irányába mozdult el. (Nurkse [2005]) A perifériához sorolható államok esetében a tartalékok

⁸ A jegybanki tartalékok és a likvid kötelezettségek arányát mutató hányados (angolul cover ratio), a jegybank likviditásának egyik legfontosabb mutatója volt a 19. század végén. A legtöbb jegybank számára jogilag kötelező volt heti vagy havi rendszerességgel nyilvánosságra hozni a pontos adatot a bizalom fenntartása érdekében. Számítási módja eltérő lehetett az egyes államok vonatkozásában. Kezdetben csupán az aranytartalékok bankjegyekhez viszonyított arányát jelentette, később, az egyre növekvő súlyú devizatartalékok következtében utóbbiak is a tartalékokat gyarapították.

nagy részét tették ki a valutatartalékok. 1885-ben Dánia, Norvégia és Svédország megállapodást írtak alá arról, hogy jegybankjaik számlát vezethettek a másik két központi banknál, amiket beszámítottak tartalékaik közé. India, hasonlóan Argentínához és Japánhoz a 19. század vége óta működtetett sikeresen egyfajta devizaalapú rendszert. A centrumhoz tartozó országok esetében sem volt elhanyagolható mértékű a valutatartalékok aránya, 1913-ban tizenöt jegybank összesített tartalékállományának mintegy 12 százalékát tette ki a devizában denominált eszközök aránya. Peter Lindert számításai szerint 1880 és 1914 között a valutatartalékok aránya a teljes tartalékállományban az egész világot figyelembe véve egytizedről egyhetedre emelkedett. (Eichengreen [2007] pp. 127.)

4. táblázat: Az ismert hivatalos tartalékok aránya

	1899	1913
Angol font	64	48
Francia frank	16	31
Német márka	15	15
Egyéb	6	6

Forrás: Eichengreen [2007], pp. 131.

Megjegyzés: a kerekítések miatt a számok összege nem feltétlenül 100-at tesz ki

Az aranystandard-rendszer árfolyamstabilitás terén felmutatott sikerességét az a tény magyarázza, hogy a kormányok fő gazdaságpolitikai prioritását ebben az időszakban a konvertibilitás fenntartása jelentette. (Eichengreen [2008]) Az európai centrumhoz tartozó országokban senki sem kételkedett abban, hogy a gazdasági döntéshozók mindent megtesznek az átválthatóság biztosítása és az aranytartalékok védelme érdekében. Az árfolyampolitikai trilemma feloldásának mikéntje részben azzal magyarázható, hogy az első világháború előtt a belső egyensúly fenntartása a kormányok szemében még nem játszott olyan fontos szerepet, mint például a második világháború utáni évtizedekben. A kamatemelések által generált munkanélküliségtől leginkább veszélyeztetett munkások politikai érdekérvényesítő képessége meglehetősen alacsony maradt a klasszikus aranystandard idején. A munkások érdekeit képviselő pártok a legtöbb államban csak másodlagos szerepet játszottak, mivel a választójog a vagyonosabb társadalmi csoportok kiváltsága volt. Figyelembe véve, hogy részben a fenti okok miatt is a bérek és az árak rugalmasak voltak, a fizetési mérleg kiegyensúlyozása kevésbé a munkanélküliség emelkedése, hanem inkább az árak és a bérek alkalmazkodásán keresztül ment végbe. Mivel a

befektetők hitelesnek találták az árfolyamrögzítést, a leértékelődéstől való félelem nem épült be az egyes gazdasági tranzakciókba. A centrumhoz tartozó országokban az árfolyam nem jelentett kockázati felárat. Az árfolyamok ingadozása esetén a befektetők viselkedése a stabilizáció irányába mutatott. Példának okáért egy valuta árnak csökkenése esetén tőke áramlott az országba, mivel a befektetők arra számítottak, hogy a jegybanki beavatkozás helyre fogja állítani az eredeti árfolyamot, így profitálhatnak az erősödésből. Vagyis sok esetben a stabilizáló spekuláció következtében a központi bankok beavatkozása nélkül visszaállt az eredeti árfolyam. A tőkeáramlások stabilizáló jellegéről empirikus bizonyítást nyújt Jeanne [1995], aki az 1893 és 1914 közötti időszakra vonatkozóan strukturális VAR elemzéssel vizsgálta az aranyáramlások és a legfontosabb monetáris változók közötti kapcsolatot. Egyik legfontosabb eredménye szerint a várakozások fontos stabilizáló szerepet töltek be a külső monetáris sokkok kezelése során.

A rendszer tartósságához hozzájárult a nemzetközi szolidaritás magas foka, vagyis, hogy az egyes jegybankok krízis esetén kölcsönt nyújtottak a gyors aranykiáramlást tapasztaló ország központi bankjának⁹. Az aranystandard túlélése válsághelyzet során a központi bankok és a kormányzatok közötti együttműködésen múlt. (Eichengreen [2008]) A centrum-periféria közötti ellentétek itt is megmutatkoztak. A legfontosabb gazdaságok jegybankjai képesek és hajlandók voltak szükség esetén segítséget nyújtani egymásnak, míg az érdek hiánya miatt a periféria államai kapcsán jóval kevésbé jöhetett szóba a külső támogatás. (Eichengreen [1995])

2.2 A két világháború közötti időszak

2.2.1 A lebegő árfolyamok és a restaurált aranystandard-rendszer

Az 1914-ben kitört első világháború a boldog békeidők végét és egyúttal a klasszikus aranystandard-rendszer lezárását jelentette. A háborús kiadások finanszírozása érdekében a kormányok felfüggesztették a nemzeti valuta aranyra történő szabad

⁹ 1890-ben amikor Nagy-Britannia egyik legfontosabb kereskedelmi bankja csődbe ment, a szigetország Franciaország és Oroszország segítségével stabilizálta bankrendszerét. 1893-ban európai bankok egy csoportja, kormányaik teljes egyetértésével nyújtott hitelt az Egyesült Államoknak. Öt évvel később a német jegybank és számos kereskedelmi bank szorult Nagy-Britannia és Franciaország segítségére. 1909-ben ismét Franciaország sietett Anglia megsegítésére.

átválthatóságát, valamint kormányzati engedélyhez kötötték a nemesfém országból történő kivitelét. Az aranyhoz történő rögzítést egyedül a háborúba csak 1917-ben belépő Egyesült Államok volt képes és hajlandó fenntartani. A világháborút követő beinduló újjáépítést pénz nyomtatásával fedezték, ami számos államban hiperinflációhoz vezetett. A háborús veszteségek következtében továbbá csökkent a rendelkezésre álló munkaerő nagysága valamint a termelőkapacitások is érezhetően visszaestek. (Broadberry – O'Rourke [2010] pp. 149-150.) A két hatás eredőjeként az árszínvonalak jelentősen meghaladták az 1913-as szintet.

Az 1920-as évek elejére a szabadon lebegő árfolyamrendszerek terjedtek el a világon, vagyis a központi bankok rendszerint tartózkodtak a devizapiaci beavatkozásoktól. Ezen időszak megítélése a negyvenes években még meglehetősen kedvezőtlen volt, az általános vélekedés szerint a szabadon lebegő árfolyamok együtt jártak a destabilizáló tőkeáramlásokkal, vagyis a forró tőke áramlásával, ami fékezte a nemzetközi kereskedelem kibontakozását. Nurkse [2005] szerint a húszas évek elejének Franciaországában a destabilizáló tőkeáramlások következtében rendkívül volatilis volt a frank árfolyama. A tőkeáramlások a külső egyensúly helyreállítása helyett annak további fokozása irányába hatottak. A későbbi kutatások már árnyalják Nurkse álláspontját. (Eichengreen [2008]) A frank volatilitása a kiszámíthatatlan költségvetési és monetáris politikát tükrözte, nem tekinthető önmagában a szabadon lebegő árfolyamrendszer következményének. Nurkse az oksági kapcsolatot fordítva látta, szerinte az árfolyam indokolatlan kilengései eredményezték a fiskális és monetáris politika kiszámíthatatlanságát. A vita nehezen feloldható, de mivel a negyvenes években a nurkse-i megközelítés tartozott a főáramhoz, a Bretton Woods-i tárgyalásokon érezhető befolyást gyakorolt a döntéshozókra.

A világegés utáni újjáépítésnek részét képezte a monetáris rendszerben jelentkező hiányosságok orvoslása. A világgazdaság stabilitásának biztosítása érdekében 1922 tavaszán a genovai konferencián próbálták meg lerakni egy új nemzetközi monetáris rendszer alapjait. (Eichengreen [1985]) Felismerve, hogy az arany önmagában már nem elegendő a központi bankok tartalékok iránti igényeinek kielégítéséhez, a résztvevők a klasszikus aranystandard-rendszer helyett egy korlátozott aranydeviza-rendszer bevezetését támogatták. A nemesfém szűkösségét a kínálat visszaesése és a monetáris célú aranykereslet jövőbeli várt emelkedése magyarázta. 1915 és 1922 között az arany kínálata mintegy harmadával esett vissza. (Nurkse [2005] pp. 188.) A

konferencia javaslatait végül nem fogadták el hivatalosan, de több ország is azok szellemében alakította gazdaságpolitikáját. A hivatalos tartalékokban egyre nagyobb részt követeltek maguknak a valutatartalékok, vagyis a már az első világháború előtt megindult folyamat gyorsuló mértékben folytatódott. 1928-ra a valutában tartott monetáris tartalékok aránya a teljes hivatalos tartalékokon belül már megközelítette az 50 százalékot. (Nurkse [2005] pp. 189.)

Az aranyra történő konvertibilitást elsőként bevezető államok között a háború után hiperinflációval szembenéző, vesztes országokat valamint az ismét függetlenné váló Lengyelországot találjuk. Ausztria 1923-ban, Németország és Lengyelország 1924-ben, míg Magyarország egy évvel később stabilizálta nemzeti pénze árfolyamát. Az 1920-as évek közepén a mérsékeltebb pénzromlást tapasztaló fejlettebb államok is visszatértek az aranyalapra, így Belgium 1925-ben, Franciaország 1926-ban valamint Olaszország 1927-ben állította helyre a nemzeti valuta konvertibilitását. A restauráció irányába mutató legfontosabb lépés 1925-ben történt, amikor Nagy-Britannia szintén visszatért az aranyalapra. A döntésben nem elhanyagolható szerepet játszottak a politikai megfontolások, az Egyesült Államok növekvő befolyását kívánták fékezni a font régi tekintélyének helyreállításával. A halózáti hatások erősségét mutatja, hogy a szigetország példáját gyorsan követte Ausztrália, Hollandia, Svájc, Új-Zéland és Dél-Afrika is. 1931-re már közel 50 állam lépett rá az aranyalapú rendszerre, ami azonban messze nem fogta át az egész világot, példának okáért a Szovjetunió és Kína is a csatlakozás ellen döntött.

Nagy-Britannia az első világháború előtti átváltási áron garantálta az aranyra való átválthatóságot, annak ellenére, hogy a szigetország árszínvonala magasabb volt a világháború előtti szintnél. A paritás tartása érdekében a nagy-britanniai árszínvonalnak csökkennie kellett, így a monetáris politika már 1920-ban restriktív irányt vett, ami a munkanélküliség gyors ütemű emelkedéséhez vezetett. A gazdaság gyengesége is hozzájárult ahhoz, hogy London fokozatosan veszített szerepéből a nemzetközi pénzügyi rendszerben, ami veszélyeztette a nemzetközi monetáris rendszer működését. A brit font túlértékelttségével szemben a francia frank alulértékelttsége állt, így az 1920-as éveket végig állandó feszültség jellemezte.

A két világháború között újra bevezetett aranyalapú rendszer nem volt képes a klasszikus aranystandardhoz hasonló mértékű stabilitást biztosítani. A XX. század

első felében a világgazdaságban, a politikai és a pénzügyi életben lezajlott változások nem tették lehetővé az aranystandard további sikeres működtetését. Egyrészt a világ nem volt képes biztosítani az aranytermelés feltételeinek stabilitását. Az 1925-1929 közötti időszakban gyorsan nőtt a világgazdaság, így a pénz és hitel iránti kereslet is emelkedett. A megnőtt likviditási igényt egyre nehezebb volt kielégíteni. A jegybanki tartalékok pénzmennyiséghez viszonyított aránya az 1913-as 48 százalékról 1927-re 40 százalékra csökkent. (Eichengreen [2008] pp. 62.) Ráadásul Franciaország és Németország együttesen majdnem teljes mértékben felszívták a világ monetáris aranytartalékainak növekedését. A nemzetközi fizetési mérlegek egyensúlyát garantálni hivatott kiigazítási mechanizmus nem működött. Számos ország tartósan deficitet, míg mások többletet halmoztak fel. A felülértékelt árfolyammal bíró Nagy-Britannia folyó fizetési mérlege szinte végig passzívumot mutatott, míg Franciaország és az Egyesült Államok többletet halmozott fel. A fizetési nehézségeket bonyolította a vesztes országokra kivetett háborús jóvátételekkel kapcsolatos állandó bizonytalanság.

A gazdaságpolitikák koordinálása megoldatlan volt, a kormányok továbbá egyre aktívabb és bonyolultabb politikai, gazdasági és szociális szerepet játszottak. Egyre nőtt az igény a társadalmon belül, hogy belgazdasági célok érdekében is vessék be a monetáris politika eszköztárát. Az áru- és munkaerőpiacok az első világháború előtti időszakhoz képest kevésbé voltak versengőek, ami a munkásmozgalmi és a baloldali politikai szervezetek előretörésének valamint az oligopolisztikus piacon működő ipari termelőknek tudható be. A szakszervezetek megerősödése, a választójog kiterjesztése következtében az érdekelt csoportok már szervezett formában voltak képesek kifejezni követeléseiket.

2.2.2 A világgazdasági válság és a nemzetközi monetáris rendszer

Az 1929-ben kitört világgazdasági válság hatására visszaeső termelés és növekvő munkanélküliség a felszínre hozta az előző alfejezetben ismertetett hiányosságokat. Az aranyhoz való rögzítés fenntartása a megváltozott körülmények között már nem volt hiteles. Amikor egy kormányzat az árfolyam fenntartása és a munkanélküliség csökkentése közötti dilemmával szembesült, az első világháború előtt nyilvánvaló volt, hogy az árfolyam stabilitása mellett fog kiállni, míg a húszas évek végére a helyzet megváltozott. A korábban válsághelyzetekben megszokott stabilizáló

tőkeáramlások elmaradtak. A leértékeléstől való félelem következtében sok befektető igyekezett minél előbb megszabadulni a problémás valutától. A jegybankok is gyors ütemben nekiálltak átváltani devizatartalékaikat a biztonságosabbnak tartott aranyra. A valutatartalékok aránya a teljes monetáris tartalékokban az 1927-es 40 százalékról 1932-re 11 százalékra zuhant. (Nurkse [2005] pp. 194.) Ezzel megközelítőleg elérte a klasszikus aranystandard-rendszerre jellemző mértéket.

A világgazdasági válságot bankválságok sora követte. A bankok kimentése nem volt összeegyeztethető az aranystandard-rendszerrel, mivel hozzájárult a pénzmennyiség bővüléséhez. A fejlett országok közül először Ausztria volt kénytelen feladni az árfolyamrendszer védelmét, majd a krízis gyorsan áterjedt Magyarországra, ahol a kormányzat befagyasztotta a külföldi betéteket és tőkekorlátozásokat vezetett be. Németország jelentős aranytartalékaira támaszkodva kezdetben megpróbálta védeni a paritást, külföldi források hiányában végül azonban kénytelenek voltak követni Ausztria és Magyarország példáját. A brit font árfolyamára a kereskedelmi mérleg romlása mellett főleg a láthatatlan jövedelmek 1930-as és 1931-es jelentős visszaesése helyezett nyomást. 1931 szeptemberében végül Nagy-Britannia lelépett az aranyalapról. 1932-ben további országok következtek, így ezt a dátumot tekinthetjük a rendszer végének. (Eichengreen [2008]) A befektetők a zöldhasú leértékelésétől való félelem következtében gyors ütemben elkezdték átváltani dollártartalékaikat arannyá. A továbbra is rögzített árfolyamokat használó országok versenyképtelenné váltak a valuta leértékeléséhez nyúló államokhoz képest, így a recesszió esetükben még inkább elhúzódott. A folyamatosan csökkenő gazdasági teljesítmény ösztönzöt nyújtott az aranyalapú rendszerről történő lelépésre, így egyfajta fordított hálózati hatás effektus volt megfigyelhető a harmincas években. A frissen hivatalba lépett Roosevelt-adminisztráció 1933-ban döntött a konvertibilitás megszüntetéséről, amit a dollár gyors leértékelődése követett. Az árfolyam stabilizálódása egészen 1934 januárjáig tartott, amikor 35 dollárt ért egy uncia arany a korábbi 20,67 dollár után. Mindez közel 70 százalékos leértékelődést jelentett. A világ legnagyobb gazdaságának döntése után a többi állam is lelépett az aranyalapról, Csehszlovákia 1934-ben, Belgium 1935-ben, míg egy évvel később Hollandia, Franciaország és Svájc szüntette be a hazai valuta aranyra történő átváltásának lehetőségét. Kialakult a lebegő árfolyamok rendszere.

A húszas évek első felétől eltérően a létrejövő új rendszer irányítottan lebegő árfolyamrendszer volt, vagyis a szélsőséges árfolyamingadozások megakadályozása céljából a kormányzatok beavatkoztak a keresleti-kínálati viszonyokba. Miután a központi bankok megszabadultak az aranyalapú rendszer jelentette korlátoktól, szabadabban alakíthatták monetáris politikájukat. A gazdasági kilábalás érdekében a valuta leértékelését elősegítő politikát folytattak, mindenféle nemzetközi koordináció nélkül. A hagyományos megközelítés szerint az exportot segítő valutaleértékelés rontotta a gazdasági partnerek versenyképességét, a „szomszédomat koldusbotra juttatom” típusú gazdaságpolitikának tekinthetők, mivel a hazai gazdaságot azáltal támogatja, hogy a külföldnek károkat okoz. Eichengreen - Sachs [1985] árnyalják a versengő leértékelésekről alkotott hagyományos képet. Szerintük bár a leértékelések öncélúak voltak, a kilábalást tekintve hatásosnak tekinthetők. Nagy-Britanniában és az Egyesült Államokban a gazdasági növekedés a leértékelés évében indult meg, míg Franciaországban az aranyalapról történő késői lelépés magyarázza a lassú kilábalást. Továbbá kiemelik, hogy nem bizonyítható egyértelműen a harmincas évek leértékeléseinek negatív végösszegű játszma jellege. Míg a leértékeléseknek van negatív hatása a gazdasági partnerekre nézve, a világgazdaság egésze számára pozitív hatással járnak. Sőt amellet érvelnek, hogy ha szélesebb körben nyúltak volna a leértékelés eszközéhez, a gazdasági kilábalás gyorsabb lehetett volna. Leértékelések sorozata következtében minden ország gazdasági jóléte javulhat. Az ipari termelés 1929 és 1935 közötti alakulása, valamint az aranyhoz viszonyított valutaárfolyam vizsgálata során kimutatták, hogy a legjelentősebb leértékelődést felmutató Nagy-Britannia, Franciaország, Svédország, Norvégia és Finnország esetében nőtt legnagyobb mértékben az ipari termelés. Ezzel szemben az aranyparitáshoz végig ragaszkodó Franciaország ipari termelése közel 30 százalékos visszaesést volt kénytelen elszenvedni. Hasonló összefüggést mutattak ki az exportteljesítmény és az árfolyam leértékelése között. A valuta gyengítését végrehajtó államokban nőtt a pénzmennyiség, elhárult az akadály a bankok kimentése előtt, tehát a monetáris politika teljes eszköztárát bevethette a válság ellen. A valuta leértékelése a megoldás részét képezte, nem súlyosbította a válságot. (Eichengreen [2008])

A gazdasági depresszió végeredményben az aranystandard-rendszer végét jelentette. Érdemes körüljárni azt a kérdést, hogy vajon az aranyalapú rendszer mekkora

mértékben járult hozzá a világméretű depresszió kialakulásához. Bernanke – James [1990] szerint a defláció és a monetáris rendszer által korlátozott jegybanki politika együttesen járultak hozzá a harmincas évek elejének bankválságához, ami a hitelezés visszafogásán keresztül csökkentette a gazdasági növekedést. Eichengreen – Temin [2000] érvelése értelmében a depressziót a gazdasági döntéshozók hibás reagálása okozta, ennek oka pedig az aranystandardhoz köthető mentalitás. Az első világháború előtti tapasztalatokra építő szűk látókörű hozzáállás eredményezte, hogy a döntéshozók sokáig kizártnak tartottak bizonyos gazdaságpolitikai lépéseket. A hozott intézkedések pedig sokkal inkább rontották a helyzetet, ahelyett, hogy javították volna.

2.2.3 A dollár és a font párharca

A történelem folyamán ritkán került sor arra, hogy egy felemelkedő gazdaság valutája átvegye a korábbi vezető pénz szerepét a világgazdaságban, az elmúlt száz évet tekintve csupán egy példát tudunk említeni. A huszadik század első felében az angol font hanyatlása és ezzel párhuzamosan az amerikai dollár felemelkedése határozta meg a csúcsvaluta státuszért folytatott küzdelmet.

A 19. század második felében Nagy-Britannia relatív gazdasági és politikai súlyának csökkenésével párhuzamosan nőtt az Amerikai Egyesült Államok jelentősége. Az amerikai valuta nemzetközi szerepe mégis sokáig elhanyagolható volt, vezető valutává válása csak az 1910-es években indult meg, annak ellenére, hogy már 1870-ben az Egyesült Államok vált a világ legnagyobb gazdaságává. A font végleges trónfosztására egészen a második világháború végéig várni kellett. A hálózati hatások és a nemzetközi kereskedelem a XIX. század végén a brit font használatát támogatta, emellett az amerikai pénzügyi rendszer fejletlensége akadályozta a dollár térnyerését. Egyrészt az Egyesült Államokat Nagy-Britanniához képest jóval inkább sújtották a pénzügyi válságok a globalizáció első aranykorának tartott időszakban. Másrészt csupán az 1907-es pusztító krízis után gyorsultak fel a központi bank létrehozására irányuló erőfeszítések. A fontot támogatta továbbá, hogy az amerikai gazdaság fejlődése során elsősorban a belső piacra támaszkodott, így a nemzetközi kereskedelemben a brit dominancia jóval tovább tartott. Az amerikai külkereskedelmi áruforgalom először csupán 1912-ben haladta meg az Egyesült Királyság szintjét. (Eichengreen – Flandreau [2010] pp. 3.) Nem segítette a dollár

pozícióját a társadalom széles rétegei részéről¹⁰ tapasztalt kritikus hozzáállás az aranystandardhoz. Az angol font használatát támogatta Nagy-Britannia kiterjedt gyarmatbirodalma, a fontosabb bankok mind igyekeztek leányvállalatokat létesíteni a gyarmatokon. A londoni piacok likviditása világszinten a legkedvezőbb befektetési célpontot garantálta a jegybankok számára. Az első világegés előtti időszak nagy részében Nagy-Britannia volt a világ vezető kereskedelmi hatalma, a font szerepe azonban nem csupán a brit kereskedelmi forgalom lebonyolítására korlátozódott. 1860 és 1914 között a kereskedelmi műveletek mintegy 60 százalékát bonyolították le font sterlingben. (Eichengreen [2007] pp. 127.)

A fordulatra az 1910-es évekig várni kellett. Az Egyesült Államok nettó hitelfelvevőből nettó hitelezővé vált ebben az időszakban, míg az Egyesült Királyság a háborús kiadások következtében nettó hitelfelvevővé vált. A Federal Reserve létrehozása növelte az amerikai piac likviditását. Az első világegés alatt csupán az amerikai dollár maradt rajta az aranyalapon ami tovább erősítette az amerikai valuta iránti bizalmat. Az a tény, hogy a két világháború között a font még fontos szerepet játszott, nagyrészt a hivatalos tartalékok tehetetlenségének és az Egyesült Királyság kiterjedt gyarmatbirodalmának köszönhető. Még 1940-ben is a likvid külföldi fonteszközök aránya a duplája volt a külföldi kézben lévő likvid dollárban denominált eszközöknek. Az arány a második világháború végére megfordult, így véglegesen befejeződött a font trónfosztása. (Chinn – Frankel [2008])¹¹ A devizatartalékok összetétele némileg árnyalja a képet, a Federal Reserve 1928-as jelentése szerint a dollártartalékok aránya már megközelítette az 50 százalékot, így mivel a tartalékolás egy kisebb része harmadik, kevésbé fontos valutákban ment végbe, valószínűleg már ekkor lehagyta a dollár a fontot. (Eichengreen – Flandreau [2008] pp. 2-3.) Triffin [1960] szerint viszont 1928-ban a fonttartalékok aránya elérte a 80 százalékot, valamint tíz évvel később is 70 százalékra rúgott, vagyis szerinte a dollár végig másodhegedős szerepet játszott.

A jegybanki archívumokra támaszkodó legújabb kutatások szerint a dollár nem a második világháború után, hanem már a húszas évek közepén átmenetileg megelőzte

¹⁰ Az agrárérdekek az ezüstöt favorizálták, az aranyhoz való rögzítés politikai gazdaságtanáról lásd Broz [2002].

¹¹ Meg kell jegyezni, hogy a statisztikai adatok meglehetősen szegényesek a két világháború közötti valutatartalékok összetétele kapcsán, az irodalomban található eltérések egy részét ez a tény okozza. A jegybankok nem közöltek adatok a tartalékok valutáris összetételéről, csak becslésekre támaszkodhatunk.

a brit valutát. Eichengreen – Flandreau [2008] A két világháború közötti aranydeviza-rendszer csúcspontját jelentő évben, 1929-ben a globális tartalékok 75 százalékát lefedő 16 ország esetében a dollár vezető szerepet játszott, míg a font csak utána következett. A két valuta összességében a tartalékok 97 százalékát tette ki, harmadik pénznem számára már nem volt hely. Különösen figyelemre méltó volt a dollár szerepe az Egyesült Államok érdekszférájának tartott Latin-Amerikában valamint a közép-európai régióban, míg Nagy-Britannia Japánban volt képes leginkább megőrizni az előnyét.

A dollár húszas évekbeli gyors felemelkedését a nagy gazdasági világválság törte meg. A nemzetközi kereskedelem drámai visszaesése, a szabadon lebegő árfolyamokra való áttérés valamint általánosságban a nemzetközi tranzakciók háttérbe szorulása következtében csökkent a valutatartalékok iránti igény. Továbbá a devizapiaci beavatkozás helyét átvették a tőke- és kereskedelmi korlátozások. A dollár 1933-as leértékelése után a font rövid időre még vissza tudta szerezni vezető szerepét, mivel a gazdasági válságot követően gyorsan leépülő devizatartalékok fő vesztese az amerikai dollár volt. 1933-ra a dollár részaránya mintegy 20 százalékra zuhant, majd lassan ismét emelkedni kezdett. Az angol font kérészéletű feltámadása annak tudható be, hogy a brit kilábalás megközelítőleg egy évvel korábban kezdődött az amerikaiénál, valamint a kereskedelmi forgalom zuhanása nagyobb méreteket öltött az Atlanti-óceán nyugati felén. (Eichengreen [2011]) A Brit Nemzetközösség tagállamai viszont továbbra is fontot tartalékoztak, míg az USA esetében hiányzott az ehhez hasonló politikai szolidaritás. Emellett a harmincas években gyorsan nőtt a húszas években marginális szerepet játszó francia frank részaránya. Előretörését jól érzékelteti, hogy a közép-európai régióban pár évre kiszorította mind az amerikai dollárt, mind a brit fontot. A befektetők rövid ideig a frankba menekültek, ennek egyik oka az lehetett, hogy Franciaország csak viszonylag későn, 1936-ben lépett le az aranyalapról, addig a frank egyfajta (látszat) stabilitást biztosított.

2.3 A Bretton Woods-i rendszer

2.3.1 A dollár kulcsvalutává emelése

A második világháború után az Egyesült Államok vált a világ vezető politikai és gazdasági hatalmává. Mivel a világ monetáris aranytartalékainak döntő része felett is az Egyesült Államok rendelkezett, a nemzetközi monetáris rendszerben is a legfontosabb szereplővé vált. Még a második világháború lezárása előtt, 1944-ben a Bretton Woodsban tartott konferencián döntöttek az új monetáris rendszerről és az ahhoz kapcsolódó intézmények működési formájáról. A tárgyalásokon két nézőpont állt szemben egymással, a Keynes képviselte brit és a Harry Dexter White képviselte amerikai álláspont¹².

A kialakuló új nemzetközi monetáris rendszerben az amerikai dollár vált a világ kulcsvalutájává, egyenrangú szerephez jutott az arany mellett. Így a nemzetközi monetáris rendszer kettős alapra helyeződött, a „zöldhasú” felzárkózott a hagyományosan kulcsszerepet játszó nemesfém mellé. Az Egyesült Államok 35 dolláros unciánkénti árfolyamon átváltási kötelezettséget vállalt a külföldi kormányokkal illetve központi bankokkal szemben. A nemzetközi fizetési forgalomban a dollár volt az elsőrangú, hiszen az arany fizetési forgalomban történő használatát kezdetben főleg fizikai hiánya, később pedig a Gresham-törvény működése akadályozta. A világkereskedelem nagy részét dollárban bonyolították, az importőrök és exportőrök nagyrészt dollárban számoltak el. Az amerikai valuta univerzális értékmegőrzővé, csereeszközzé és elszámolási egységgé vált. Mivel a világszintű aranykínálat nem nőtt elég gyorsan, a központi bankok csupán a dollár felhalmozásán keresztül biztosíthatták tartalékaik megfelelő szintjét. Mivel az államok az önálló monetáris politikájáról nem kívántak lemondani, tőkekorlátozások fenntartására továbbra is lehetőség volt.

A rögzített árfolyamok bevezetését a két világháború közötti tapasztalatok motiválták, az általános vélekedés szerint a lebegő árfolyamok, mivel a spekuláció erősítésén keresztül instabilitáshoz vezettek, hátráltatták a nemzetközi kereskedelem fejlődését. Hasonlóképpen, a harmincas évek tapasztalatai bebizonyították, hogy a nemzeti kormányok már nem hajlandóak arra, hogy a szabad kereskedelem és a

¹² A két tervezet és a Bretton Woods-i rendszer részletes ismertetését lásd Bordo [1993]

rögzített árfolyamok érdekében feláldozzák a belső egyensúlyt, azaz figyelembe kellett venniük a munkanélküliség alakulását is. A Bretton Woods-i rendszernek így megfelelő rugalmasságot kellett biztosítania. Ennek érdekében a bevezetett árfolyamrendszer kiigazíthatóan rögzített volt, vagyis a fizetési mérleg „fundamentális egyensúlytalansága” esetén lehetőség nyílt az IMF engedélyével történő árfolyamkiigazításra.

2.3.2 A rendszer működése a konvertibilitás bevezetéséig

A Bretton Woods-i rendszer története leegyszerűsítve két részre osztható, az elsőt a dollár hiánya, míg a másodikat a dollár túltengése jellemezte. A második világháborút követő éveket a dollárhiány jellemezte, az elszegényedett európai országok nem rendelkeztek megfelelő mennyiségű kulcsvalutával. Az európai államok kereskedelmi mérlege folyamatosan hiányt mutatott, a világegés által lepusztított államok nem rendelkeztek megfelelő exportkapacitással, míg a kereslet egyre inkább nőtt az Egyesült Államokban előállított termékek iránt. A gyors fellendülés illúziójának bizonyult, Európa nem volt képest az export gyors felfuttatásán keresztül megszerezni a szükséges dollármennyiséget. Az európai országok továbbra is fenntartották a háború során kivetett folyó fizetési mérleg korlátozásokat. A dollárhiányt végül az 1948-ban beindított Marshall-segély enyhítette¹³. A Egyesült Államok a gazdaságok liberalizálásáért cserében 13 milliárd dollárnyi támogatást nyújtott az európai országoknak.

Tovább fokozta az egyensúlytalanságokat, hogy a kezdeti paritások túlértékelték voltak az európai országokban. (Bordo [1993] pp. 39.) A világháború alatt az európai országok az Egyesült Államokénál jóval magasabb inflációval néztek szembe, míg a paritások sok esetben az 1939-es állapotokat tükrözték. Az Egyesült Államok 1948-49-es recessziója következtében a Marshall-terv keretében nyújtott források gyorsan kimerültek. 1949-ben végül átlagosan mintegy 30 százalékos leértékelésre került sor az európai valuták esetében. Az árfolyamkiigazítás nagyrészt beváltotta a hozzá fűzött reményeket. A kereskedelmi mérlegek javultak, ezzel párhuzamosan a tartalékok csökkenése több országban megállt. A kedvező folyamatokat csak erősítette a recesszió lezárulása az Egyesült Államokban. A dollárhiány végül enyhült, de nem szűnt meg teljesen.

¹³ A Marshall-segély átfogó gazdasági hatásairól lásd De Long – Eichengreen [1991].

A liberalizáció koordinált megvalósítása céljából 1950 július elsejével jött létre az Európai Fizetési Unió (EPU). A szervezet kiegészítette az IMF működését, amennyiben hiteleket nyújtott rövid távú fizetési nehézségek áthidalása céljából. A Bretton Woods-ban eredetileg rögzített menetrend tartása illúziónak bizonyult, a gyakorlatban a liberalizációs lépések és a kereskedelem élénkítése feletti kontroll már nem az IMF-nél volt. Az Európai Fizetési Unió engedélyével lehetséges volt különböző korlátozások bevezetése, a szervezet engedélye kölcsönzött hitelességet a rendszerint párhuzamosan több országban bevezetésre kerülő intézkedéseknek. A Nemzetközi Valutaalap keretében vállalt együttműködés értelmében a vezető európai államok végül 1958. december 31-ével megvalósították az alapító szerződésben előírt liberalizációt, vagyis valutájuk szabadon rendelkezésre állt a folyó fizetési mérlegre vonatkozó műveletek terén¹⁴. A folyamatot megkönnyítette a monetáris tartalékokban beálló átrendeződés, míg 1948-ban az Egyesült Államok még a monetáris aranytartalékok mintegy kétharmadával rendelkezett, tíz évvel később ez a felére csökkent. (Bordo [1993] pp. 38.)

Az 1950-es évek közepén az európai országok gazdasági fejlődésével párhuzamosan a kulcsvaluta iránti kereslet és kínálat megközelítőleg egyensúlyban volt. A rendszer sikeressége nagyrészt az amerikai kormány szerepével magyarázható, olyan hozzájárulásokra, nemzetközi finanszírozásra vállalkozott, amire később már sem hajlandó, sem képes nem volt. A kezdeti eredményekhez az is hozzájárult, hogy a valutáris játékszabályok kialakításában csak relatíve kevés ország vett részt, azok is az első világháború előtti időszakhoz vagy a húszas évekhez képest meglehetősen zárt gazdaságokat alkottak.

2.3.3 A bizalmi probléma és a rendszer válsága

1960-ban Robert Triffin amerikai közgazdász mutatott rá a Bretton Woods-i nemzetközi monetáris rendszer fő gyengeségére, az úgynevezett bizalmi problémára. (Triffin [1960]) Érvelése szerint mivel a rendszer likviditását az amerikai dollár biztosította, az Egyesült Államok képes volt a külföldi jegybankok tartalékok iránti igénye szerint fizetési mérleg deficitet felhalmozni. A dollár felhalmozása azonban

¹⁴ Az IMF 1961-ben ismerte el hivatalosan a fennálló helyzetet, amikor deklarálta, hogy az érintett országok teljesítik a VIII. cikkelyből származó kötelezettségeiket. 1953 és 1960 között csupán tíz ország tartozott ebbe a kategóriába, míg 1961-ben már 21.

csak addig volt vonzó, amíg az aranyparitás tartásához nem fért kétség. Függetlenül attól, hogy a nemzetközi tartalékvalutát, a dollárt az aranyhoz kötötték, az amerikai valutába fektetett bizalom idővel gyengülésre volt ítélve. Mihelyst a külföldi dollárkövetelések meghaladják az aranytartalékok értékét, a rendszer hitelességi válságba kerülhet. A külföldi dollárkövetelések értéke már 1960-ben meghaladta az Egyesült Államok aranytartalékait, míg három évvel később a monetáris hatóságok birtokában lévő dollárkövetelések is meghaladták a lassú, de stabil csökkenést mutató amerikai aranytartalékokat. (Eichengreen [2008] pp. 114.)

A rendszert nem csupán a Triffin-dilemma terhelte. A hatvanas évektől a valutáris együttműködés egyre kevésbé volt képes az egyre inkább divergáló érdekekkel bíró államok között az egyensúly fenntartására és működő kompromisszum kialakítására. A Nemzetközi Valutaalap tagjainak létszáma folyamatosan emelkedett, ami nehezítette a döntéshozatalt. Továbbá a külkereskedelmi kapcsolatok volumenének bővülése és az országhatárokat átlépő tőkeáramlások gyors növekedése következtében az egyensúly fenntartása egyre nehezebbé vált az ötvenes években megszokott eszközökkel. A konvertibilitás bevezetésével már nem volt lehetséges az import mesterséges korlátozásával javítani a kereskedelmi mérleget, valamint egyre nehezebbé vált a tőkekorlátozások fenntartása. A import és az export túl-, illetve alulszámlázásával a vállalatok viszonylag könnyedén ki tudták játszani a szabályokat. A Bretton Woods-i rendszert végig jellemezte a deficites államok vonakodása a leértékeléstől. Egyrészt féltek attól, hogy a gyakori paritásváltogatás fékezheti a külkereskedelem bővülését. Másrészt az egyszeri nagy mértékű leértékeléshez szükséges IMF-hozzájárulás kiszivárgása növelhette a destabilizáló spekulációt. A jóváhagyás nélkül végrehajtható több, kis mértékű leértékelés azonban már önmagában destabilizáló hatású lehetett, amellett, hogy valószínűleg elégtelenek lettek volna az egyensúlytalanság megszüntetéséhez. Másfelől, részben az USA gazdaságpolitikája miatt egyre nagyobb mértékben áramlott ki a dollár az országból. A nemzetközi pénzügyi rendszert terhelő dollárfelesleg egyre nagyobb nehézséget jelentett az aranydeviza-rendszer számára.

A monetáris rendszer hatvanas évekbeli túlélését a jegybankok közötti együttműködés és a hidegháborús nemzetközi politikai környezet tette lehetővé. A Bretton Woods-i rendszer működéséhez a konvertibilitás bevezetése óta alapvető fontosságú volt a jegybankok közötti kooperáció. Az együttműködést

megkönnyítette, hogy a legfontosabb országok egyazon védelmi blokkba tartoztak. A legbefolyásosabb jegybankok közötti együttműködés sorába illeszkedik a nyolc fejlett állam által 1961-ben létrehozott ún. aranypool, melynek célja az arany londoni piaci árának kordában tartása volt. Az aranypoolban résztvevő jegybankok kötelezték magukat, hogy tartózkodnak a dollár aranyra történő konvertálásától és az Egyesült Államokra nehezedő nyomás csökkentése érdekében alkalmanként aranyat dobnak a piacra. A dollár értékvesztésétől való félelem összekapcsolódott azzal a veszéllyel, hogy az amerikai valuta leértékelődése a harmincas évekhez hasonló leértékelési versenyt indíthat el a világgazdaságban. Másrészt amennyiben a világ legnagyobb gazdasága deflációs politikával próbálta volna meg csökkenteni külgazdasági hiányát újabb súlyos recesszióval nézhetett volna szembe a nemzetközi közösség. Az 1950-es években az arany piaci ára végig a 35 dolláros érték körül mozgott, míg 1960-ban felkúszott 40 dollár fölé. Ennek oka az amerikai elnökválasztással kapcsolatos bizonytalanság, a spekulánsok arra számítottak, hogy Kennedy elnök az ország fizetési mérlegét rontó fiskális és monetáris politikát folytat majd. Az Egyesült Államok az aranypiac stabilizálása céljából kénytelen volt az év végén mintegy 350 millió dollárnyi aranyat értékesíteni az Egyesült Királyság számára. 1961 elején az Egyesült Államok aranytartaléka csak a felét tette ki a világ összes aranytartalékának és a tendencia csökkenő képet mutatott.

Az aranypool célja meglehetősen sajátos volt és rámutatott a Bretton Woods-i rendszer gyengeségére. Az alapító jegybankok arra kötelezték magukat, hogy nem váltják át dollártartalékaikat aranyra, a szabad átválthatóság viszont eredetileg a Bretton Woods-i rendszer egyik alapelemét jelentette. Az aranypool működése két részre osztható. (Eichengreen [2007a]) Az első szakaszban (1962-1965) az új dél-afrikai aranybányák megnyitásának köszönhetően az aranypool nettó aranyvásárló volt, így nem volt szükség eredeti céljának teljesítésére. A második szakaszban, vagyis 1965-től viszont egyre nagyobb nyomás alá került az aranyár. A fonttal kapcsolatos bizonytalanság, a francia elnök monetáris rendszert bíráló megjegyzései valamint a vietnámi háború intenzitásának fokozódása mind csökkentették a rendszer iránti bizalmat. Az arany árát Dél-Afrika és a Szovjetunió csökkenő kínálata és az inflációs tendenciák is befolyásolták. A globális aranytermelés 1953 után első alkalommal csökkent 1967-ben. Az 1966 és 1968 közötti három évben megfordult a hatvanas évek első felében tapasztalt tendencia, vagyis az aranypool nettó

aranyeladóvá vált. A rendszer már 1966-tól új forrásokra szorult. Franciaország egyre kritikusabbá vált az aranypool-lal és egyúttal a Bretton Woods-i rendszerrel szemben, így végül 1967-ben otthagya a mechanizmust¹⁵. 1967 közepén a hatnapos háború, míg néhány hónappal később az SDR-rel kapcsolatos csalódás fokozta a feszültséget. Az aranypool maradék tagjai először a rendelkezésre álló források növelésével reagáltak, ami azonban nem bizonyult elégségesnek. 1967 novembere és 1968 márciusa között az aranytartalékok mintegy 10 százalékát volt kénytelen értékesíteni az angol központi bank. A következő hónapokban még tovább nőtt az értékesítési nyomás, végül tizenegy napon keresztül kénytelenek voltak felfüggeszteni a kereskedést a londoni aranypiacon. Az aranypool megszűnt létezni.

Az aranypool a kartellek általános problémájával nézett szembe, vagyis az egyes tagok kísértése a megállapodás megszegésére túl nagynak bizonyult. (Eichengreen [2007a]) Működőképességét aláasta továbbá az egyes államok eltérő felfogása a Bretton Woods-i rendszer problémáiról. A francia nézet szerint a rendszer az Egyesült Államok különleges helyzetéből fakadóan inflációt gerjesztett a világban, de Franciaország hiába követelt restriktív lépéseket, nem volt érdekérvényesítő ereje. A működést bonyolító harmadik tény, hogy az aranypool messze nem fogta át a világ összes országát, így például az olajtermelő államokat semmi nem gátolta meg abban, hogy dollártartalékaikat aranyra konvertálják. Végül mivel a jegybankok nem nyújtottak információt műveleteikről, a rendszert a transzparencia hiánya jellemezte.

Az 1965 és 1968 közötti amerikai gazdaságpolitika döntő mértékben gyorsította fel a rendszer bukását.¹⁶ 1965-től a vietnámi háborúnak köszönhetően gyors ütemben nőttek az állam hadi kiadásai, amit tetézték az amerikai kormányzat társadalompolitikai intézkedéseinek emelkedő költségei. Mivel az állami bevételek arányos bővülése nem következett be, a folyamat jelentős fiskális expanziót eredményezett. Ezzel párhuzamosan az Egyesült Államok folyó fizetési mérleg többlete gyors csökkenésnek indult, míg az inflációs ráta évről évre magasabb értéket ért el. A kormányok különböző módszerekkel próbálták elkerülni az árfolyamok kiigazítását, így az Egyesült Államok a hatvanas évek közepétől kezdve több olyan

¹⁵ Franciaország elsősorban a dollár „földöntúli” privilégiumát ostromozta, ami lehetővé tette a Egyesült Államok túlköltekezését és költséges külpolitikáját. A francia politika szükségesnek találta az arany árának növekedését. Franciaország hozzáállásáról a Bretton Woods-i rendszer kapcsán lásd Bordo – Simard – White [1994]

¹⁶ A Bretton Woods-i rendszer megszűnésének kronológiáját és okait részletesen lásd Garber [1993]

intézkedést is hozott, amelyekkel egyes nemzetközi fizetési területeken leértékelték a zöldhasút. Egyúttal a külföldi portfólióberuházásokra kamatkiegyenlítés címén adót vezettek be. Az aranypool felbomlását követően az Egyesült Államok kettős aranypiac bevezetése mellett döntött. Ennek megfelelően 1968 és 1971 között az arany nemzetközi forgalma két egymástól elzárt csatornában bonyolódott le. A központi bankok csupán a hivatalos piacon jelenhettek meg, míg a szabad piacon az ár a kereslet és a kínálat általános törvényeinek megfelelően alakult ki. 1968-ra a rendszer már eltávolodott az eredeti Bretton Woods-i célkitűzésektől, egyfajta dollárstandarddá vált. (Bordo [1993])

A Triffin-dilemma által megjósolt bizalomvesztés elkerülése érdekében logikus megoldásnak tűnt a dollár helyettesítése egy másik eszközzel. Mivel a dollárnak nem volt komolyan vehető vetélytársa a hatvanas években, a piac önmagában nem tudta megoldani a likviditással összefüggő bizalmi problémát, így egy mesterséges tartalékeszköz létrehozására volt szükség. Az Egyesült Államok a dollár nemzetközi szerepének védelme érdekében 1964-ben még megtorpedózta a tartalékeszköz létrehozására vonatkozó javaslatot. Hamarosan azonban az arany dollárárának emelkedése és a külső kötelezettségek növekedése átgondolásra készítette az amerikai politikát.

A hatvanas évek végén az IMF Alapító Szerződésének első módosításával létrehoztak egy mesterséges tartalékeszközt, az SDR-t (special drawing rights = különleges lehívási jogok)¹⁷. Bevezetésére a nemzetközi kereskedelem dinamikájától elmaradó tartalékfelhalmozás miatt, vagyis a nemzetközi likviditás javítása érdekében került sor. A dollár megerősítése céljából egy kiegészítő eszközt kívántak teremteni, amely a nemzetközi közösség egészének érdekét szolgálja. Az SDR tartójának kamat jár, így az aranyhoz képest vonzóbb tartalékeszköz lehetett. Kezdetben 1 SDR 1 dollárnak felelt meg, ez is kifejezésre juttatta, hogy a zöldhasú helyettesítésére szánták¹⁸. A hatvanas évek végén azonban már nem a tartalékok hiánya, hanem sokkal inkább a túlzott likviditás okozott feszültséget a rendszerben. Hiába volt pozitív az amerikai fizetési mérleg 1969-ben, a folyamat nem volt fenntartható. A gazdaságpolitikai döntéshozók túl későn reagáltak, egy korábbi

¹⁷ Az SDR létrehozásának részletes körülményeiről és későbbi szerepéről lásd Clark – Polak [2002]

¹⁸ 1976-ban kosárvalutává alakult, a nemzetközi kereskedelem szempontjából öt legfontosabb nemzeti valuta alapján határozzák az értékét és kamatozását. Utóbbi a rövid távú kamatlábak súlyozott átlagaként alakul ki.

problémát akartak megoldani. Továbbá az aranyhoz vagy a dollárhoz képest az SDR számos hátránnyal bír, ami megakadályozta, hogy komoly szerepet vállaljon a nemzetközi monetáris rendszerben. A zöldhasúval ellentétben a magánszféra számára nem jöhetett szóba a használata. Az érte kapott alacsony kamat a várakozásokkal ellentétben nem járult hozzá vonzerejének növeléséhez. Végül értékmegőrzőként gyengébb volt az aranynál, mivel nem rendelkezett annak belső értékével.

2.3.4 A dollár válsága és a rendszer felbomlása

A hatvanas években az amerikai gazdaságpolitika megpróbálta védeni a dollár értékét, de az Egyesült Államok fizetési mérlegének drasztikus javulása nem következett be. A tőkeáramlások korlátozása és a nemzetközi együttműködés erősítése csak ideig-óráig volt képes fenntartani a rendszert. 1968-tól vagyis a kettős arany piac bevezetésétől a rendszer rendkívül instabillá vált, amit az infláció hatvanas évek végétől tapasztalható emelkedése is támogatott. Az amerikai pénzromlási ütem áttért a világ többi országára is¹⁹. Franciaország az 1968-as sztrájkok és diáklázadások után expanzív monetáris és fiskális politikába kezdett, ami spekulatív támadáshoz és a jegybanki tartalékok gyors csökkenéséhez vezetett. Leértékelésre kezdetben nem került sor, a válságot végül az Egyesült Államok segítségével és tőkekorlátozások bevezetésével oldották meg. A spekulatív tőke ezután a kedvező fundamentumokkal rendelkező Németországba áramlott, ahol a valuta felértékelését az export versenyképességének fenntartása céljából kezdetben elutasították. 1969-ben végül a frankot 11,1 százalékkal leértékelték, míg a német márka 9,3 százalékos felértékelésen esett át.

1970-ben recesszió kezdődött az USA-ban és növekedésnek indult a munkanélküliség, így felerősödtek a dollár leértékelésére vonatkozó várakozások, így fokozódtak a dolláreladások a devizapiacokon. Mivel a dollár töltötte be az N-dik valuta szerepét, a rendszer sajátosságai miatt a dollár leértékelése csak a többi valuta felértékelésén keresztül történhetett meg, amire a többi állam az export versenyképességének romlása miatt kezdetben nem volt hajlandó. 1971 tavaszán masszív tőkeáramlás indult meg a német márka irányába, így a növekvő infláció további gyorsulásától való félelem miatt a jegybank 1971 májusában beszüntette a

¹⁹ Az amerikai infláció exportálásának különböző okait jól összefoglalja Bordo [1993]

intervenciót, vagyis tér nyílt a márka felértékelődésére. Németország számára elérkezett az a pont, amitől kezdve már nem volt hajlandó a rögzített árfolyam védelmére, így áttért a szabadon lebegő árfolyamrendszerre. Hasonló lépés mellett kötelezte el magát Ausztria, Belgium, Hollandia és Svájc is. Ugyanezen év áprilisában az amerikai kereskedelmi mérleg először mutatott passzívumot. 1971 augusztusában végül az Egyesült Államok meghozta a történelmi lépést, letért az aranyalapról, vagyis a jövőben a külföldi jegybankok számára nem váltotta át az USA automatikusan a dollárt aranyra. A külső egyensúly javítása érdekében továbbá pótdót vetettek ki az importra és befagyasztották a belső bérszínvonalat. A Bretton Woods-i rendszer egyik alapeleme ezzel megszűnt működni.

Az aranyra történő átváltás megszüntetése még nem jelentette a rögzített árfolyamok végét. 1971 decemberében tíz fejlett állam a Smithsonian-megállapodás keretében próbálta megreformálni a nemzetközi monetáris rendszert²⁰. A kialakult árfolyamrendszer azonban lényegét tekintve teljesen megegyezett a régivel, csupán a rugalmassága nőtt bizonyos mértékben, vagyis a mennyiségi változások mellett nem került sor minőségi módosítások végrehajtására. A jegybankok erőfeszítései hiábavalónak bizonyultak, sem a leértékelt dollárárfolyam, sem a szintén értékét veszítő angol font új árfolyama nem volt tartható. Nagy-Britannia végül 1972 júniusában bejelentette a lebegtetésre való áttérést. 1973 elején Svájc és más országok is követték a brit példát. 1973 februárjában újabb spekulációs hullám indult a dollár ellen, ami kikényszerítette az amerikai valuta további leértékelését. A hetvenes évek elejére a külgazdasági kapcsolatok volumene, a gazdaságok nyitottsága olyan mértékben növekedett meg, hogy a kormányok nem tudták vállalni az árfolyam rögzítését. A kiigazíthatóan rögzített paritások feladásával a Bretton Woods-i rendszer második eleme is megszűnt.

²⁰ A módosítások elemei magukban foglalták a teljes körű árfolyam-korrekció végrehajtását, a valutaárfolyamok reális szintre történő hozását, továbbá az arany hivatalos árának mintegy 10 százalékkal, 38 dollárra történő növelését. Ennek gazdasági értelme nem volt, mivel az Egyesült Államok továbbra sem volt hajlandó dollárért automatikusan aranyat biztosítani. A rendszer rugalmasabbá tétele érdekében az intervenciós sávot 2,25 százalékra bővítették. Negyedik elemként az Egyesült Államok megszüntette az importra kivetett pótdót, illetve az exportra nyújtott adókedvezményeket.

2.4 A szabadon lebegő árfolyamokra épülő rendszer

A Bretton Woods-i rendszer felbomlását követő időszak vizsgálata során a dollár nemzetközi szerepének változását tekintjük át, majd a nemzeti valuta várákosoktól elmaradó nemzetköziesedése miatt releváns Japán esetét tanulmányozzuk. A Bretton Woods utáni időszakon belül részletesen csak az euró bevezetését követő évekkel foglalkozunk a következő fejezetben.

A dollár az aranyhoz történő rögzítés feladása után sem veszített nemzetközi szerepéből. A hetvenes évek magas inflációja ellenére ennek az ellenkezője történt vagyis az évtized második felében a dollár részaránya a világ összes jegybanki tartalékát tekintve megközelítette a 80 százalékot. (Eichengreen [2011] pp. 64.) A dollár gyengülésével párhuzamosan a mutató 60 százalék alá esett a nyolcvanas évek elejére, a jegybankok azonban aktívan nem hátráltak ki a zöldhasú mögül. (Horii [1986]) Amennyiben egy tartalékvalutaként is funkcionáló nemzeti valutával rendelkező állam növeli jegybanki tartalékait, a devizatartalékok összetétel torzító lehet, mivel egy ország nem tartalékolhatja saját pénzét. Ez történt a hetvenes, nyolcvanas években a dollárral. Míg 1972-ben csupán 0,2 milliárd SDR-re rúgtak az Egyesült Államok tartalékai, ez a szám 1984 végére 6,8 milliárdra nőtt, tehát 34-szeres emelkedésről beszélhetünk.

A német márka és a japán jen nemzetköziesedésének korlátozottságát részben az érintett országok gazdaságpolitikái magyarázták. A német jegybank a márka növekvő világgazdasági szerepében az inflációs célt veszélyeztető folyamatot látott, így tőkekorlátozásokon és a banki tőkekövetelmények szigorításán keresztül igyekeztek megakadályozni a külföldi tőke beáramlását. Japán ezzel szemben a jen árfolyamának versenyképességét és az állami irányítású iparpolitika sikerességét féltette a nemzeti valuta növekvő globális szerepétől. (Eichengreen [2011])

A valutaárfolyamok kívánatosától való tartós eltérésének megakadályozása érdekében a kormányok eseti jelleggel szoros együttműködést folytattak, amit jól mutat a hetvenes évek második felétől lezajlott eseménysorozat. Az 1978-as bonni csúcson az Egyesült Államok, Japán, Németország és Franciaország a dollár túlzott leértékelését fékező gazdaságpolitika folytatásáról határozott. 1985-ben a Plaza-egyezmény keretében a G5-ök átfogó intézkedésekről határoztak a nemzetközi

kereskedelmet fenyegető dollárerősödés megállítása érdekében, amit a dollár árfolyamának gyors leértékelődése követett. A két évvel később aláírt Louvre-megállapodás célja így már az amerikai valuta árfolyamának stabilizálása volt.

A nyolcvanas években még dinamikus gazdasági növekedést felmutató Japán kilencvenes évektől kezdődő gyengébb teljesítményét több szakértő is a Plaza-egyezményre vezeti vissza. (Hamada – Okada [2009], Ichimura [2012]) Ezen érvelés szerint a jen drasztikus felértékelődése miatt csökkenő kivitel ellensúlyozása érdekében a kormányzat a monetáris és fiskális élénkítés eszközához nyúlt. Az olcsó pénz politikája buborékok kialakulásához vezetett a gazdaságban, amelyek kidurranása után pedig beköszöntött a lényegében napjainkban is tartó stagnáló időszak.

Az 1985-ben aláírt egyezményben Japán vállalta nemzeti pénze felértékelését és a belső kereslet felpörgetését. Ennek megfelelően 1986 végére a jen 46 százalékkal értékelődött fel a dollárhoz képest. A japán valuta gyors ütemű drágulása következtében 1986 elejére megállt az ország exportjának és bruttó hazai termékének növekedése. A gazdaságpolitikai vezetés a növekedés beindítása érdekében 1987-ben expanzív fiskális és monetáris politikába kezdett, aminek eredményeként folytatódott a korábban megszokott dinamikus gazdasági bővülés. Ezzel párhuzamosan a gazdasági szereplők eladósodottsága és az eszközárak is gyors emelkedésnek indultak, ami végül a részvénypiaci buborék 1990 nyarán történő kidurranásához vezetett.

Vitathatatlan, hogy a gazdaság élénkítése helyes lépés volt egy olyan időszakban, amikor az árfolyam felértékelődése rontotta a kivitel árversenyképességét, mértékét azonban többen is vitatták. Leigh [2010] szerint a jegybanki alapkamat szintje a gazdaságilag indokoltnál jóval alacsonyabb volt, amit részben magyaráz, hogy a központi bank félt a magasabb kamatszint további árfolyamerősítő hatásától. A túlzottan expanzív monetáris politika önmagában nem hoz létre buborékot a gazdaságban, ahhoz további feltételek fennállása szükséges. A japán gazdaságban a hetvenes és nyolcvanas években lassú ütemben lezajló dereguláció alapvető fontosságú a buborék létrejöttének megértéséhez. Mivel a reformok eredményeként a vállalatok kevésbé voltak rászorulva a bankokra, utóbbiak az ingatlanfejlesztők és a háztartások számára kezdtek el hitelezni, ami gyors hitelállomány-növekedéshez

vezetett az említett két szektorban. A kormányzat egészen a kilencvenes évekig nem tett semmit a buborék kialakulása ellen, vagy később annak lassú leengedése érdekében. Ez részben a buborékkal kapcsolatos hiányos ismereteknek tudható be. (IMF [2011])

Nem egyértelmű azonban, hogy Japán elveszett évtizedét a buborék okozta. Nem volt szükségszerű, hogy a lufi kipukkadása két évtizeden keresztül tartó stagnálást eredményezzen. További gyengeségek terhelték a pénzügyi szektort és a reálgazdaságot. A pénzügyi rendszer jelentős mértékben külső forrásokra támaszkodott, a tőkeáttétel egyre magasabb szintet ért el. A hitelek nagy részét a mögötte álló ingatlan fedezte, az ingatlanpiac összeomlása után így a bankok rossz hitelállománya érezhetően emelkedett. A kilencvenes évek elején a gazdasági vezetés lassan reagált, továbbra is engedte a banki hitelezést fizetéseképtelenség határán vergődő cégek számára is. Nem segítette a japán fellendülést az idő előtti fiskális szigorítás, illetve az 1997-98-as kelet-ázsiai válság sem. (Posen [2003])

Bár némi kapcsolat kimutatható a Plaza-megállapodás és Japán több évtizedes stagnálása között, a kapcsolat közel sem olyan erős, mint elsőre tűnhet. A valuta felértékelődéséhez kapcsolható növekedési áldozat ellensúlyozásaként lazuló monetáris politika nem feltétlenül vezet buborékokhoz. A buborék kipukkadása pedig nem mindig vezet több évtizedes lassú növekedéshez. (IMF [2011]) A nemzetközi monetáris rendszer szempontjából a japán stagnálás annyiban releváns, hogy a jen, mint tartalékvaluta érezhetően visszaszorult ebben az időszakban. Míg a nyolcvanas években egyesek a dollár leendő kihívójának tartották a 2000-es évekre érdemben visszaszorult a japán valuta.

2.5 Következtetések

A nemzetközi monetáris rendszer 19. század közepétől történő vizsgálata alapján az első kiemelendő tulajdonság a rendszer tehetetlensége, vagyis az a tény, hogy drasztikus változásra csupán nagy világtörténelmi jelentőségű eseményekkel párhuzamosan került sor. Így az első és a második világegés valamint az 1929-ben kitört nagy gazdasági világválság jelentett korszakhatárt. Ebből a szempontból a Bretton Woods-i rendszer jelent kivételt, ám a lebegő árfolyamrendszerre történő

áttérés mellett a dollár kulcsvaluta szerepe nem ingott meg a hetvenes években az aranyra történő konvertibilitás eltörlése után sem.

A dollár és a font párharcából levonható következtetések értelmében önmagában a gazdasági súly nem elég ahhoz, hogy egy állam pénzből vezető nemzetközi valuta váljon. (Csáki [2012]) A dollár csak mintegy hetven évvel azután volt képes egyértelműen leváltani a fontot, hogy az Egyesült Államok a világ vezető gazdaságává vált. A font visszaszorulásához szükség volt egy gazdasági sokkra, ami az első világháború formájában jelentkezett, majd később a második világháborúban csúcsosodott ki. Az amerikai vezető szerephez nélkülözhetetlen volt az intézményi és szabályozói háttér fejlődése, így az amerikai jegybanki szerepkört betöltő Federal Reserve megalapítása. A központi bank hiánya és az abból eredő relatív pénzügyi fejletlenség évtizedeken keresztül fékezte a dollár nemzetközi használatának erősödését. Ezzel szemben a klasszikus aranystandard-rendszer időszaka alatt az angol jegybank a rendszer legfontosabb szereplőjének bizonyult, kamatemelései az egész világgazdaságra hatást gyakoroltak. A gazdaságpolitika nemzetköziesedést támogató lépései tehát komoly mértékben felgyorsíthatják egy valuta globális használatát.

A kulcsvaluta vagy az arany hiánya több esetben is jellemezte a monetáris rendszert. Már a 19. század végén, a klasszikus aranystandard rendszer idején megjelentek az aranydevizarendszer irányába történő elmozdulás jelei, mivel a hivatalos tartalékokban egyre nagyobb súlyt képviseltek a devizára szóló követelések. A két világháború közötti átmeneti időszakban az arany hiánya miatt a devizatartalékok részaránya még tovább emelkedett. A Bretton Woods-i rendszer első időszakát a dollár hiánya jellemezte, amit a hatvanas évek második felében az SDR, mint mesterséges tartalékeszköz bevezetésével próbáltak orvosolni.

Kiemelendő továbbá, hogy a nemzetközi monetáris rendszer fenntartásához minden esetben elengedhetetlen a nemzetközi együttműködés hatékonysága. A klasszikus aranystandard időszakában a jegybankok közötti kooperáció fontos szerepet játszott a krízisek elhárításában. A hatvanas években a Bretton Woods-i rendszer fenntartását a nemzetközi együttműködés, így az aranypool létrehozása és a nyugati szövetségi rendszerbe tartozó államok dollártartalékaik átváltásától való tartózkodása

biztosította. Ahogy azt a harmincas évek eseményei bebizonyították, nemzetközi együttműködés hiányában a monetáris rendszer instabilitásra van ítélve.

Végül a japán eset tanulmányozása napjainkban Kína számára szolgáltathat fontos tanulságokat. A fundamentumok alapján nemzetközi szerepre predesztinált valuta a gazdaságpolitika hibái következtében könnyen jelentéktelenségbe süllyedhet. A nemzetközi szerep erősödését elősegítheti a gazdaságpolitika, de egyúttal akadályozhatja is a nemzetköziesedést.

3 A nemzetközi monetáris rendszer az ezredfordulótól

3.1 A világgazdasági erőviszonyok eltolódása

A dolgozat során már többször hangsúlyoztuk, hogy a bruttó hazai termékkel mérhető gazdasági teljesítmény és a nemzetközi kereskedelemben játszott kiemelkedő szerep szükséges, de messze nem elégséges ahhoz, hogy egy nemzeti valuta nemzetközi szerepre tegyen szert. A következő oldalakon a világgazdaságban az elmúlt bő egy évtizedben végbement változásokat tekintjük át. A világ bruttó hazai termékének megoszlását és a nemzetközi kereskedelem alakulását vizsgáljuk, annak érdekében, hogy meghatározzuk, mely országok emelkedtek ki és mely országok világgazdasági súlya mérséklődött. Az általunk vizsgált időszak 2002-től 2014-ig terjed. A kezdő dátumot az euró készpénzként való megjelenésének éve indokolja, míg 2014 az utolsó év, amiről a disszertáció írásának időpontjában éves adatok állnak rendelkezésre.

A kiválasztott gazdaságok az Amerikai Egyesült Államok, Japán és az eurózóna, valamint a BRIC országok, vagyis Brazília, Oroszország, India és Kína. A vizsgált országok között tehát megtalálható a jelenlegi két legfontosabb nemzetközi valutát kibocsátó Egyesült Államok és az eurózóna, valamint a legfontosabb feltörekvő állam, vagyis Kína. A vizsgált hat ország és az eurózóna 2014-ben a világ aktuális árfolyamon számolt GDP-jének 67,4 százalékát tette ki, míg vásárlóerőparitáson számolva 62,2 százalékos súlyt képviselnek.

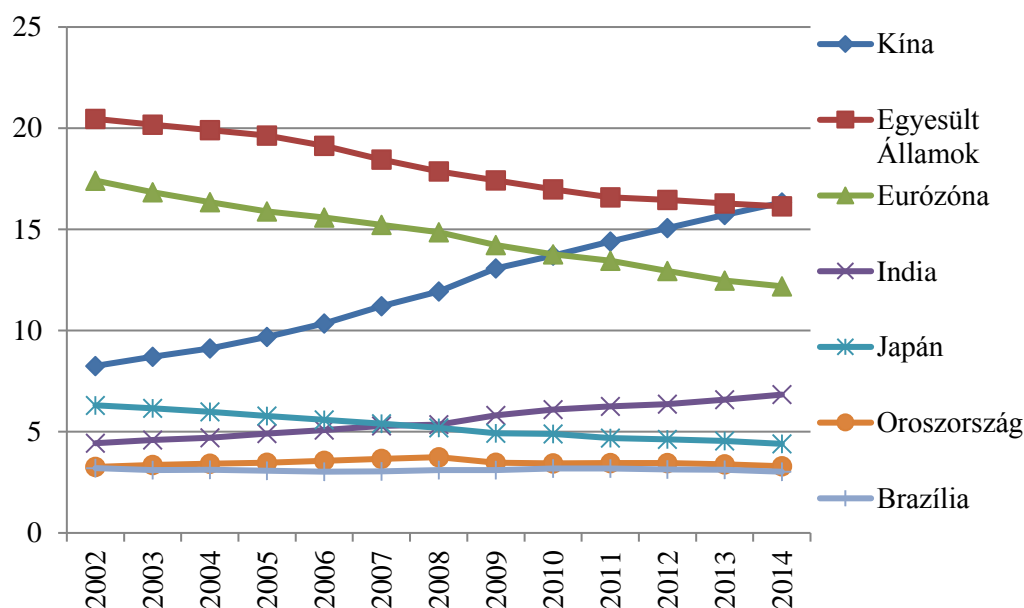
A huszonegyedik század eddig eltelt időszakát a világgazdasági erőviszonyok érdemi elmozdulása jellemezte. A feltörekvő országok gazdasági bővülése tartósan és jelentősen meghaladta a fejlett államok növekedését, így korábban periférikus helyzetű államok emelkedtek a közepes jövedelmű országok közé. Ezzel párhuzamosan jelentős átrendeződés következett be a legnagyobb gazdaságok sorrendjében. Míg az Amerikai Egyesült Államok a folyó árfolyamon mért bruttó hazai termékkel (GDP) mért gazdasági teljesítmény alapján a 21. század elején továbbra is a világ legfontosabb országának számít, versenytársaihoz viszonyított előnye és ezzel egyidőben a világtermelésben való részaránya lassan, de fokozatosan csökkent az általunk kiemelt 2002 és 2014 közötti periódusban. A relatív amerikai

gazdasági teljesítmény mérséklődése a feltörekvő országok, elsősorban a BRIC államok az amerikaiénál jóval gyorsabb ütemű átlagos gazdasági növekedésére valamint a 2000-es években bekövetkező válságokra vezethető vissza. Az évezred elejének gazdasági válsága, vagyis a dot.com tőzsdebuborék kipukkanása és a 2001. szeptemberi terrortámadások következtében az Egyesült Államok több évig csak lassú gazdasági növekedést ért el. Továbbá a 2008-ban kitört pénzügyi és reálgazdasági válság következtében két éven keresztül a negatív tartományban volt az amerikai gazdasági bővülés. Mindezek következtében vásárlóerő-paritáson (PPP) számolva az Egyesült Államok aránya a világtermelésben a 2002-es 20,5 százalékról 2014-re 16,1 százalékra csökkent. A mintegy 4 százalékpontos mérséklődés különösen annak fényében tekinthető kiemelkedőnek, hogy 1980 és 2000 között az Egyesült Államok megközelítőleg képes volt fenntartani relatív részarányát. Az eurózána²¹ gazdasági súlya hasonló mértékben zsugorodott: a 2002-es 17,4 százalékos súly 2014-re 12,2 százalékra esett vissza. Fontos kiemelni, hogy az Egyesült Államokkal ellentétben a jelenlegi eurózánaát alkotó országcsoport már a kilencvenes években is veszített világgazdasági részarányából.

Az említett fejlett országok világgazdasági pozíciójának visszaesésével párhuzamosan számos fejlődő állam, méreténél fogva különösen Kína mutatott gyors ütemű előrelépést az elmúlt évtizedekben. Vásárlóerő-paritáson számolva 2002 és 2014 között a világtermelés 8,3 százalékaról 16,3 százalékra nőtt a kínai bruttó hazai termék, azaz valamivel több, mint egy évtized leforgása alatt közel megduplázódott Kína globális termelésben betöltött részaránya, így az ázsiai ország a PPP alapú összehasonlítás alapján a világ legnagyobb gazdasági hatalmává vált 2014-ben. A többi három BRIC ország közül még India volt képes érdemben növelni világgazdasági súlyát. Kiemelendő, hogy Kína százalékpontban mért tényerése az eurózána és az Egyesült Államok összesített visszaesésének mintegy 85 százalékát teszi ki. Ez különösen annak fényében sokatmondó, hogy a számításba bevont hat ország valamint az eurózána együttes gazdasági teljesítménye stabilan a globális termelés 62-64 százalékát tette ki a vizsgált 2002 és 2014 közötti időszakban.

²¹ Eurózána alatt itt a 2015. január elsejétől 19 tagállamot magában foglaló térséget értjük.

1. ábra: A világtermelésben betöltött részarány (PPP alapon, százalék)



Forrás: IMF World Economic Outlook Database, 2015. április

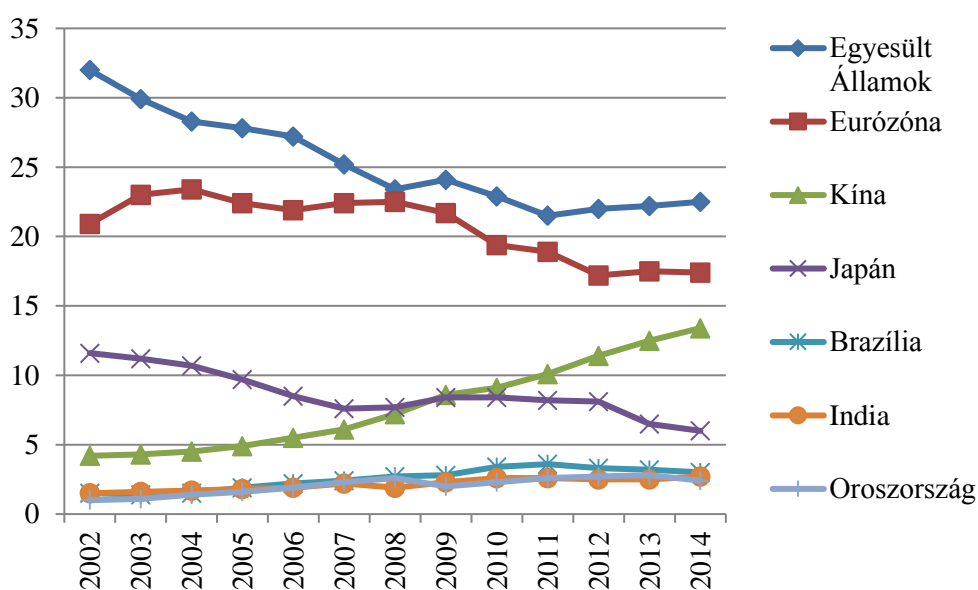
A nemzetközi tranzakciók szempontjából fontosabb folyó árfolyamon amerikai dollárra átszámított adatok szerint az Egyesült Államok pozícióvesztése jóval szembetűnőbb, míg Kína felemelkedése kevésbé jelentős²². Az USA gazdasági teljesítménye 2002-ben még a világgazdaság 32,0 százalékát adta, 2014-re azonban már csupán 22,5 százalékát, tehát a 70 százalékára esett vissza. A csökkenés oroszlánrésze a dollár leértékelődésével párhuzamosan a 2002-2008 közötti időszakban következett be. Szintén komoly visszaesést jegyzett fel Japán is, mivel a 2002-ben még 11,6 százalékos világgazdasági súlya 2014-re 6,0 százalékra mérséklődött. Az eurózóna pozícióvesztése messze nem ilyen drasztikus, a 2002-es 20,9 százalékos súly 2014-ra csupán 17,4 százalékra csökkent.

A feltörekvő országok a folyó áras összehasonlítás során is érdemben növelték részarányukat a világtermelésben. Kína súlya közel háromszorosára emelkedett a vizsgált periódusban, vagyis a 2002-es 4,2 százalékról 2014-re 13,4 százalékra ugrott. Figyelembe kell vennünk azonban a kínai renminbi alulértékeltségének torzító hatását. Az árfolyam egyensúlyi szintre történő erősödése esetén Kína relatív teljesítménye tovább javulna. (Lin et al [2012]) Oroszország, India és Brazília vagyis

²² A folyó árfolyamon számított adatokat komoly mértékben befolyásolja az árfolyamok ingadozása, ezt figyelembe kell venni a tendenciák értékelésénél.

a többi BRIC ország szintén komoly arányjavulást ért el, de esetükben Kínához képest nem annyira szembetűnő a fejlődés. A három ország együttesen 2014-ben a kínai bruttó hazai termék mintegy 60 százalékát érte el. Az elemzésbe bevont feltörekvő országok javuló teljesítménye – ellentétben a PPP alapú előző számítással – nem tudta kiegyensúlyozni a fejlett országok visszaesését, így míg a vizsgált hat ország és az euróövezet 2002-ben még a világtermelés mintegy 72,8 százalékáért felelt, addig ez az érték 2014-re 67,4 százalékra mérséklődött. Mindez a BRIC országokon kívüli feltörekvő országok javuló gazdasági teljesítményére utal.

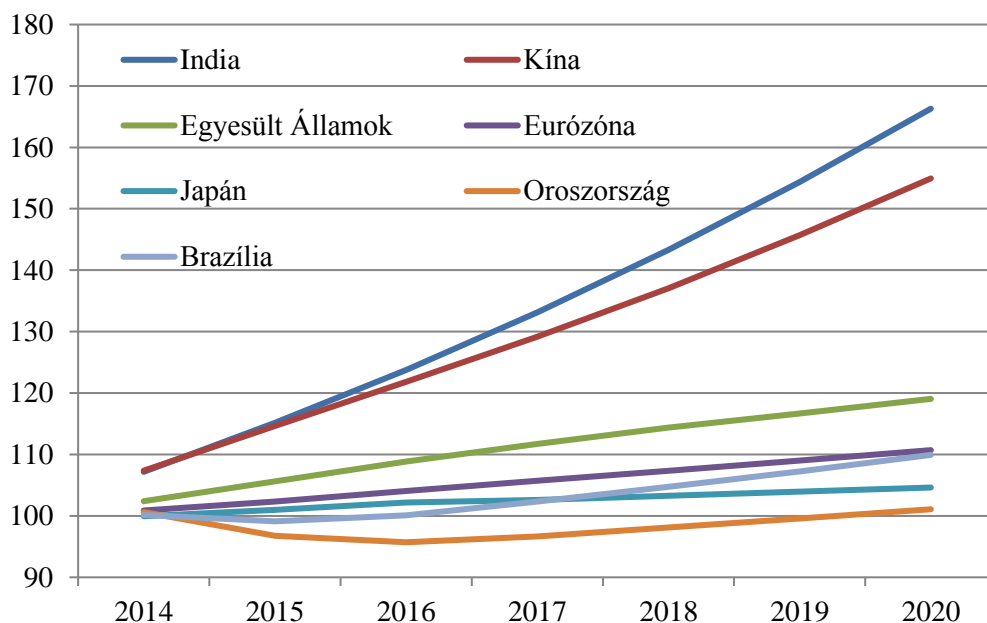
2. ábra: A világtermelésben betöltött részarány (folyó áron, százalék)



Forrás: IMF World Economic Outlook Database, 2015. április

A következő 3-5 évben nem várható a növekedési tendenciák érdemi változása, bár ahogy a 2008-as válság és az eurózána krízise rávilágított, nehezen előrejelezhető válsághelyzetek – legalábbis rövidtávon - komolyan megakaszthatják egyes régiók gazdasági bővülését és tartósan csökkenthetik a potenciális növekedési ütemeket. A Nemzetközi Valutaalap (IMF) középtávú prognózisa szerint a BRIC országok, különösen Kína és a fejlett államok közötti jelentős növekedési különbség továbbra is fennmarad. A 3. ábra szemlélteti a következő évek kilátásait. A XXI. század második évtizede növekedési szempontból Indiáé és Kínáé lesz, míg a többi ország és az euróövezet jóval alacsonyabb gazdasági bővülést lesz képest elérni. Az IMF tehát a gazdasági bővülésben a 2000-es évektől megfigyelhető különbségek fennmaradását prognosztizálja a következő évekre is.

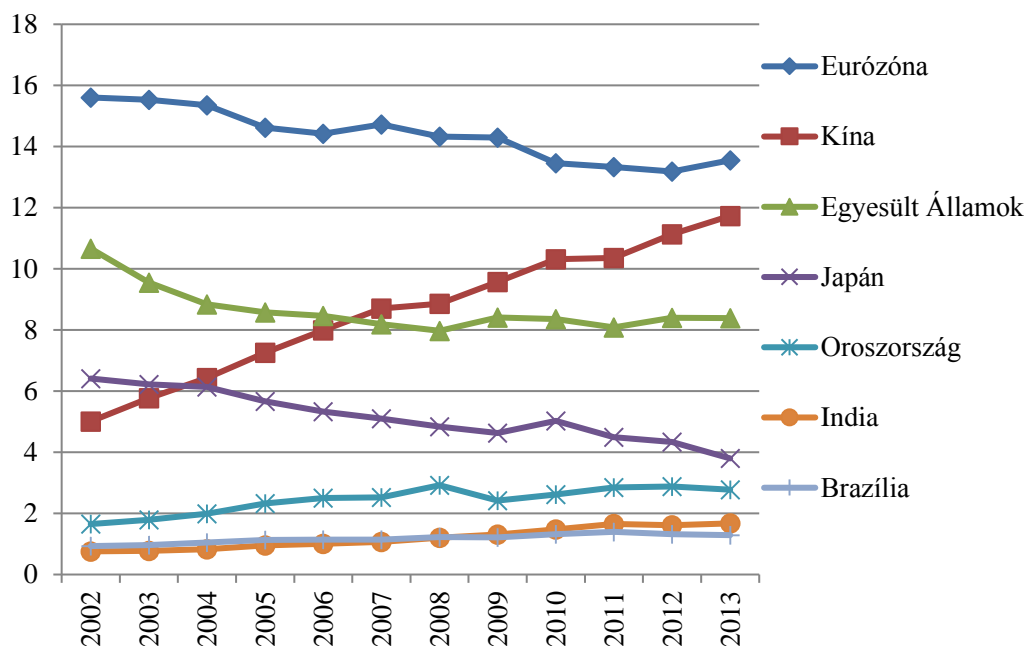
3. ábra: Középtávú GDP-előrejelzés a Nemzetközi Valutaalap növekedési adatai alapján (2013=100)



Forrás: IMF World Economic Outlook Database, 2015. április

A következő sorokban a vizsgált országok és az euróövezet világgazdaságban betöltött szerepét az exportteljesítménnyel ragadjuk meg. A kínai gazdasági csoda nagyrészt a kivitel dinamikus növekedésére vezethető vissza, míg a belső kereslet fejlesztése háttérbe szorult az elmúlt évtizedekben. Ennek következtében 2002 és 2013 között Kína világexporthoz mért kivitele több mint kétszeresére, 5 százalékról 11,7 százalékra nőtt. Kína exportteljesítménye 2009-ben megelőzte Németországit, így a világ vezető kereskedelmi hatalmává vált. A bruttó hazai termékhez hasonlóan a térnyerés a fejlett országok kárára következett be, így mind az eurózóna, mind az Egyesült Államok és Japán pozíciója gyengült. Az eurózóna azonban még a visszaesés ellenére is a világ vezető kereskedelmi blokkjának számított 2013-ban. A Kínán kívüli három BRIC ország is képes volt növelni részarányát, de az alacsony bázis miatt jóval az említett három állam illetve országcsoport mögött állnak, 2013-es összesített részarányuk a világkereskedelem mintegy 5,7 százalékát tette ki.

4. ábra: Részarány a nemzetközi árukereskedelemben (folyó áron számított dollár alapján, százalék)



Forrás: UNCTAD

Megjegyzés: az eurózána esetében nem vettük figyelembe az övezetbe tartozó országok közötti kereskedelmi forgalmat

A következő részben több hosszú távú előrejelzés ismertetésén keresztül hajtjuk végre a következő évtizedekben várható világgazdasági növekedési tendenciák felvázolását. A több évtizedet magában foglaló prognózisok komoly előrejelzési rizikót foglalnak magukba, amit több előrejelzés ismertetésével próbálunk enyhíteni. A Világbank Kínával foglalkozó kiadványa két scenáriót vázol fel. (World Bank [2013]) Az első a szektorokon belüli technológiai fejlődés növekedési ütemének változatlansága ellenére az öregedő lakosság és a szolgáltatások irányába történő elmozdulás miatt a növekedési ütemek csökkenését prognosztizálja. A második alapfeltételezés értelmében az innováció felgyorsulásának köszönhetően növekvő mértékben emelkedik majd a termelékenység. A következő 20 évben így a feltörekvő államokban átlagosan 4,9-7 százalékos GDP-bővülés várható. Kína esetében az elmúlt húsz évben tapasztalt 10 százalék feletti átlagos növekedés nem fenntartható, különösen 2025 után kell komoly csökkenésre számítani, de az ázsiai óriás még így is a világ egyik leggyorsabban növekvő gazdasága marad. A fejlett államok növekedése továbbra is a fejlődők értékének mintegy felét teszi ki, ami előbbieket világgazdasági részarányának tovább folytatódó visszaszorulását vonja maga után. A

világbanki előrejelzés szerint a jelenlegi fejlődő országok 2030-ra a világgazdaság domináns szereplőivé válnak, amennyiben a globális kibocsátás kétharmadáért felelnek majd.

Az OECD 2060-ig szóló globális növekedési kilátásokat tárgyaló kiadványában a hatékonyság fokozásából fakadó termelékenységjavulást nevezi meg a következő évtizedek gazdasági növekedésének forrásaként. (OECD [2012]) Második tényezőként a főként a feltörekvő országokban komoly mozgástérrel rendelkező emberi tőke fejlődését emelik ki. A világgazdaság így a következő 50 évben átlagosan 3 százalékos növekedést lesz képes felmutatni, míg az OECD országok ennél alacsonyabb, 2 százalékos bővüléssel számolhatnak. 2020-ig a vizsgálatba bevont országok közül Kína mutatja fel a legmagasabb gazdasági növekedést, majd elsősorban a munkaképes korú lakosság lassú mérséklődése miatt komoly mértékű csökkenést lesz kénytelen elkönyvelni. 2020-tól India és Indonézia válnak a leggyorsabban fejlődő gazdaságokká. A fentiekből következik, hogy a világgazdasági erőviszonyok eltolódása a következő években is töretlenül folytatódni fog. A vásárlóerő-paritáson (PPP) számított bruttó hazai termék figyelembevételével India és Kína összesített gazdasági teljesítménye 2025-re megelőzi a jelenlegi legnagyobb fejlett országokat tömörítő G7-eket, míg amennyiben megvalósul az OECD által felvázolt jövőkép, 2060-ra a két ázsiai ország a G7-ek GDP-jének mintegy másfélszeresét elérő gazdasági teljesítménnyel büszkélkedhet majd.

Hasonlóan az előző bekezdésben ismertetett OECD-tanulmánnyal, a PricewaterhouseCoopers nemzetközi tanácsadó cég előrejelzése 2050-ig 3 százalékos átlagos világgazdasági bővüléssel számol, amit a világgazdasági erőviszonyok komoly mértékű átrendeződése kísér. (PwC [2013]) A PwC prognózisa szerint Kína 2027-re a folyó áras bruttó hazai terméket tekintve leghagyja az Egyesült Államokat, míg 2035-re Oroszország Németországot megelőzve az első számú európai gazdasággá válik. 2050-re Kína mellett az Egyesült Államok és India lesz a világ másik két vezető gazdasági hatalma, míg Oroszország és Brazília az ötödik illetve a hatodik helyet foglalják el. Az Európai Unió visszaszorulását jól érzékelteti, hogy míg 2011-ben 4 uniós tagállam is az első tízben foglalt helyet, addig 2050-re már csak az utolsó két helyre szoruló Németország és Franciaország fér rá a tíz vezető gazdasági hatalmat tömörítő listára a PwC prognózisa szerint.

5. táblázat: A legnagyobb gazdaságok sorrendje (PPP alapú GDP alapján)

2011	2030*	2050*
Egyesült Államok	Kína	Kína
Kína	Egyesült Államok	Egyesült Államok
India	India	India
Japán	Japán	Brazília
Németország	Oroszország	Japán
Oroszország	Brazília	Oroszország
Brazília	Németország	Mexikó
Franciaország	Mexikó	Indonézia
Nagy-Britannia	Nagy-Britannia	Németország
Olaszország	Franciaország	Franciaország

Forrás: PwC [2013] pp. 11.

*: előrejelzés

A fent ismertetett növekedési scenáriók nem veszik figyelembe a hosszú távú növekedést korlátozó, már régóta ismert tényezőket, mint például a természeti erőforrások kimerülése, a globális problémák (terrorizmus, háborúk, globális felmelegedés, túlnépesedés) súlyosbodása. Nem hagyható figyelmen kívül továbbá, hogy előre nem látható politikai illetve környezeti változások, katasztrófák könnyen átrajzolhatják a világ növekedési térképét. A fenti prognózisok azonban egyetértenek abban, hogy 2030-ra a jelenlegi BRIC országok, így méreténél fogva elsősorban Kína és India a világgazdaság vezető hatalmai közé fognak tartozni. A tárgyalt hosszabb távú kitekintések, bár jóval magasabb előrejelzési kockázat mellett, de 2050-ig további előretörést jósolnak. A 2000-es években végbement, már tárgyalt gyors ütemű felzárkózási folyamat tehát várhatóan nem csupán néhány évtizedre korlátozódik majd. A jelenlegi vezető nemzetközi valutát kibocsátó Egyesült Államok világgazdasági súlyának visszaszorulása és a feltörekvő régiók előretörése képezik a nemzetközi monetáris rendszer többpólusává válását prognosztizáló véleményeket.

3.2 A valutatartalékok felhalmozásának trendje

Amint korábban kifejtettük, a nemzetközi valuták hat funkciójának egyikét, vagyis a hivatalos szereplők esetében az értékmegőrző szerepet a központi bankok által felhalmozott devizatartalékok töltik be. A következő oldalakon a fogalmak letisztázását és a monetáris tartalékok felhalmozása mögött megbújó általános

motivációk tárgyalását követően irodalmi áttekintés és a leíró statisztikák segítségével a devizatartalékok kétezres évek elején bekövetkező gyors növekedését vizsgáljuk. A Nemzetközi Valutaalap (IMF) széles körben használt definíciója értelmében „egy ország devizatartalékaiba beleszámít minden olyan pénzügyi eszköz, amely idegen devizában denominált, külföldiekkel szembeni követelést testesít meg és a monetáris hatóság számára hozzáférhető. A devizatartalék tehát pénzügyi eszközök portfólióját jelöli, amelyből nem kerülnek levonásra a monetáris hatóság külfölddel szembeni kötelezettségei”. (Antal – Gereben [2011] pp. 8.)

A jegybankoknál őrzött, elsősorban likvid államkötvények formájában befektetett hivatalos tartalékokat a klasszikus motiváció értelmében az árfolyam menedzselésére, illetve az állam tranzakciós devizaigényének biztosítására használják fel. Az árfolyam menedzselése magában foglalja a rögzített árfolyam fenntartását szolgáló, illetve lebegő árfolyam esetén az árfolyam volatilitásának kordában tartása érdekében történő devizapiaci intervenciókat. A magas valutatartalék hiteles üzenetet jelent, arra utal, hogy az ország tartani tudja az árfolyamot, nem kényszerül a jövőben leértékelni nemzeti valutáját. Napjainkban egyre inkább megfigyelhető az a tendencia, hogy a tartalékokat a befektetői elvárásoknak történő megfelelés érdekében halmozzák fel. (Antal – Gereben [2011]) Mindez arra utal, hogy a devizatartalék tartásával a jegybank kifejezésre juttatja azt a képességét, hogy ellensúlyozni tudja a pénzügyi piacokat érő sokkokat. A tartalékok mennyiségét az elemzők, a nemzetközi intézmények és a hitelminősítők egyaránt gyakran alkalmazzák egy ország pénzügyi sokktűrő képességének értékelése során. A devizatartalékok „international collateral” szerepe elsősorban a feltörekvő országok számára kiemelkedő jelentőségű. Esetükben a devizatartalékok felhalmozása hozzájárulhat a pénzügyi piacok által szigorúan figyelt országgockázat csökkentéséhez, ami a hitelfelvételi költségek csökkenésén keresztül pozitív hatást gyakorolhat a teljes nemzetgazdaságra. Ocampo [2007] értelmezésében a tartalékok felhalmozásának oka a fejlődő országokba áramló tőke prociklikussága, illetve a fizetési mérleg válságok elkerülésére irányuló kollektív biztosítékok hiánya. Utóbbiak hiányában minden állam saját magára van utalva a válságok hatásának tompítása érdekében, vagyis a valutára nehezedő leértékelődési nyomás fékezése és a devizalikviditás biztosítása céljából. Wyplosz [2007] a ricardói ekvivalencia érvényesülésének egy sajátos változatáról tesz említést a tartalékok felhalmozása

kapcsán. A feltörekvő államokban a magánszektor hozzáférése a külföldi eszközökhöz korlátozott, így racionális, ha a jegybank a valutadiverzifikálás érdekében külföldi eszközöket halmoz fel helyettük. Vagyis a tartalékok akkumulációján keresztül a nemzeti bank a korlátozott lehetőséggel rendelkező magángazdasági szereplők helyett és egyúttal érdekében cselekszik.

A tartalékok felhalmozását motiváló további tényező lehet a szomszédoktól való lemaradás félelme. (Antal – Gereben [2011]) Ebben az értelmezésben a tartaléknövekedés célja, hogy az adott ország hivatalos tartalékai tartsák a lépést a versenytárs országok szintjével. Amennyiben ugyanis egy ország a főbb mutatók szerint alacsonyabb devizatartalék állománnyal rendelkezik a szomszédainál, könnyen spekulatív támadás áldozatává válhat. A szomszédoktól való lemaradás félelme tehát a fegyverkezési verseny jelenségével állítható párhuzamba. Cheung – Qian [2009] empirikus vizsgálata alapján megállapította, hogy a pénzügyi liberalizáció és a növekvő tőkemobilitás mellett a régiós országokkal történő versenyfutás is befolyásolja a devizatartalékok felhalmozását.

Ha a devizatartalékok felhalmozását magyarázó különböző motivációk aránylag könnyen azonosíthatók is, az optimális tartalékszint pontos meghatározása napjaink globalizált világában egyre összetettebb kérdéssé válik. A hagyományos megközelítés szerint három, illetve legfeljebb hat hónapot kitevő importot kell fedeznie a tartalékoknak, annak érdekében, hogy a külső gazdasági körülmények drasztikus megváltozása, így az exportbevételek hirtelen zuhanása vagy természeti katasztrófa esetén fennmaradjon az import stabilitása. Crispolti – Tsibouris [2012] az alacsony jövedelmű országokban 1970-től egészen 2010-ig vizsgálta a devizatartalékok külső gazdasági sokkok enyhítésében játszott szerepét. Eredményeik szerint a külső sokkok által okozott makrogazdasági költségeket a sokk típusa és az ország gazdaságának jellemzői mellett a hivatalos tartalékok is befolyásolták. A három hónapnyi importnál alacsonyabb tartalékállománnyal rendelkező államok átlagosan jóval magasabb GDP-növekedési veszteséget voltak kénytelenek elviselni az ennél magasabb hivatalos tartalékokat felhalmozó országoknál

A legalább három hónapnyi import fedezését hangsúlyozó megközelítés napjainkban csupán az alacsony jövedelmű, egyoldalú exportszerkezettel rendelkező fejlődő országok esetében fogadható el. A gyorsan növekvő, diverzifikált exportstruktúrával

rendelkező feltörekvő gazdaságokra koncentrálnak már nem bír elegendő magyarázó erővel, mivel a nemzetközi devizaáramlások nagyobb része ezen országokban nem a kereskedelmi ügyletekhez kötődik. A legnagyobb bizonytalanság esetükben a tőkemérleghez kapcsolható. (Wyplosz [2007]) Ebből a felismerésből indul ki a Guidotti-Greenspan szabály, melynek értelmében legalább az egy éven belül lejáró, vagyis a rövid távú külső adósságot kell fedeznie az ország devizatartalékainak. (Antal – Gereben [2011], IMF [2011a], Dani – Törös [2011]) A kétezres évek elejétől egyre szélesebb körben, így a nemzetközi szervezetek és a hitelminősítő intézetek által is használt mutató szerint a hirtelen tőkekivonás jelent kockázatot egy ország számára. Utóbbi bekövetkezése esetén egy gazdaság a devizában fennálló likviditási válságot és az árfolyam hirtelen leértékelődését a legmobilabbnak tekintett rövid távú adósság devizával történő teljes mértékű lefedésével kerülheti el.

A jegybanki tartalékok felhalmozásának okait keresve a rövid lejáratú külső adósságból indul ki Wijnholds – Sondergaard [2007], amennyiben a korábban tárgyalt Greenspan-Guidotti szabály bővítésén keresztül ragadja meg a devizatartalék-felhalmozás kérdését. Számítási módszerük szerint egy ország tartalékainak fedezniük kell a rövid lejáratú külső adósságot és a bővebb pénzmennyiség (M2) egy, az országgockázat és az árfolyamrezsím által determinált részét. Formalizálva a fenti összefüggést az alábbi képlet adódik:

$$R^* = E + a * M * C$$

Ahol R^* a tartalékok megfelelőnek, elegendőnek minősíthető mértéke, E a rövid távú adósságállomány nagyságát, a az árfolyamrezsím által meghatározott tört (0,05 és 0,1 lebegő árfolyamrendszer esetére, míg 0,1 és 0,2 köztes rendszereknél), M a bővebb pénzmennyiséget (M2), míg C az országgockázati indexet jelöli, amit az Economist Intelligence Unit adatbázisából nyertek.

6. táblázat: A valutatartalékok tényleges és megfelelőnek tekinthető értéke (milliárd dollár)

Ország	Megfelelő tartalékszint		Tartalékok tényleges értéke		Tényleges és megfelelő tartalékszint aránya*	
	1999	2006	1999	2006	1999	2006
Argentína	44,8-49,7	31,2-34,5	26,3	30,9	0,56	0,94
Kína	88,7-150,1	408,0-598,5	557,7	1068,5	4,67	2,12
India	16,8-21,6	48,4-73,9	32,7	170,7	1,70	2,79
Malajzia	12,9-15,5	26,8-33,9	30,6	82,1	2,15	2,71
Oroszország	55,8-57,2	67,7-67,7	8,5	295,6	0,15	4,37
Thaiföld	31-33,7	44,1-54,3	34,1	65,3	1,05	1,33
Törökország	41,1-45,3	81,2-86,9	23,3	58,6	0,54	0,70
Dél-Korea	4,3-8,7	9,2-18,5	74,0	225,6	11,38	16,29

*: a tartalékok tényleges értéke osztva a megfelelő tartalékszintnél szereplő értékek átlagával

Forrás: Wijnholds – Sondergaard [2007] pp. 35., saját kiegészítésekkel

A hagyományos módszereknél szigorúbb szabályt alkalmazva adódik, hogy 1999-ben még számos feltörekvő ország devizatartaléka nem érte el a kívánt szintet. 2006-ban a kép már eltérő helyzetet jelez. A legszembetűnőbb változást Oroszország érte el, míg 1999-ben csupán 8,5 milliárd dollárra rúgott az orosz tartalékállomány, 2006 végére már megközelítette a 300 milliárdot. Oroszország esetében a növekedés nagyrészt a megugró kőolaj- és földgázértékesítésekből származó bevételeknek köszönhető.

Az önszegélyre való törekvést, mint fő motivációt emeli ki Aizenman - Lee [2005]. Azt találták, hogy a kereskedelmi nyitottság és a pénzügyi válságoknak való kitettség statisztikailag fontos magyarázó erővel bír, a liberalizáltabb tőkemérleggel rendelkező államok magasabb tartalékokat halmoznak fel, vagyis az elővigyázatossági cél követése konzisztens a tartalékok nagyságával. Az óvatosságra való törekvés oka, hogy elkerüljék a hosszú távú projektek leállítását, amire a tőkebeáramlások leállása és megfelelő tartalékok hiányában rákényszerülnének. A merkantilista politika igazolására ellenben nem találtak bizonyítékot.

Jeanne [2007] csupán a latin-amerikai országok esetében tartja elfogadhatónak az önszegélyre vonatkozó törekvést, mint fő magyarázó tényezőt, míg az ázsiai feltörekvő gazdaságok esetében nem. Érvelése szerint az utóbbiaknál a tartalékok felhalmozása jóval meghaladja a pénzügyi válságok elkerüléséhez szükséges mértéket, így a hagyományos mérési módszerek nem képesek megfelelő magyarázatot adni a tartalékok megugrására. Eredményei a tartalékok

felhalmozásának merkantilista megközelítését igazolják. Megállapításai csak első ránézésre mennek szembe az előző bekezdésben vázoltakkal, ugyanis Jeanne a 2000-es évekre koncentrált, míg Aizenmann és Lee az 1980 és 2000 közötti periódusra irányította a figyelmét.

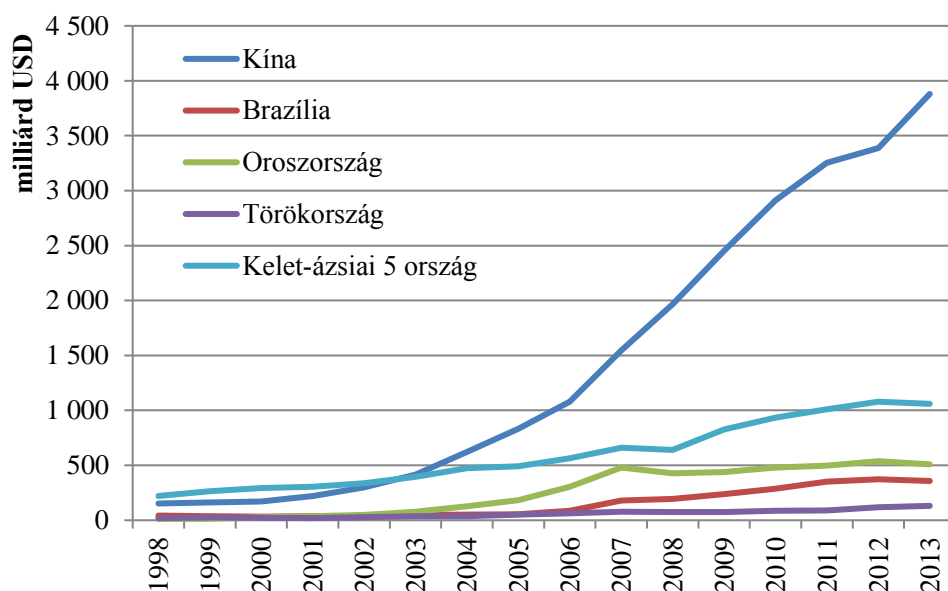
A két időszak motivációi közötti eltérés az ázsiai és az orosz válságban, illetve az 1994-es mexikói krízisben gyökereznek. A válság terjedése és nagyságrendje, pusztító ereje rádobbtette az érintett országokat, hogy egyensúlyozó gazdaságpolitika és figyelemre méltó gazdasági növekedés mellett is válságba sodródhat egy állam vagy egy egész régió. (Wyplosz [2007]) Egyre több feltörekvő ország a devizatartalékok felhalmozásában találta meg azt az eszközt, amivel a nemzeti valuta drasztikus leértékelésével járó pénzügyi válságokat képesek lehetnek megakadályozni. (ENSZ [2009], Wijnholds – Sondergaard [2007]) Továbbá a nemzetközi gazdasági szervezetek sem fordítottak elég figyelmet a valutatartalékok hiányára. A Nemzetközi Valutaalap tevékenysége a válságkezelés során, a szigorú feltételek, amivel az IMF-forrásokat igénybe vevő országok találkoztak, szintén a tartalékok felhalmozására ösztönöztek. (Stiglitz [2006]) Ennek következtében, míg az ázsiai válság előtt a világ kibocsátásának csupán 5,6 százalékát tették ki a felhalmozott tartalékok, ez a mutató egy évtizeddel később, 2007-re 11,7 százalékra emelkedett. A 2003 és 2007 közötti periódusban évi átlagban 777 milliárd dollárral emelkedtek a tartalékok, ami a világ bruttó hazai termékének 1,6 százalékának felel meg. (ENSZ [2009] pp. 112.)

Az ázsiai országok, főként Kína esetében egy másik tényező is jelen van, ami a magántőke ki- és beáramlásával van összefüggésben. A hazai valutára irányuló felértékelődési nyomást a devizatartartalékok bővítésével ellensúlyozhatja a jegybank, azaz külföldi, elsősorban dolláreszközöket vásárol hazai eszközök ellenében. Hasonlóképpen, amikor a kifelé irányuló tőkeáramlások a hazai pénznem gyengülésével fenyegetnek, a nemzeti bank tartalékai egy részének értékesítésével reagálhat. A 2000-es évek elején a feltörekvő ázsiai országok folyó fizetési mérlege többletet mutatott. Az export árversenyképességének fenntartása érdekében mindenképp el kívánták kerülni az árfolyam felértékelődését, így a jegybankok felvásárolták a beáramló devizát. Ezen országokban a tartalékok felhalmozása egyfajta „melléktermékként” jelentkezett, amit az exportvezérelt növekedés fenntartása, mint fő cél táplált. (Wijnholds és Sondergaard [2007]) Ezen modern

merkantilista gazdaságpolitika célja több és jobb munkahely teremtése, a hagyományos szektorokban bőségben lévő munkaerő felszívása, átcsoportosítása a kivitelre specializált vállalatokhoz.

A következőkben a Világbank adatai segítségével megvizsgáljuk az ázsiai válság óta eltelt időszakban végbement devizatartalék-felhalmozás dinamikáját. Néhány stilizált tényt vázolunk fel azzal kapcsolatban, hogy az ezredforduló környékén pénzügyi válságon átesett országok tartalékfelhalmozása gyorsabb ütemet ért-e el a világtátlagnál. Brazília, Oroszország, Törökország és öt kelet-ázsiai ország mellett gyorsan növekvő világgazdasági súlya és tartalékállománya miatt még Kínát vonjuk be a vizsgálatba.

5. ábra: A devizatartalékok alakulása (milliárd dollár)



Forrás: Világbank

Megjegyzés: a kelet-ázsiai öt ország közé tartozó államok: Thaiföld, Dél-Korea, Hongkong, Indonézia, Malajzia

A Világbank adatbázisa szerint a világ összesített devizatartalék-állománya 1998-ban 1933,4 milliárd dollárt ért el, ami 2013-ra hat és félszeresére, 12 617,3 milliárd dollárra nőtt. A növekedés a kiugróan gyors bővülést elérő Kína nélkül is mintegy ötszörös. Az általunk vizsgált országok ezzel szemben összesítve több mint tizenháromszorosára emelték tartalékállományukat, Kína figyelmen kívül hagyása esetén is a növekedés még mindig közel hétszeres. Igaz tehát, hogy az ezredforduló környékén pénzügyi válságot átélt országok a világtátlagnál gyorsabb tartalékfelhalmozást hajtottak végre. Messzemenő következtetést természetesen nem

szabad levonni ebből az eredményből, mivel a növekvő tendenciát számos más tényező, így a bruttó hazai termék gyors emelkedése és a rövid lejáratú adósság bővülése is magyarázhatja. Mindenesetre ezek az eredmények megerősítik a szakirodalomban elterjedt véleményt, amely szerint az ázsiai válságot megszenvedő országok az újabb válság elkerülése érdekében devizatartalékaik gyors ütemű felhalmozása mellett döntöttek.

3.3 A globális egyensúlytalanságok kialakulása a XXI. század elején

A következő oldalakon lényegre törő elméleti fejtegetéseket követően áttekintjük a kétezres évek elejétől megfigyelhető globális egyensúlytalanságok kialakulásának folyamatát. A globális egyensúlytalanságok fogalmának definiálása során a következő képletből indulunk ki:

$$CA + KA + ORT=0$$

A CA a folyó fizetési mérleg, a KA a magángazdasági szereplők tranzakcióit magában foglaló pénzügyi mérleg, míg az ORT a hivatalos tartalékokkal kapcsolatos ügyleteket foglalja magában. A globális egyensúlytalanságok fogalma a legtöbb esetben az első elem, vagyis a folyó fizetési mérlegben kialakuló deficitekre és többletekre utal, azonban nem önmagában a kialakuló szufficitek és hiányok jelenségére hívja fel a figyelmet, hanem azok tartósan (abszolút értékben kifejezett) relatíve magas szintjét hangsúlyozza. (Chinn [2013])

Elméleti szempontból tekintve a fizetési mérleg deficitek és szufficitek kialakulását a fenti képlet alapján elmondható, hogy a folyó fizetési mérleg többletet felhalmozó országok szükségszerűen pozitív nettó magántőke kiáramlást tapasztalnak vagy monetáris tartalékokat halmoznak fel, azaz a hivatalos szféra pénzügyi műveletein keresztül áramlik ki a deviza az országból. A másik oldalon a deficités államok törvényszerűen nettó tőkebeáramlást regisztrálnak, vagy leépítik hivatalos tartalékaikat. A kulcsvalutát kibocsátó ország, vagyis a jelenlegi világgazdasági környezetben az Egyesült Államok a monetáris hatalma által biztosított autonómia következtében tartós folyó fizetési mérleg hiányt is megengedhet magának, mivel a külföldi magánszereplők és főként a jegybankok a tartalékok felhalmozásán keresztül huzamosabb ideig hajlandók finanszírozni a deficitet.

A kétezres évek elején kialakult globális egyensúlytalanságok jelensége inkonzisztens a hagyományos megközelítéssel, amely szerint a fejlett gazdaságok exportálnak tőkét a fejlődő országokba. A széles körben elfogadott elmélet szerint a fejlődő gazdaságok magasabb munka/tőke arányának megfelelően a tőke határtermelékenysége is magasabb ezekben az országokban, így a munkában relatíve szegény fejlett országok tőkét exportálnak a fejlődő régiókba. Továbbá mivel a fejlődő országok a felzárkózási folyamat során magas jövedelemnövekedést érhetnek el, az intertemporális fogyasztáskisimitás jelensége is további hitelfelvételre ösztönözheti az érintett országokat, ami a folyó fizetési mérleg növekvő hiányában csapódik le. (Gruber – Kamin [2005])

A 2008-as válság előtt felépülő globális egyensúlytalanságok kialakulásának folyamatát Blanchard - Milesi-Ferretti [2009] munkájára támaszkodva több periódus tanulmányozásán keresztül végezzük el. Megközelítésük szerint nem minden esetben tekinthetjük károsnak a kialakuló globális egyensúlytalanságokat. Az általunk is osztott érvelés értelmében egy liberalizált, vagyis a tőke szabad áramlását biztosító világgazdaságban nem szükséges, hogy a folyó fizetési mérlegek egyensúlyban legyenek, sőt kívánatos, hogy a megtakarítások a magas megtérüléssel kecsegtető államokba áramoljanak, mivel ez szolgálja a világgazdaság magasabb növekedését és a szegényebb gazdaságok felzárkózását. Egyúttal ésszerű lehet, ha egy öregedő társadalom nettó megtakarító, annak érdekében, hogy a nyugdíjasok jövőbeli ellátása biztosított maradjon. A megtakarítások és beruházások térben és időben való szétterítése tehát elméletben racionálisnak tekinthető. Annak érdekében, hogy el tudjuk dönteni a kialakult egyensúlytalanság veszélyességét, elkerülhetetlen a háttérben meghúzódó okok pontos feltérképezése. A válság kialakulása előtti időszak két részre bontható. 2001 és 2004 között az egyensúlytalanságok elsődleges oka az amerikai megtakarítási ráta visszaesése, amit a költségvetési politika lazulása váltott ki. Bár egyúttal a beruházási ráta is mérséklődött, nem volt képes kiegyenlíteni a megtakarítási ráta csökkenését. A többletet felhalmozó országok oldaláról megemlítendő, hogy az ázsiai válságot követően az érintett országok megtakarítási rátája hamar elérte a krízis előtti szintet és folyamatosan nőtt, míg a beruházási ráta csak 2004-ben érte el a kilencvenes évek közepén tapasztalt szintet és csupán lassú növekedést mutatott. A két tendencia eredőjeként a nettó megtakarítások bővültek. Ebben az időszakban kiemelendő még Japán és csak másodsorban Kína folyó fizetési

mérleg többlete. Az ázsiai országokra, különösen Kína esetében jellemzővé vált a nemzeti valuta alulértékelt szinten történő rögzítése, amit az exportvezérelt növekedés fenntartása és a pénzügyi turbulenciák tompítása érdekében történő devizatartalék-felhalmozás motivált. A növekvő olajáraknak köszönhetően többletjövedelmet elkönyvelő olajtermelő országok mutattak még szufficitet ebben az időszakban.

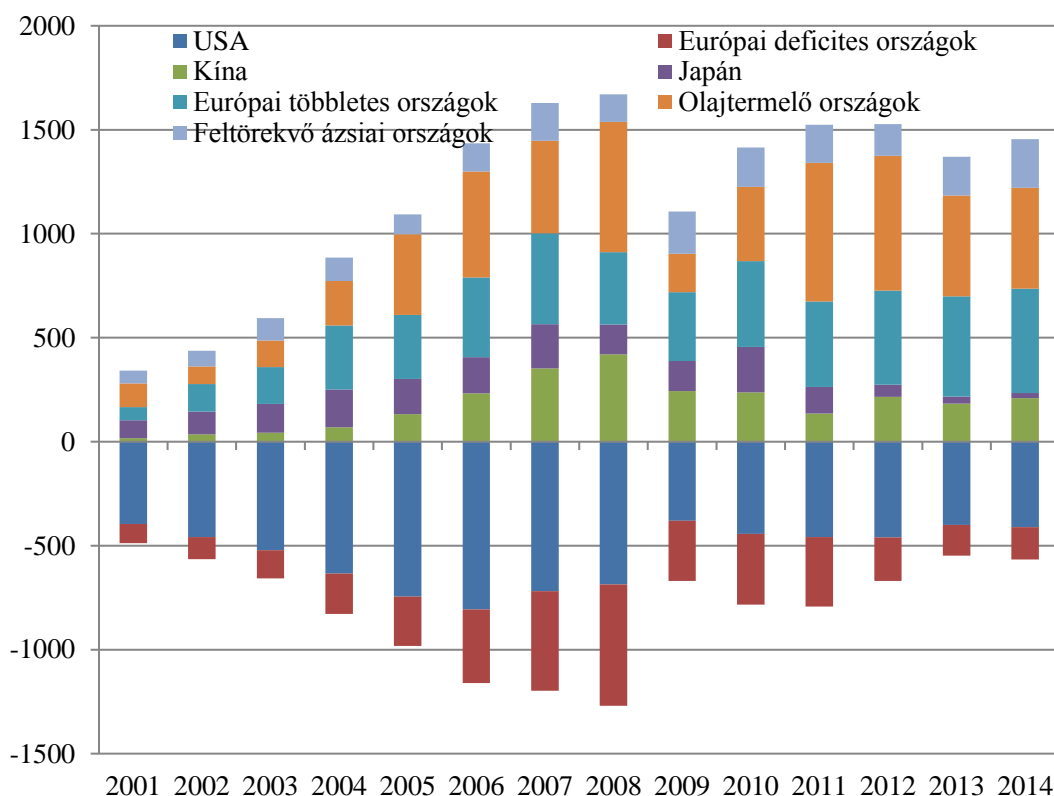
2005 és 2008 között az amerikai folyó fizetési mérleg hiánya továbbra is magas maradt, mivel a dollár leértékelődésének hatását az olajáremelkedés következtében romló cserearányok kiegyenlítették. Az Egyesült Államok mellett Írország, az Egyesült Királyság, továbbá a dél- és kelet-európai államok is komoly mértékű deficitet halmoztak fel. A növekvő hiányokat elsősorban a beruházások emelkedése okozta, ami nem kis részben az ingatlanpiaci buborékok felépülésének tudható be. Hasonlóan az előző bekezdésben vizsgált periódushoz a többletoldalon Kína, Japán és az olajtermelő országok találhatóak, kiegészülve Németországgal és néhány észak-európai állammal. Utóbbiaknak köszönhető, hogy az eurózóna egészének folyó fizetési mérlege megközelítőleg egyensúlyban maradt. Különösen Kína többlete mutatott gyors emelkedést ebben a periódusban, míg 2004-ben a GDP 3,5 százalékára rúgott a szufficit, 2007-re már 10,1 százalékra emelkedett. Figyelembe véve az időszakra jellemző tíz százalék feletti átlagos kínai gazdasági növekedést, az abszolút számokat tekintve még komolyabb, több mint ötszörös emelkedésről beszélhetünk. A folyamatok mögött a beruházási rátánál is gyorsabban emelkedő, a vállalati szektor által hajtott megtakarítási ráta állt. A többek között a feltörekvő országok gyors növekedése és az optimista jövőkép által hajtott olajárak pedig az olajtermelő országok folyó fizetési mérleg többletét duzzasztották, így dollárban kifejezve az összesített szufficit 2008-ra már a négy évvel korábbi érték közel háromszorosát tette ki.

A felhalmozott többleteket továbbra is nagyrészt amerikai államkötvényekbe fektették be, de a vállalati kötvények vásárlása is felfutott. Míg 1982 és 1994 között 14-20 százalék között ingadozott az amerikai államkötvények külföldiek kezében lévő részaránya, 2008-ra ez a mutató már meghaladta az 50%-ot. (Eichengreen [2011] pp. 122.) A feltörekvő országok gyorsan emelkedő devizatartalékai által indukált kereslet tovább csökkentette az amerikai kötvények kamatát. Warnock - Warnock [2009] empirikus modellje szerint külföldi befektetők hiányában minden

más változatlanlansága mellett az amerikai hosszú távú hozamok jelentősen magasabb értéket érnének el. Amennyiben a 2005 májusa előtti 12 hónapban a külföldi kormányok egyáltalán nem vásároltak volna amerikai államkötvényeket, a tíz éves amerikai államkötvények hozama megközelítőleg 80 bázisponttal lett volna magasabb. A dollár ebben az időszakban tehát komoly mértékben profitált a kulcsvaluta szerepköréből, mivel a külföldi kereslet a hozamok csökkenésén keresztül érdemben hozzájárult a makroökonómiai rugalmasság erősödéséhez.

Blanchard – Miles [2009] egyértelműen egészségtelennek minősíti a 2005 és 2008 között kialakuló egyensúlytalanságokat. Az Egyesült Államok költségvetési hiánya, a periférikus európai országokra is jellemző túlzottan optimista ingatlanpiaci várakozások által táplált egyensúlytalanságok a 2008-ban kirobbant válsághoz vezettek, így visszatekintve nem tekinthetők „jó”, „egészséges” egyensúlytalanságnak. A vizsgált, 2001 és 2008 közötti időszakban végig az Egyesült Államok hiánya dominálja a deficites oldalt, a növekedést tekintve azonban a hiányt felhalmozó európai államok csoportja emelhető ki. Az olajár emelkedését tükrözve éves átlagban - komoly ingadozások mellett - a felhalmozott többletek mintegy 30 százalékaért az olajtermelő országok voltak a felelősek. Őket a szufficitet felhalmozó európai országok csoportja követi, majd Japán és Kína említhető. Ebben az időszakban, pontosabban 2006-ban haladta meg először, majd a következő években gyorsuló ütemben előzi meg Kína folyó fizetési mérleg szufficitje Japánét. Hangsúlyozni kell tehát, hogy a 2001 és 2005 közötti időszakban Japán Kínánál nagyobb mértékben járult hozzá a globális egyensúlytalanságokhoz. 2005 előtt még a GDP-hez viszonyítva is magasabb többletet ért el. A 2006-tól kezdődő években viszont részben jóval magasabb gazdasági növekedésének köszönhetően Kína folyamatosan nagyobb szufficitet halmozott fel Japánnál.

6. ábra: A folyó fizetési mérleg egyenlegek alakulása 2001 és 2014 között (milliárd dollár)



Forrás: IMF World Economic Outlook Database, 2015. április

Magyarázat: **Európai többletes országok:** Ausztria, Belgium, Dánia, Finnország, Németország, Luxembourg, Hollandia, Svédország, Svájc, **Európai deficit es országok:** Görögország, Írország, Olaszország, Portugália, Spanyolország, Egyesült Királyság, Bulgária, Csehország, Észtország, Magyarország, Lettország, Litvánia, Lengyelország, Románia, Szlovákia, Törökország, Ukrajna, **Feltörekvő ázsiai országok:** Hongkong, Indonézia, Dél-Korea, Malajzia, Fülöp-szigetek, Szingapúr, Tajvan, Thaiföld, **Olajtermelő országok:** Algéria, Angola, Azerbajdzsán, Bahrein, Kongó, Ecuador, Egyenlítői-Guinea, Gabon, Irán, Kazahsztán, Kuvait, Líbia, Nigéria, Norvégia, Omán, Katar, Oroszország, Szaúd-Arábia, Szudán, Szíria, Trinidad és Tobago, Egyesült Arab Emírségek, Venezuela, Jemen

3.4 A globális egyensúlytalanságok kiépülését magyarázó elméletek

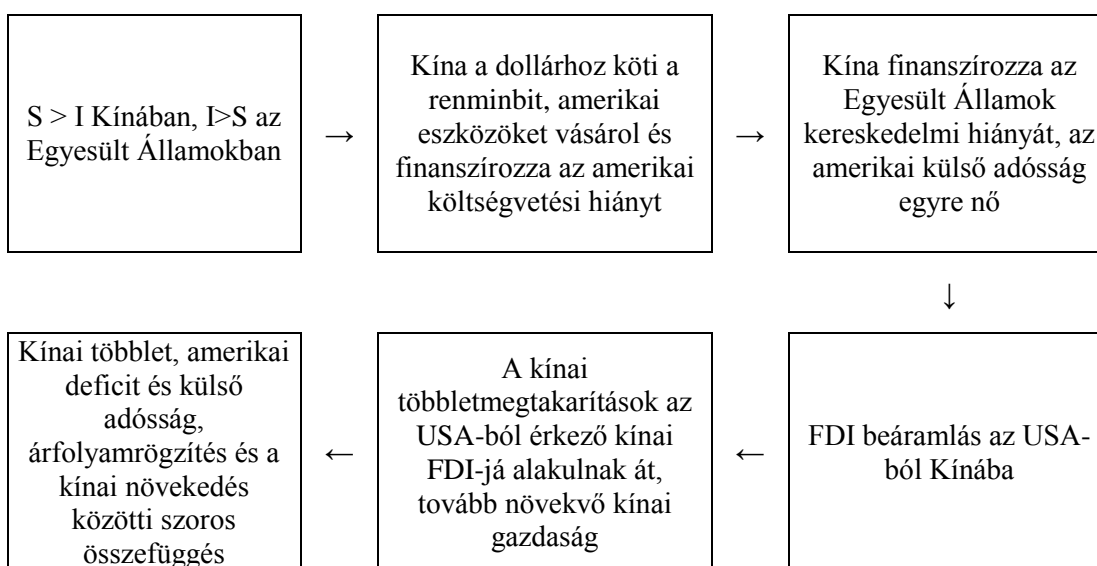
A szakirodalmon belül nem alakult ki konszenzus sem a 2000-es években kialakuló folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságok mögött meghúzódó okokról, sem a folyamatok fenntarthatóságáról, bár a 2008-ban kirobbant világgazdasági válság a egyensúlytalanságok fenntarthatatlanságát hangsúlyozó szakértők véleményét látszik alátámasztani. A témával foglalkozó kutatók döntő többsége által elfogadott

magyarázó elmélet helyett több, egymással versengő, de egyúttal egymással több ponton átfedésbe hozható elméletről beszélhetünk. Egyik megközelítés sem törekszik kizárólagosságra, inkább csak a folyamatok egy-egy oldalát ragadják meg. A következő részben röviden ismertetjük az egyes elméleteket majd a szakirodalom összefoglalása után a nemzetközi monetáris rendszerre vonatkozó következtetéseket foglaljuk össze.

A Bretton Woods-i rendszer és a kétezres években lejátszódó világgazdasági folyamatok között párhuzamot vonó elemzések vezették be a Bretton Woods II- vagy másképpen az újjáéledt Bretton Woods-i rendszer fogalmát a szakirodalomba. (UNCTAD [2009]) A hasonlóság az európai országok és Japán ötvenes, hatvanas években folytatott és az ázsiai államok által a kilencvenes és a kétezres években követett gazdaságpolitika között áll fenn. (Dooley et al [2003]) A második világháború után az európai államok alulértékelt valutaárfolyamaik segítségével exportvezérelt növekedési stratégiát folytattak, míg az elmúlt évtizedekben az ázsiai feltörekvő államok követtek hasonló gazdaságpolitikát. A Bretton Woods-i rendszer alatt az Egyesült Államok volt a centrumrégió, míg Európa és Japán a feltörekvő periféria. Később, évtizedek gyors gazdasági fejlődése következtében utóbbiak is a centrum országok közé kerültek és a lebegő árfolyamrendszerek hódítottak teret. Egy mintegy két évtizedet magában foglaló átmeneti időszak következett, amit megfelelő perifériás régió hiánya jellemezett, azaz nem volt exportvezérelt gazdasági növekedést folytató gazdasági térség. A kilencvenes években a szocializmus bukásával a szovjet blokk régi tagállamai feltörekvő perifériaként integrálódtak a világgazdaságba. Egyúttal a globalizációs folyamatoknak köszönhetően egy új, exportvezérelt stratégiát követő periféria emelkedett ki, a kelet-ázsiai régió, amely alulértékelt valutaárfolyama segítségével erősítette exportjának árversenyképességét, hasonlóan az európai országok és Japán korábbi, a felzárkózási folyamat során folytatott politikájához. Ebben az értelmezésében a világgazdaság története ismétli önmagát, részben más szereplőkkel és más időszakban. A kialakuló monetáris rendszer fél rendszerként értékelhető (Dooley et al [2003]), mivel egyszerre mutat hasonlóságot a Bretton Woods-i rendszerrel és a hetvenes, nyolcvanas évekkel, amikor semmilyen fokú rendszerről nem beszélhetünk. A kulcsvalutában denominált eszközök felhalmozásának célja az újjáéledt Bretton Woods elmélet szerint részben a feltörekvő országokba beáramló külföldi közvetlen beruházásokkal (FDI) szembeni

biztosítékok felhalmozása, az empirikus bizonyítékok azonban nem támasztják alá a tartalékfelhalmozás ezen motivációját. (Palley [2015]) További megválaszolatlan kérdést jelent az alulértékelt valutaárfolyamra építő stratégia beindításának időzítése, Gruber – Kamin [2005] bírálata szerint az elmélet nem képes választ adni arra a kérdésre, hogy az ázsiai országok miért csupán a kilencvenes évek végén kezdték meg a folyó fizetési mérleg többletre építő növekedési stratégiájukat.

7. ábra: Az újjáéledt Bretton Woods (Bretton Woods II) vázlatja



Forrás: Fiorenti [2011] pp. 31. alapján

A második általunk tárgyalt elmélet az úgynevezett megtakarítás résen (savings glut) alapuló megközelítés, amely szerint az Egyesült Államok külkereskedelmi deficitjét Kína túlzott megtakarítása táplálja. A megtakarítások és beruházások közötti diszkrepancia vizsgálata a folyó fizetési mérleg egyenlegét a nemzetgazdaságban létrejövő megtakarítások és az eszközölt beruházások közötti különbségre vezet vissza, amit az alábbi képlet formalizál:

$$CA=(T-G)+(S-I)$$

ahol T az állami adóbevételeket, G a kormányzati kiadásokat, S a magánszektor megtakarításait, I pedig az utóbbi által végrehajtott beruházásokat jelöli. A folyó fizetési mérleg egyenlege tehát a költségvetési hiány és a magánszektor nettó megtakarításainak egyenlegeként áll össze. A megtakarítási rést kiemelő elmélet az Egyesült Államok folyó fizetési mérleg hiánya kapcsán a globális szintű

megtakarítások emelkedésére hívja fel a figyelmet, vagyis a feltörekvő államok külső pozíciójában bekövetkező fordulatot emeli ki. Bernanke [2005] hangsúlyozza, hogy 1996 és 2003 között a 88 milliárd dolláros folyó fizetési mérleg hiány 205 milliárd dolláros többletbe fordult a feltörekvő országok egészét figyelembe véve. A megtakarítási pozícióban bekövetkező fordulatot Bernanke a kilencvenes évek pénzügyi válságaival, a beruházások válságot követő tartós visszaesésével valamint az olajárak emelkedésével magyarázza. A pénzügyi krízisek után a legtöbb érintett ország a belső megtakarítások növelése mellett döntött, az így kialakuló folyó fizetési mérleg többletek pedig a globális egyensúlytalanságok kiéleződéséhez vezettek. Ebben a megközelítésben a világ legnagyobb gazdaságának külső egyensúlytalansága az Egyesült Államoktól független tényezők eredményeként alakult ki, vagyis azokért külföldi országok felelnek. A megtakarítási rés elmélet követői az egyensúlytalanságok csökkenését a feltörekvő országok pénzügyi szektorának fejlődésétől várták. A Bernanke 2005-ös beszédében megfogalmazott „megtakarítási rés” fogalma azért is kiemelkedő jelentőségű, mivel viszonyítási ponttá vált a globális egyensúlytalanságok problematikájával foglalkozó későbbi szakirodalom számára. Gruber – Kamin [2005] empirikus módszerekkel bebizonyította, hogy a pénzügyi válságok befolyásolták az ázsiai országok folyó fizetési többletének kialakulását.

A megfelelően likvid és alacsony kockázatú pénzügyi eszközök hiányát kiemelő megközelítés szerint a globalizációra visszavezethető növekvő globális világtermelés által megemelt kereslettel nem képes lépést tartani a fejlett pénzügyi eszközök kínálata. (Caballero [2006]) Ebben az értelmezésben az Egyesült Államok komparatív előnnyel rendelkezik a pénzügyi eszközök nyújtásában míg a feltörekvő államok esetében a termékek exportja kapcsán jelentkezik a komparatív előny. A feltörekvő országok nem képesek az értékmegőrző szerepet megtettesítő pénzügyi eszköz előállítására, ennek következménye az Egyesült Államokba beáramló nagy mennyiségű tőke. Caballero et al [2006] az előbbi gondolatmenetet fejleszti tovább, amennyiben érvelése szerint a globális egyensúlytalanságok, az amerikai jelzálogpiaci válság és az annak következtében kialakuló volatilis olaj és eszközárak egyaránt abból eredeztethetők, hogy a világgazdaság nem képes biztonságos és likvid pénzügyi eszközök megfelelő mértékben történő előállítására. Ebben a megközelítésben az amerikai másodlagos jelzálogpiac kialakulása egy kudarcot

vallott kísérlet volt a pénzügyi eszközök keresletének kielégítésére. Chinn – Ito [2008] empirikus vizsgálata nem igazolja a fenti elmélet helyességét, ugyanis eredményeik szerint a fejlett jogrendszerrel és nyitott pénzügyi piacokkal rendelkező országok esetében a pénzügyi piacok fejlődése a legtöbb esetben a folyó fizetési mérleg többletének csökkenésével jár együtt, de a kelet-ázsiai országokat tekintve a pénzügyi szektor fejlődése a megtakarítások növekedését vonta maga után.

Az „új gazdaság” (New Economy) fogalmára építő megközelítés értelmében az amerikai gazdaságban tapasztalt termelékenységnövekedés és a magas vállalati profitok következtében a világ többi része hajlandó volt finanszírozni az Egyesült Államok tartósan magas folyó fizetési mérleg hiányát. A már Bernanke [2005] érvelésében is megjelent megközelítés szerint a fejlett pénzügyi piacoknak és a gyorsan emelkedő amerikai gazdaságnak köszönhetően biztosnak tekinthető amerikai befektetések vonzereje miatt az amerikai külső egyensúlytalanság hosszabb távon is fenntartható. A gyors gazdasági növekedés eredményeképpen az adósság bruttó hazai termékhez viszonyított aránya csak mérsékelten növekszik. A kereskedelmi deficit ebben a megközelítésben tehát a jövőbeli gazdasági erő jelenlegi leképeződése. Hasonló logikát követ a belföldi gazdasági szereplőkre koncentrált intertemporális megközelítés is. (Chinn [2013]) Hitelfelvételi korlátok hiányában egy gazdasági szereplő képes lehet kisimítani fogyasztását, azaz a jövőbeli jövedelemnövekedés eredményét a jelenben elfogyasztani.

Az „új gazdaság” koncepcióját középpontba állító elméletet azonban a kétezres évek közepén számos probléma terhelte. Egyrészt a kínai gazdaságban végbement termelékenységnövekedés meghaladta az Egyesült Államokban tapasztalt szintet, előbbi mégis tartós folyó fizetési mérleg többletet ért el. Másrészt az amerikai folyó fizetési mérleg hiányának emelkedése sokkal inkább a megtakarítások csökkenésének mint a beruházások növekedésének volt köszönhető, továbbá a külső egyensúlytalanságok finanszírozása különböző adósságinstrumentumokba történő befektetéseken keresztül ment végbe és csak kisebb részt képviseltek a vállalatokba történő befektetések. (Eichengreen [2006]) Végül a külföldi jegybankok egyre nagyobb mértékű amerikai eszközvásárlásai szintén nem támasztják alá az elmélet alapfeltevéseit. (Chinn [2013]) Obstfeld – Rogoff [2009] bírálata szerint az Egyesült Államok gazdasági fejlettségét és pénzügyi piacait kiemelő megközelítések alapvető problémája, hogy a fejlett országok és különösen az Egyesült Államok pénzügyi

piacainak tökéletességét feltételezik, azaz a tőkeáttételes tranzakciók kockázatmentességéből indulnak ki.

Hausmann – Sturzenegger [2005] elutasítja azt a feltételezést, hogy az Egyesült Államok komoly mértékű külső adósságot halmozott volna fel, ezzel megkérdőjelezve a hivatalos statisztikák valóságtartalmát. Az általuk képviselt fekete anyag (dark matter) hipotézis szerint mivel az Egyesült Államok nettó kamatjövedelme még 2005-ben is pozitív értéket ért el, a jelenleginél pontosabb értékelés mellett az amerikai külföldi befektetések szükségképpen meghaladják a külföldiek Egyesült Államokkal szembeni követeléseit. A folyó fizetési mérleg jelenlegi számbavételi módja nem képes megragadni az amerikai nagyvállalatok által képviselt márkák valódi értékét, így a külső egyensúlytalanság az aktuális módszer szerinti elszámolás miatt a valóságosnál jelentősen magasabb értéket mutat ki. Az USA által exportált szakértelem, szabadalmak például nem jelennek meg a fizetési mérlegben. Ebben a megközelítésben, hasonlóan az új gazdaság fogalmára építő elmülethez az egyensúlytalanságok fenntarthatók, mivel az USA tudásalapú gazdaság, értékpapírai megbízhatóak, a dollárban denominált eszközök iránti kereslet pedig továbbra is magas.

Obstfeld – Rogoff [2009] gazdaságpolitikai megközelítést alkalmaz a világszintű egyensúlytalanságok kialakulásának magyarázata kapcsán, amennyiben azt az álláspontot képviseli, hogy a kétezres évek elején több országban, így az Egyesült Államokban is folytatott gazdaságpolitikára vezethető vissza a globális egyensúlytalanságok jelensége. Az Egyesült Államok azon képessége, hogy olcsó külföldi hitelfelvétellel tartósan finanszírozza külső hiányát tette lehetővé a szigorító lépések elhalasztását. Ez a képesség a már korábban tárgyalt monetáris hatalomhoz kapcsolható autonómia egyik formája. A másik oldalról a többletet felhalmozó országok nem néztek szembe kiigazítási nyomással.

A fenti elméletek egyfajta ellenpólusaként Pallaey [2015] a világgazdaság termelési strukturájában bekövetkező változásokkal magyarázza a kialakuló globális egyensúlytalanságokat. Ebben a strukturális keynesi megközelítésben az egyensúlytalanságok kialakulása a neoliberális, nagyvállalatok által dominált globalizáció elkerülhetetlen következménye. Ezen elmélet élesen támadja a megtakarítási résre építő megközelítést, amennyiben a kínai exporttöbblet okát nem a

túlzott megtakarításokban, hanem a multinacionális cégek által Kínába áthelyezett kivitelre épülő termelési kapacitásokban látja. Kiemeli, hogy 2005-ben Kína exportjának több mint felét teljes mértékben külföldi tulajdonú nagyvállalatok adták, míg mintegy negyedét közös tulajdonú vállalkozások tették ki. (Palley [2015]) A feltörekvő országok a belső kereslet gyengesége miatt transzferálnak reáljavakat az Egyesült Államokba, és nem elsősorban a fejlett országok pénzügyi eszközeinek felhalmozása érdekében, ahogy azt a pénzügyi rendszerekben fennálló különbségekre koncentráló irodalom állítja. Végeredményben a fennálló egyensúlytalanságok csökkentése csak a belső kereslet feltörekvő országokban történő élénkítésén keresztül érhető el.

7. táblázat: A globális egyensúlytalanságok kialakulását magyarázó elméletek összefoglalása

Az elmélet megnevezése/összefoglalók	Szerző	A globális egyensúlytalanságok kialakulásának legfőbb okai
Bretton Woods II	Dooley et al [2003]	a Bretton Woods-i rendszer újraéledése új szereplőkkel, alulértékelt valutaárfolyamok a feltörekvő országoknál, dollár mint kulcsvaluta
megtakarítási rés (savings glut)	Bernanke [2005]	a nettó megtakarítások emelkedése az ázsiai országokban, olajáremelkedés
likvid pénzügyi eszközök hiánya a feltörekvő országokban	Caballero [2006]	a feltörekvő államok fejletlen pénzügyi szektora, az Egyesült Államok komparatív előnye a pénzügyi termékek tekintetében
keynesi strukturális tényezők	Palley [2015]	a világgazdaság termelési strukturájának átalakulása, gyenge belső kereslet a feltörekvő országokban
fekete anyag hipotézis (dark matter hypothesis)	Hausmann and Sturzenegger [2005]	az Egyesült Államok külkereskedelmi hiánya a külföldi közvetlen beruházásokon (FDI) elért magasabb hozamot tükrözi, a hivatalos statisztikák számos tényezőt nem vesznek figyelembe
új gazdaság hipotézise	Eichengreen [2006] Bernanke [2005]	az Egyesült Államok termelékenységének növekedése és gyors gazdasági növekedése indokolja a magas szintű külföldi tőkebeáramlást
gazdaságpolitikai lépésekre koncentráció elmélet	Obstfeld - Rogoff [2009]	az Egyesült Államok fiskális és monetáris politikája, a feltörekvő országok árfolyampolitikája

Forrás: saját összeállítás a szakirodalom alapján

A következő bekezdésekben a kétezres évek elejétől a 2008-as válság kitöréséig fokozódó globális egyensúlytalanságokat magyarázó elméletek és a nemzetközi monetáris rendszer közötti kapcsolódási pontokat vázoljuk fel. Az általunk az 1.3. alfejezetben ismertetett definíció szerint egy jól működő monetáris rendszer biztosítja a külső egyensúlytalanságok alacsony szintjét, ebben a tekintetben nem működött megfelelően a globális rendszer a kétezres évek elején. A folyó fizetési

mérleg többletet felhalmozó országok nem voltak rákényszerítve a külső egyensúlytalanság csökkentésére, míg a deficitet felhalmozó Egyesült Államok kihasználva a dollár kulcsvaluta szerepéből adódó monetáris hatalmát szintén nem érezte szükségét a folyó fizetési mérleg deficitjének csökkentésére. Az újjáéledő Bretton Woods-i rendszer pontosan ezen külső korlátok nélküliséget tükrözi, ahogy a megtakarítási rés elmélet sem értelmezhető az amerikai valuta kulcsvaluta szerepe és a tartós szufficitet felhalmozó országok esetében hiányzó kiigazítási kényszer nélkül. Az aranystandard idején érvényben lévő automatikus kiigazítási mechanizmus és a Bretton Woods-i rendszerre jellemző, az egyensúlyt helyreállítani szándékozó lehetőségek nem állnak fenn napjaink monetáris „nem-rendszerében”.

A pénzügyi eszközök relatív szűkösségét hangsúlyozó elmélet a nemzetközi monetáris rendszer azon hiányosságára mutat rá, hogy a nemzetközi szerepet játszó pénzek közül csupán az amerikai dollár esetében beszélhetünk likvid, mély és széles pénzügyi piacokról. A biztonságos eszközök felhalmozása így szükségképpen amerikai dollárban denominált eszközökben történik. A nemzetközi monetáris rendszer definíciójában szereplő egyik közjóság, vagyis a kulcsvaluta kínálata tehát elégtelen mennyiségben jelent meg. Mivel a dollár mellé sem az euró, sem más nemzeti valuta nem tudott felzárkózni, továbbá az SDR szerepe továbbra is elhanyagolható, a vezető nemzetközi valuta iránti növekvő kereslet az Egyesült Államok által kibocsátott eszközökben realizálódott.

A megtakarítási rés, az új gazdaság hipotézise és a likvid pénzügyi eszközök elméletében különböző hangsúlyokkal mind megjelenik az Egyesült Államok által kibocsátott pénzügyi eszközök fejlettsége. A 2008-as válság után azonban mindképpen árnyalni szükséges a képet. Egyet kell értenünk Eichengreen [2011] és Obstfeld – Rogoff [2009] álláspontjával, amely szerint az amerikai pénzügyi rendszer nem volt képes megfelelő mennyiségben biztonságos pénzügyi eszköz rendelkezésre bocsátására, a másodlagos jelzálogpiac kialakulása sikertelen kísérlet volt a magas minőséget képviselő pénzügyi eszközök kínálatának erősítésére.

3.5 Az Egyesült Államok eladósodása a kilencvenes évektől

A következő oldalakon az Egyesült Államok kilencvenes évektől folytatott költségvetési politikáját tekintjük át. Célunk egyrészt annak vizsgálata, hogy mennyiben változott meg az elmúlt évtizedben az amerikai fiskális pozíció. Továbbá kitérünk arra, hogy az amerikai adminisztráció laza államháztartási politikája mennyiben járult hozzá a globális egyensúlytalanságok kialakulásához.

Már évtizedekkel ezelőtt nyilvánvaló volt, hogy a 2011 és 2020 közötti időszak költségvetési szempontból komoly problémákkal terhelt évtizednek fog bizonyulni az Egyesült Államokban, mivel a baby-boom generáció²³ ebben a periódusban vonul fokozatosan nyugdíjba. Az előre prognosztizálható egyenlegromlásra történő felkészülés azonban nem mindig élvezett prioritást a gazdaságpolitikai döntéshozók részéről. A kilencvenes években végbement erőteljes termelékenység-javulás és az a tény, hogy az amerikai adórendszert a hetvenes, nyolcvanas évek gazdasági növekedése alapján tervezték, komoly többletbevételeket jelentett a költségvetés számára, így a kilencvenes évek végén már szufficitet mutatott fel az amerikai államháztartás. Az 1993-ban még a bruttó hazai termék 74,4 százalékára rúgó teljes államadósság így 2001-re 54,8 százalékra mérséklődött, míg a szövetségi kormányzat által felhalmozott adósság 49 százalékról 33 százalékra csökkent²⁴. (Eichengreen et al [2011] pp. 33.) A kilencvenes években hivatalban lévő Bill Clinton vezette adminisztráció a baby boom generáció nyugdíjba vonulása előtti időszakban kifejezett célként tekintett az adósságcsökkentésre. (Eichengreen et al [2011])

Az adósság tartós mérséklődésének köszönhetően a 2000-es évek elején az amerikai kormányzat és a pénzügyi piacok teljesen más problémákkal szembesültek mint napjainkban. Ennek illusztrálására egy, a lényegét jól érzékeltető beszédre utalunk. Alan Greenspan, az amerikai jegybanki szerepkört betöltő Fed akkori elnöke 2001-es beszédében az amerikai államadósság érdemi csökkenésének pénzügyi hatásairól

²³ Az Egyesült Államok Népszámlálási Hivatalának definíciója szerint a baby-boom generációba az 1946 közepe és 1964 között született emberek tartoznak. (Census [2011]) A második világháború utáni időszakban a születési statisztikák jellemzője az átlagnál magasabb születésszám volt, aminek eredményeképp az Egyesült Államok történelmének egyik legnépesebb generációja alakult ki.

²⁴ Az amerikai döntéshozók a szövetségi kormányzat által felhalmozott adósságra koncentrálnak, mivel az állami és önkormányzati adósságok alakulását több száz törvényhozó testület decentralizált döntései határozzák meg. Összehasonlítási célból azonban a teljes államadósság ugyanilyen fontos lehet.

értekezett. (Greenspan [2001]) A kedvező költségvetési helyzet következtében az amerikai államadósság pár éven belüli visszafizetésével számolt, ami az államkötvények eltűnése miatt komoly kihívás elé állította volna mind a hazai, mind a külföldi megtakarítókat, mivel a legfontosabb nemzetközi kockázatmentes eszköz kerülné ki a forgalomból. Az akkor hivatalban lévő jegybankelnök, több elemzővel egyetértésben úgy vélte, hogy a közeljövőben az amerikai államkötvények helyét vállalati AAA-minősítésű kötvények vehetik át.

A költségvetési politikában a fordulat évét 2002 jelentette, mivel a terror elleni harc és az afganisztáni háború finanszírozása, valamint a Bush elnökhöz köthető adócsökkentések a deficit jelentős emelkedését okozták. A baby boom generáció okozta jövőbeli problémákra történő felkészülés ebben az időszakban háttérbe szorult. A törvénybe iktatott adókönyvitések a GDP 2 százalékát tették ki, míg a kiadási oldalon nem történt érdemi csökkenés. A költségvetési egyenleg összességében a GDP mintegy 4 százalékaival romlott, az 1999 és 2001 között átlagosan 1,7 százalékos szufficitet 2003 és 2007 között 2,5 százalékos deficit váltotta fel. (Eichengreen et al [2011] pp. 34.) A teljes kormányzati szektor bruttó államadóssága 2008-ra már a GDP 72,8 százalékára nőtt, majd a válságkezelő intézkedések és az automatikus stabilizátorok következtében megugró deficit, valamint a gazdasági recesszió miatt 2012-re 102,4 százalékra emelkedett. Az elmúlt években a GDP arányos adósságráta 105 százalék körül stabilizálódott. (IMF [2015] pp. 71.) Érdemes kiemelni, hogy az automatikus stabilizátorok a gazdaságpolitika élénkítő lépéseinél nagyobb mértékben járultak hozzá a deficit megugrásához, melyek a 2009 februárjában elfogadott American Recovery and Reinvestment Act-ben (ARRA) öltöttek testet. A Kongresszusi Költségvetési Hivatal (CBO) számításai szerint 2012-re már nagyrészt kifutottak a törvény költségvetési hatásai.

Részben a dollár kulcsvaluta szerepéből következően az Egyesült Államok végig alacsony költséggel volt képes finanszírozni államháztartási hiányát, így az adósság növekedése nem járt együtt a kamatterher emelkedésével. 1997 és 2001 között átlagban a GDP 3,8 százalékát fordították az adósság kamatterheinek finanszírozására, ami az adósság növekedése ellenére 2002 és 2006 között átlagosan 2,7 százalékra mérséklődött. A mintegy 1 százalékpontos csökkenés ellenére romló költségvetési egyenleg még inkább kiemeli a fiskális politika expanzív jellegét. A 2008-ban kirobbant gazdasági válság után felgyorsuló adósságemelés ellenére az

éves kamatteher 2012-ben is csupán a bruttó hazai termék 2,8 százalékát tette ki, ami az amerikai államkötvények menedékesköz-szerepe miatt bekövetkező kamatcsökkenésre vezethető vissza.

8. táblázat: Az amerikai háborús kiadások, az automatikus stabilizátorok és az élénkítő csomag hatása a szövetségi költségvetésre (milliárd dollár)

Év	Az afganisztáni és iraki háború és egyéb háborús költségek hatása a költségvetésre	Az automatikus stabilizátorok hatása a költségvetésre	Az ARRA hatása a büdzsére*	A három hatás összesen a GDP százalékában
2001	-14	66	0	0,5
2002	-19	-20	0	-0,4
2003	-88	-54	0	-1,3
2004	-110	-9	0	-1,0
2005	-79	27	0	-0,4
2006	-118	58	0	-0,4
2007	-170	44	0	-0,9
2008	-187	-21	0	-1,5
2009	-154	-334	-183	-4,8
2010	-165	-389	-405	-6,6
2011	-159	-367	-145	-4,5
2012*	-127	-368	-49	-3,5

Forrás: CBO[2012] alapján saját összeállítás és számítások

*: American Recovery and Reinvestment Act

** : előrejelzés

1989 és 1997 között az Egyesült Államok folyó fizetési mérlegének hiánya egyik évben sem haladta meg a GDP 2 százalékát. A globális egyensúlytalanságok megragadásához általunk használt folyó fizetési mérleg szaldója azonban már a fiskális expanzió előtt, 1998-tól romlásnak indult, amit a költségvetési egyenleg negatívba fordulása tovább súlyosbított. A folyó fizetési mérleg növekvő deficitjét természetesen nem csupán az állami túlköltekezés okozta, a kettő közötti kapcsolat léte azonban az elméleti modellek és több empirikus tanulmány szerint is tagadhatatlan. A következőkben néhány tanulmány segítségével elemezzük az összefüggéseket.

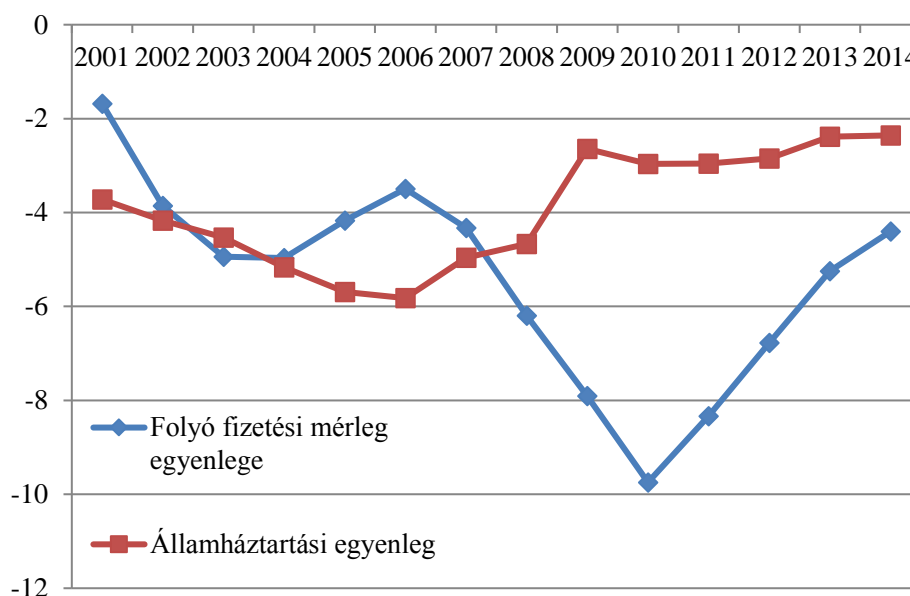
Chinn – Ito [2008] empirikus kutatása szerint a költségvetési egyenleg 1 százalékpontos romlása a modellspecifikációktól függően átlagosan 0,1 – 0,49 százalékponttal növeli a folyó fizetési mérleg hiányát a fejlett országokban. Abbas et

al [2010] szintén a folyó fizetési mérleg és a költségvetési egyenleg közötti kapcsolatot vizsgálta. Az alkalmazott panelregresszió és VAR-regresszió eredményeként megállapították, hogy a fiskális pozíció 1 százalékpontos javulása 0,2-0,3 százalékponttal javítja a GDP-arányos folyó fizetési mérleg egyenlegét. Az összefüggés a fejlett országok mellett a feltörekvő és alacsony jövedelmi színvonallal rendelkező országokban egyaránt érvényes. A várható javulás jóval nagyobb abban az esetben, ha a gazdasági kibocsátás a potenciális felett van. Nickel - Vansteenkiste [2008] a GDP-arányos államadósságtól teszi függővé a költségvetési politika folyó fizetési mérlegre gyakorolt hatását, ugyanis az eladósodottság mértéke befolyásolja a magánszféra megtakarítási döntéseit. A folyó fizetési mérleg és a költségvetési egyenleg közötti kapcsolatot az határozza meg, hogy a fogyasztók keynesi vagy ricardói módon reagálnak-e. 1981 és 2005 közötti adatok alapján 22 fejlett országot vizsgáltak ökonometriai módszerekkel. Az eredmények szerint az alacsony és közepes államadóssággal rendelkező országokban (vagyis 44 százalékosnál alacsonyabb adósságállomány esetén) a keynesi megközelítésnek megfelelően a költségvetési hiány növekedése a folyó fizetési mérleg deficitjének emelkedésével jár együtt. 44 és 90 százalék közötti adósságráta esetén a kapcsolat bár kisebb mértékben, de továbbra is pozitív. 90 százalékot meghaladó eladósodottsági szint esetében a kapcsolat megfordul: a költségvetési hiány növekedése a folyó fizetési mérleg deficitjének csökkenésével jár együtt. Az ok a magángazdasági szereplők viselkedésében keresendő. Tekintettel a magas adósságra, a költségvetési hiány növekedésére a háztartások és a vállalatok a fogyasztás csökkentésével és a megtakarítások bővítésével reagálnak. 90 százalék feletti adósságállomány felett tehát a magánszektor viselkedése ricardóivá válik, azaz figyelembe veszik a jövőben várható adóemelések rendelkezésre álló jövedelmet apasztó hatását is.

Az ismertett empirikus tanulmányok szerint a folyó fizetési mérleg romlik amennyiben a költségvetés expanzívvá válik, amit megfigyelhetünk az Egyesült Államok esetében is a 2001 és 2008 közötti időszakban. Korábban láttuk, hogy a kétezres években a világszintű egyensúlytalanságok kapcsán a deficit oldalt az Egyesült Államok dominálta. Nem állítható, hogy a költségvetési politika önmagában okozta volna a globális egyensúlytalanságokat, de a laza fiskális politika éppen abban az időszakban fokozta az egyensúlytalanságokat, amikor a háztartások megtakarítási hajlandósága érdemben esett. A gazdaságpolitikának a fiskális

fegyelem erősítésével kellett volna reagálnia, ahogy az például Spanyolországban történt. A válság kitöréséig a spanyol államháztartás több éven keresztül jelentős többletet mutatott, míg a folyó fizetési mérleg komoly hiányban volt, ami a vállalati és a lakossági szektor eladósodására utal. (Kang – Shambaugh [2013]) Kétségtelen azonban, hogy a többletes költségvetés sem volt képes elhárítani a válságot, legfeljebb enyhíteni annak mértékét.

8. ábra: Az Egyesült Államok államháztartásának és folyó fizetési mérlegének egyenlege (a GDP százalékában)

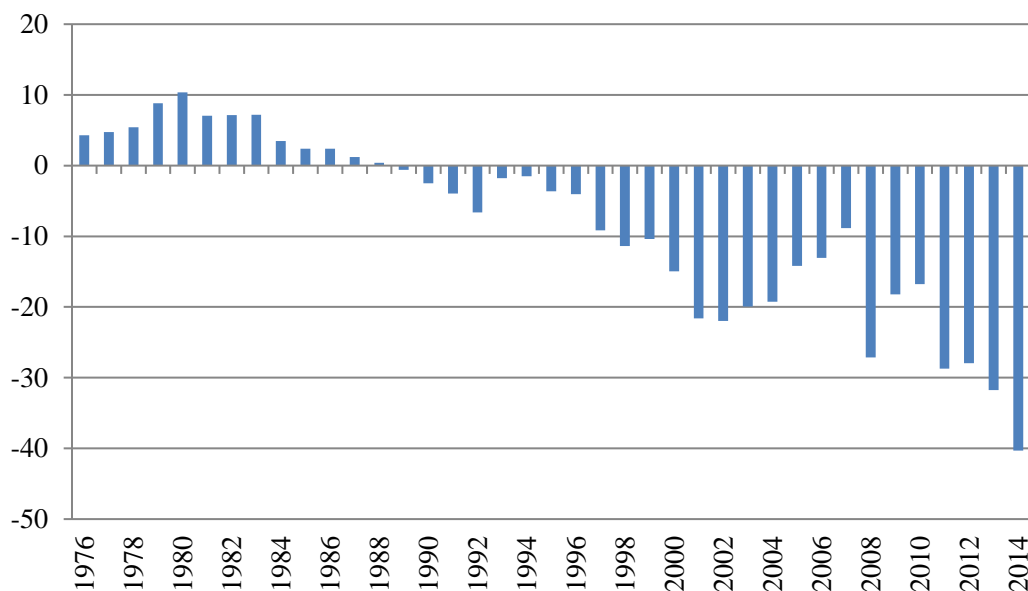


Forrás: IMF World Economic Outlook Database, 2015. április

A folyó fizetési mérleg hiányának emelkedése következtében romló tendenciát mutat az Egyesült Államok nettó külföldi beruházási pozíciója. Az ország már 1989-től kezdve folyamatosan nettó adósnak számít, a kilencvenes évek végéig azonban még mérsékelt ütemű romlást figyelhettünk meg. Az eladósodás felgyorsulása az 1997-es évben kezdődött, 2014-re pedig rekord szintre, a GDP mintegy 40 százalékára emelkedett a nettó beruházási pozíció negatív szaldója. Az adós pozíció romlását fékeztek a dollár leértékelődéséből eredő ún. értékelési hatások. Ezek lényege, hogy az Egyesült Államok külföldi eszközei a dollártól eltérő valutában denomináltak és így a zöldhasú értékvesztése növeli azok dollárban kifejezett értékét. Következésképpen a nettó nemzetközi beruházási pozíció romlása alacsonyabb mértékűnek bizonyult a folyó fizetési mérleg kumulált hiányánál. 2001 és 2007 között a dollár leértékelődése mintegy 960 milliárd dollárral javította az Egyesült

Államok külföldi adós pozícióját. Hozzá kell tennünk azonban, hogy a hivatalos amerikai statisztikák szerint 2008 és 2011 között ellenkező előjelű hatást tapasztaltunk, ebben az időszakban a dollár árfolyamerősödése következtében több mint 345 milliárd dollárral romlott az egyenleg. Nem állíthatjuk tehát, hogy az értékelési hatások folyamatosan az Egyesült Államok javára dolgoznának. Az árfolyamhatások miatt 1989 és 2011 között összességében 262 milliárd dollárral javult az ország nettó beruházási pozíciója, ami az időszakban mért átlagos éves GDP csupán 2,5 százalékát teszi ki.

9. ábra: Az Egyesült Államok nettó nemzetközi beruházási pozíciója a GDP százalékában



Forrás: Bureau of Economic Analysis

A dollárban mért adós pozíciót vizsgálva szembetűnő, hogy a 2000 és 2014 közötti időszakban a megelőző 24 évnél jóval nagyobb mértékű romlás következett be. A 2014-es nettó beruházási pozíciót alkategóriák szerint vizsgálva szembetűnő, hogy a közvetlen beruházások, a pénzügyi derivatívák és az egyéb befektetések összesített egyenlege megközelítőleg egyensúlyban van, így a negatív egyenleget a portfólióberuházások okozzák. Az államkötvények és diszkontkincstárjegyek ezen kategórián belül mintegy 36 százalékot tesznek ki, az államadósság így komoly szerepet játszik az amerikai adós pozíció romlásában. Az elméleti megfontolásokkal összhangban a külföldi hivatalos szereplők a diszkontkincstárjegyek 50 százalékát, míg az államkötvények 69 százalékát birtokolják.

9. táblázat: Az Egyesült Államok nettó nemzetközi beruházói pozíciója három kiválasztott évben (millió dollár)

	1976	2000	2014
Nettó nemzetközi beruházói pozíció	80 539	-1 536 826	-7 019 699
Amerikai kézben lévő külföldi eszközök	371 424	7 641 748	24 595 547
Közvetlen beruházás	136 743	2 934 570	7 124 034
Portfólióberuházások	44 157	2 556 158	9 572 539
Pénzügyi derivatívák	n.a.	n.a.	3 224 535
Egyéb befektetések	146 430	2 022 620	4 240 188
Hivatalos tartalékok	44 094	128 400	434 251
Külföldiek amerikai eszközei	290 885	9 178 574	31 615 246
Közvetlen beruházás	44 158	3 023 792	6 228 795
Portfólióberuházások	153 067	4 008 473	16 917 146
Diszkontkincstárjegyek	40 743	177 846	671 636
Államkötvények	36 840	843 580	5 484 544
Pénzügyi derivatívák	n.a.	n.a.	3 150 688
Egyéb befektetések	93 660	2 146 309	5 318 617

Forrás: Bureau of Economic Analysis

3.6 Az amerikai monetáris politika: expanzió és krízis

A következő oldalakon ismertetjük a Fed elmúlt évtizedekben hozott döntéseit, majd a bírálatoknak és a monetáris politikát kedvező színben feltüntetető megközelítéseknek egyaránt teret adva értékeljük a hozott döntéseket. A kedvező gazdasági konjunktúra következtében és az infláció kordában tartása céljából 1998 novemberétől 2000 májusáig több lépcsőben 6,5 százalékra emelte irányadó kamatlábát a Fed. Az információtechnológiai szektorra épülő fellendülés végét követően, amit a dot-com-nak elnevezett tőzsdei lufi kidurranása jelzett, 2001 márciusa és novembere között enyhe recesszió ment keresztül az amerikai gazdaság. A gazdasági kilátások romlásával fordulat következett be az amerikai kamatciklusban. Ennek megfelelően 2001 januárjától augusztusig hét lépésben 3,5 százalékra csökkentették az alapkamatot, amit a szeptemberi terrortámadásokat követően további vágások követtek, így decemberben 1,75 százalékon állt az irányadó ráta. Bár a recesszió már 2001 végén véget ért, a gazdasági fellendülés gyenge maradt, ezzel párhuzamosan a munkanélküliség csak lassan mérséklődött. A 2002-ben kitört vállalati botrányok és a 2003-ban meginduló iraki háború körüli bizonytalanság eredményezték az akkor rekord alacsonynak számító, 2003 júniusában 1 százalékra csökkenő kamatszintet. A Fed kommunikációjában több hónapon keresztül hangsúlyozta, hogy az alacsony kamatszint hosszabb időszakon keresztül fennmarad. 2003-ban a monetáris politika

irányítói nem a megugró inflációt hanem sokkal inkább a deflációt, vagyis az árszínvonal csökkenését tartották reális veszélynek, amit részben Japán kilencvenes években tapasztalt nehézségei tápláltak. A következő kamatdöntésre egészen egy évet kellett várni, amikor a romló inflációs kilátásokra tekintettel újabb kamatemelési ciklus vette kezdetét, aminek következtében 2006 júniusáig 5,25 százalékra emelkedett az irányadó kamatláb.

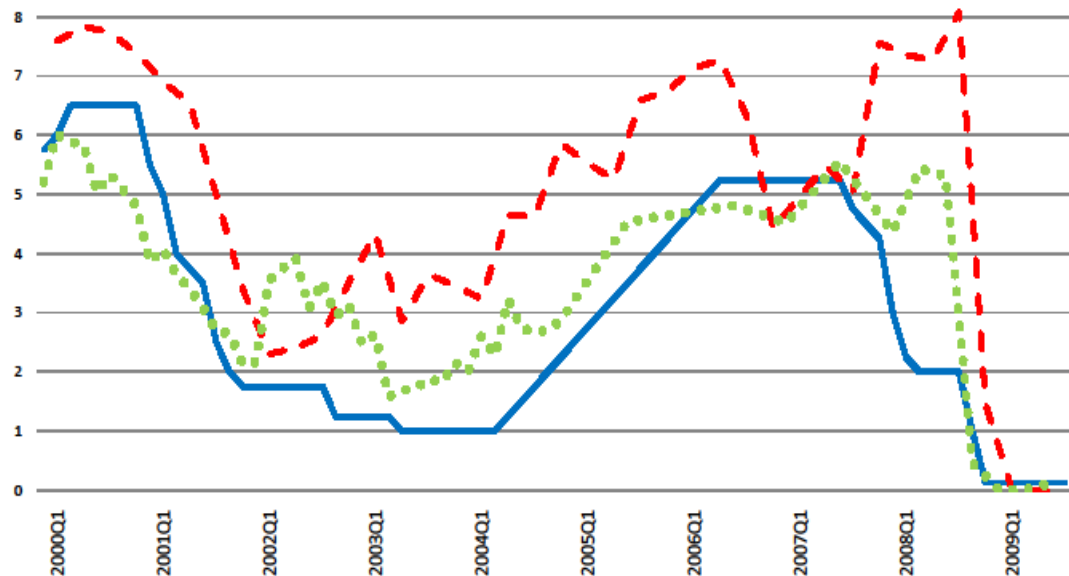
Taylor [2007] szerint 2001-től kezdődően túlzottan laza volt a Fed monetáris politikája valamint túl későn kezdődött a kamatemelési ciklus. Kritikáját a Taylor-szabályként ismert formulára alapozza, amely az 1980-as évek közepétől a 2000-es évek elejéig meglehetősen jól leírta az amerikai kamatpálya alakulását. Mindez azonban nem volt igaz 2002 és 2005 között, amikor a Taylor-szabály a Fed által meghatározottnál jóval magasabb kamatszintet tartott volna szükségesnek. A képlet alapján már 2002 végén kamatemelésről kellett volna határoznia a Fed-nek, ennek azonban éppen az ellenkezője történt 2003 nyarán. A tényleges és a szabály által javasolt kamatszint közötti diszkrepancia egészen 2006 harmadik negyedévéig fennmaradt. Hasonlóképpen érvel Eichengreen [2011] is, amennyiben utólagosan túlzottnak tartja a Fed deflációtól való félelmét, ami különösen 2002 eleje és 2004 közepe között jellemezte a monetáris politikát. A japán gazdaságban kialakuló deflációhoz vezető tényezők az Egyesült Államokban ugyanis nem voltak jelen.

A Fed kamatdöntéseinek komoly szerepet tulajdonít a jelzálogpiaci buborék kialakulásában és összeomlásában Kutasi [2010] is. A 2000-es évek amerikai monetáris politikája szerinte először jelentős pénzkínálatot és közvetve háztartási eladósodást hozott létre, majd az inflációs veszélyt érzékelve monetáris szigorításba kezdett a Fed, de ezzel a korábban eladósodott háztartások nagy részét fizetéseképtelenségbe taszította.

Számos szakértő tagadja az amerikai monetáris politika lakáspiaci buborékhoz való érdemi hozzájárulását. Bernanke [2010] arra hívja fel a figyelmet, hogy a Taylor-szabály csak hüvelykujjszabálynak tekinthető, ami számos, a döntéshozatal során figyelembe veendő szempontnak nem szentel elegendő figyelmet. Következésképpen a gyakorlati monetáris politika alakítása során csak korlátozottan alkalmazható. A Taylor-szabály nem veszi figyelembe például az irányadó kamatláb 0 százalékos szintre történő csökkentéséből következő korlátokat. Nem egyértelmű, hogy a

képletben szereplő változókat (infláció, kibocsátási rés) pontosan milyen statisztikai adatokkal érdemes közelíteni, illetve, hogy a paramétereknél milyen értéket szükséges megadni. Bernanke a Taylor-szabály legsúlyosabb gyengességének azt tartja, hogy a képlet az aktuális inflációra és kibocsátásra koncentrál. Mivel a monetáris politika érdemi késéssel fejt ki hatását, a döntéshozóknak az előrejelzett értékeket kell figyelembe venniük a kamatpolitika alakítása során. Az aktuális és prognosztizált inflációs ráta közötti különbség nem minden esetben jelentős, a 2000-es évek első felében viszont az olajárak többszöri emelkedése miatt számos esetben sor került az infláció átmeneti erősödésére. A Taylor-szabály szerint monetáris szigorításnak kellett volna bekövetkeznie akkor is, amikor az előrejelzések az átmeneti hatások miatt emelkedő pénzromlási ütem belátható időn belüli csökkenését prognosztizálták. Mivel a monetáris politika nem reagált az átmeneti inflációs sokkokra, az irányadó ráta a Taylor-szabály által sugallt értéknél alacsonyabb szinten maradt. Bernanke konklúziója szerint a pénzügyi innováció következtében megjelenő jelzáloghitel-termékek a fő okai a lakáspiaci buborék kialakulásának. Következésképpen a monetáris politika helyett szabályozói eszközökkel lehetett volna megakadályozni a buborék kialakulását.

10. ábra: Az irányadó Fed-kamatláb, a Taylor-szabály által sugallt kamatláb és az inflációs előrejelzéssel számított Taylor-szabállyal kalkulált irányadó ráta alakulása 2000 és 2009 között



Forrás: Bernanke [2010]

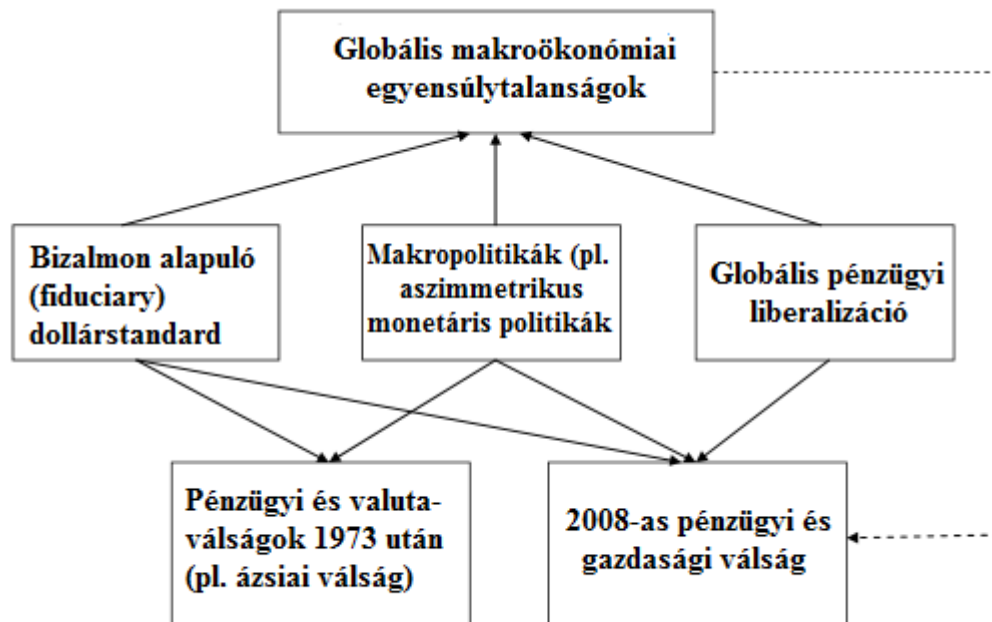
Megjegyzések: kék vonal: tényleges irányadó kamatláb, zöld pontozott vonal: inflációs előrejelzés alapján, piros szaggatott vonal: a Taylor szabály által sugallt kamatláb

A túlzottan expanzív jellegű monetáris politika és a lakáspiaci buborék közötti kapcsolatot lazítja az a tény, hogy a lakásárak gyors ütemű emelkedése és így a buborék kialakulása már korábban, 1998-ban megkezdődött. (Schiller [2009]) Tény viszont, hogy a legnagyobb mértékű áremelkedésre 2004-ben és 2005-ben került sor, ami felveti a laza monetáris politika szerepét. A Fed monetáris politikáját bírálók érvelését gyengíti, hogy a monetáris politika elsősorban a rövid távú kamatlábra hat, a hosszú távú rátákra jóval mérsékeltebb hatással bír. A 2004-ben meginduló kamatemelési ciklus gyengébb hatással volt a hosszú távú kamatlábra, mint a nyolcvanas, kilencvenes években végrehajtott restriktív monetáris lépések. A hosszú távú kamatlábak korábbi évtizedeknek megfelelő mértékben történő emelkedése fékezhetne volna a lakáspiaci buborék kialakulását. (Taylor [2007])

Bibow [2010] tágabb kontextusba helyezi az amerikai monetáris politika lépéseinek magyarázatát, amennyiben a világgazdasági környezet alakulásával világítja meg a kamatdöntéseket. Érvelése szerint az alulértékelt valutaárfolyammal és exportvezérelt gazdaságfejlesztési stratégiával rendelkező feltörekvő államok és az ebből eredő valutatartalék-felhalmozás növeli az Egyesült Államokat érintő deflációs hatást. Mindez az árakat és béreket egyaránt érintő lefelé irányuló nyomást jelent. A

defláció és recesszió elkerülése érdekében az amerikai monetáris politika, mint első védelmi vonal expanzív politika folytatásába kezdett, amit később támogatott a költségvetési politika is. Figyelembe kell venni, hogy a Fed feladata az árstabilitás biztosítása és a munkanélküliség elleni küzdelem. Amennyiben kevésbé expanzív monetáris politikát folytatott volna a jegybank, vélhetően nem érte volna el a céljait. Bibow szerint így könnyű bírálni a Fed-et a buborékok kialakulása miatt, de nehezen érthető, hogy a külföld által diktált deflatorikus világgazdasági környezetben miként lett volna képes megfelelni a törvényben rögzített céljainak.

11. ábra: A globális egyensúlytalanságok, a pénzügyi liberalizáció és a 2008-as válság közötti interakciók



Forrás: Yap [2011] pp. 10. alapján

Az Egyesült Államok gyors ütemű eladósodása miatt több szakértő is a Triffin-dilemma módosult formában történő érvényességére hívta fel a figyelmet. Érvelésük szerint míg a Bretton Woods-i rendszer idején az aranyra történő konvertibilitás fenntartására irányuló képesség illetve hajlandóság megkérdőjelezése ásta alá a rendszer életképességét, napjainkban a világgazdaság egyetlen elit valutáját kibocsátó Egyesült Államokba, mint adósba és a dollár árfolyamának stabilitásába vetett bizalom gyengülése váltja ki a Triffin-dilemma újjáéledését. (ENSZ [2009], Mates y Lago [2009]) Az elméleti résznél említettük, hogy a nemzetközi szerepkörből adódó előnnyel egy állam visszaélhet, amennyiben túlzott eladósodáson keresztül aláshatja a nemzeti valutába vetett bizalmat. Az Egyesült Államok

pénzügyi rendszeréből kiinduló válság kitörését követően felmerülhet a kérdés, hogy meddig maradhat fenn a bizalmon alapuló dollárstandard. (ENSZ [2009])

4 A nemzetközi monetáris rendszer koncentrációjának változása

A következő oldalakon a nemzetközi monetáris rendszer egészéről próbálunk meg képet alkotni, amennyiben a rendszer pólusait alkotó különböző valuták közötti egyenlőtlenséget a koncentráció fokával ragadjuk meg. A nemzetközi monetáris rendszerben minden korban létezett egyfajta hierarchia a különböző valuták között, amit Cohen az 1.3. alfejezetben már tárgyalt valutáris piramis fogalmával ír le. (Cohen [2006] pp. 14.) Az egyes valuták két fontos dimenzióban térhetnek el egymástól. Az egyik az alkalmazási terület (scope), ami a monetáris rendszerben betöltött funkciók számára utal, míg a másik a földrajzi kiterjedtség (domain), vagyis, hogy mely földrajzi régióban vagy régiókban tölti be a nemzetközi szerepet vagy szerepeket az illető valuta. Mi jelen fejezetben az elsőre koncentrálnunk.

A Világbank az egyes valuták nemzetközi monetáris rendszerben elfoglalt helyének mérése céljából egy több szempontot is magában foglaló indikátort fejlesztett ki. (World Bank [2011]) A kompozit index négy tényezőt vesz figyelembe. A világ globális valutatartalékaiban betöltött részarány valamint a devizapiaci forgalomban és a nemzetközi hitelezésben játszott szerep mellett a nemzetközi kötvények állományát vizsgálja. A felsorolt mutatók a nemzetközi valuta szerepek közül összesen hármat érintenek: a magánszereplők kapcsán az értékmegőrző és forgalmi eszköz szerepek mellett a hivatalos szereplők monetáris tartalékainak felhalmozását, vagyis az értékmegőrző szerepet vonja be az elemzésbe. A súlyok meghatározása érdekében a faktoranalízis módszertanát alkalmazták. A világbanki index szerint az euró 1999 és 2009 között mintegy 10 százalékpontot javított pozícióján, így megközelítette a negyven százalékot. Ezzel párhuzamosan a dollár 6 százalékponttal visszaesett, míg a japán jen 5 százalékpontos pozícióvesztést szenvedett el. Az angol font alacsony súlya ezzel szemben némileg emelkedett a vizsgált időszakban. A levonható következtetéseket gyengíti, hogy az idősor éppen az eurózóna válságának kezdetén ér véget, így az eredményeket valószínűleg nem lehetne kivetíteni 2013-ig. A kapott számok fényében kiemelhető, hogy egy valuta nemzetköziesedésének a tartalékvaluta-szerepre történő leredukálása túlzott leegyszerűsítésnek tekinthető, ahogy azt az elméleti részben már említettük. A Világbank kompozit indexét tekintve az euró és a dollár nemzetközi szerepe közötti

különbség messze nem olyan nagy, mint ami a hivatalos tartalékok állományának világszintű összetételéből következne.

A koncentráció általános közgazdasági fogalma a gazdasági életben megfigyelhető tömörüléseket, összpontosulásokat jelenti. (Kerékgyártó – Mundruczó – Sugár [2007] pp. 148.) Másként megfogalmazva a sokasághoz tartozó értékösszeg jelentős részének vagy egészének kevés egységre történő összpontosulását nevezzük koncentrációnak. (Hunyadi – Vita [2002] pp. 109.) A fogalom maga a koncentráció folyamatára és az annak eredményeként létrejövő állapot megjelölésére egyaránt használható. Az előbbi a dinamikus, míg a második a statikus koncentráció.

A közgazdaságtanban számos jelenség esetén találkozhatunk a koncentráció fogalmával, mégis legtöbbször a piacszerkezetek tanulmányozása során kerül elő. Egy adott piac szerkezetének, a verseny fokának ismerete fontos támpontot jelent azon gazdaságpolitikai beavatkozások számára, amelyek a fogyasztói jólét növelése érdekében a monopóliumok letörésére és a verseny erősítésére fókuszálnak. Minél koncentráltabb a vizsgált piac, annál alacsonyabb a verseny intenzitása és annál indokoltabb lehet a további elemzés és az állami intervenció. Továbbá az aszimmetrikus interdependenciák feltárása érdekében egy ország kereskedelmi partnereinek vagy kereskedelmi termszerkezetének, továbbá hitelezői számának és az általuk birtokolt adósság vizsgálatára is gyakran alkalmazott statisztikai módszer. Cohen - Benney [2014] érvelése szerint a nemzetközi monetáris rendszer struktúrájának leírására is használható a koncentráció fogalma, mivel a nemzetközi valuták is egy versengő piacon küzdenek az egyre magasabb piaci befolyásért.

A nemzetközi monetáris rendszer koncentrációjának fokát a CR koncentrációs arányszám és a Herfindahl-Hirschmann index segítségével mérhetjük. Előbbi az abszolút és a relatív koncentráció jellemzésére egyaránt használható általános mutatónak tekinthető. Azt mutatja, hogy a sokaság néhány kiválasztott egysége mekkora mértékben részesedik a teljes értékösszegekből. Ezzel szemben a Herfindahl-Hirschmann indexet az egységeknek az értékösszegekből való részesedése négyzetösszegeként (vagyis a relatív értékösszegek négyzetösszegeként) definiálhatjuk.

$$H = \sum_{i=1}^N s_i^2$$

A fenti képletben s_i a relatív értékösszeget jelenti míg az N az egységek számára utal. A Herfindahl-Hirschmann index maximális értéke 1, amely a tökéletes koncentráció esetét jelenti. Adott N esetén a minimum $1/N$, amit akkor ér el, ha minden egység részesedése azonos. A mérőszám egyik komoly előnye, hogy az egységek számát is figyelembe veszi. Tehát ha példának okáért az értékösszeg 100 egység között egyenlő arányban oszlik meg, alacsonyabb értéket ad, mintha csupán 10 egységről volna szó. A Herfindahl-Hirschmann index tehát az értékösszegeből való részesedések önmagukkal súlyozott számtani átlagát adja. Ebből következik, hogy a kis egységek kisebb, míg a nagyobb egységek nagyobb súlyt kapnak, a mérőszám így a nagy egységekre fokozottan érzékeny. A Herfindahl-Hirschmann indexnek létezik egy normálizált változata is. Ebben az esetben a felvehető értékek 0 és 1 között ingadoznak.

$$H^* = \frac{(H - 1/N)}{1 - 1/N}$$

Hasonlóan az előzőhöz a fenti képletben N az egységek számát jelöli míg H az eredeti Herfindahl-Hirschmann indexre utal.

A szükséges adatok összegyűjtésénél a korábban vizsgált, a nemzetközi valuták különböző funkcióit részletező, összesen hat szerepet tárgyaló táblázatból indulunk ki, annak érdekében, hogy minél átfogóbb képet kapjunk az egyes valuták nemzetközi monetáris rendszerben betöltött szerepéről. A gyakorlatban azonban nem lehetséges mind a hat nemzetközi szerep figyelembe vétele. (Cohen – Benney [2014]) Egyrészt a magánszereplők által lebonyolított kereskedelmi forgalomban használt valuták összetételéről nem áll rendelkezésre megbízható idősor. Másrészt a kormányok a devizapiaci intervenciók részleteit a legtöbb esetben bizalmasként kezelik, így azokat nem hozzák nyilvánosságra. Ebben az esetben azonban feltételezhetjük, hogy a devizapiaci intervenciókhoz használt valuták összetétele szorosan követi a valutatartalékok kompozícióját. Több információval rendelkezünk az egyes nemzetközi valuták horgonyvalutaként betöltött szerepéről. Azonban nehézséget okoz, hogy meglehetősen komplikált a de facto, vagyis informális árfolyamrögzítés azonosítása, míg a de jure, azaz formális rögzítés esetén hasonló probléma nem merül fel. A másik módszertani kihívást az egyes országokhoz tartozó súly kiválasztása okozza. Példának okáért nem lehet az eurót használó európai

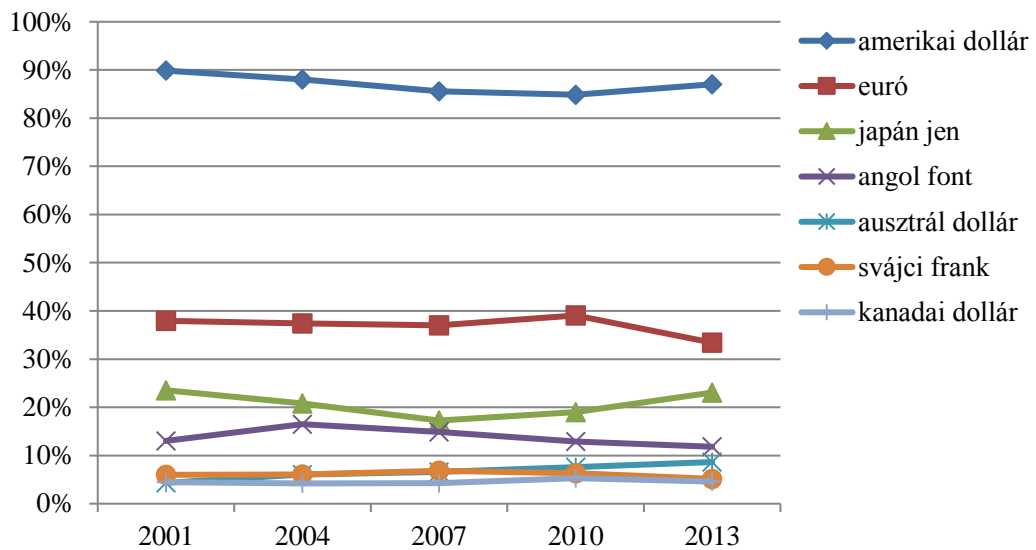
miniállamokat a dollárhoz rögzített árfolyamrendszert használó Szaúd-Arábiával összehasonlítani.

Az adatok kiválasztásánál nagyrészt Cohen – Benney [2014] munkájára támaszkodunk, de számos ponton eltérünk az általuk használt adatoktól, illetve kiegészítjük azokat. A fenti nehézségek miatt a nemzetközi valuták hat szerepéből a disszertáció négy funkció segítségével számszerűsíti a nemzetközi monetáris rendszer koncentrációját, ezek a magánszféra esetén használt fizetési eszköz és értékmegőrző funkció, illetve a kormányzati használatnál az értékmegőrző és az elszámolási egység szerep. Az első kettő esetében a Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS) és az EKB adataira támaszkodunk. A hivatalos tartalékoknál a Nemzetközi Valutaalap COFER adatbázisát használjuk, amely a legátfogóbb adatokat kínálja a világ monetáris tartalékainak devizális összetételéről. Az elszámolási egység, vagyis a horgonyvaluta szerep értékelése kapcsán az IMF klasszifikációjára támaszkodva választjuk ki a rögzített árfolyamrendszert használó országokat. A súly meghatározásánál a folyó árfolyamon dollárra átváltott bruttó hazai terméket használjuk.

A magánszféra által használt fizetési eszköz szerepet a devizapiaci forgalomban betöltött szereppel ragadjuk meg., amihez az adatokat a BIS három évente végzett felmérése szolgáltatja. A 2001 és 2013 közötti időszakot vizsgáljuk, mivel 2001 az első év ami az euróra vonatkozó adatokat is tartalmaz, míg a disszertáció írásának időpontjában rendelkezésre álló legfrissebb adat a 2013-as évre vonatkozik. A konzisztencia érdekében a koncentráció számításánál a többi vizsgált adatsornál is a 2001-es, 2004-es, 2007-es, 2010-es és 2013-as évet vesszük figyelembe.

A következőkben a nemzetközi devizapiaci forgalomban legnagyobb szerepet játszó hét valuta 2001 és 2013 közötti relatív súlyában bekövetkező változást vizsgáljuk. A dollár dominanciája némileg csökkent 2001 és 2010 között, 2013-ban azonban ismét megközelítette a 2001-es szintet. A tíz százalék feletti súlyt képviselő valuták közül az euró, a japán jen és a brit font jóval lemaradva követi a dollárt.

12. ábra: A nemzetközi devizapiaci forgalomban betöltött részarány (a teljes forgalom %-ában)



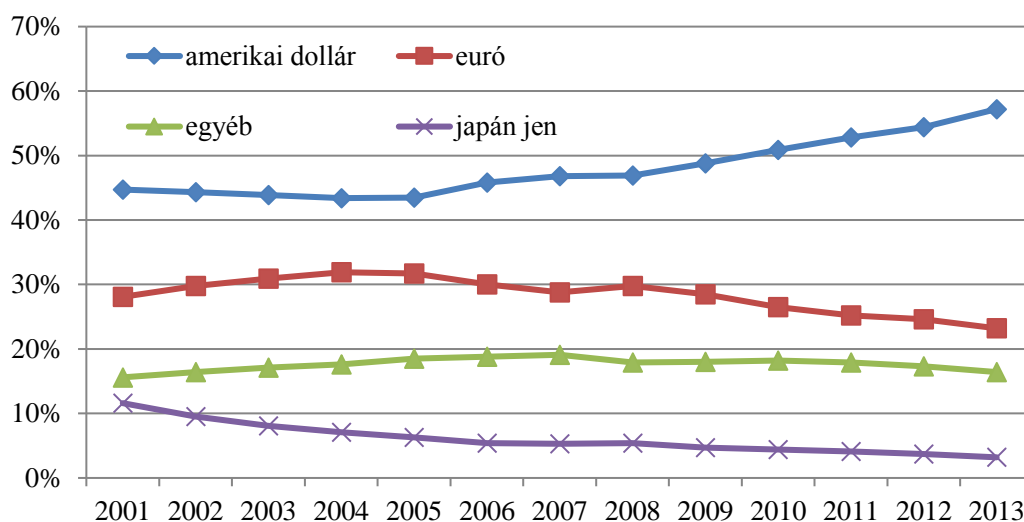
Forrás: BIS

Megjegyzés: az összesített devizapiaci forgalom 200%-ot tesz ki, mivel minden tranzakcióban két pénznem szerepel

A magánszférához kapcsolódó értékmegőrző funkciót a nemzetközi adósságpiacokon kibocsátott értékpapírok értékével ragadjuk meg, amihez a BIS és az EKB adatait használjuk. A BIS széles értelmezésben összeállított adatai túlságosan torzítanak az euró irányába, mivel az eurózónát nem egységes egésznek kezelik, továbbá figyelembe veszik a saját valutában történő külföldi hitelfelvételt is. Ezért Cohen – Benney [2014] munkájától eltérően nem a BIS által publikált széles értelmezésből, hanem az EKB szűk értelmezéséből indulunk ki, vagyis csupán a hitelfelvevő saját valutájától eltérő pénznemben történő hitelfelvételt vesszük figyelembe. (EKB [2015]) Az EKB azonban csak három valuta esetében (amerikai dollár, euró és a japán jen) publikálja az adatokat, így jelen dolgozat is csupán ezen három pénznemet vizsgálja.

Az EKB adatai szerint az euró a nemzetközi valuta funkciókat tekintve leginkább befektetési valutaként volt képest megközelíteni a dollárt 2001 és 2007 között, azonban 2008-tól ismét tágult az olló. A 2008 végén rekordalacsonyra süllyedő amerikai kamatláb az amerika valutában történő eladósodást ösztönözte, míg az eurózóna válsága fékezte az euróban történő nemzetközi hitelfelvételt. Kiemelendő továbbá, hogy a japán jen súlya a vizsgált időszakban kevesebb mint harmadára esett vissza.

13. ábra: A nemzetközi hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állományának devizális összetétele (a folyó árfolyamon számított dollár adatok alapján, a teljes %-ában)

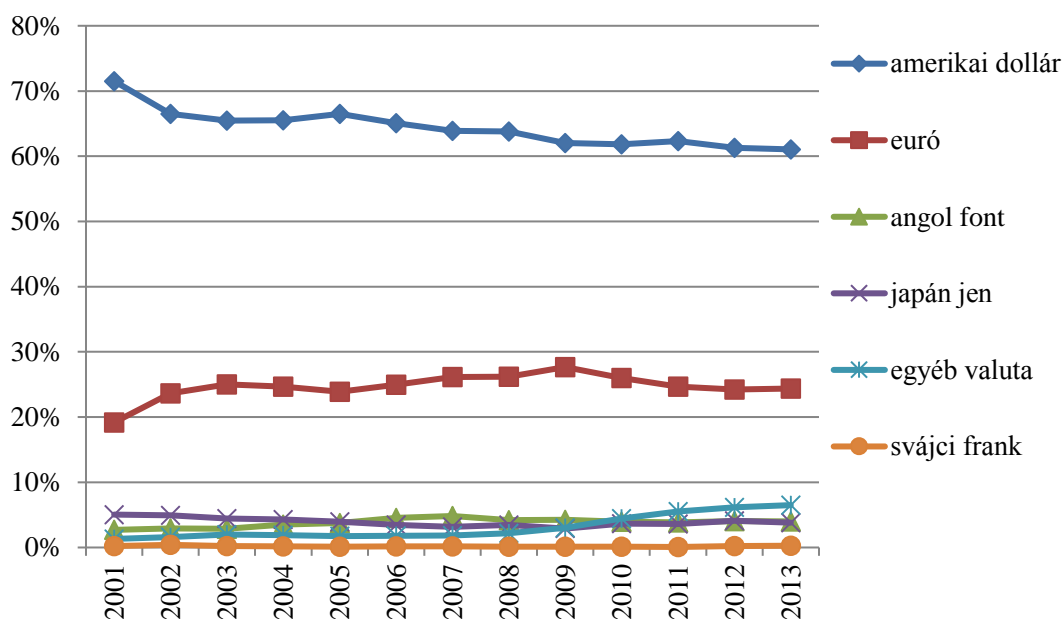


Forrás: EKB

A tartalékvaluták devizális összetételének vizsgálata során használt COFER adatbázis messze nem teljes körű, mivel nem minden állam hozza nyilvánosságra devizatartalékai összetételét. Ráadásul az adatok minősége romló tendenciát mutat. Míg 2001-ben a tartalékok 76,6 százalékáról álltak rendelkezésre adatok a devizális megoszlás tekintetében, addig 2013-ra ez a mutató 53,3 százalékra csökkent. A COFER adatbázis hiányosságai ellenére azonban jelenleg a legátfogóbb képet kínálja a tartalékeszközök világszintű devizális összetételéről.

2001 és 2013 között a dollár súlya némileg csökkent, de végig meghaladta a 60 százalékot. Az euró szerepe lassú emelkedés után 2009-ben érte el a csúcsát, majd 2011 és 2013 között 24-25 százalék között stabilizálódott. Az egyéb valuták részarányának mintegy ötszörösére történő növekedése arra utal, hogy némi diverzifikáció történt az elmúlt években, de a dollárban és az euróban denominált eszközök együttesen még mindig a tartalékok megközelítőleg 85 százalékát teszik ki.

14. ábra: A devizatartalékok globális állományának devizális összetétele (a teljes állomány %-ában)



Forrás: IMF COFER adatbázis

A három általunk vizsgált szempontot először a CR koncentrációs arányszám segítségével összesítjük. Mind a három esetben a koncentráció fokának csökkenését figyelhetjük meg a 2001 és 2013 közötti időszakban, a mérséklődés azonban minimálisnak tekinthető. Még a legnagyobb visszaesést elkönyvelő devizatartalékok esetében is csupán 93,5 százalékra csökkent az öt legfontosabb nemzeti valuta 2001-ben még szinte kizárólagos, 98,7 százalékos részaránya.

10. táblázat: A vizsgált három szempont összegzése a CR koncentrációs arányszám segítségével

	2001	2004	2007	2010	2013	Változás (2001-2013, százalékpont)
Nemzetközi devizapiaci forgalomban betöltött részarány (N=7)	89,6	89,5	86,2	87,5	86,8	-2,7
Nemzetközi értékpapírok állományában betöltött részarány (N=3)	84,4	82,4	80,9	81,8	83,6	-0,8
Devizatartalékok állományában játszott szerep (N=5)	98,7	98,1	98,2	95,6	93,5	-5,2

Forrás: EKB, IMF alapján saját számítások

Következtetéseink akkor sem változnak érdemben, ha a Herfindahl-Hirschmann index segítségével vizsgáljuk a koncentráció alakulását. A devizapiaci forgalom esetében lényegében nem változott a koncentráció, míg a nemzetközi értékpapírokat tekintve némi növekedés volt megfigyelhető a dollár súlyának erősödése következtében. Az amerikai valuta némi visszaszorulása és a kisebb valuták szerepének növekedése miatt a devizatartalékok esetében csökkent a koncentráció, de a visszaesés nem drasztikus.

11. táblázat: A vizsgált három szempont összegzése a Herfindahl-Hirschmann index segítségével

	2001	2004	2007	2010	2013	Változás (2001-2013)
Nemzetközi devizapiaci forgalomban betöltött részarány (N=36)	0,259	0,250	0,235	0,236	0,238	-0,021
Nemzetközi értékpapírok állományában betöltött részarány (N=4)	0,317	0,326	0,341	0,364	0,409	0,092
Devizatartalékok állományában játszott szerep (N=6)	0,552	0,493	0,480	0,455	0,439	-0,112

Forrás: EKB, IMF alapján saját számítások

Megjegyzések: a devizapiaci forgalomban játszott szerepe esetén a BIS által publikált összesen 35 valutát és az egyéb kategóriát vettük figyelembe a számítás során, míg a másik két esetben az egyéb valuta kategória segítségével értük el, hogy a teljes állományt vizsgálja azt index

A horgonyvaluta szerep értékeléséhez az IMF 2013-as árfolyamrendszereket értékelő kiadványát hívjuk segítségül. (IMF [2013]) Árfolyamrögzítés alatt jelenleg egy tág fogalmat értünk, így a dollarizációt választó országok mellett a különböző csúszó árfolyamrendszereket is ide értjük. Az IMF klasszifikációja szerint 44 ország kötötte valutáját a dollárhoz, míg az euró esetében 27 állam. További 22 ország pedig más valutához vagy több valutából álló kosárhoz rögzítette valutáját. A dollár előnye azonban jelentősebb az országok száma által sugalltnál, ha figyelembe vesszük az egyes valutájukat rögzítő országok gazdasági súlyát. Az árfolyamot nominális horgonyként használó országok összesített GDP-jének 55,9 százalékát teszik ki a dollárt, mint horgonyvalutát használó országok, míg az euró esetében ez a szám csupán 14,4 százalék.

A fenti adatsorok és koncentrációs mutatószámok alapján a nemzetközi monetáris rendszer több pólusúvá válásáról értekező véleményeket elhamarkodottnak tartjuk. A

2001 és 2013 közötti időszakban a főbb nemzetközi valuták egymáshoz viszonyított súlya nem változott érdemben, vagyis továbbra is a dollár a világgazdaság kulcsvalutája, míg az euró egy távoli másodiknak tekinthető. Ahogy azt a 3.1. alfejezetben vizsgáltuk, a bruttó hazai terméket és a nemzetközi kereskedelmet tekintve a feltörekvő országok előretörésének köszönhetően az ezredfordulóhoz képest napjainkban a világ kevésbé koncentrált képet mutat. Azonban a nemzetközi monetáris rendszerben hasonló elmozdulás nem figyelhető meg, ami konzekvens a 2. fejezetben a történelmi tapasztalatokból leszűrhető következtetésekkel. Mindez önmagában nem jelenti azt, hogy a közeljövőben ne mozdulhatna el a rendszer egy több, megközelítőleg azonos súlyú valutára épülő szisztéma irányába.

5 Az euró mint a dollár vetélytársa

5.1 Az euró nemzetközi helyzetével kapcsolatos vélemények

Közvetlenül az európai monetáris integráció beindulását megelőzően, vagyis a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) létrejötte előtti években meglehetősen optimistán látta a szakirodalom egy része az európai egységes valuta kilátásait. Portes – Rey [1998] összességében pozitív képet festett az euró jövőbeli nemzetközi szerepével kapcsolatban. A tanulmányban felvázolt öt scenárióból kettő nem változtat érdemben a status quo-n, míg három esetében az euró számos tekintetben átveszi a dollár szerepét a világgazdaságban. Érvelésük szerint az euróövezet rendelkezik a dollár 2020-ig történő utoléréséhez szükséges gazdasági fundamentumokkal, ezek a gazdasági súly, a pénzügyi piacok liberalizáltsága, a stabilitásorientált monetáris politika és a hitelezői bizalom. Az előrejelzés azonban a szerzők szerint is jelentős kockázatokkal nézett szembe. Egyrészt korábban Németország soha nem támogatta aktívan nemzeti valutája nemzetközi szerepének erősödését, a kilencvenes évek végén úgy látták, hogy nem egyértelmű, miért lenne ez másként az euróövezet esetében.

Közel húsz évvel később visszatekintve látható, hogy Portes – Rey prognózisai hibás feltételezésekre alapultak. Egyrészt Nagy-Britannia nem csatlakozott a monetáris unióhoz, így a fejlett londoni pénzügyi piacok nem váltak az eurózóna részévé, következésképpen a nemzetközi szerephez elengedhetetlennek tartott fejlett, likvid pénzügyi piacok sem jöttek létre. Másrészt megvalósult az előrejelzésben legfőbb kockázatnak tekintett jegybanki semlegesség, az EKB soha nem támogatta intenzíven az európai valuta nemzetközi használatát, ebből a szempontból a Bundesbank utódjának tekinthető.

Frenkel – Sondergaard [1999] a GMU hatását modellezte a dollár, a jen és az euró várható nemzetközi tartalékokban betöltött súlya, valamint a kötvénypiacokon és a nemzetközi bankbetétekben játszott szerepe tekintetében. Eredményeik értelmében a GMU hatásaként középtávon a dollár és az euró megközelítőleg azonos nemzetközi szerepre tehet szert, míg a jen messze lemaradva a harmadik helyet érheti el. Értelmezésükben az egységes európai valuta nemzetközi szerepének emelkedését az

eurózóna világgazdaságban betöltött súlya táplálja, előfeltétele pedig az, hogy az euró a német márkához hasonló stabilitást érjen el.

Az euró jövőbeli nemzetközi szerepe szempontjából az egyik legoptimistább véleménynek, egyben az euró vezető nemzetközi valutává válását prognosztizáló irodalom egyfajta csúcspontjának Chinn – Frankel [2008] tekinthető. Az elemzés során a nemzetközi valutához köthető szerepek közül a tartalékvaluta szerepkörre koncentrálnak, aminek oka a könnyű mérhetőség és az a feltételezés, hogy az egyéb nemzetközi szerepek, mint a kereskedelmi ügyletekben történő elszámolási eszköz, illetve a valutában denominált kötvények kibocsátása a tartalékokkal párhuzamosan emelkednek. Tanulmányukban gazdasági tényezőkre koncentrálnak, ökonometriai módszerek felhasználásával vizsgálják az európai egységes valuta jövőbeli lehetséges szerepét. Több scenáriót vázolnak fel a következő évtizedekre vonatkozóan. Az első, legóvatosabb becslés szerint a közeli jövőben Nagy-Britannia, Svédország és Dánia nem csatlakozik az euróövezethez, míg a kelet-európai tagállamok igen, továbbá a dollár folytatja az 1987 és 2007 közötti trendszerű leértékelődését. Ebben az esetben az amerikai valuta hosszabb távon is fenntartja vezető szerepét, bár a két valuta közötti különbség csökken, az euró részaránya 40 százalékra emelkedik a világ tartalékállományában, míg a dollaré 60 százalékra csökken. Egy második lehetséges jövőképben szintén csupán a kelet-közép-európai államok lépnek be a monetáris unióba, viszont a dollár leértékelési ütemét a 2001 és 2004 közötti periódus tapasztalatai alapján határozták meg. Ebben az esetben az euró 2022-ben leválhatja a dollárt. A harmadik scenárió feltételezése szerint bár a szigetország távol marad a Gazdasági és Monetáris Uniótól, de London jelentős szerepet játszik az eurózóna likviditásának biztosításában. Ebben az esetben a dollár már 2015 környékén elveszíti vezető pozícióját a világ országainak tartalékállományában. Az említett számítások eredményei rávilágítanak a pénzügyi piacok fejlettségének és Nagy-Britannia jövőbeli politikájának jelentőségére.

A fenti megközelítést élesen támadja Posen [2008]. Szerinte a tartalékvaluták közötti választás nem csupán gazdasági kérdés, hanem bonyolult külpolitikai és biztonságpolitikai érdekeket is megfontolnak a gazdaságpolitikai döntéshozók a tartalékaik valutáris összetételéről szóló döntés során. A horgonyvaluta kiválasztása nagy mértékben meghatározza a valutatartalékok kompozícióját. Ebben a tekintetben pedig az amerikai dollár jóval az európai egységes valuta előtt jár, és nem látszik

komolyabb elmozdul a közeljövőben sem. Az árfolyamrögzítés tehetetlensége még a valutatartalékok tehetetlenségénél is nagyobb. Biztonságpolitikai megfontolásokból nem valószínű, hogy némi portfólió-diverzifikációból származó nyereségért számos kisebb ország hirtelen elkezdene átkonvertálni tartalékait euróra. Összességében, míg az euró szimplán gazdasági megfontolások alapján jól teljesít, egyéb nem monetáris szempontok alapján nem valószínű, hogy képes lehet leváltani a dollárt. Utóbbi csupán a gazdaságpolitikai vezetés súlyos hibái esetén veszíthetné el vezető szerepét, anélkül, hogy bármilyen másik valuta venné át a szerepét. Ebben az esetben a két világháború közötti időszakot jellemző, több tartalékvalutára épülő rendszer jönne létre. Posen kritikájához hozzá kell tennünk, hogy Chinn – Frankel [2008] teljes mértékben nem hanyagolja el a politikai szempontokat. Azzal érvelnek, hogy az Egyesült Államok pozíciója már nem olyan stabil a világban, mint a huszadik század második felében volt. Az iraki és az afganisztáni háború aláásta tekintélyét, a jelenlegi körülmények között nem tartják valószínűnek, hogy a jegybankok csupán politikai okokból hajlandóak lennének tovább védeni a dollárt.

Cohen [2009] hangsúlyozza, hogy a kilencvenes évek optimista előrejelzései nem teljesültek be a kétezres években. Még a 2007-ben kezdődő amerikai jelzálogpiaci válság sem volt képes érdemben visszaszorítani a dollár nemzetközi használatát. Az euró előnyei kapcsán kiemeli, hogy az eurózóna magában foglalja a világ néhány leggazdagabb államát, a politikai stabilitás megkérdőjelezhetetlen, valamint az EKB infláció elleni küzdelme hitelesnek tekinthető. Az euró gyengeségei közé tartozik a gazdasági kormányzás erőtlensége, ami abból következik, hogy szuverén államok csoportja áll mögötte, nem egy egységes állam. A nemzetállamoktól eltérően, az euróvezetnek nincs közös költségvetése. Továbbá részben a monetáris és a fiskális politikára vonatkozó szabályok következtében az eurózóna növekedési kilátásai meglehetősen gyengék²⁵. Az euró egy ország nélküli valuta, aminek erősségét a mögötte lévő politikai megállapodás minősége adja. Az eurózóna kedvező gazdasági körülmények között jól funkcionál, de ellenkező esetben a döntéshozatal érdemben lelassul és kevésbé hatékony megoldások születnek. A felügyeleti és szabályozói hatásköröknél a decentralizáció az irányadó, az Európai Központi Bank nem rendelkezik elegendő eszközzel a pénzügyi krízisek elhárítása érdekében, amit alátámaszt, hogy a 2008-ban kirobbant válságot követően a Fed az EKB-nál jóval

²⁵ Az EKB monetáris politikája túlzottan inflációközpontú, míg a Stabilitási és Növekedési Egyezmény nem támogatja a növekedést (anti-growth bias).

gyorsabban reagált. Míg az euró védelmezői a GMU bővítésétől az egységes valuta szerepének növekedését várják, Cohen szerint különböző érdekekkel és prioritásokkal rendelkező további tagállamok csatlakozása valószínűleg inkább visszavetné az euró vonzerejét. Továbbá nem szabad figyelmen kívül hagyni, hogy Kína kivételével minden fontosabb dollárt tartalékoló állam az Egyesült Államok formális vagy informális szövetségeseinek számít.

Cohen összességében úgy látja, hogy a közeljövőben az európai egységes valuta stabilan őrizheti második helyét a dollár mögött, de hacsak a Gazdasági és Monetáris Unió intézményei nem folytatnak az euró szerepének növelését célul tűző stratégiát, a jelenleginél komolyabb szerephez nem juthat a nemzetközi monetáris rendszerben. Az euró nemzetközi jelentőségének erősítése a gazdaságpolitika kifejezett céljává kell, hogy váljon, ennek hiányában az európai valuta mindig a „jövő valutája” marad. Ennek a valószínűsége azonban csekély. Cohen szerint bármilyen vonzó is legyen a vezető nemzetközi valuta szerep elérése, az európai döntéshozók nagy valószínűség szerint nem kockáztatnak meg egy széles körű geopolitikai konfliktust, így az euró nemzetközi szerepének erősítése a piac feladata marad.

Cohen – Subacchi [2011] szerint a jelenlegi nemzetközi monetáris rendszer egy „egy és egy fél” valutára épülő rendszernek tekinthető. Az euró legfőbb problémáját abban látják, hogy a monetáris hatalom autonómiája kapcsán elért lehetőségekkel nem tudott mit kezdeni az euróövezet. A nemzetközi szintéren rendkívül gyenge a monetáris unió képviselete, az Egyesült Államok monetáris befolyásoló képességét meg sem közelítik az eurózóna lehetőségei.

A dollár lehetséges kihívói előtti legfőbb akadályt a hálózati hatásokban és a nemzetközi monetáris rendszer tehetetlenségében látja Mateos y Lago et al [2009]. Felteszik a kérdést, hogy teljes mértékben helyettesíthető valuták képesek lehetnek-e leküzdeni a dollárt jelenleg, illetve a brit fontot korábban támogató hálózati hatásokat. A történelem szerintük azt mutatja, hogy egy több kulcsvalutára épülő rendszer mindig egy domináns eszköz irányába visz. Következésképpen, ha az euró a dollár szintjére emelkedne, ez a rendszer nem lenne tartós. Egy több kulcsvalutára épülő rendszer hátránya abban áll, hogy gazdaságpolitikai koordináció hiányában instabilitást vinne a rendszerbe, mivel a jegybankok aktív portfóliókezelése

következtében fokozódna a valutaárfolyamok volatilitása²⁶. Legnagyobb előnye viszont a versenyhelyzet jelentette gazdaságpolitikai fegyelem, mivel a külső egyensúly nagyobb szerepet kapna a döntéshozatal során. Mindenesetre a közeljövőben az Egyesült Államok pénzügyi piacának fejlettsége, valamint a hálózati hatások következtében nem tartják valószínűnek az euró nemzetközi jelentőségének érdemi bővülését. Egy felemelkedő valutának összességében kedvezőbb tulajdonságokkal kell rendelkeznie, mint az aktuális kulcsvalutának.

A főleg az ezredforduló környékére született tanulmányok egy része utólagosan túlzottan optimistának tekinthetők, amennyiben túlbecsülték az euró jövőbeli várható nemzetközi szerepének súlyát. Az elemzések általános hibája, hogy csupán az eurózóna világ gazdaságban és nemzetközi kereskedelemben játszott magas súlyára koncentráltak és figyelmen kívül hagyták azok dinamikáját, valamint mérsékelt figyelmet szenteltek a politikai tényezőknek.

5.2 Infláció és monetáris politika az euróövezetben

A következő oldalakon az 1.4. alfejezetben összeállított szempontrendszer alapján vizsgáljuk az euró nemzetközi szerepének erősödését elősegítő és hátráltató tényezőket. Egy valuta nemzetközi szerepének erősödéséhez a valuta vásárlóerejének stabilitása nevezhető meg mint alapvető feltétel. Az eurózónát alkotó országok nemzeti bankjainak szerepét nagyrészt a frankfurti székhelyű Európai Központi Bank (EKB) vette át. Az ezredforduló környékén a fő kérdést az jelentette, hogy az EKB mennyiben lesz képes a Bundesbank korábbi céltudatos és sikeres inflációellenes politikáját követni. A következőkben az eurózóna inflációs teljesítményét tekintjük át a harmonizált fogyasztói árindex (HICP) segítségével. Viszonyítási alapnak az EKB saját inflációs célját másrészt az Egyesült Államok teljesítményét használjuk fel. Az 1998. június elsejével létrehozott EKB 1999. januárjától felel az eurózóna monetáris politikájáért, ezért az 1999 és 2014 közötti időszakot vizsgáljuk. Ebben a periódusban az éves átlagos inflációs ráta 1,9 százalékot ért el az eurózónában, ami megfelel az EKB által árstabilitásnak tekintett és így célnak kitűzött 2 százalék alatti, de ahhoz közeli értéknek.

²⁶ Hasonló félelmet fogalmazott meg a Stiglitz-bizottság is. (ENSZ[2009])

A vizsgált időszakot két részre bontva azonban már némileg eltérő képet kapunk, mivel az 1999 és 2008 közötti periódusban a cél fölötti, 2,2 százalékos értéket jegyzett fel a statisztika, míg a 2009 és 2014 közötti válsággal terhelt időszakban 1,5 százalékosra ért el az átlagos éves pénzromlási ütem. Az eurózóna fennállásának első évtizedében tehát az átlagos inflációs ráta meghaladta a célként kijelölt szintet, aminek oka nagyrészt kedvezőtlen külső okokban, vagyis a nyersanyag- és olajárak emelkedésében keresendő, de strukturális hiányosságok is hozzájárultak az inflációs cél elvétéséhez. A közép és hosszú távú inflációs várakozások emelkedtek ebben az időszakban, rövid ideig még a 2 százalékos plafont is átlépték, így messze nem állíthatjuk, hogy az inflációs várakozások megfelelően horgonyoztak lettek volna az eurózóna fennállásának első évtizedében. (Geraats [2008])

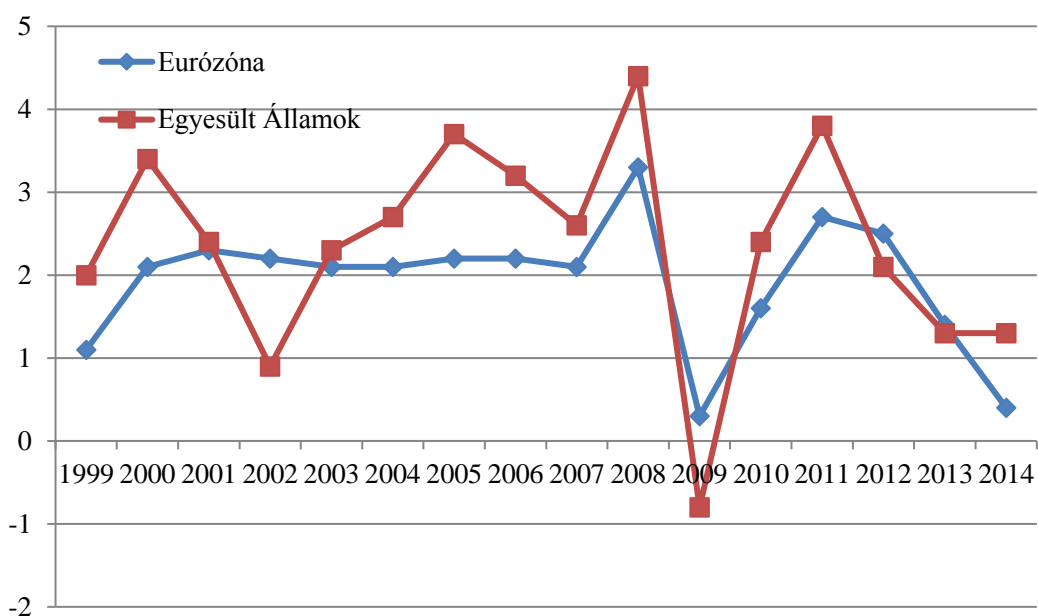
A 2009-ben a világgazdasági válság következtében recesszióba süllyedt eurózóna az Egyesült Államokkal ellentétben képes volt elkerülni a deflációt, a 2009 és 2014 közötti alacsony átlagos inflációs rátát annak a fényében kell értékelni, hogy 2009 után 2012-ben és 2013-ban is recesszióban volt az eurózóna egésze, ami az árak alakulására is kihatott. Az eurózóna első évtizedével ellentétben ebben a periódusban a túl alacsony pénzromlási ütem okozott fejtörést a döntéshozóknak, a japán stílusú deflációs környezet kialakulásától való félelelem arra ösztönözte az Európai Központi Bankot, hogy a további kamatsökkentés lehetőségeinek kimerülése után, mennyiségi lazítás segítségével élénkítse az eurózóna gazdaságát.

Amennyiben tehát kettébontjuk az eurózóna megalapítása óta eltelt időszakot, az első periódusban inkább magas, míg a másodikban alacsony volt az infláció a célként meghatározott értékhez képest. Az eltérés azonban nem jelentős, nem állíthatjuk, hogy kicsúszott volna az infláció a monetáris hatóság felügyelete alól, másrészt összességében a világgazdasági körülmények sem voltak kedvezők a döntéshozók számára.

Amennyiben az összehasonlítási alapnak tekintett Egyesült Államokkal vetjük össze az eurózóna inflációs teljesítményét, az 1999 és 2014 közötti időszakban az euró bizonyult a stabilabb valutának, mivel az 1,9 százalékos éves átlagos inflációs rátával 2,4 százalékos amerikai érték áll szemben. Mindkét vizsgált periódusban magasabb volt az amerikai pénzromlási ütem, az 1999 és 2008 közötti időszakban 2,8 százalék volt az inflációs ráta az Egyesült Államokban, míg 2009 és 2014 között 1,7

százalékot ért el az éves átlagos mutató. Nem hagyható figyelmen kívül egyrészt, hogy az amerikai gazdasági növekedés meghaladta az eurózónáét a vizsgált időszakban, ami részben magyarázhatja a magasabb inflációs rátát. Másrészt az EKB-tól eltérően a Fed kettős mandátummal rendelkezik, vagyis az árstabilitás mellett a teljes foglalkoztatás elérését tekinti fő feladatának. Explicit inflációs cél bevezetését csupán 2012 januárjában jelentette be az amerikai központi banki szerepkört betöltő Fed, amikor 2 százalékban jelölték meg az elérendő pénzromlási ütemet. (Felcser – Lehmann [2012])

15. ábra: Az éves inflációs ráta alakulása az eurózónában és az Egyesült Államokban (százalék)



Forrás: Eurostat

A jegybanki transzparencia vizsgálata során az Eichengreen – Dincer [2014] által kidolgozott adatbázis segítségével értékeljük az EKB és a Fed helyzetét. A száznál is több jegybankot összehasonlító átfogó adatbázis szerint a világ jegybankjai az elmúlt évtizedekben komoly lépéseket tettek a transzparencia és a függetlenség irányába. Ebben a megközelítésben az összesített érték szerint jelenleg nincs különbség a Fed és az EKB között, a maximális 15 pontból mindkét jegybank 11-et ért el 2011-ben. A globális tendenciának megfelelően mindkét jegybank javított pozícióján, mivel 1998-ban még csupán 8,5 pontot értek el. Mindez nem jelenti azt, hogy ne lenne további mozgástér a transzparencia és a függetlenség erősítésére. Az EKB-hoz és az amerikai monetáris hatósághoz képest Új-Zéland, Izrael, Svédország, Magyarország, Nagy-

Britannia és végül a Cseh Köztársaság jegybankjai kaptak kedvezőbb értékelést, azaz 11-nél magasabb pontszámot. Az EKB relatíve rosszul teljesít a döntéshozatali eljárás rendje és a döntéshozatal átláthatósága, kiszámíthatósága kapcsán, míg a Federal Reserve esetében a monetáris politikai célok átláthatósága, a döntéshozatalhoz használt gazdasági adatok, előrejelző modellek transzparenciája és a döntések gyakorlatba való átültetése kapcsán említhetők hiányosságok.

A nemzetközi monetáris rendszert tárgyaló történelmi bevezetőben bemutattuk, hogy amennyiben egy jegybank vagy kormányzat ösztönzi az általa kibocsátott nemzeti valuta nemzetköziesedését, a valuta határon túli alkalmazásának elterjedése érdemben felgyorsulhat. Az EKB hozzáállása ebből a szempontból semlegesnek tekinthető, vagyis se nem ösztönzik, se nem hátráltatják az európai egységes valuta nemzetközi szerepének fokozódását. Ahogy Cohen – Subacchi [2011] felhívta rá a figyelmet, az euró nemzetköziesedésének támogatása soha nem volt a döntéshozók kifejezett célja. Az EKB megfogalmazásában az eurózónát alkotó tagállamok semleges álláspontot képviselnek az euró nemzetköziesedése tekintetében, gazdaságpolitikai céljaik között nem szerepel az euró határokon túl történő alkalmazásának elősegítése. Utóbbit csupán a pénzügyi és gazdasági erők határozzák meg, vagyis az EKB a piaci erőkre bízva az euró nemzetközi szerepének meghatározását. A napjaink globalizált világát jellemző mélyen integrált és a piac által determinált pénzügyi rendszer kevés lehetőséget kínál a döntéshozóknak a valuta nemzetköziesedésének elősegítése érdekében, függetlenül attól, hogy az elérendő célok között szerepel-e a valuta határokon túl történő használatának elősegítése. (ECB [2008] pp. 96.) Az eurózóna gazdaságpolitikáját irányító intézmények előtt álló lehetőségek az euró nemzetközi szerepének erősítésére így meglehetősen szűkösek. Szóba jöhet az eurózónás kötvényekbe és részvényekbe történő befektetések adókedvezményekkel történő támogatása továbbá az európai bankoknak nyújtott különféle kedvezmények, amennyiben azok euróban denominált kereskedelmi hiteleket biztosítanak harmadik országokkal folytatott ügyletek lebonyolításához.

Mindez nem jelenti azt, hogy az EKB ne vizsgálná alaposan az egységes európai valuta nemzetköziesedésének alakulását, ami azonban elsősorban nem önmagában, hanem a monetáris politika transzmissziós mechanizmusának hatékonyságára

gyakorolt befolyásán és az eurózóna külföldi sokkoknak való kitettsége miatt érdekes a jegybanki politika irányítói számára.

5.3 Az eurózóna nemzetközi érdekérvényesítő képessége

Az eurózóna kormányzati rendszere sem támogatja az európai egységes valuta nemzetközi szerepének erősödését, ami abból a sajátos helyzetből eredeztethető, hogy kezdetben 12, majd 2015. január elsejétől 19 nemzetállam által alkotott monetáris övezetről van szó. Így arra a kérdésre, hogy ki felel az eurózóna gazdasági irányításáért nem is olyan könnyű megadni a választ. (Cohen [2011]) A nehézségek három területre koncentrálnak. Az első az eurózóna monetáris politikájáért felelős Európai Központi Bank irányítási rendszere. Az EKB operatív működéséért felelős Igazgatótanács mellett kiemelendő szerepet játszik a Kormányzótanács, amelyben a hattagú Igazgatótanács tagjain kívül minden tagállam jegybankjának elnöke helyet foglal, a jelenlegi 19 tagú euróövezet esetében ez jóval magasabb számot jelent a hatékony döntéshozatal által indokolt szintnél.

A második problémás terület az árfolyampolitika menedzselése. Már az 1992-ben aláírt Maastrichti Szerződés kimondta, hogy az Európai Központi Bank felel az euróövezet árstabilitásának biztosításáért. Kevésbé meghatározott az árfolyampolitikával kapcsolatos hatáskörök megoszlása az egyes uniós intézmények között. Míg az árfolyam védelméhez kapcsolódó devizapiaci intervenciók végrehajtása és a devizatartalékok kezelése teljes mértékben az EKB hatáskörébe tartozik, az árfolyamrendszerekről szóló megállapodások kötése kapcsán már összetettebb a kép. Az Európai Unióról szóló szerződés jelenleg érvényben lévő változata, vagyis a Lisszaboni Szerződés kimondja, hogy a Tanács feladata a Bizottság ajánlása alapján hivatalos megállapodások kötése az euró és harmadik államok valutái közötti árfolyamrendszerről (219. cikk). Az Európai Központi Bank szerepe az ajánlás megtételére vagy az árstabilitási cél elérését szem előtt tartó konzultációra szorítkozik. A tagállami kormányok képviselőit tömörítő Tanács az Európai Parlamenttel folytatott konzultációt követően egyhangúlag határoz. Tehát míg az eurózóna jegybankja felel az euróövezet árstabilitásának garantálásáért, a jogi szabályozás alapján a Tanács és a Bizottság továbbra is komoly befolyást gyakorolhat az euróövezet árfolyampolitikájára. Ez a hármas hatáskörmegosztás egy

olyan időszakban, amikor gyors döntésekre van szükség, könnyen túl lassú döntéshozatalhoz és nem optimális végkifejlethez vezethet.

Végül, de nem utolsósorban az eurózóna külső képvisellete sorolható még a problémás területek közé. Melyik szerv gyakorolja a jogköröket amikor olyan bővebb makroökonómiai kérdések merülnek fel mint a gazdaságpolitikai koordináció, válságmenedzsment vagy a nemzetközi pénzügyi és monetáris rendszer reformja? Míg a Világkereskedelmi Szervezetben (WTO) a jelenleg 28 tagú Európai Unió egy entitásként szerepel, jelenleg nincs az eurózónát a Nemzetközi Valutaalpnál vagy egyéb monetáris fórumokon képviselő szerv. Ez a hiányosság érdemben csökkenti az euróövezet arra irányuló képességét, hogy kihasználja a gazdasági erejéből származó potenciális befolyásolási lehetőségeket a nemzetközi tárgyalásokon.

Négy uniós tagállam, vagyis Németország, Franciaország, az Egyesült Királyság és Olaszország mellett az Európai Bizottság elnöke és az Európai Tanács vezetője által képviselt Európai Unió és az Európai Központi Bank is teljes jogú tagjai a G20-ak csoportjának. Spanyolország továbbá állandó meghívottként 2008 óta minden G20 csúcson részt vett. Az eurózóna és ez EU számára mindenképpen előnyös, hogy képviselőik részt vesznek a tanácskozásokon, azonban a tény, hogy a legnagyobb uniós tagállamok egyenként is tagjai a G20-aknak valamint, hogy számos uniós tagállam nem tartozik a G20 csoporthoz, koordinációs nehézségeket okozhat. (Bénassy-Quéré – Couré [2010])

Az eurózóna képvisellete a Bretton Woods-i intézményekben továbbra is a tagállamokra támaszkodik, az eurózóna nem rendelkezik egységes képvisellettal sem az IMF-ben, sem a Világbankban. A kvóták és az azokon alapuló szavazati jogok szétosztása továbbra is a tagállami súlyokon alapszik. A jelenleg tizenkilenc tagállamot magában foglaló eurózóna összesített kvótája a minden IMF tagot magában foglaló teljes kvóta több mint 23 százalékát éri el, ami meghaladja az Egyesült Államok 17 százalékot meghaladó értékét. Mivel a legfontosabb döntések meghozatalához legalább 85 százalékos többség szükséges az eurózóna tagállamai az USA-hoz hasonlóan vétójoggal rendelkeznek. A gyakorlatban viszont 19 tagállam egységes fellépése csak nehezen kivitelezhető.

Bénassy-Quéré – Couré [2010] felveti annak lehetőségét, hogy az eurózónát egységes államként kezeljék a kvóták és így a szavazati jog szétosztása kapcsán. A jelenlegi számítási módszer szerint azonban az eurózóna szavazati aránya csökkenne ebben az esetben, mivel az egyes országok közötti kereskedelem ezentúl már belkereskedelemnek számítana, így a kvóták meghatározása során 30 százalékos súllyal szereplő gazdasági nyitottság érdemben mérséklődne. A koordináció javulásában várható előnyt tehát kiegyenlítené a szavazati súly csökkenése. Bénassy-Quéré – Couré [2010] becslése szerint így 16,9 százalékra csökkenne az eurózóna súlya a 2010-es adatok alapján, míg 2013-ra a kritikus 15 százalékos érték alá süllyedt volna.

12. táblázat: Az IMF kvóta alakulása (a teljes százalékában)

	Pre-Szingapúr*	2011. március 2.**	2015. május 25.***
Németország	6,09	5,98	6,12
Franciaország	5,02	4,94	4,51
Olaszország	3,30	3,24	3,31
Hollandia	2,42	2,37	2,17
Belgium	2,16	2,12	1,93
Eurózóna	23,73	23,31	23,37
Nagy-Britannia	5,02	4,94	4,51
USA	17,38	17,07	17,68
Kína	2,98	3,72	4,00
Japán	6,23	6,12	6,56
Egyéb	44,66	44,85	43,88

Forrás: IMF

Megjegyzések: *: A 2006. szeptemberében Szingapúrban elhatározott kvótaemelés előtti állapot

***: A 2008-ban elfogadott Voice and Amendment hatályba lépése előtti állapot

***: A 2008-ban elfogadott változások következtében a befizetések függvényében folyamatosan változnak a kvóták, a táblázat a 2015. május 25-i állapotot tükrözik

Mint korábban bemutattuk, egy valuta nemzetköziesedése kapcsán kiemelt szerepet játszik a valutát kibocsátó gazdasági egység bruttó hazai terméke és a nemzetközi kereskedelemben játszott szerepe. Az euró nemzetközi szerepének erősödése mellett érvelő szakirodalom szerint az eurózóna folyamatos bővülése elősegítheti az euró globális használatának elterjedését, azon egyszerű oknál fogva, hogy minél nagyobb a valutát kibocsátó gazdaság, annál komolyabb szerephez juthatnak a hálózati hatások. Mundell [2000] szerint az eurózóna folyamatos bővítésén keresztül lakosságszámban és gazdasági súlyban is képes lehet megelőzni az Egyesült Államokat. Az eurózóna további bővítéséből eredő előnyök mellett azonban a

hátrányokat is figyelembe kell vennünk. További országok csatlakozása még inkább elmélyítheti az euróövezet gazdasági kormányzásának hatékonyságával kapcsolatos kétségeket. A 2004-ben és 2007-ben uniós taggá vált kelet-közép-európai országok eurózónás csatlakozása tovább növelné az európai pénzügyi piacok széttöredezettiségét, továbbá megnehezítené közös álláspont kialakítását a nemzetközi pénzügyi intézményekben.

McNamara – Meunir [2002] konklúziója szerint amíg az eurózóna nem képes olyan kormányzati struktúra kiépítésére, amely biztosítja, hogy az európai monetáris övezet egységesen képes fellépni a nemzetközi politikai porondon, az euró nem lesz képes megközelíteni az amerikai dollár nemzetközi szerepét. Vagyis amíg nem nevezhető meg az amerikai pénzügyminiszterhez hasonló szerepet betöltő személy az eurózónában, a dollár kulcsvaluta szerepét nem fenyegeti veszély.

Az eurózóna egységes képvisellete több szempont miatt is kiemelkedő jelentőséggel bír. Az euró árfolyamának védelme, a nemzetközi fiskális, monetáris és árfolyampolitikák koordinálásának szükségessége valamint a nemzetközi pénzügyi és monetáris rendszer reformja egyaránt felvetik az eurózóna egységes képviselétének kérdését. Nem csupán az euró nemzetközi szerepének erősítése, hanem a nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszer stabilitása érdekében is elkerülhetetlen a jelenlegi képviselleti rendszer reformja. Példának okáért amennyiben a Nemzetközi Valutaalapban egy aktor képviselné az eurózónát, pénzügyi válság esetén az EU hatékonyabban tudná képviselni az érdekeit egy esetleges stabilitási csomag összeállításakor. Nem elhanyagolható szempont továbbá, hogy az eurózóna egységes képvisellete az erős, közösen fellépő Európa képét sugározná a világban.

Az Európai Unió intézményi strukturáját vizsgálva az eurózóna jelenlegi képviselleti módja nem tekinthető egyedülállónak. Hasonlóan hiányzik az egységes külső képvisellete például a környezetvédelmi politika, a fejlesztési segélyezés és a külpolitika terén is. Utóbbi kapcsán bár a Lisszaboni Szerződés létrehozta az Unió külügyi és biztonságpolitikai főképviseelője posztot, akit az Európai Külügyi Szolgálat (EKSZ) támogat, a tagállamok azonban továbbra is fenntartják maguknak a jogot saját külpolitikai céljaik követéséhez. A Lisszaboni Szerződés 26. pontja értelmében az állam- és kormányfőkből álló Európai Tanács állapítja meg az Unió

stratégiai érdekeit, valamint meghatározza a közös kül- és biztonságpolitika célkitűzéseit és az arra vonatkozó általános iránymutatásokat. Az elmúlt évtizedekben elért előrelépés ellenére tehát egységes uniós külpolitikáról továbbra sem beszélhetünk.

A kereskedelempolitika az egyetlen terület, ahol az Európai Unió jelenleg egységes hanggal képes megjelenni a külvilágban, ami így mintaként szolgálhat az Unió számára a monetáris politika külső képviselője tekintetében. A kereskedelempolitika és a monetáris ügyek eltérő jellege azonban nem teszi lehetővé még elméleti szinten sem, hogy az Unió előbbi mintájára alkossa meg intézményi keretét a monetáris politika külső képviselője számára. (McNamara – Meunier [2002]) Az első fontos eltérés az időkeret amiben az egyes politikák működnek. A kereskedelmi tárgyalások jellemzően több éven keresztül is elhúzódnak, megállapodás hiányában pedig az aktuális helyzet marad érvényben. A pénzügyi, monetáris jellegű kérdéseknél már egészen más jellegű döntéshozatalra van szükség, mivel az időkorlát ebben az esetben jóval szorosabb. A nemzetközi tárgyalásokra így jóval kevesebb idő áll rendelkezésre, megállapodás hiányában pedig akár komoly válsághelyzet is előállhat. Továbbá a pénzügyi és monetáris ügyekben a tagállamok és az Európai Bizottság mellett egy további aktórral is számolni kell, mivel az EKB felel az eurózónán belüli árstabilitás fenntartásáért. Mivel az európai monetáris hatóság független az Unió egyéb intézményeitől és a nemzeti kormányoktól, az érintett aktorok közötti együttműködés koordinálása tovább bonyolódik. További eltérés a két politikaterület között, hogy míg a kereskedelempolitika az integrációs tömörülés minden államát érinti, az euróövezethez 2015. januárjáig csupán az uniós tagállamok mintegy kétharmada csatlakozott.

Az eurózána katonai ereje és geopolitikai súlytalansága tovább fékezik az euró nemzetközi szerepének erősödését. Az Európai Unió gazdasági óriás és politikai törpe (Balázs [2003]), ugyanez vonatkozik az eurózána is. Míg az Unió a kereskedelempolitikán keresztül komoly mértékű befolyással rendelkezik a nemzetközi politikában, katonailag nem képes egységes fellépésre. Az eurózána tagállamainak a nemzetközi politikában jelenlévő befolyásolási képessége eltérő, közösségi külpolitika hiányában pedig nem képesek kihasználni az együttműködésből fakadó előnyöket. Az Egyesült Királyság távolmaradása a GMU-

tól egyúttal azt is jelenti, hogy a katonailag legerősebb uniós tagállam nem vesz részt a monetáris unióban. (Posen [2008])

Az uniós tagállamok relatív katonai erejét a katonai célú kiadások nemzetközi összehasonlításán keresztül vizsgáljuk. Az Egyesült Államok vezető szerepe ebben az összehasonlításban is megkérdőjelezhetetlen, a teljes világszintű katonai kiadások 34,3 százalékáért az USA felelt 2014-ben, ami megközelítőleg megegyezik a következő hét ország összesített értékével. Az első tizenöt országban szereplő négy uniós tagállam, Franciaország, az Egyesült Királyság, Németország és Olaszország összesen az Egyesült Államok értékének csupán harmadát költi katonai célokra. A jelenleg 19 tagállamot magában foglaló euróövezet 188,7 milliárd dolláros értéke a globális katonai kiadások csupán 10,6 százalékát teszi ki. Az európai haderőt tovább gyengíti, hogy nincs közös egységes uniós hadsereg, pedig ebben az esetben a forrásokat is hatékonyabban lehetne felhasználni.

13. táblázat: A katonai kiadások alakulása 2014-ben

Sorrend	Ország	Katonai kiadás (milliárd USD)	A GDP %- ában
1	Egyesült Államok	610,0	3,5
2	Kína	216,0	2,1
3	Oroszország	84,5	4,5
4	Szaúd-Arábia	80,8	10,4
5	Franciaország	62,3	2,2
6	Egyesült Királyság	60,5	2,2
7	India	50,0	2,4
8	Németország	46,5	1,2
9	Japán	45,8	1,0
10	Dél-Korea	36,7	2,6
11	Brazília	31,7	1,4
12	Olaszország	30,9	1,5
13	Ausztrália	25,4	1,8
14	Egyesült Arab Emirátusok	22,8	5,1
15	Törökország	22,6	2,2
TOP15 összesen		1427	
Eurózóna (19 tagállam)		188,7	
Világ összesen		1776	2,3

Forrás: SIPRI [2015], SIPRI Military Expenditure Database

Az Európai Unió és az eurózóna kormányzati rendszerének hiányosságai, ahogy azt korábban részletesen kifejtettük nem teszik lehetővé az eurózóna befolyásolási képességének erősödését. Az Európán kívüli, valutájukat ez euróhoz kötő államok rendszerint azokból az országokból kerülnek ki, amelyek biztonságpolitikai szempontból is kapcsolódnak valamelyik eurózónás tagállamhoz. A Közép-afrikai Valutaközösségi Frankot és a Nyugat-afrikai Valutaközösségi Frankot használó államok korábban is a francia frankhoz kötötték nemzeti pénzüket, így az euró régiós szerepe kevésbé az egységes valuta erősségét tükrözi, hanem sokkal inkább a francia frank örökségét jelenti. Az 1945 végén létrejött két valutaövezet jelenleg összesen 14 afrikai országot foglal magában és a világ összesített bruttó hazai termékének mintegy csupán 0,37 százalékát tette ki vásárlóerő-paritáson számolva 2014-ben. Amennyiben az IMF 2013-ban publikált klasszifikációjából indulunk ki, Európán kívül összesen 17 valutáját az euróhoz kötő ország található, ennek döntő többsége, 14 állam tartozik a korábbi frankövezethez. (IMF [2013])

Ezzel szemben számos az Egyesült Államokkal geopolitikai kapcsolatot ápoló ország köti valutáját a dollárhoz. Mivel az olaj kereskedelme dollárban bonyolódik, az olajbevételek nemzeti valutában kifejezett stabilitásának biztosítása érdekében az olajtermelő országok valamilyen formában a dollárhoz kötik nemzeti pénzüket, ami tovább erősíti az amerikai dollár horgonyvaluta szerepét. (Meissner – Oomes [2008]) A 2013-ban az UNCTAD adatai szerint a kőolaj, kőolajtermék és hasonló anyag termékkategória exportjában vezető szerepet játszó legfontosabb tíz országból az első és harmadik állam, vagyis Szaúd-Arábia és az Egyesült Arab Emírátsok az amerikai dollárhoz köti valutáját. (IMF [2014]) Kuvait és Irak árfolyamrendszerében is kiemelkedő szerepet játszik az amerikai valuta.

5.4 Az eurózóna pénzügyi piacai

Az európai pénzügyi piacok helyzetét az állampapírpiacon példáján keresztül vizsgáljuk meg. Mivel a nemzeti bankok világszerte túlnyomórészt az állam által kibocsátott adósságlevelek formájában halmozzák fel monetáris tartalékaikat, az állampapírpiacon fejlettsége nagy jelentőséggel bír egy valuta nemzetközi szerepének erősödése kapcsán. Az állampapírpiacon közötti eltérések jelentőséget hangsúlyozó szakértők szerint amíg az eurózóna nem lesz képes az amerikai

kincstárjegyhez (Treasury Bill, T-Bill) hasonló tulajdonságokkal rendelkező pénzügyi eszköz rendelkezésre bocsátására, továbbra is csupán a második legfontosabb nemzetközi valuta marad a nemzetközi monetáris rendszerben. (Cohen [2011], Bernanke [2005])

Az EKB definíciója szerint egy adott pénzügyi eszköz és/vagy szolgáltatás piaca akkor tekinthető teljes mértékben integráltnak, ha minden azonos tulajdonságokkal rendelkező releváns potenciális piaci résztvevő ugyanazokkal a szabályokkal szembesül pénzügyi eszközök és/vagy szolgáltatások vásárlása vagy értékesítése során, továbbá azonos hozzáférési lehetőséggel rendelkezik a pénzügyi eszközökhöz és/vagy szolgáltatásokhoz. Harmadrészt azonos elbánásban részesülnek amennyiben aktívak az adott piacon. (EKB [2015a] pp. 4.) A fenti definíció a pénzügyi integráció de jure megközelítésének tekinthető, vagyis a jogi és intézményi környezetből indul ki, míg a de facto integráció a pénzügyi piacok összefonódásának tényleges megvalósulását jelenti. (De Sola Perea – Van Niewenhuyme [2014]) Ebben az értelmezésben a de jure pénzügyi integráció a de facto integráció előfeltételének tekinthető.

A Gazdasági és Monetáris Unió 1999-es beindítása az árfolyamkockázat kiiktatásán keresztül jelentősen hozzájárult az eurózóna pénzügyi piacainak integrálódásához. A 2000-es években így komoly mértékű pénzügyi integráció valósult meg az eurózónán belül, amit az 1998-ban indított és 2004-ben lezárt Pénzügyi Szolgáltatások Akcióterve keretében harmonizált szabályozói előírások is támogattak. A fejlett uniós államok legnagyobb bankjai és biztosítótársaságai komoly pozíciókat építettek ki a kevésbé fejlett déli és kelet-európai államok pénzügyi piacain. Az eurózóna országaiban különösen a kötvénypiacokon és a vállalati finanszírozás területén beszélhetünk előrehaladott integrációról, míg a lakossági hitelezés túlnyomórészt a nemzeti határokon belül bonyolódott le.

Az IMF 2013-as jelentése szerint 2000 és 2008 első negyedéve között az Európai Unió bankrendszerének egyéb uniós államok gazdasági szereplőivel szembeni kitétsége több mint 215 százalékkal emelkedett. A mintegy 5500 milliárd euróval növekvő kitétség megközelítőleg 30 százalékát az eurózóna centrumországaiból és az Egyesült Királyságból az euróövezet perifériájára irányuló tranzakciók tették ki. További közel 10 százalékot magyaráz a fejlett uniós országokból a feltörekvő kelet-európai régióba irányuló banki tevékenység. A kötvénypiacokon 2007-ben már 54

százalékot ért el a külföldi tulajdonban lévő kötvények aránya. (IMF [2013a]) A bankközi piacokon eközben már 40 százalékot tett ki azon követelések állománya, amelyek egy másik uniós ország bankjával szemben álltak fenn.

Az Európai Unió és az eurózóna pénzügyi szektorának integráltsága a 2007-es amerikai másodpiaci jelzálogpiaci válság után csökkenni kezdett, majd a Lehman Brothers amerikai bankház 2008. szeptemberi csődje után gyorsabb ütemben folytatódott. A fejlett országok bankjai a növekvő veszteségek miatti finanszírozási nehézségek következtében csökkentették a perifériás országokban lévő leánybankjaiknak nyújtott forrásokat. Különösen gyors volt a határokon átívelő kitettségek leépítése a vállalati finanszírozás és az államkötvények piacán. (IMF [2013a])

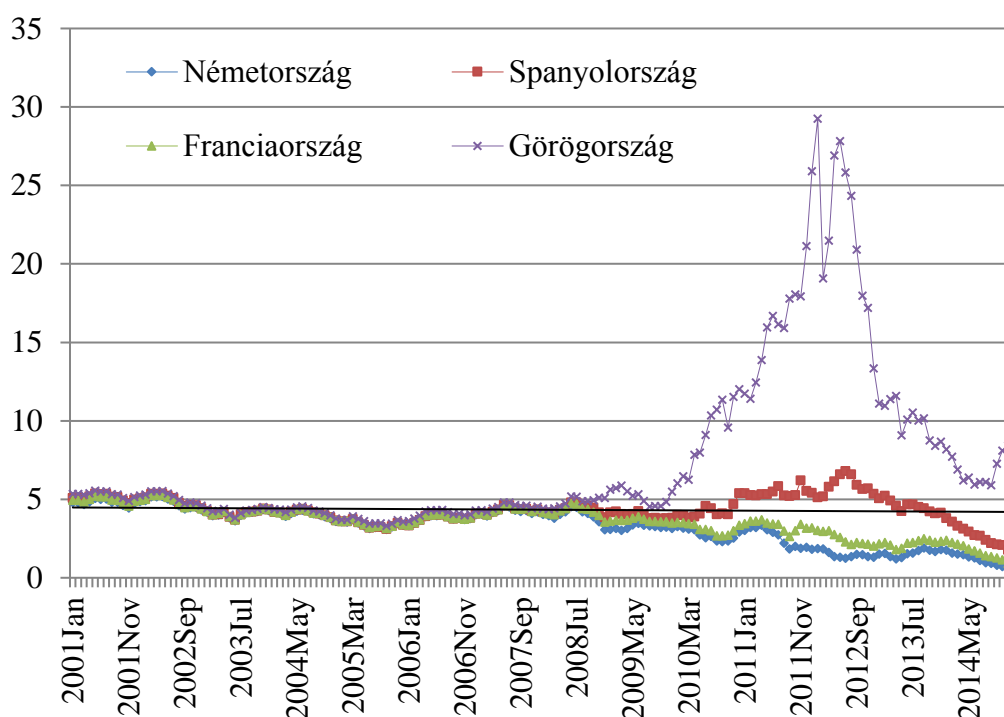
Hasonló következtetés vonható le az EKB által összeállított áralapú pénzügyi integrációs mutatószámok (FINTEC) vizsgálatával. Ezek értelmében az eurózóna pénzügyi integráltságának foka folyamatosan emelkedett 1995 és 2007 között, 2008-tól viszont gyors csökkenésbe kezdett és 2011 végére az 1997-es szint alá esett vissza, majd 2012-ben újra emelkedő pályára állt, ami a bankunióra vonatkozó tervek és az EKB kötvényvásárlási programjának (OMT) bejelentésére vezethető vissza. (EKB [2015a])

A 2008-as válság kitöréséig az eurózóna pénzügyi piacain végbement integráció azonban több szempontból sem tűnt fenntarthatónak. Egyrészt az eurózóna centrumországai, így elsősorban Németország finanszírozta a déli periféria országainak folyó fizetési mérleg hiányát, ami hozzájárult a korábban tárgyalt globális egyensúlytalanságok fokozódásához. Az eurózóna országai közötti tőkeáramlások egyes eszközárak, így elsősorban az államkötvények fenntarthatatlan mértékű konvergenciájához vezettek. Önmagában az egységes valuta bevezetése nem indokolt volna a 2008 előttihez hasonló mértékű hozamkonvergenciát, mivel a gazdasági fundamentumok, így az államadósság, költségvetési hiány és a gazdasági növekedés tekintetében az országok közötti különbségek továbbra is fennmaradtak.

A következőkben az eurózóna két legnagyobb gazdasága és két perifériás állam példáján keresztül mutatjuk be az eurózónás kötvénypiacok integrálódását, azaz Németország, Franciaország, Spanyolország és Görögország szuverén kötvénypiacát vizsgáljuk. A tíz éves lejáratú államkötvényeket vizsgálva megállapítható, hogy az

euró bevezetése után a spanyol és a görög hozam a 2008-as válságig tartóan alacsony szintet ért el, megközelítve a német értéket. Teljes mértékű konvergenciáról nem beszélhetünk, de 2001 és 2007 között a havi értékek alapján a spanyol hozam átlagosan csupán 0,11 százalékponttal volt magasabb a német értéknél, míg a görög államkötvények esetében az átlagos felár 0,3 százalékpontot ért el. Az eurózóna adósságválságának mélyülésével párhuzamosan 2009-től kinyílt az olló a perifériás államok és a centrumországok kötvényhozamai között, a piaci pánik bizonyos időszakokban elsősorban Görögországban extrém szintre emelte a másodpiaci hozamokat. 2012-től ismét megfigyelhető volt a hozamok konvergenciája, ami az eurózóna szétesésével kapcsolatos félelmek enyhülése mellett az EKB politikájának és a világgazdaság pénzösségének köszönhető.

16. ábra: A tízéves államkötvények másodpiaci hozamának alakulása (százalék)



Forrás: EKB

Az eurózónás állampapírok kapcsán a hozamkonvergencia mértéke mellett az állampapírpiacok mérete és azok továbbra is nemzeti jellege is fontos szerepet játszik az euró nemzetköziesedése tekintetében. A teljes forgalomban lévő állampapírállományt vizsgálva megállapítható, hogy az összes eurózónás tagállam által kibocsátott kötvények állománya az Egyesült Államok értékének mintegy 78 százalékát teszi ki, így amennyiben a teljes eurózónás kötvényállományt közös

kötvényekre cserélnék, még akkor sem érné el az USA szintjét. A magas amerikai állomány az ország magasabb bruttó hozzáadott értékét és jelentősebb GDP-arányos államadósságát tükrözi.

A legnagyobb kibocsátott állampapír állománnyal rendelkező Olaszország 2014-ben csupán 1791,4 milliárd eurónyi kibocsátott állománnyal rendelkezett, míg az Egyesült Államoké meghaladta a 9400 milliárd eurót. Az eurózónás tagállamok állampapírpiacai továbbra is a nemzeti hatóságok felügyelete alá tartoznak, így a magas szintű likviditás eléréséhez szükséges egységes állampapírpiacról nem beszélhetünk. Az euróövezet összesített állampapírjainak állománya tükrözve az egyes államok adósságállománya és gazdasági teljesítménye közötti különbségeket meglehetősen koncentrált képet mutat, az öt legmagasabb állománnyal rendelkező ország a teljes érték mintegy 85 százalékaért felel.

14. táblázat: Az összes kibocsátott állampapír állománya (milliárd euró)

	Rövid lejáratú kötvények	Hosszúlejáratú kötvények	Kötvények összesen
Euróövezet (19 állam)	569,2	6 750,2	7 319,4
Olaszország	124,5	1 666,8	1 791,4
Franciaország	193,2	1 510,4	1 703,6
Németország	72,6	1 504,3	1 577,0
Spanyolország	77,6	747,5	825,1
Hollandia	23,1	334,6	357,7
Belgium	29,5	315,6	345,2
Ausztria	9,8	217,0	226,7
Írország	3,7	115,3	119,0
Portugália	12,7	98,1	110,8
Finnország	6,1	89,1	95,2
Görögország	13,2	57,7	70,9
Szlovákia	0,0	35,2	35,2
Szlovénia	0,9	25,4	26,3
Litvánia	11,7	0,2	11,5
Ciprus	1,8	4,9	6,7
Luxemburg	0,0	6,3	6,3
Lettország	0,1	5,4	5,5
Málta	0,1	4,8	5,0
Észtország	0,0	0,3	0,3
Egyesült Államok	1 096,2	8 182,6	9 402,3

Forrás: Eurostat, U.S. Treasury, Thomson Reuters, az Egyesült Államok esetében a kormányzati intézmények által tartott adósság kivételével

A Görögország számára 2010-ben biztosított első mentőcsomaggal kezdődő adósságválság kapcsán előtérbe került az egységes európai kötvény kibocsátásának gondolata. A mentőcsomagok keretében megvalósuló pénzügyi segítségnyújtás mellett a közös kötvények kibocsátása a hozamok csökkenésén keresztül is érdemi segítséget jelentene a félperifériás államoknak, amellet, hogy a hozamok konvergenciájának előmozdításán keresztül támogatnák az európai pénzügyi integráció elmélyülését. Az eurókötvény bevezetésének egy konkrét tervét Delpha – Von Weizsäcker [2010] mutatta be. Értelésük szerint a likviditás erősödése miatt a közösen kibocsátott államkötvények hozama alacsonyabb lenne a jelenleg kibocsátott államkötvények által biztosított hozam súlyozott átlagánál, így a közösség egésze haszonélvezője lenne a eurókötvények bevezetésének. A Stabilitási és Növekedési Egyezményben szereplő GDP arányos 60 százalékos államadósságszintig finanszíroznák a tagállami államadósságokat a közös kötvényeken keresztül, míg ezen szint felett a tagállamok saját adósságleveleket bocsátának ki, így ösztönözve a tagállami adósságcsökkentést, egyúttal jutalmazva a 60 százalék alatti adósságszinttel rendelkező uniós országokat.

Amennyiben azzal a leegyszerűsítő feltételezéssel élünk, hogy az eurózóna teljes adósságállományát kötvényekkel finanszírozzák a teljes eurózóna 2014-es bruttó hazai terméke alapján a 60 százalékos küszöböt alkalmazva egy legfeljebb 6066,5 milliárd eurós egységes kötvénypiac jöhetne létre, míg a 2014-es adósságállományból kiindulva 6025,8 milliárdos érték adódik. Az első feltételezett érték és a valós adósságteherből adódó szám közötti elhanyagolható különbség arra vezethető vissza, hogy 2014-ben csupán 6 eurózónába tartozó uniós tagállam államadóssága volt alacsonyabb a GDP 60 százalékánál, melyek a legalacsonyabb gazdasági súlyú országokból kerültek ki.

A eurózóna államai által kibocsátott kötvények bevezetésének lehetősége napjainkban meglehetősen alacsony, mivel jelenleg nem élvezzi az euróövezet legnagyobb gazdasága, Németország támogatását. Az ötlet túl későn született meg, a 2008 előtti hozamkonvergencia idején valószínűleg kisebb ellenállásba ütközött volna a közös állampapírok kibocsátásának gondolata, az egyes államok állampapírjai közötti alacsony hozamkülönbség miatt a magasabb likviditásból minden ország profitálhatott volna.

Az állampapírok jelenlegi állományát tekintve tehát az Egyesült Államok által kibocsátott összértéket még a teljes 19 tagú eurózóna összesített állománya sem érné el. Nem világos, hogy az új európai kötvény mennyiben lehetne az amerikai államkötvények kihívója, mennyiben lenne képes az amerikai piac által évtizedek óta nyújtott előnyöknél kedvezőbb paramétereket kínálni a befektetők számára.

Az eurózóna közös kötvényére vonatkozó tervek megvalósíthatóságát tovább gyengítik a tagállamok hosszú távú államkötvényeire vonatkozó hitelminősítői értékelésekben megfigyelhető különbségek. A 2015. júniusi állapot szerint a 19 eurózónás tagállam közül csupán négy, Németország, Hollandia, Finnország és Luxemburg éri el a három hitelminősítő intézet közül legalább kettőnél a legjobb besorolási fokozatot. Az általuk forgalomba hozott államkötvények állománya a teljes eurózóna értékének megközelítőleg 28 százalékát teszi ki. A legnagyobb kötvénykibocsátónak számító Olaszország csupán a negyedik legjobb besorolást éri el mindhárom esetben, míg a második legnagyobb kötvényállománnyal rendelkező Franciaországot egyik hitelminősítő intézet sem sorolja a befektetésre leginkább ajánlott kategóriába. Mindez valószínűtlenné teszi, hogy egy közös eurózónás kötvény hitelminősítői besorolása elérné az Egyesült Államok jelenlegi szintjét.

15. táblázat: Az eurózónát alkotó országok hosszú távú szuverén adósságának hitelminősítói értékelése (abszolút értékelés és az értékelési skálán elfoglalt pozíció)

	Hitelminősítói értékelés			Sorrend (1-9, legjobb - legrosszabb)		
	Standard & Poor's	Moody's	Fitch	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
Olaszország	BBB-	Baa2	BBB+	4	4	4
Franciaország	AA	Aa1	AA	2	2	2
Németország	AAA	Aaa	AAA	1	1	1
Spanyolország	BBB	Baa2	BBB+	4	4	4
Hollandia	AA+	Aaa	AAA	2	1	1
Belgium	AA	Aa3	AA	2	2	2
Ausztria	AA+	Aaa	AA+	2	1	2
Írország	A+	Baa1	A-	3	4	3
Portugália	BB	Ba1	BB+	5	5	5
Finnország	AA+	Aaa	AAA	2	1	1
Görögország	CCC+	Caa2	CCC	7	7	7
Szlovákia	A	A2	A+	3	3	3
Szlovénia	A-	Baa3	BBB+	3	4	4
Litvánia	A-	A3	A-	3	3	3
Ciprus	B+	B3	B-	6	6	6
Luxemburg	AAA	Aaa	AAA	1	1	1
Lettország	A-	A3	A-	3	3	3
Málta	BBB+	A3	A	4	3	3
Észtország	AA-	A1	A+	2	3	3

Forrás: Trading Economics, Standard & Poors, Moody's, Fitch

Megjegyzés: a fenti értékelések a 2015. június 7-i állapotot tükrözik, a sorrendnél a kilátásokra vonatkozó várakozásokat és a Moody's esetében a az értékelés utolsó karaktereként szereplő számokat nem vettük figyelembe

Az eurózónában 2007-ig végbement pénzügyi integrációs folyamat összességében inkább akadályozta, mint javította az egységes európai valuta nemzetközi szerepének erősödését. Egyrészt a hozamkonvergencia következtében eladósódó déli perifériás államok fenntarthatatlan finanszírozási pályára kerültek, ami a görög, portugál, ír és spanyol válsághoz vezetett. A krízis következtében az eurózóna jelenlegi formában történő fennmaradása kérdésessé vált, ami nem ösztönözte az euró nemzetközi szerepének erősödését. Másrészt az euróövezet további bővítésének lehetősége is szűkült, mivel míg 2008-ban több szakértő is (többek között Chinn – Frankel [2008]) komoly esélyt látott Nagy-Britannia eurózónás csatlakozására, 2015-re a brit euróbevezetés esélye nullára csökkent, amit jól érzékeltet, hogy a 2015. májusi brit parlamenti választásokat megnyerő Konzervatív Párt az Egyesült Királyság uniós

tagságáról kíván referendumot tartani. Harmadrészt az eurózóna válsága következtében elhúzódott az válságból való kilábalás. A 19 tagú euróövezet bruttó hazai terméke még 2014-ben is közel 1 százalékkal elmaradt a 2007-es szinttől, míg az Egyesült Államoké 8 százalékkal meghaladta azt. 2008 és 2014 között az euróövezet összesen 3 évet volt recesszióban, míg a világ legnagyobb gazdasága 2010 óta folyamatosan növekszik.

Az eurózóna külső képviseletéhez hasonlóan a pénzügyi piacok fejlettségéből származó előnyök kihasználását érdemben hátráltatja az eurózóna pénzügyi piacainak fragmentáltsága. Az euró előtt álló akadályok azért is nehezen leküzdhetőek, mivel a pénzügyi piacokon különösen jelentős a rendszer tehetetlensége, azaz a jelenleg használt kulcsvaluta pozíciója csupán abban az esetben inoghat meg, amennyiben a kihívó a jelenleginél is kedvezőbb feltételeket kínál, a domináns valuta tulajdonságainak elérése nem elegendő. Az euró nemzetközi szerepe szempontjából középtávon alapvető kérdés, hogy mi történik az eurózóna pénzügyi piacaival, vagyis az európai döntéshozók által hozott szabályozói lépések komoly mértékben meghatározzák az európai eszközök iránti külföldi keresletet. Amennyiben a befektetők továbbra is egy fragmentált, az eltérő nemzeti szabályozásokra építő eurózónás pénzügyi piaccal szembesülnek, nem várható elmozdulás az euró nemzetközi szerepében.

5.5 Összefoglalás: tartós patrícius valuta pozíció

Az euró nemzetköziesedéséhez kapcsolódó potenciál tekintetében konklúzió gyanánt a következő megjegyzéseket tehetjük. A méretgazdaságossági előnyök kihasználása érdekében fontos globális termelésben és kereskedelemben betöltött részarány megfelelő alapot teremthet az európai egységes valuta jelenlegit meghaladó világgazdasági szerepéhez. Azonban ha az eurózóna elmúlt évtizedekben tapasztalt lassú gazdasági növekedési ütemét, világgazdasági súlyának csökkenését és a jövőbeli kilátásokat is figyelembe vesszük, valószínűtlen, hogy önmagában az eurózóna gazdasági teljesítménye fokozná az euró nemzetközi szerepét. A valutába vetett bizalom erősödéséhez a gazdasági teljesítményhez kapcsolódó jövőbeli optimista kép is szükséges, nem csupán a jelenlegi relatíve kedvező produktivitás.

A valuta belső értékállóságának védelme kapcsán közelíti meg az eurózóna leginkább a dollár teljesítményét, az EKB az 1999 óta eltelt időszakban sikeresen teljesítette a jogszabályban rögzített célját. Hangsúlyozni kell azonban, hogy az EKB csupán 1998 óta létezik, míg a Fed már egy évszázada. A hitelesség felhalmozásához pedig időre van szükség. A jegybankhoz kapcsolódó további hátrány az EKB semleges szerepe a nemzetköziesedés elősegítéséhez.

Míg az eurózóna pénzügyi piaci önmagukban fejlettnak tekinthetők, fragmentáltságuk következtében nem képesek az amerikai piacokhoz hasonló likviditású eszközöket biztosítani, ami különösen a nemzetközi szerep erősítéséhez kiemelkedő jelentőségű államkötvények piaca esetén követhető nyomon. Az Európai Unió integrációjának gyengesége más területeken is hátráltatja az euró globális szerepének erősödését. A nemzetközi pénzügyi szervezetekben az Unió nem képes egységes hangon megszólalni, a divergáló tagállami érdekek érdemben hátráltatják a közös fellépést. Az intézményi hiányosságok más területen is negatív hatást fejtenek ki, így a biztonsági és geopolitikai kapcsolatok által is befolyásolt árfolyamrögzítés kapcsán az euró nem tudott érdemi előrelépést elérni a kilencvenes évekhez képest, ami egyszerre tükrözi az unió egységes külpolitikájának hiányát és a katonai erő gyengeségét. A tagállami szintű kormányzás minősége szintén nem mutatott konvergenciát az euró bevezetését követő időszakban. (Benczes - Rezessy [2013]) Ahogy Cohen [2011b] is rávilágított, az euró jelenleg egy ország nélküli valuta, nem egy egységes szuverén hatalom kifejeződése, hanem egy nemzetközi megállapodás terméke, ami megakadályozza, hogy a jelenleginél nagyobb szerepet töltsön be a nemzetközi monetáris rendszerben.

A fenti hátráltató tényezők jelenlegi fennállása azonban nem jelenti szükségszerűen azt, hogy célzott reformok meghozatala esetén az euró nemzetközi szerepe ne emelkedhetne hosszabb távon. (Kutasi – Vigvári – Dani [2011]) A pénzügyi integráció előrehaladtával nem kizárt a legalább részben integrált államkötvénypiac létrehozása, ami növelheti az európai pénzügyi eszközök vonzerejét. Strukturális reformok és a költségvetési politikák fenntartható pályára állítása növelheti a potenciális gazdasági növekedési ütemet. A külpolitika terén történő további integráció erősítheti az EU fellépésének hatékonyságát a nemzetközi politikai és pénzügyi kérdésekben. A felsorolt reformok megvalósulása esetén sem várható azonban, hogy az euró a dollárhoz hasonló szerepet töltsön be a világgazdaságban.

6 A renminbi mint feltörekvő valuta

6.1 A kínai valuta jelenlegi nemzetközi szerepe

Míg a 2008-as válság előtti időszakban az euró tűnt a dollár lehetséges kihívójának, az eurózóna elhúzódó válságának és a kínai gazdaság elmúlt években is tartósan gyors növekedésének köszönhetően a jüan került a szakértői elemzések fókuszába, egyre inkább a kínai valutát tekintik a dollár lehetséges kihívójának. A renminbi nemzetköziesedéséhez szükséges feltételek vizsgálata előtt a 4. fejezetben tárgyalt szempontok alapján röviden áttekintjük a jüan jelenlegi nemzetközi szerepének mértékét. A nemzetközi devizapiaci forgalomban a BIS adatai szerint a kínai valuta a tizenegyedik legfontosabb pénznemnek számított 2013-ban, súlya 2,2 százalékot²⁷ ért el a teljes devizapiaci forgalomban, míg 2001-ben csupán 0,008 százalékot tett ki. A 2001 és 2013 közötti emelkedés messze a legmagasabb a BIS által nyilvántartott 35 valuta közül. Az IMF nem szerepelteti a renminbit a csupán hét konvertibilis tartalékvalutát magában foglaló COFER adatbázisban, ezt a hiányosságot egy 2015-ös adatgyűjtéssel pótolták. A 16 valutát magába foglaló felmérés szerint 38 jegybank külföldi eszközei²⁸ között szerepeltek renminbiben denominált eszközök 2014-ben. A kínai valuta súlya 2013-ban 0,7 százalékot ért el, ami egy évvel később 1,1 százalékra emelkedett, ezzel a hetedik legfontosabb tartalékvalutának számít, de részaránya még mindig csak megközelítőleg fele az ötödik és hatodik helyen álló ausztrál és kanadai dollárénak. (IMF [2015a]) Kiemelendő, hogy az utóbbi két ország gazdasági súlya jóval alacsonyabb a kínainál. Az IMF árfolyamrendszereket osztályozó 2014-es kiadványában nem szerepel a kínai jüant horgonyvalutaként használó ország. (IMF [2014])

A nemzetközi értékpapírok állományában a kínai jüan az elmúlt években komoly mértékben javította pozícióját. A BIS adatai szerint míg 2005-ig elhanyagolható volt a részaránya, 2015 elejére több mint háromszázszoros emelkedés után 117,2 milliárd dolláros értékkel már a nyolcadik helyet foglalta el a valuták rangsorában. A jelentős emelkedést azonban árnyalja, hogy a renminbiben denominált értékpapírok

²⁷ az összesített 200%-ból

²⁸ a COFER adatbázissal ellentétben a felmérés nem csupán a hivatalos tartaléknak számító eszközöket, hanem egyéb külföldi valutában denominált eszközöket is figyelembe vesz, így némileg szélesebb kört fog át a COFER-nél

állománya még így is csupán 0,6 százalékát érte el a vezető szerepet játszó dollárban kibocsátott értékpapírokénak. Továbbá, ahogy az IMF is felhívja rá a figyelmet, Hongkong és Makaó külföldi entitásként történő kezelése torzítja a kínai értéket. (IMF [2015a]) Szintén gyors emelkedést regisztráltak a kínai külkereskedelem hazai valutában történő lebonyolítását illetően, 2010-ben még csak a kínai árukereskedelem mintegy 2 százaléka bonyolódott le renminbiben, 2014-re ez a mutató megközelítette a 20 százalékot. (IMF [2015a] pp. 20.)

Több tanulmány is kiemelte az elmúlt években, hogy a kínai valuta nemzetközi szerepe napjainkban fontosabb a hagyományos mutatók által sugallt szintnél. A renminbi árfolyamrendszerének és a tőkemérlegre vonatkozó korlátozások fenntartásának köszönhetően jelenleg egy ország sem köti valutáját a kínai pénzhez. Számos szakértő azonban felhívta a figyelmet arra, hogy a kínai jüan ennek ellenére is egyfajta referenciavalutaként szolgál a kelet-ázsiai térség gazdaságai számára. Huang – Wang – Fan [2013] hét ázsiai ország valutájának árfolyamát vizsgálta ökonometriai módszerekkel. Megállapították, hogy 1999 és 2005 között mindegyik vizsgált ország esetében az amerikai dollár komoly szerepet játszott az árfolyammozgások magyarázatában. Ezzel szemben az euró és a renminbi kurzusának nem volt érdemi befolyása a nemzeti valuták árfolyamainak ingadozására. Azonban miután 2005-öt követően Kína fokozatosan hagyta felértékelődni valutáját már egy teljesen más kép rajzolódik ki. Míg a dollár, az euró és a jen kurzusa továbbra is a 2005 előtti mértékben magyarázza az ázsiai valuták árfolyamának 2005 és 2013 közötti alakulását, a renminbi a dollárnál is komolyabb befolyásra tett szert az indiai, a szingapúri, az indonéz és a maláj nemzeti valuta esetében.

Subramanian - Kessler [2012] ennél is tovább megy és egyfajta renminbi blokk kialakulásáról beszél. Kutatásuk szerint 2010-től kezdődően a kínai jüan egyre jelentősebb szerepet játszik referenciavalutaként, azaz egyre több állam valutájának árfolyama mozog együtt a kínai pénz kurzusával. A kínai valuta a dollárt és az eurót háttérbe szorítva rövid idő alatt domináns pozíciót ért el, amit azzal támasztanak alá, hogy a 2010 és 2012 közötti adatok szerint a 2005 és 2008 közötti időszakhoz képest jelentősen nőtt a kínai jüannal együttmozgó valuták száma a régióban. Tíz országot vizsgálva nyolcnál állapították meg, hogy a renminbivel mozgott együtt a nemzeti valuta. Az euró tekintetében hasonlóan nyolc esetről beszélhetünk, míg a dollárnál

csak hat országot említhetünk. Ráadásul az együttmozgások a kínai pénz esetében a legnagyobb mértékűek. Dél-Korea, Indonézia, Malajzia, a Fülöp-szigetek, Tajvan, Szingapúr és Thaiföld valutája szorosabban követik a renminbit a dollárnál. A tény, hogy Kelet-Ázsiában egyre nő a kínai valuta jelentősége, nem csupán a földrajzi elhelyezkedést tükrözi, hanem a dinamikusan növekvő kereskedelmi kapcsolatokat is, mivel a Kínával történő kereskedelmi integráció és a nemzeti valuta júannal történő együttmozgása között erős kapcsolat figyelhető meg. Ráadásul a kínai valuta szerepe nem csupán Kelet-Ázsiára korlátozódik. A vizsgált 42 Kelet-Ázsián kívüli országból 9 valutája mozgott együtt a renminbivel. India és a földrajzilag jóval távolabb fekvő Chile és Dél-Afrika esetében szintén a kínai valuta a domináns referenciavaluta, míg Izrael és Törökország számára bár nem domináns, de a dollárnál fontosabb szerepet játszik. Így bár továbbra is igaz, hogy az euró és a dollár a kínai valutánál jelentősen jobb pozíciókat foglal el természetes befolyási övezetén túl, a tendencia alapján a jövő a kínai júannak dolgozik. Az együttmozgások alapját több megfontolás is képezheti. A kereskedelmi és pénzügyi kapcsolatok mellett különböző reálgazdasági sokkokra való hasonló reagálás valamint versenyképességi megfontolások állhatnak a háttérben. Vagyis egyrészt a központi bankok célnak tekinthetik az árfolyam stabilitásának biztosítását annak érdekében, hogy a hazai cégek Kínába irányuló kereskedelmét kiszámíthatóbbá tegyék. A versenyképességi szempontok alatt azt értjük, hogy mivel Kína a világ legnagyobb kereskedelmi hatalma, más, hasonló jövedelmű országok részéről jogos lehet a félelem, hogy az ázsiai ország kiszorítja őket exportpiacaikról. Az érintett államok stratégiája így arra irányul, hogy a lehető legkisebbre csökkentsék a Kínával szembeni költségversenyképességben fennálló hátrányukat, amit a renminbi árfolyamváltozásainak követésével tudnak elérni. Összességében tehát elsősorban Kína világkereskedelemben betöltött szerepének töretlen növekedése magyarázza egyes ázsiai országok valutái és a júan egyre szorosabb együttmozgását. Subramanian és Kessler végkövetkeztetése szerint a 2030-as évek közepére a kínai valuta globális referenciavalutává válhat, amennyiben a fő hajtóerőt a nemzetközi kereskedelemben betöltött kínai szerep jelenti, míg átfogó reformok végrehajtása esetén erre sokkal korábban is sor kerülhet.

Henning [2012] szintén a renminbi blokk fennállása mellett érvel. A 2005-ös kínai árfolyamreform utáni időszakban vizsgálta 15 ázsiai ország árfolyampolitikáját, és

megállapította, hogy a jüan szerepe referenciavalutaként a régió egészét vizsgálva 2005 után fontosabbá vált a dollárnál. A Thaiföld, Malajzia, Szingapúr és a Fülöp-szigetek árfolyamrendszerét meghatározó implicit valutakosárban döntő súllyal szerepel a kínai valuta. A japán jen és a dél-koreai won kivételével a legfontosabb délkelet-ázsiai valuták árfolyama tehát 2005 óta a renminbit követte. A kínai valuta referenciavalutaként betöltött egyre fontosabb szerepe Kína növekvő gazdasági súlyát és azt a tényt tükrözi, hogy a nemzetközi kereskedelemben és a külföldi közvetlen befektetések vonzásában egyre nagyobb konkurenciát jelent a többi ázsiai ország számára. Henning szerint az árfolyamválasztás tekintetében Kína és a délkelet-ázsiai országok között egy Stackelberg-duopóliumhoz hasonlítható helyzet alakult ki, amelyben Kína a vezető, míg a többi ország a követő szerepét tölti be. Vagyis miután Kína megváltoztatja árfolyamrendszerét, a többi ország ennek függvényében módosítja a sajátját.

Az említett fenti két tanulmánnyal ellentétben nem talált bizonyítékot a renminbi blokk létezésére Kawai – Pontines [2014] kutatása. A valutaárfolyamok együttmozgásának regressziós módszerekkel történő vizsgálata során fellépő multikollinearitás torzító hatásaira hívja fel a figyelmet és új becslési eljárás segítségével arra jutott, hogy bár a renminbi a japán jen rovására valóban növelte befolyását a kelet-ázsiai valuták árfolyammozgásának magyarázatában, de az amerikai dollár továbbra is a legfontosabb referenciavalutának számít a térségben.

A következő bekezdésekben a kínai valuta jövőbeli nemzetközi szerepével kapcsolatos, az elmúlt években megfogalmazott szakértői véleményeket ismertetünk. Chey [2012] szerint a kínai jüan a közeljövőben nem lesz képes globális szinten fontos szerepet játszó valutává válni, nemzetköziesedése csupán az ázsiai régióban fog jelentős mértéket elérni, amit a kereskedelmi kapcsolatok és Hongkong regionális pénzügyi központ szerepe alapozhat meg. Figyelembe véve azonban, hogy a világ legnagyobb valutatartalékkal rendelkező államai Ázsiában találhatók, a kínai jüan korlátozott nemzetközi szerepe is komoly változásokat indukálhat a nemzetközi politikában. A dollárban denominált eszközök iránti kereslet mérséklődése hozzájárulhat a globális egyensúlytalanságok csökkenéséhez és az Egyesült Államok hatalmának visszaeséséhez. Vallée [2012] érvelése szerint amennyiben Kína képes lesz leépíteni a jelenleg érvényben lévő tőkekorlátozásokat és egyúttal növelni pénzügyi piacai nyitottságát, továbbá az árfolyampolitikában a rugalmasság irányába

mozdul el, 7-10 éven belül a japán jen, a brit font és a svájci frank nemzetköziesedésének szintjét is meghaladhatja a kínai valuta. A reformfolyamat fokozatos végrehajtása esetén 15-20 éven belül az eurónál is fontosabb nemzetközi szerepet érhet el, míg 20-30 év múlva a dollár helyébe léphet. Hasonló következtetésekre jutott Subramanian [2011] is. Szerinte amennyiben Kína képes lesz elérni pénzügyi piacai és tőkemérlege liberalizációját a kínai jüan már a közeljövőben, talán 10-15 éven belül nemzetközi valutává válhat. Chen – Peng – Shu [2009] empirikus modelljében kimutatta, hogy amennyiben a renminbi egyik napról a másikra konvertibilissé válna, a lineáris modell szerint a kínai valuta részaránya a világ hivatalos tartalékaiban körülbelül 10 százalékot tenne ki. A nem-lineáris modellel számolva pedig mintegy 3 százalékra rúgna. Mindez azt jelenti, hogy a kínai jüan szerepe a japán jenhez és az angol fonthoz hasonló jelentőséget érne el.

A kínai valuta tehát jelenleg nemzetköziesedését tekintve a Cohen-féle valutáris piramisból kiindulva legfeljebb elit valutának tekinthető, a nemzetközi kötvények állományában és a nemzetközi kereskedelem finanszírozása tekintetében rendkívül gyorsan növekvő részaránya és referenciavaluta szerepének köszönhetően egyre fontosabb szerepet játszik a világgazdaságban. A kínai bruttó hazai termék és a külkereskedelmi forgalom emelkedése, továbbá a kínai kormányzat reformintézkedései alapot teremthetnek a tendencia folytatódásához. Az általunk áttekintett szakirodalom alapján egyetértés van abban, hogy a jüan a jelenleginél nagyobb nemzetközi szerepet fog játszani a világgazdaságban, az egyes szakértők azonban eltérő hangsúlyt helyeznek a szükséges reformok mértékére és irányára, illetve a nemzetköziesedés maximális potenciális kiterjedésére.

6.2 A kínai infláció alakulása

Amennyiben a kínai infláció alakulását hosszabb időtávon vizsgáljuk, egyfajta húzd meg-ereszd el ciklikus hatást figyelhetünk meg, azaz voltak olyan évek 1980-tól kezdődően amikor gyors ütemben növekedett az inflációs ráta, amit aztán a pénzromlási ütem gyors visszaesése követett. Törös [2013] szerint az ingadozást az óvatos, kísérletező jellegű gazdaságpolitika váltotta ki, vagyis mihelyst a gazdaságpolitikai döntéshozók a reformok inflációs hatásával szembesültek, a kínai

gazdasági vezetés inflációt fékező lépések meghozatalával reagált. Így például miután a nyolcvanas években végrehajtott fokozatos liberalizáció következtében emelkedtek az agrártermékek és az iparcikkek árai, a belső egyensúly inflációban megjelenő megbomlását követően a gazdasági vezetés igyekezett pénzromlást fékező lépésekkel, így elsősorban a hitelezést visszafogó intézkedésekkel válaszolni, aminek következtében gyorsan csökkent a kínai infláció. (Zhang – Clovis [2010])

A pénzromlás gyors felfutásával majd lecsengésével jellemezhető kínai inflációs folyamatok az ezredfordulótól már nem jellemezték a kínai gazdaságot. 1999-ben és 2002-ben is enyhe deflációról ment át a kínai gazdaság, amit átmeneti hatások, így az ázsiai krízis, Kína csatlakozása a WTO-hoz, valamint a külföldi beruházások által indukált termelékenységnövekedés váltott ki. (Törös [2013]) A 2007-ben és 2008-ban tapasztalt némi inflációnövekedést világgazdasági hatások, így a nyersanyagok és élelmiszerek árának gyors emelkedése váltotta ki. Az infláció stabilizálódását nagyban támogatta a renminbi árfolyamrendszere is, vagyis az 1994-ben bevezetett hivatalosan irányítottan lebegő árfolyamrendszer, amely a gyakorlatban dollárhoz történő rögzítést jelentett. A dollár így egyfajta nominális horgonyként működött 2005-ig, ezután egy valutakosárhoz kötötték az árfolyamot, majd a 2008 és 2010 közötti időszakot leszámítva fokozatosan felértékelődött a kínai valuta a dollárhoz képest. A tendencia csak 2015 közepén látszik megtörni. Az árfolyamrendszer jelentősen korlátozta a kínai monetáris politika mozgásterét. A kétezres évek elejétől az árstabilitás fenntartásában sikeresnek tekinthető a kínai gazdaságpolitika, 2004 és 2014 között éves átlagban 3 százalékot ért el az inflációs ráta, ami figyelembe véve az ország gyors gazdasági növekedését és az ebből eredő árszínvonal növekedési igényt, kedvező inflációs teljesítményt sugall. Ennek oka részben az, hogy a 2005-ös árfolyamreformot követő időszakban a felzárkózásból eredő reálárfolyam felértékelődés a nominális árfolyam felértékelődésén és nem a tartósan magas infláción keresztül következett be.

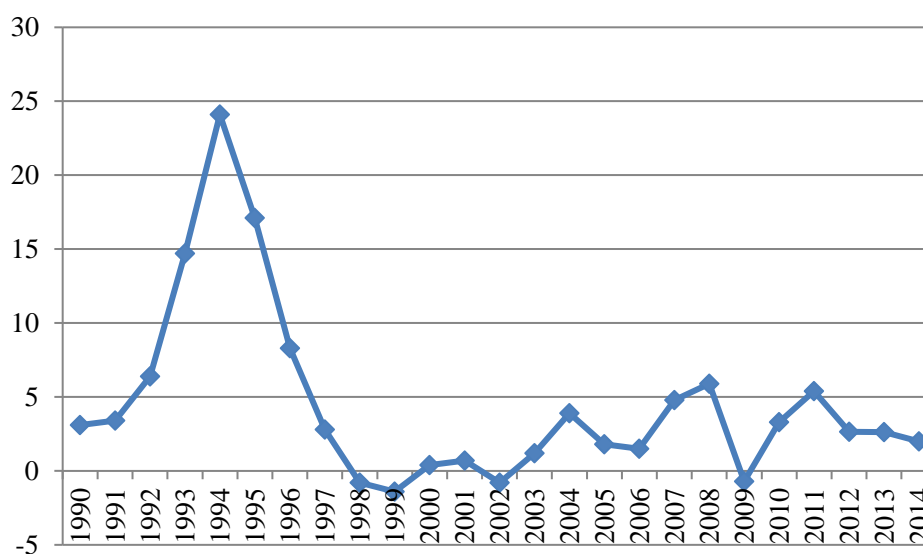
Zhang – Clovis [2010] empirikus módszerekkel kimutatta, hogy a kínai inflációs tehetetlenség csökkenésének mintegy 90 százalékát a kínai központi bank jegybanki státuszának kilencvenes évek közepén több lépésben történő megerősítése és a monetáris politika minőségében ezzel párhuzamosan bekövetkező javulás magyarázza. 1997-ben tehát strukturális törés következett be az infláció dinamikájában. Ennek következtében Kína jelenleg kevésbé érzékeny a különböző

inflációs sokkokra. Amennyiben viszont a kínai monetáris hatóság alacsony pénzromlási ütem irányába fennálló elkötelezettsége csökkenne, az infláció várhatóan ismét emelkedő tendenciát mutatna.

Az infláció csökkenése azonban kevés lehet a kínai renminbi nemzetközi szerepének erősítéséhez. Az érdemi csökkenés ellenére a kínai infláció volatilitása a 2000 és 2010 közötti időszakban jóval meghaladta mind az Egyesült Államok, mind az eurózána értékét. (Prasad – Ye [2012]) Kiemelendő továbbá, hogy a kínai jegybank a Fedhez és EKB-hoz képest jóval kevésbé transzparens. A már korábban említett Eichengreen – Dincer [2014] által megalkotott, a jegybanki transzparenciát és függetlenséget kvantifikáló rangsor szerint a kínai jegybank teljesítménye továbbra is javításra szorul. Bár a kínai nemzeti bank értékelése az összesített pontszám alapján az 1998-as 1-ről 2010-re már 4-re emelkedett, még mindig jóval alacsonyabb a Fed és az EKB 11-es értékénél. A szintén nemzetközi szerepet játszó valutákat kibocsátó jegybankok közül (Nagy-Britannia, Japán, Svájc) mindegyik legalább 10,5 pontot ér el a maximális 15-ből.

Összességében nem egyértelmű, hogy a kínai inflációs folyamatok mennyiben tudnák növelni a renminbi vonzerejét az amerikai dollárhoz és az euróhoz képest, mivel az elmúlt évtizedekben elért eredmények ellenére az Egyesült Államokhoz és az eurózána-hoz viszonyítva az említett szempontok közül több esetben is gyengébben teljesít Kína.

17. ábra: A kínai inflációs ráta (CPI) alakulása (%)



Forrás: IMF

5.1. Kínai lépések a renminbi nemzetköziesedésének elősegítésére

A kínai gazdasági vezetés célként tekint a jüan nemzetközi szerepének fokozatos növekedésére. Cohen [2012] a döntés évének 2006-ot tartja, amikor a kínai jegybank publikálta a renminbi nemzetköziesedését tárgyaló tanulmányát, amely végkövetkeztetése szerint a nemzetköziesedés növekedése esetében Kína nemzetközi szerepe és befolyása érdemben emelkedne. Az eurózóna irányítóival ellentétben tehát a kínai gazdasági vezetés nem semlegesen áll a nemzeti valuta világgazdasági szerepének kérdéséhez, vagyis nem csupán a piaci viszonyokra bízta a renminbi határokon átívelő használatának erősödését, hanem aktívan támogatja a kibontakozó piaci folyamatokat. Kína esetében ennek megfelelően irányított nemzetköziesedésről (managed internationalizaton) beszélhetünk. (McCauley [2011] pp. 42.)

A kínai gazdaságpolitika több módon is támogatja a nemzeti valuta világgazdasági szerepének erősödését²⁹. Egyrészt a kínai jegybank a világgazdasági válság kitörése után, vagyis 2008-tól kezdődően devizacsere (swap) megállapodásokat kötött számos külföldi jegybankkal. Bár már 2008 előtt is sor került devizacsere egyezmények kötésére, az elmúlt években aláírt megállapodások már nem az amerikai dollárra, hanem a kínai jüanra vonatkoznak. Kína esetében a devizacsere megállapodások sajátosságát az jelenti, hogy nem egy válsághelyzetben kialakult devizalikviditási krízist kívánnak enyhíteni a megállapodások segítségével, hanem a renminbi nemzetköziesedését próbálja elősegíteni az évről évre egyre több országot magában foglaló megállapodások segítségével. (Destais [2014]) A megállapodások célja kínai szempontból, hogy a kereskedelmi forgalom zavartalan fenntartása érdekében renminbi forrásokat biztosítson kereskedelmi partnerei számára, így növelve a kínai valuta határokon átívelő ügyletekben betöltött szerepét.

2008-tól kezdődően 2015 közepéig 30 országgal és az Európai Unióval kötött devizacsere-megállapodást a kínai jegybank, az egyezmények összesített értéke 3111 milliárd renminbit ér el, ami az ország 2014-es exportjának mintegy 22 százaléka. A partnerországokat tekintve kiemelendő, hogy meglehetősen heterogén országsoportról van szó, Albániától Kanadáig, dél-amerikai és ázsiai országokig eltérő fejlettségű és földrajzi elhelyezkedésű országokat foglal magába. Ha mégis ki kellene emelnünk egy földrajzi régiót, az a kelet-ázsiai térség lenne. A 30 ország

²⁹ a tökemérleg liberalizációját és a valuta nemzetköziesedését támogató kínai lépések részletes felsorolását lásd Huang – Wang – Fan [2013], Prasad [2014], IMF [2015a]

közül 6 tartozik ebbe a földrajzi régióba, a megállapodások összesített értékének pedig mintegy fele koncentrálódik a térségbe, köszönhetően elsősorban a Hongkonggal, Dél-Koreával és Szingapúrral kötött megállapodásoknak. Az érintett országok komoly átfedést mutatnak Kína kereskedelmi partnereivel, az első húsz legfontosabb külkereskedelmi partner közül tizennégy állammal volt érvényben devizacsere-megállapodás 2015 májusának végén. Az ázsiai ország legnagyobb külkereskedelmi partnerei közül fontos hiányzó állam a nemzetközi valutákat kibocsátó Egyesült Államok és Japán.

A kínai jegybank partnerei eltérő célokból érdekeltek a megállapodások létrejöttében. Az érintett nemzeti bankok nagy része az esetleges piaci likviditási zavarok kezelése céljából támogatja a devizaswap megállapodásokat, míg a központi bankok egy kisebbik része jegybanki renminbi eszközöket is meghirdetett partnerköre számára. Egyes jegybankok a kereskedelem finanszírozásához is elérhetővé tettek renminbi forrásokat, ami ahogy korábban említettük kínai részről a legfőbb motivációt jelenti. (Erhardt [2014]) A devizacsere megállapodások növekvő száma mögött továbbá a partnerországok azon várakozása is meghúzódik, hogy a kínai jüan belátható időn belül konvertibilissé válhat és széles körű elfogadottságra tehet szert. Nem elhanyagolható szempont lehet továbbá általánosságban a kínai felemelkedő hatalommal kiépítendő gazdasági kapcsolatok erősítése is. (Prasad [2014])

16. táblázat: A kínai jegybank által kötött devizacsere-megállapodások

Év	Országok	Összesített érték (milliárd RNB)
2008	Dél-Korea, Malajzia, Szingapúr	840
2009	Hongkong, Fehéroroszország, Argentína	580
2010	Izland, Indonézia	103,5
2011	Mongólia, Kazahsztán, Üzbegisztán, Pakisztán, Thaiföld, Új-Zéland	127,7
2012	Törökország, Ukrajna, Egyesült Arab Emirátusok, Brazília, Ausztrália	450
2013	Egyesült Királyság, Albánia, Magyarország, Európai Unió	562
2014	Svájc, Sri Lanka, Katar, Kanada, Nepál	395
2015	Suriname, Dél-Afrika, Chile	53
	Összesen	3111,2

Megjegyzések: 2015. május végi állapot, Nepál esetében az érték nem áll rendelkezésre
 Forrás: Destais [2014], People's Bank of China, nemzeti jegybankok

A devizacsere-megállapodásokkal párhuzamosan 2009 elejétől fogva a pekingi vezetés fokozatosan növelte a renminbiben végrehajtható kereskedelmi tranzakciók körét. A kisebb környékbeli ázsiai országokban informálisan már régóta engedélyezett a renminbi használata. 2010 szeptemberétől lehetővé tették, hogy külföldi vállalatok kínai valutában vezetett számlákat nyissanak kínai bankoknál.

A kínai pénzügyi rendszer liberalizációja jegyében a hongkongi offshore renminbi piacon 2007 óta kerül sor kötvények (úgynevezett dim-sum kötvények kibocsátására), 2014 októberére a teljes kötvényállomány elérte a 368 milliárd renminbit. (Daróczi – Erhart - Kálmán [2015]). A fejezet elején már említettük, hogy a jüanban denominált külföldi kötvények emelkedése részben a hongkongi offshore renminbi piacnak köszönhető.

A kínai tökemérleg fokozatos liberalizációja során a külföldi jegybankok számára is megteremtődött a lehetőség a kínai tőkepiacon történő portfólió befektetésekre, ennek megfelelően az elmúlt években egyre több monetáris hatóság vásárolt renminbiben denominált eszközöket. A renminbi eszközök diverzifikációs lehetőséget jelentenek a jegybankok számára. Másrésről a renminbi befektetések támogathatják a Kínával folytatott egyre jelentősebbé váló kereskedelmi és pénzügyi kapcsolatok fejlődését. A kínai jüan tartalékvaluta-szerepe az érintett országokat tekintve komoly mértékben emelkedett az elmúlt években, számos feltörekvő és

fejlődő ország, így például Fehéroroszország, Oroszország, Kambodzsa, Malajzia, Nigéria, a Fülöp-szigetek és Dél-Korea döntött a renminbiben denominált eszközök tartása mellett. (Zhang – Tao [2014]) A földrajzi kiterjedtség erősödése mellett azonban hangsúlyozni kell, hogy a renminbi súlya továbbra is meglehetősen alacsony, jellemzően 5 százalék alatti a jegybanki hivatalos tartalékokban.

A kínai jüan nemzetközi szerepének erősítését szolgálja továbbá a renminbi központok létesítése is, melyek célja a Kínán kívüli, jüanban lebonyolított tranzakciókhoz szükséges elszámolási infrastruktúra biztosítása. Kezdetben a külkereskedelemhez és az idegenforgalomhoz kötődő elszámolásokra specializálódtak, azonban napjainkban már egyre jelentősebb a devizapiaci és kötvénypiaci aktivitás is számos renminbi központban, így példának okáért Szingapúrban, Londonban és Luxemburgban.

A jüan nemzetközi elszámolásokban betöltött szerepének növekedését a különböző liberalizációs lépések és a devizacsere megállapodások mellett több más tényező is elősegítette. (Zhang – Tao [2014]) Egyrészt a Kína és a délkelet-ázsiai országok közötti kereskedelmi forgalom gyors növekedése emelhető ki. Míg 2003-ban csupán 78,3 milliárd dollárt tett ki Kína ezen régióval folytatott kereskedelmi forgalmának összértéke, addig 2013-ban már 443,6 milliárdot ért el, ami folyó áron számítva 467 százalékos emelkedésnek felel meg és meghaladja a teljes kínai kereskedelmi forgalom 389 százalékos bővülését. A délkelet-ázsiai régió és Kína közötti kereskedelem fejlődését jelentősen elősegítette a Kína és az ASEAN régiós tömörülés közötti szabadkereskedelmi megállapodás 2010 elején történő hatályba lépése. Másrészt a renminbi 2005 óta tapasztalt folyamatos felértékelődése is arra ösztönözte a külföldi exportőröket, hogy jüanban bonyolítsák le ügyleteiket. A kínai valuta nemzetközi szerepének erősödése mögött tehát egyfajta spekulációs szándék is meghúzódik, amit alátámaszt, hogy az exporthoz képest az import finanszírozásában jóval magasabb a renminbi szerepe.

Miután röviden áttekintettük a kínai gazdaságpolitika nemzetköziesedést támogató lépéseit, a következőkben azokat a tényezőket vizsgáljuk, melyek esetében nem, vagy csak mérsékelt javulás látszik. A kínai politikai rezsim továbbra is autoriter jellegű, így a tulajdonjog tekintetében sem tekinthető kiszámíthatónak. A jogállam főbb elemei hiányoznak Kína esetében, a transzparencia és az elszámoltathatóság

továbbra sem erőssége a kínai államnak. A Transparency International 2015-ös jelentése értelmében Kína továbbra is a világ egyik legkevésbé szabad országa, minimális javulást utoljára közel húsz éve, 1999-ben regisztrált az amerikai székhelyű szervezet. (TI [2015]) A svájci IMD (International Institute for Management Development) 2015-ben nyilvánosságra hozott versenyképességi jelentése szerint a vizsgált hatvan gazdaság közül Kína csupán a 45. helyet érte el az állam hatékonyságához kapcsolódó, a jogállam minőségét vizsgáló index alapján felállított rangsorban. (IMD [2015]) Az Egyesült Államok, Japán, Németország egyaránt a lista első harmadában foglalnak helyet. Megfelelő jogi garanciák hiányában így a befektetők szempontjából az eurózónához vagy az Egyesült Államokhoz képest többletkockázattal járhat a kínai eszközökbe történő befektetés.

Az elmúlt évtizedek gyors emelkedése ellenére a kínai katonai kiadások még mindig csupán az Egyesült Államok értékének mintegy harmadát érik el. (SIPRI [2015]) A 2004 és 2014 közötti trendet figyelembe véve a SIPRI becsült adatai szerint 2011-es áron és árfolyamon kalkulálva csupán 2046-ban éri ér az Egyesült Államok 2014-es értékét a kínai katonai kiadások nagysága. Ráadásul míg a világ első számú gazdasága a NATO keretében egy katonai szövetség vezető hatalmának számít, Kína esetében hasonló szövetségi rendszer nem vehető számításba.

6.3 A kínai tőkekorlátozások és a pénzügyi rendszer fejlettsége

A kínai pénzügyi rendszer vizsgálata során először a kínai tőkemérleg nyitottságával foglalkozunk. A de jure nyitottság vizsgálata céljából a Chinn – Ito indexet, vagyis az IMF árfolyamrendszereket klasszifikáló és tőkekorlátozásokat rendszerező (AREAER) adatbázisa alapján összeállított KAOPEN kompozit mutatót használjuk. (Chinn – Ito [2006]) Az indikátor a tőkemérlegre vonatkozó törvényi korlátozások figyelembevételével nyújt összehasonlító képet az egyes országok pénzügyi nyitottságáról.

A 17. táblázat három évben mutatja be a Chinn-Ito index alakulását, a nemzetközi valuta szerepkört betöltő valutával rendelkező államok mellett a főbb feltörekvő államokat, így Kínát is szerepelteti. A magasabb szám ebben az esetben a nyitottabb tőkemérleget jelenti. A teljesen nyitott tőkemérleggel rendelkező fejlett országok a

2,39-es maximális értékkel rendelkeznek, ezzel szemben a feltörekvő államok mellett jellemzően negatív számok szerepelnek. A Kína esetében számított -1,19-es érték azt jelzi, hogy – Indiához és Dél-Afrikához hasonlóan – egy komoly tőkekorlátozásokat érvényben tartó országról van szó. Ennek oka, hogy a gazdasági növekedés hajtóerejének tekinthető kivitel folyamatos növekedése érdekében alulértékelt valutaárfolyam tőkekorlátozások nélkül nem lenne fenntartható. A teljes idősort vizsgálva feltűnő, hogy javulás utoljára 1993-ban történt, azóta stagnál a kínai index. Mindez azonban nem jelenti azt, hogy 1993 óta nem lazultak a kínai tőkekorlátozások. A Chinn-Ito index módszertanából következően csak érdemi változások esetén módosul az egyes országokhoz tartozó érték, vagyis a mutató meglehetősen nagy tehetetlenséggel bír, a kisebb lépéseket nem képes érzékelni, ami azt is megmagyarázza, hogy miért szerepel számos azonos érték a táblázatban.

17. táblázat: A Chinn – Ito index alakulása

Ország	1990	2000	2013
Egyesült Államok	2,39	2,39	2,39
Egyesült Királyság	2,39	2,39	2,39
Svájc	n.a.	2,39	2,39
Japán	2,39	2,39	2,39
Németország	2,39	2,39	2,39
Brazília	-1,89	-1,19	-0,13
Oroszország	n.a.	-0,83	1,17
Dél-Afrika	-1,89	-1,19	-1,19
India	-1,19	-1,19	-1,19
Kína	-1,89	-1,19	-1,19

Forrás: Chinn – Ito index (KAOPEN) database

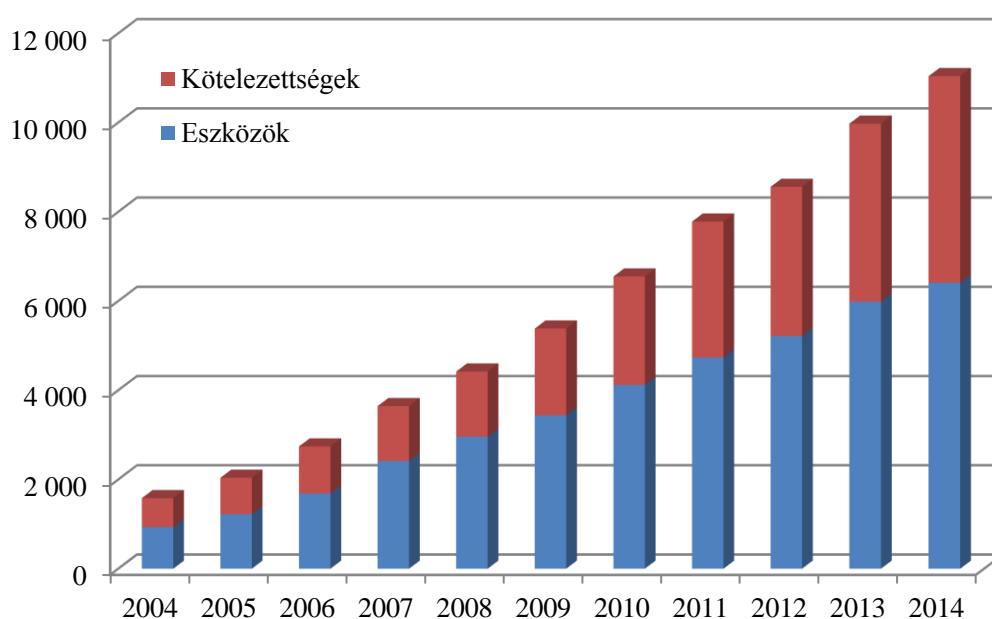
Megjegyzés: az eurózóna képviselőjében Németország szerepel, mivel a GMU-hoz nem tartozik külön érték

Bár a Chinn - Ito index szerint a kínai tőkekorlátozások a fejlett országokhoz képest még mindig szigorúnak tekinthetők, az előző alfejezetben leírtaknak megfelelően az ázsiai ország kormányzata az elmúlt években számos intézkedést hozott a renminbi használatát korlátozó szabályok enyhítése érdekében.

A de jure pénzügyi nyitottság vizsgálata után de facto megközelítésben vizsgáljuk a kínai pénzügyi rendszert, vagyis a globális pénzügyi rendszerbe történő tényleges kínai integrációt vizsgáljuk. A szakirodalomban ennek mérése érdekében gyakran tanulmányozzák a külföldi eszközök és kötelezettségek állományát egy adott gazdaságban, azaz az ország nemzetközi beruházói pozícióját elemzik. (Prasad – Ye

[2012]) Az abszolút értéket tekintve az elmúlt tíz évben komoly mértékű növekedés figyelhető meg Kína esetében. Míg 2004-ben csupán mintegy 1600 milliárd dollárt tett ki a bruttó külső kötelezettségek és eszközök összesített értéke, addig 2014-ben már több mint 11 000 milliárd dollárt ért el, ami közel hétszeres emelkedést jelent. Az abszolút értékben bekövetkezett növekedés közel hatvan százaléka az eszközök bővülésére vezethető vissza, ami a folyó fizetési mérleg vizsgált időszakban megfigyelt folyamatos többletét tükrözi. Azonban a bővülés alacsony bázisról következett be, továbbá a 2004 és 2014 közötti dinamikus növekedés ellenére a jelenlegi trend folytatódása esetén is mintegy 45-50 év szükséges ahhoz, hogy a kínai külső kötelezettségek és eszközök értéke elérje az Egyesült Államok 2014-ben mért szintjét.

18. ábra: A külső kötelezettségek és eszközök értéke a kínai gazdaságban (milliárd dollár)

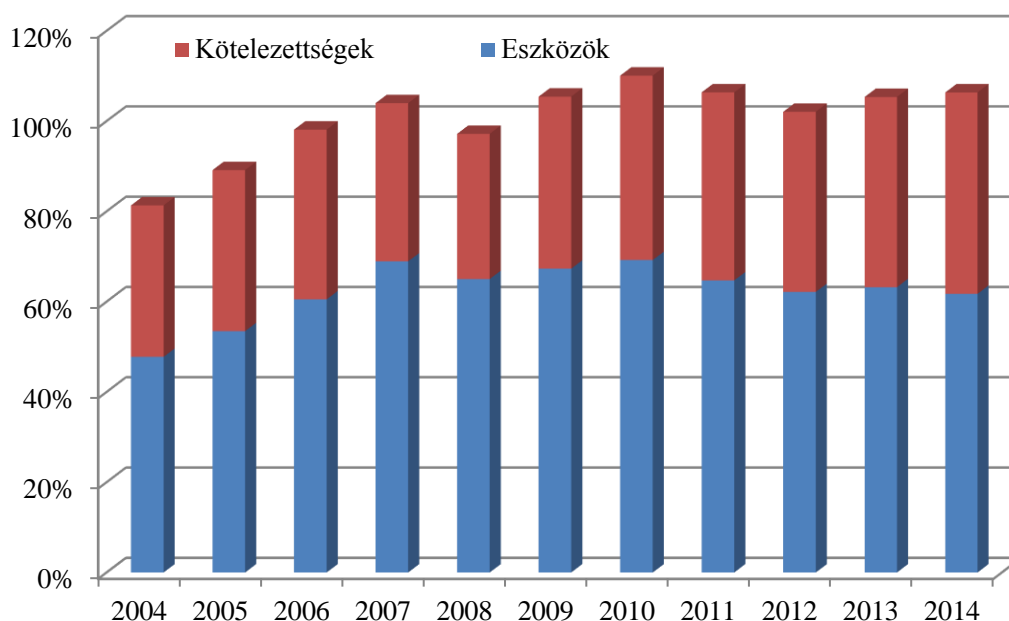


Forrás: Chinese State Administration of Foreign Exchange

Amennyiben a külső kötelezettségek és eszközök értékét a gazdasági teljesítményhez viszonyítjuk, a kínai pénzügyi globalizáció előretörése nem tűnik jelentősnek. A 2004 és 2007 közötti gyors emelkedés után lényegében stagnált a hányados, vagyis a GDP gyors növekedése miatt az elmúlt hét évben nem nőtt a de facto pénzügyi nyitottság Kínában. Az eszközök és kötelezettségek gyors emelkedése tehát a kínai gazdasági teljesítmény gyors bővülését tükrözi, nem pedig a pénzügyi globalizációba történő mélyebb betagozódást, amennyiben utóbbi alatt a gazdasági teljesítmény

arányában mért külső kötelezettségek és eszközök állományát értjük. Tovább árnyalja a képet, hogy az eszközök növekedésében kiemelkedő szerepet játszanak a valutatartalékok, a 2004 és 2014 közötti teljes kötelezettség és eszközállomány növekedésének mintegy harmadát tették ki a jegybank által felhalmozott hivatalos tartalékok.

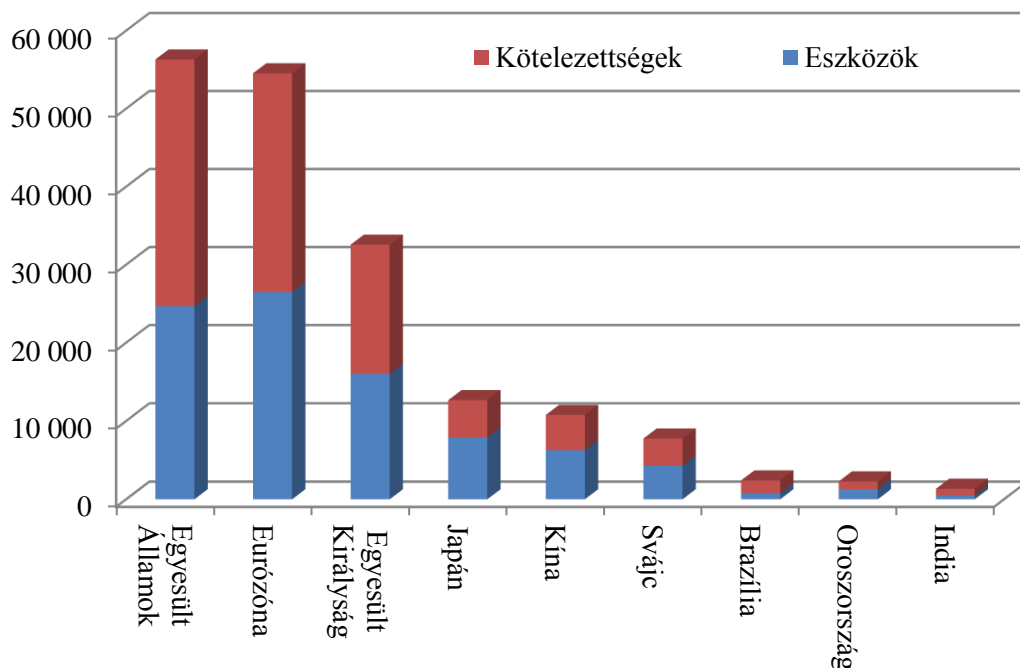
19. ábra: A külső kötelezettségek és eszközök értéke a kínai gazdaságban (a GDP százalékában)



Forrás: Chinese State Administration of Foreign Exchange, IMF

Ebben a bekezdésben a jelenlegi nemzetközi valutákat kibocsátó államokkal és a BRIC országokkal hasonlítjuk össze Kína de facto pénzügyi nyitottságát. Az elmúlt időszak gyors fejlődése ellenére nemzetközi összehasonlításban a kínai külföldi eszközök és követelések állománya még mindig szerénynek tekinthető. A legfontosabb nemzetközi valutákat kibocsátó Egyesült Államok és az eurózóna értéke még mindig több mint ötszöröse a kínai szintnek. A szintén nemzetközi szerepet játszó valutákat kibocsátó Egyesült Királyság és Japán egyaránt megelőzi Kínát. A de facto pénzügyi nyitottság tekintetben azonban Kína a többi nagy feltörekvő állam között kiemelkedő szerepet játszik.

20. ábra: A külső kötelezettségek és eszközök állománya (milliárd dollár, 2014Q4)

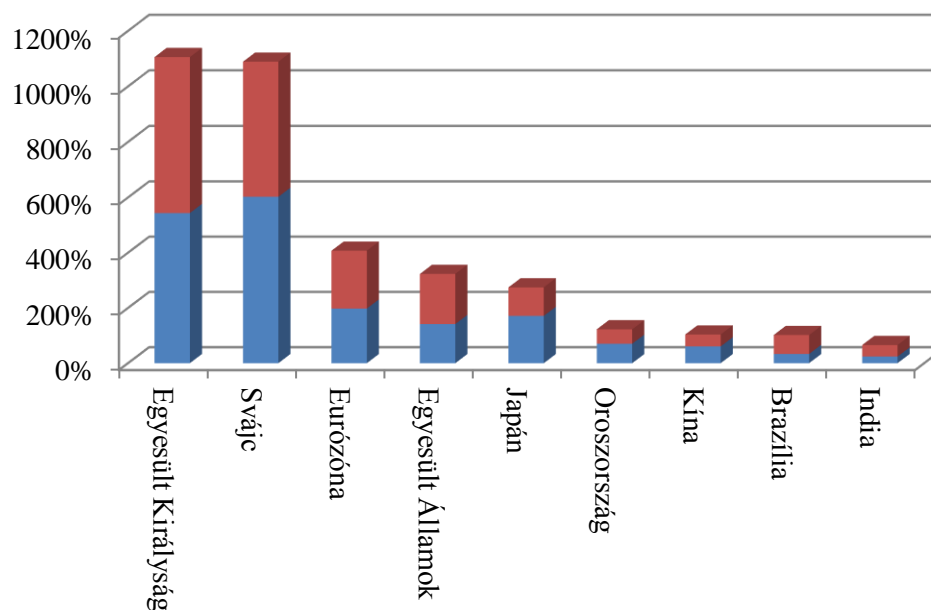


Forrás: IMF International Financial Statistics

Megjegyzés: az eurózóna esetében az első, míg Kína és Brazília esetében a harmadik negyedévre vonatkoznak az adatok

Az egyes országok bruttó hazai termékében fennálló különbségek figyelembe vétele esetén érdemben eltérő sorrendet kapunk. Fejlett pénzügyi szektorának és relatíve alacsony GDP-jének köszönhetően az Egyesült Királyság és Svájc megelőzi mind az eurózónt, mind az Egyesült Államokat. Kína pozíciója pedig az abszolút számok által sugalltnál jóval gyengébb a BRIC országokon belül.

21. ábra: A külső kötelezettségek és eszközök állománya a GDP százalékában



Forrás: IMF International Financial Statistics, IMF World Economic Outlook Database

Összességében azt mondhatjuk, hogy a korábbi tőkekorlátozásra vonatkozó szabályok nagyrészt fennmaradtak, de kevésbé tekinthetők szigorúnak. A renminbi példája tehát azt mutatja, hogy tőkekorlátozások fennmaradása esetén is növekedhet egy valuta nemzetközi szerepe. A renminbi további nemzetköziesedéséhez viszont elkerülhetetlennek tűnik a tőkemérleg további liberalizációja. A közeljövőben várhatóan tovább lazulnak a kínai tőkekorlátozások, párhuzamosan azzal az explicit céllal, hogy Sanghaj 2020-ra a világ egyik legfontosabb pénzügyi központjává váljon. Az óvatosság azonban továbbra is fontos jellemzője marad a kínai gazdaságpolitikának, mivel az ellenőrizetlen tőkeáramlások destabilizálhatják a hazai monetáris politikát valamint buborékok kialakulásához és nem hatékony tőkeallokációhoz vezethetnek. Továbbá a tőkeáramlások hirtelen megszakadása komoly reálgazdasági hatásokkal járó pénzügyi válsághoz vezethet. Megemlítendő még az a kínai félelem, amely szerint a tőkeáramlások liberalizációját számos hazai gazdasági szereplő arra használná ki, hogy külföldre vigye hazai megtakarításait, ami könnyen kimerítheti az ország több mint 3000 milliárd dollárra rúgó devizatartalékait. (Vallée [2012])

6.4 Összefoglalás

A hetvenes évek végén beinduló kínai gazdasági reformfolyamat következtében tartósan magas gazdasági növekedés eredményeképpen napjainkban már Kína a világ második legnagyobb gazdasága és egyben vezető exportőre. A kínai valuta azonban sokáig szinte egyáltalán nem játszott nemzetközi szerepet, ami nagyrészt a gazdasági modellel szorosan összefüggő alulértékelt valutaárfolyamhoz kapcsolódó tőkekorlátozásokra vezethető vissza. A kétezres évek közepétől lazuló kínai korlátozások és a gazdaságpolitika nemzetköziesedést támogató lépései következtében napjainkra a renminbi már a Cohen-féle valutáris piramis kategóriáit használva az elit valuták csoportjába sorolható, mivel nemzetközi szerepe az elmúlt években alacsony bázisról indulva komoly mértékben emelkedett, de még mindig csupán alacsony súlyt képvisel a legtöbb vizsgált szempont szerint. A szakirodalomban egyetértés látszik kialakulni arra vonatkozóan, hogy a kínai jüan a következő években tovább növelheti nemzetközi szerepét, a nemzetköziesedés maximális kiterjedtsége azonban továbbra is vita tárgyát képezi.

A kínai valuta világgazdasági szerepének további jelentős emelkedése előtt azonban nem elhanyagolható akadályok állnak. Mint korábban láttuk az euró sokak által várt csúcsvlutává történő előrelépése nagyrészt politikai okokra és kevésbé gazdaságiakra vezethető vissza. Kína esetében részben ugyanezzel a jelenséggel találkozhatunk. Eichengreen [2011] véleményével értünk egyet, amely szerint míg az eurózóna esetében a túl kevés állam, addig a kínai valuta kapcsán a túl sok állam akadályozza a nemzetköziesedés előrehaladását. Egyrészt a kínai politikai berendezkedés nem támogatja a renminbi eszközök iránti hosszú távú bizalom kiépülését, a diktatórikus politikai rendszer és a jogállamba vetett bizalom alacsony szintje hosszabb távon is csökkentheti a külföldi gazdasági szereplők kínai befektetések iránti érdeklődését. Nagy-Britannia, az Egyesült Államok, Japán és Németország valutájuk növekvő nemzetköziesedésének időszakában mind demokratikus politikai rendszerrel rendelkeztek, a jelenlegi világgazdasági körülmények között a második vonalba tartozó valutákat kibocsátó országok között sem található nem demokratikus berendezkedésű állam. Másrészt a kínai pénzügyi rendszer fejletlensége és az érvényben lévő tőkekorlátozások továbbra is akadályozzák a renminbi nemzetköziesedését. Az elmúlt években megfigyelt lassú

reformfolyamat ellenére a de jure nyitottság kapcsán nem sikerült áttörést elérni és a kínai de facto pénzügyi nyitottság is stagnált az elmúlt években, ha ezen utóbbit a külföldi eszközök és kötelezettségek állományának GDP-hez viszonyított arányával közelítjük.

A történelmi tapasztalatok szintén óvatosságra intenek a kínai valutával kapcsolatban. Egyrészt a font és a dollár huszadik század első felében lejátszódott versengése alapján megállapítottuk, hogy a gazdasági teljesítmény gyors emelkedése önmagában nem garantálja a nemzeti pénz világgazdasági szerepének növekedését. Másrészt a nyolcvanas években több szakértő is a japán valuta egyre jelentősebb nemzetköziesedését várta, de részben a gazdaságpolitikai irányváltás következtében kialakuló japán ingatlan és részvénypiaci buborék és a hosszan elhúzódó gazdasági stagnálás következtében a jen nemzetközi szerepe csökkent az elmúlt évtizedekben.

Azok a vélemények, melyek szerint a kínai valuta az euró vagy akár a dollár nemzetköziesedésének szintjét is elérheti a következő évtizedekben nem veszik figyelembe, hogy az elit valuta pozíciójának megszerzése után jóval nehezebb a patrícus valuta vagy a csúcsv valuta szintjének elérése, amit Japán nyolcvanas évek végi példája is igazol. A Cohen-féle valutáris piramisban egyre lejjebb haladva egyre több valutának van helye, míg felfelé haladva egyre kevesebb valuta található. A jelenlegi rendszerben a patrícus és elit valuták összesített száma mindössze kettő. Figyelembe véve Kína nemzetközi kereskedelemben játszott szerepét a kínai jüan elmúlt években elért nemzetköziesedése továbbra sem tekinthető kiterjedtnek. Kiemelendő, hogy a gyorsan növekvő kínai exportteljesítményre alapozó napjainkig lezajlott nemzetköziesedés során komoly mértékben nőtt a kínai kivitel renminbiban lebonyolított aránya. Azonban a vezető nemzetközi valuták egyik jellemzője, hogy olyan kereskedelmi tranzakciókban is használják őket, amelyekben nem érintett a kibocsátó állam. Jelenleg a kínai renminbi még messze nem éri el ezt a szintet.

7 Konklúzió, a hipotézisek értékelése

A disszertáció elméleti részében a nemzetközi monetáris rendszer működésével összefüggésben több témát is tárgyaltunk. Az 1.3. alfejezetben definiáltuk a nemzetközi monetáris rendszer fogalmát, majd a következő alfejezetben a valuták nemzetköziesedésének feltételeit határoztuk meg, melyeket a második és harmadik hipotézis bizonyításához használtunk fel. Ezt követően a nemzetközi szerephez kapcsolódó előnyöket és hátrányokat valamint a monetáris hatalom fogalmát jártuk körbe. A 2. fejezetben a nemzetközi monetáris rendszer történetét vizsgáltuk a 19. század közepétől az 1990-es évekig. A 3. fejezetben a valutatartalékok gyors ütemű felhalmozása, a globális egyensúlytalanságok és az Egyesült Államok gazdaságpolitikájának vizsgálatán keresztül rámutattunk arra, hogy a dollár csúcsvaluta státusza hozzájárult a 2008-ban kirobbant világgazdasági válság kialakulásához.

A dollár a második világháború után megszilárdult nemzetközi szerepével kapcsolatban az elmúlt évtizedekben egyfajta ambivalens hozzáállás alakult a gazdasági szereplők részéről. A Bretton Woods-i rendszer megszűnése után kialakult bizalmon alapuló dollár rendszerben bár továbbra is az amerikai valuta maradt a világgazdaság kulcsvalutája, az egy nemzeti valutára épülő monetáris rendszer egyrésztől továbbra is „földöntúli privilégiumot” biztosít az Egyesült Államoknak, másrésztől komoly terhet jelent a világgazdaság számára, mivel az Egyesült Államok monetáris politikája az egész világra hatással van. A kétezres években végbement eladósodási folyamat és az ezzel párhuzamosan kialakuló globális egyensúlytalanságok részben a világ vezető gazdaságának makroökonómiai rugalmasságát tükrözte, ami a vezető nemzetközi valuta kibocsátásának képességéből következik. Az amerikai állam és háztartások eladósodásának nagysága és a toxikus eszközök kibocsátásához vezető pénzügyi innováció nem jöhetett volna létre a dollár domináns világgazdasági súlya, vagyis csúcsvaluta szerepe nélkül. Az Egyesült Államok pénzügyi szférájából kiinduló, a Lehmann Brothers befektetési bankház 2008-as csődjével felgyorsuló válság az 1929-es nagy világgazdasági krízis utáni legsúlyosabb globális válsághoz vezetett, ami mind az Egyesült Államokat, mind az Európai Uniót recesszióba taszította.

A Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) keretében 1999-ben bevezetett egységes európai valutával kapcsolatos szakértői vélemények kezdetben az euró nemzetköziesedésének fokozatos előretörését vetítették előre. A második világháború után először az euró bevezetésével jelent meg egy olyan valuta, amely a mögöttes térség gazdasági teljesítménye és a nemzetközi kereskedelemben játszott szerepe alapján a dollár vetélytársának tűnhetett. Másrésztől különösen 2008-tól a kínai jüan fokozatos nemzetköziesedése foglalkoztatta a kutatókat és a piaci elemzőket. Több tanulmány is a nemzetközi monetáris rendszer többpólusúvá válásáról, a dollár közelgő dominanciájának végéről értekezett.

Az első hipotézis értelmében a nemzetközi monetáris rendszerben nemzetközi szerepet betöltő valuták közötti erőviszonyok érdemben nem változtak az euró bevezetését követő időszakban, vagyis továbbra is az amerikai dollár a világgazdaság kulcsvalutája.

Az első hipotézist a nemzetközi monetáris rendszer koncentrációjának vizsgálatával ragadtuk meg, vagyis a nemzetközi szerepet játszó valuták rendszeren belül betöltött súlyát vizsgáltuk. A hipotézis vizsgálatához használt statisztikai módszerek, vagyis a CR koncentrációs mutatószám és a Herfindahl-Hirschmann index alapján megállapítottuk, hogy bár 2001 és 2013 között némileg csökkent a monetáris rendszerben szerepet játszó nemzetközi valuták koncentrációja, de még mindig a dollár a világgazdaság egyedüli kulcsvalutája. Napjainkban tehát még nem beszélhetünk egy több lábbon álló nemzetközi monetáris rendszerről, továbbra is csak egy csúcsv valuta jellemzi a világgazdaságot. Első feltevésünket ennek következtében igaznak gondoljuk.

A második hipotézis értelmében az euró a mögötte álló gazdasági térség fragmentáltsága miatt nem képes elérni a dollár nemzetköziesedésének szintjét.

Az első hipotézis bizonyítása kapcsán megállapítottuk, hogy az euró a kezdeti várakozások ellenére nem volt képes a dollár vetélytársává válni, a második legfontosabb nemzetközi valuta pozícióját azonban tartósan magáénak tudhatta a 2001 és 2013 közötti periódusban. A második hipotézis bizonyításához az alapot az 1.4. alfejezetben kidolgozott szempontrendszer képezi. A világtermelésben és az exportban betöltött szerep valamint a valuta értékállósága alapján az euró megfelelő alapokkal rendelkezik a nemzetköziesedés fokozásához. Az a tény azonban, hogy az

eurózóna nem egy egységes állam, hanem egy jelenleg 19 országot magában foglaló monetáris övezet több szempontból is hátráltatja az euró nemzetközi szerepének erősödését. Egyrészt a nemzetközi szervezetekben és általánosságban a külkapcsolatokban történő érdekérvényesítést hátráltatja az egységes fellépés és az egységes külpolitika hiánya. Másrészt hiába tekinthetők fejlettnak az uniós pénzügyi piacok, az egységes kötvénypiac hiánya következtében nem képesek megközelíteni az Egyesült Államok államkötvénypiacának likviditását, így kevésbé attraktív befektetési célpontnak számítanak. A katonai erő gyengesége részben szintén a közös uniós, vagy eurózónás hadsereg hiányából fakad. A második hipotézist mindezek után változtatás nélkül elfogadjuk.

A harmadik hipotézis értelmében a renminbi nemzetközi szerepe emelkedett az elmúlt években, de a kínai pénzügyi rendszer fejletlensége miatt a dollár mögött csak másodlagos nemzetközi valutává válhat.

A kínai bruttó hazai termék elmúlt harminc évben tapasztalt gyors ütemű emelkedése és elsősorban Kína vezető külkereskedelmi hatalommá válása alapozta meg azokat a különösen 2008 után egyre nagyobb szerephez jutó véleményeket, amelyek a kínai renminbi nemzetköziesedésének gyors növekedését prognosztizálják. Az euróval ellentétben a kínai valuta egy továbbra is gyors gazdasági növekedést felmutatni képes egységes hatalom nemzeti valutája, aminek nemzetköziesedését a kínai kormányzat számos lépésen keresztül támogatja. A kínai jüan nemzetközi szerepe az elmúlt években tapasztalt gyors emelkedése ellenére részben az alacsony bázisnak köszönhetően továbbra is mérsékeltnek tekinthető. A további jelentős nemzetköziesedés előtt azonban komoly akadályok állnak. A kínai politikai rendszer autoriter jellege és a jogállam tekintetében fennálló hiányosságok tartósan fékezhetik a külföldi befektetők kínai eszközök iránti bizalmát.

A kínai pénzügyi rendszer relatív fejletlensége hosszabb távon is fékezheti a renminbi nemzetköziesedését. A de facto pénzügyi nyitottság szempontjából Kína a többi nemzetközi valutát kibocsátó országhoz képest komoly lemaradással rendelkezik, míg a számos liberalizációs intézkedés ellenére a de jure nyitottság kapcsán sem sikerült áttörést elérni az elmúlt években. A harmadik hipotézist azzal a változtatással fogadjuk el, hogy a pénzügyi rendszer fejletlensége mellett az autoriter politikai rendszer is akadályozza a kínai valuta további jelentős nemzetköziesedését.

A dollár második világháború utáni primátusa tehát a közeljövőben is fennmarad, ami a hetvenes évektől folyamatosan inkább az alternatíva hiányára, mintsem az Egyesült Államok prudens gazdaságpolitikájára vezethető vissza. A status quo fennmaradása egyúttal tükrözi a nemzetközi monetáris rendszer tehetetlenségét, vagyis azt a tényt, hogy amennyiben egy nemzeti valuta vezető nemzetközi szerepre tesz szert, jelentős változásokra van szükség a nemzetközi politikai, gazdasági életben ahhoz, hogy egy másik valuta vegye át a szerepét. A változások sok esetben sok formájában jelentkeznek. Így az első és a második világháború nélkül nem magyarázható a dollár hegemoniájának kialakulása. A 2008-ban kitört, az Egyesült Államok pénzügyi szektorából kiinduló válság néhány szakértő várakozásával ellentétben napjainkig nem ásta alá a dollárba vetett bizalmat, így nem jelentett a világháborúkhöz vagy az 1929-es nagy gazdasági világválsághoz hasonló sokkot a nemzetközi monetáris rendszer számára.

A nemzetközi monetáris rendszer témaköréhez kapcsolódó további kutatás témája lehet egy szupranacionális valutára épülő nemzetközi monetáris rendszer kialakulásának lehetősége és feltételei. Például ilyen mesterséges valuta lehet a már napjainkban is létező, de egyelőre marginális szerepet játszó speciális lehvási jogok (SDR). Az elmúlt években több tanulmány is vizsgálta egy SDR alapú nemzetközi monetáris rendszer kialakulásának lehetőségét és következményeit. (Mateos y Lago [2009], ENSZ [2009], Ocampo [2007]) Egy mesterséges valutára épülő rendszer eltérő minőséget jelentene a jelenlegi nemzeti valutákra épülő rendszerhez képest, a politikai realitás azonban nem valószínűsíti, hogy a nemzetközi monetáris rendszer ebbe az irányba mozdulna, mint ahogy a hatvanas évek végétől soha nem álltak fenn a mesterséges tartalékvaluta előretörését támogató feltételek.

Szintén további kutatási lehetőséget rejt magában a valuta nemzetköziesedését elősegítő, a globalizáció jelenlegi körülményei között is hatékony gazdaságpolitikai lépések feltérképezése. A történelmi áttekintés során megállapítottuk, hogy a kibocsátó állam támogató gazdaságpolitikája jelentősen hozzájárulhat a valuta világgazdasági szerepének növekedéséhez, így a 19. században a brit font, majd a 20. században az amerikai valuta profitált a hazai gazdaságpolitika támogatásából. A másik oldalról viszont amennyiben a valuta határokon túli használatának elősegítése nem szerepel a döntéshozók céljai között, a piaci erők által meghatározott nemzetköziesedés előretörése akadályokba ütközhet, amit különösen a német márka

hetvenes, nyolcvanas évekbeli példája bizonyít. Harmadik további kutatási témaként a nemzetközi monetáris rendszer regionális eltéréseinek feltérképezése, vagyis a nemzetközi valuták földrajzi régióként eltérő mértékű szerepeinek vizsgálata említhető meg. Az alkalmazási terület (scope) mellett tehát a nemzetközi valuták földrajzi kiterjedtsége (domain) is vizsgálandó terület lehet. Figyelembe véve a kereskedelmi és politikai kapcsolatok szorosságát az euró az európai és az észak-afrikai térségben, míg a renminbi Ázsiában számíthat a világtárlagnál magasabb szerepre.

8 Hivatkozások jegyzéke

- Abbas, S. M. Ali et al [2010]: Fiscal Policy and the Current Account. *IMF Working Paper*, WP/10/121, DOI: <http://dx.doi.org/10.5089/9781455200801.001>
- Aizenman, Joshua – Lee, Jaewoo [2007]: International Reserves: Mercantilist vs. Precautionary View. Theory and Evidence. *Open Economies Review*, 18(2), pp. 191-214., DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s11079-007-9030-z>
- Antal, Judit – Gereben, Áron [2011]: Feltörekvő országok devizatartalék-stratégiái – a válságon innen és túl, *MNB-szemle*. 2011. április, http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu_msz_201104/antal-gereben.pdf (2015.04.03.)
- Balázs, Péter [2003]: *Az Európai Unió külpolitikája és a magyar-EU kapcsolatok fejlődése*. KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft., Budapest.
- Benczes, István – Rezessy, Gergely [2013]: Kormányzás Európában, trendek és törésvonalak. *Pénzügyi Szemle*, 58 (2), pp. 136-150.
- Bénassy-Quéré, Agnès – Couré, Benoît [2010]: Le rôle international de l'euro: chronique d'une décennie. *Revue d'économie politique*, Vol. 120, pp. 355-377., DOI: <http://dx.doi.org/10.3917/redp.202.0355>
- Bergsten, Fred C. [1997]: The Impact of the Euro on Exchange Rates and International Policy Cooperation. In: Masson, Paul R. - Krueger, Thomas H. – Turtelboom, Bart (szerk.): *EMU and the International Monetary System*, International Monetary Fund, Washington.
- Bernanke, Ben – James, Harold [1990]: The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison. *NBER Working Paper*, No. 3488, DOI: <http://dx.doi.org/10.3386/w3488>
- Bernanke, Ben [2005]: Remarks by Governor Ben S. Bernanke: The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. *The Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists*, Richmond, VA (March 10). <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/> (2014.02.02.)
- Bernanke, Ben [2010]: Monetary Policy and the Housing Bubble. *Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association*. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm?source> (2014.03.01.)
- Bibow, Jörg [2010]: Bretton Woods 2 Is Dead, Long Live Bretton Woods 3? *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, No. 597, DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1605195>
- Blanchard, Olivier - Milesi-Ferretti, Gian M. [2009]: Global Imbalances: In Midstream? *IMF Staff Position Note*, SPN 09/29
- Bordo, Michael D. [1993]: The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview. In: Bordo, Michael D. – Eichengreen, Barry (szerk.): *A Retrospective on the Bretton Woods System. Lessons for International Monetary Reform*. The University of Chicago Press, Chicago, pp. 3-108.

- Bordo, Michael D. – Simard, Dominique – White, Eugene [1994]: France and the Bretton Woods International Monetary System: 1960 to 1968. *NBER Working Paper*, No. 4642, DOI: <http://dx.doi.org/10.3386/w4642>
- Bordo, Michael D. – Rockoff, Hugh [1996]: The Gold Standard as a „Good Housekeeping Seal of Approval”. *The Journal of Economic History*, 56 (2), pp. 389-428., DOI: <http://dx.doi.org/10.1017/S0022050700016491>
- Borio, Claudio – Disyatat, Piti [2011]: Global imbalances and the financial crisis: Link or no link? *BIS Working Papers*, No. 346, DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1859410>
- Broadberry, Stephen – O'Rourke, Kevin H. (szerk.) [2010]: *The Cambridge Economic History of Modern Europe Volume 2: 1870 to the Present*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Broz, J. Lawrence [2002]: The Political Economy of Commitment to the Gold Standard, *Paper presented at the annual meeting of the American Political Science Association*, Massachusetts, <http://pages.ucsd.edu/~jlbroz/APSA2002.pdf> (2014.07.13.)
- Caballero, Ricardo J. [2006]: On the macroeconomics of asset shortages. *NBER Working Paper*, No. 12753, DOI: <http://dx.doi.org/10.3386/w12753>
- Caballero, Ricardo J. – Farhi, Emmanuel – Gourinchas, Pierre Olivier [2006]: An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates. *NBER Working Paper*, No. 11996, DOI: <http://dx.doi.org/10.3386/w11996>
- CBO [2012]: The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2012 to 2022. *Congress of the United States, Congressional Budget Office*, No. 4474
- Cecco, Marcello [1974]: *Money and Empire: The International Gold Standard, 1890-1914*. Blackwell Publishers, Oxford.
- Census [2011]: The Older Population: 2010. *2010 Census Briefs*, U.S. Census Bureau, Issued November 2011
- Cheng, Hongyi – Peng, Wensheng – Shu, Chang [2009]: The Potential of the Renminbi as an International Currency. *BIS Asian Office Research Paper*, August 2009
- Cheung, Yin-Wong – Qian, Xinwang [2009]: Hoarding of International Reserves: Mrs Machlup's Wardrobe and the Joneses. *Review of International Economics*, 17(4), pp. 824–843., DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-9396.2009.00850.x>
- Chey, Hyoung-kyu [2012]: Can the Renminbi Rise as a Global Currency? The Political Economy of Currency Internationalization. *GRIPS Discussion Paper*, 11-20, <http://www.grips.ac.jp/r-center/wp-content/uploads/11-20.pdf> (2015.02.02.)
- Chey, Hyoung-kyu [2013]: The Concepts, Consequences, and Determinants of Currency Internationalization. *GRIPS Discussion Paper*, 13-03, DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2262135>,
- Chinn, Menzi D. - Ito, Hiro [2006]: What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions. *Journal of Development Economics*, 81 (1), pp. 163-192., DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jdeveco.2005.05.010>

- Chinn, Menzi D. - Ito, Hiro [2008]: Global Current Account Imbalances: American Fiscal Policy versus East Asian Savings. *Review of International Economics*, 16(3), pp. 479–498., DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-9396.2008.00741.x>
- Chinn, Menzi D. – Frankel, Jeffrey [2008]: Why the Euro Will Rival the Dollar. *International Finance*, 11:1, pp. 49-73., DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-2362.2008.00215.x>
- Chinn, Menzi D. [2013]: Global Imbalances. In: Caprio, Gerard (szerk.): *The Evidence and Impact of Financial Globalization*. Elsevier Inc., United States of America, pp. 67-79., DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/B978-0-12-397874-5.00008-7>
- Clark, Peter B. – Polak, Jacques J. [2002]: International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System. *IMF Working Paper*, WP/02/217, DOI: <http://dx.doi.org/10.5089/9781451875126.001>
- Cohen, Benjamin J. [2004]: The Macrofoundations of Monetary Power. In: David M. Andrews (szerk.): *International Monetary Power*. Cornell University Press, Ithaca, New York, pp. 31-50.
- Cohen, Benjamin J. [2006]: *The Future of Money*. Second Printing, Princeton University Press, New Jersey.
- Cohen, Benjamin J. [2008]: *Global Monetary Governance*. Routledge, New York.
- Cohen, Benjamin J. [2008a]: The international monetary system: diffusion and ambiguity. *International Affairs*, 84 (3), pp. 455-470., DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-2346.2008.00717.x>
- Cohen, Benjamin J. [2009]: Dollar Dominance, Euro Aspirations: Recipe for Discord? *Journal of Common Market Studies*, 47 (4), pp. 741-766., DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-5965.2009.02003.x>
- Cohen, Benjamin J. [2011]: Toward a Leaderless Currency System. In: Cohen, Benjamin J.: *The Future of Global Currency. The euro versus the dollar*. Routledge, New York, pp. 148-166.
- Cohen, Benjamin J. – Subacchi, Paola [2011]: A one-and-a-half currency system. In: Cohen, Benjamin J.: *The Future of Global Currency. The euro versus the dollar*. Routledge, New York, pp. 137-147.
- Cohen, Benjamin J. [2011a]: *The Future of Global Currency. The euro versus the dollar*. Routledge, New York.
- Cohen, Benjamin J. [2011b]: Enlargement and the international role of the euro, in: Cohen, Benjamin J.: *The Future of Global Currency. The euro versus the dollar*. Routledge, New York, pp. 74-97.
- Cohen, Benjamin J. [2012]: The yuan's long march: Can an international currency be manufactured? *University of California Working Paper*, Santa Barbara.
- Cohen, Benjamin J. [2012a]: The Benefits and Costs of an International Currency: Getting the Calculus Right. *Open Economies Review*, 23 (1), pp. 13-31., DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s11079-011-9216-2>
- Cohen, Benjamin J. - Benney, Tabitha M. [2014]: What does the international currency system really look like? *Review of International Political Economy*, 21 (5), DOI: <http://dx.doi.org/10.1080/09692290.2013.830980>

- Cohen, Benjamin J. [2014]: The Demise of The Dollar? Plus ca change... *University of California Working Paper*,
http://polsci.ucsb.edu/faculty/cohen/working/pdfs/Rev_de_la_regulation.pdf
 (2015.03.20.)
- Córdova, J. Ernesto López – Meissner, Chris [2003]: Exchange-Rate Regimes and International Trade: Evidence from the Classical Gold Standard Era. *American Economic Review*, 93 (1), pp. 344-353.,
 DOI: <http://dx.doi.org/10.1257/000282803321455331>
- Crispolti, Valerio – Tsibouris, George [2012]: International Reserves in Low Income Countries: Have They Served as Buffers? *IMF Working Paper*, WP12/7,
 DOI: <http://dx.doi.org/10.5089/9781463930561.001>
- Csáki, György [2012]: Árfolyamháború vagy/és kereskedelmi háború? Kínai-amerikai vita a renminbi árfolyamáról. *Külgazdaság*, LVI (7-8), pp. 4-36.
- Dani, Ákos - Törös, Ágnes [2011]: China's Sovereign Wealth Funds - A Path to Sustained development? *Public Finance Quarterly*, 56 (2), pp. 241-256.
- Daróczi, Dóra – Erhardt, Szilárd – Kálmán, Péter [2015]: Budapesten alakulhat a következő renminbi központ. *Magyar Nemzeti Bank, Budapest Renminbi Initiative Papers – 5*, <http://www.mnb.hu/letoltes/daroczi-dora-erhart-szilard-kalman-peter-budapesten-alakulhat-a-kovetkezo-renminbi-kozpont.pdf>
 (2015.08.02.)
- De Long, J. Bradford – Eichengreen, Barry [1991]: The Marshall Plan: History's Most Successful Structural Adjustment Program. *NBER Working Paper*, No. 3899, <http://dx.doi.org/10.3386/w3899>
- De Sola Perea, M. – Van Nieuwenhuyme, Christophe Van [2014]: Financial integration and fragmentation in the euro area. *National Bank of Belgium Economic Review*, National Bank of Belgium, June 2014,
<https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2014/ecorevi2014.pdf>
 (2015.05.27.)
- Delpha, Jacques - Jakob von Weizsäcker [2010]: The Blue Bond Proposal. *Bruegel Policy Brief*, Issue 2010/03, <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/403-the-blue-bond-proposal/> (2015.03.03.)
- Destais, Christophe [2014]: Central Bank Currency Swaps and the International Monetary System. *CEPII Policy Brief*, No. 2014-05,
http://www.cepii.fr/PDF_PUB/pb/2014/pb2014-05.pdf (2015.01.22.)
- Dettmann, Georg [2011]: A View on Global Imbalances and their Contribution to the Financial Crisis. *Birkbeck Working Papers in Economics & Finance*, No. 1102
- Dooley, Michael P. – Folkerts-Landau, David – Garber, Peter [2003]: An Essay on the Revived Bretton Woods System. *NBER Working Paper*, No. 9971, DOI: <http://dx.doi.org/10.3386/w9971>
- Dorrucci, Ettore – McKay, Julie [2011]: The International Monetary System after the Financial Crisis. *European Central Bank Occasional Paper Series*, No. 123
- Eichengreen, Barry [1985]: International Policy Coordination in Historical Perspective: A View From The Interwar Years. *NBER Working Paper*, No. 1440, DOI: <http://dx.doi.org/10.3386/w1440>

- Eichengreen, Barry – Sachs, Jeffrey [1985]: Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s. *Journal of Economic History*, 45 (4), pp. 925–946., DOI: <http://dx.doi.org/10.1017/S0022050700035178>
- Eichengreen, Barry [1995]: Central Cooperation and Exchange Rate Commitments: the Classical and Interwar Gold Standards Compared. *Financial History Review*, 2 (2), pp. 99–117., DOI: <http://dx.doi.org/10.1017/S0968565000001682>
- Eichengreen, Barry - Frankel, Jeffrey A. [1996]: On the SDR: Reserve Currencies and the Future of the International Monetary System. *Center for International and Development Economics Research (CIDER) Working Papers*, C96-068
- Eichengreen, Barry – Temin, Peter [2000]: The Gold Standard and the Great Depression. *Contemporary European History*, 9 (2), pp. 183-207., DOI: <http://dx.doi.org/10.1017/S0960777300002010>
- Eichengreen, Barry [2006]: Global Imbalances: The New Economy, the Dark Matter, the Savvy Investor, and the Standard Analysis, *The Journal of Policy Modeling*, 28(6), pp. 645-652., DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jpolmod.2006.06.001>
- Eichengreen, Barry [2007]: Sterling’s Past, Dollar’s Future, In: Eichengreen, Barry: *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, pp. 123-148.
- Eichengreen, Barry [2007a]: The Anatomy of the Gold Pool, In: Eichengreen, B.: *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, pp. 35-72.
- Eichengreen, Barry [2008]: *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*. Second Edition, Princeton University Press, Princeton.
- Eichengreen, Barry – Flandreau, Marc [2008]: The Rise and Fall of the Dollar, or When did the Dollar Replace Sterling as the Leading Reserve Currency? *Paper prepared for the conference in honor of Peter Temin*, Cambridge.
- Eichengreen, Barry [2009]: The dollar dilemma. *Foreign Affairs*, Sep/Oct 2009 <http://www.foreignaffairs.com/articles/65241/barry-eichengreen/the-dollar-dilemma> (2014.01.12.)
- Eichengreen, Barry – Flandreau, Marc [2010]: The Federal Reserve, the Bank of England and the rise of the dollar as an international currency, 1914-39. *BIS Working Papers*, No. 328
- Eichengreen, Barry [2010]: The Renminbi as an International Currency. *University of California Policy Paper*, http://eml.berkeley.edu/~eichengr/renminbi_international_1-2011.pdf (2014.05.12.)
- Eichengreen, Barry [2011]: *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar*. Oxford University Press, New York.
- Eichengreen, Barry et al [2011]: *Public Debts: Nuts, Bolts and Worries*. International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva.

- Eichengreen, Barry – Dincer, N. Nergiz [2014]: Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. *International Journal of Central Banking*, 10(1), pp. 189-253.
- EKB [2008]: Monthly Bulletin, 10th Anniversary of the ECB. *European Central Bank Monthly Bulletin*, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/10thanniversaryoftheecbmb200806en.pdf> (2015.07.29.)
- EKB [2015]: The International Role of the Euro. *European Central Bank*, July 2015 <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro-international-role-201507.en.pdf> (2015.07.27.)
- EKB [2015a]: Financial Integration in Europe. *European Central Bank*, April 2015 <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope201504.en.pdf> (2015.05.27.)
- ENSZ [2009]: Report of the Commission of Experts of the President of the United States General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System. *United Nations*, New York. http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport_CoE.pdf (2014.02.12.)
- Erhardt Szilárd [2014]: A jegybanki renminbi program stratégiai keretei a nemzetközi gyakorlat fényében. *Magyar Nemzeti Bank*, <http://www.mnb.hu/letoltes/erhart-szilard-a-jegybanki-renminbi-program-strategiai-keretei-a-nemzetkozi-gyakorlat-fenyeben.pdf> (2015.05.07.)
- Felcsér, Dániel – Lehmann, Kristóf [2012]: A Fed inflációs célja és a bejelentés háttere. *MNB-szemle*, 2012. október, pp. 28-37. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu-msz-201210/felcser_lehmann.pdf (2015.02.03.)
- Fiorentini, Riccardo [2011]: Global Imbalances, the International Crisis and the Role of the Dollar. *University of Verona Working Paper Series*, No. 18
- Frenkel, Michael – Sondergaard, Jens [1999]: How does EMU affect the Dollar and the Yen as International Reserve and Investment Currencies? *Research notes in economics & statistics*, No. 99-5, DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.164550>
- Galati, Gabriele – Wooldridge, Philip [2006]: The euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar? *BIS Working Papers*, No. 218.
- Gallarotti, Giulio M. [1995]: *The Anatomy of an International Monetary Order: The Classical Gold Standard, 1880-1914*. Oxford University Press, New York.
- Garber, Peter M. [1993]: The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System. In: Bordo, Michael D. – Eichengreen, Barry (szerk.): *A Retrospective on the Bretton Woods System. Lessons for International Monetary Reform*. The University of Chicago Press, Chicago, pp. 461-494.
- Geraats, Petra M. [2008]: ECB Credibility and Transparency. *European Economy, Economic Papers*, No. 330, DOI: <http://dx.doi.org/10.2765/82582>
- Gilpin, Robert [2004]: *Nemzetközi politikai gazdaságtan*. Bucipe, Budapest.
- Giovannini, Alberto [1986]: Rules of the Game during the International Gold Standard: England and Germany. *Journal of International Money and Finance*, 5(4), pp. 467-483., DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0261-5606\(86\)90005-7](http://dx.doi.org/10.1016/0261-5606(86)90005-7)

- Greenspan, Alan [2001]: The paydown of federal debt. *Speech Before the Bond Market Association, White Sulphur Springs, West Virginia* <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/Speeches/2001/20010427/default.htm> (2014.02.15.)
- Gruber, Joseph W. – Kamin, Steven, B. [2005]: Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances. *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, Number 846*, <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2005/846/ifdp846.pdf> (2015.03.05.)
- Hamada, Koichi – Okada, Yasushi [2009]: Monetary and international factors behind Japan's lost decade. *Journal of The Japanese and International Economies*, 23 (2), pp. 200-219., DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jjie.2009.01.004>
- Hausmann, Ricardo - Federico Sturzenegger [2005]: Dark Matter Makes the U.S. Deficit Disappear. *Financial Times* (8 December), pp. A15.
- Henning, C. Randall [2006]: The Exchange-Rate Weapon and Macroeconomic Conflict. In: Andrews, David M. (szerk.): *International Monetary Power*. Cornell University Press, pp. 117-138.
- Henning, C. Randall [2012]: Choice and Coercion in East Asian Exchange Rate Regimes, *Peterson Institute for International Economics Working Paper Series*, WP 12-15, <http://www.iie.com/publications/wp/wp12-15.pdf> (2015.02.03.)
- Horii, Akinara [1986]: The Evolution of Reserve Currency Diversification. *BIS Economic Paper*, No. 18
- Huang, Yiping - Wang, Daili – Fan, Gang [2014]: Paths to a Reserve Currency: Internationalization of the Renminbi and Its Implications. *ADB Working Paper 482*, DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2441821>
- Hume, David [1997]: On the balance of trade. In: Eichengreen, Barry – Flandreau, Marc (szerk.): *The Gold Standard in Theory and History*. Second Edition, Taylor & Francis e-Library, pp. 24-30.
- Hunyadi, László – Vita, László [2002]: *Statisztika közgazdászoknak*. Akadémiai Nyomda, Martonvásár.
- Ichimura, Shinichi [2012]: What Lessons Do the Lost Two Decades of the Japanese Economy Give to the Other Economies? *Center on Japanese Economy and Business Occasional Paper Series*, January 2012, No. 59 <http://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac%3A146868> (2015.02.15.)
- IMD [2015]: World Competitiveness Yearbook 2015. *IMD World Competitiveness Center*, Lausanne.
- IMF [2011]: World Economic Outlook, Tensions from the Two-Speed Recovery, Unemployment, Commodities, and Capital Flows. *International Monetary Fund*, April 2011, DOI: <http://dx.doi.org/10.5089/9781616350598.081>
- IMF [2011a]: Assessing Reserve Adequacy. *IMF Policy Paper*, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf> (2014.03.25.)
- IMF [2013]: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. 2013, *International Monetary Fund*,

- DOI: <http://dx.doi.org/10.5089/9781484366806.012>
- IMF [2013a]: European Union: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation—Technical Note on Financial Integration and Fragmentation in the European Union. *IMF Staff Country Reports*,
DOI: <http://dx.doi.org/10.5089/9781475546149.002>
- IMF [2014]: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. 2014, *International Monetary Fund*,
DOI: <http://dx.doi.org/10.5089/9781498304092.012>
- IMF [2015]: Fiscal Monitor, April 2015 : Now Is the Time: Fiscal Policies for Sustainable Growth. *International Monetary Fund*, Fiscal Monitor Series,
DOI: <http://dx.doi.org/10.5089/9781498396387.089>
- IMF [2015a]: Review of the Method of the Valuation of the SDR – Initial Considerations, *IMF Policy Paper*,
<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/071615.pdf> (2015.08.08.)
- Jeanne, Olivier [1995]: Monetary Policy in England, 1893-1914: A Structural VAR Analysis. *Explorations in Economic History*, 32:(3), pp. 302-326.
- Jeanne, Olivier [2007]: International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing? *Brookings Paper of Economic Activity*, 1:2007, pp. 1-55.
- Kang, J. Shik – Shambaugh, Jay C. [2013]: The Evolution of Current Account Deficits in the Euro Area Periphery and the Baltics: Many Paths to the Same Endpoint. *IMF Working Paper*, WP13/169,
DOI: <http://dx.doi.org/10.5089/9781475594270.001>
- Kawai, Masahiro – Pontines, Victor [2014]: Is There Really a Renminbi Bloc in Asia? *ADB Working Paper*, No. 467,
DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2405822>
- Kenen, B. Peter [2009]: Currency Internationalization: An Overview. *Paper Presented at the BoK/BIS Seminar on Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific*, Seoul, 19-20 March,
<https://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.01.pdf> (2015.03.02.)
- Kerékgyártó, Györgyné – Mundruczó, György – Sugár, András [2007]: *Statisztikai módszerek és alkalmazásuk a gazdasági, üzleti elemzésekben*. Javított kiadás, Aula Kiadó, Budapest.
- Kirshner, Jonathan [1995]: *Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power*. Princeton University Press, New Jersey.
- Kirshner, Jonathan [2005]: Currency and Coercion in the Twenty-First Century. *EUI Working Papers RSCAS*, No. 2005/13,
http://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/3362/05_13.pdf?sequence=1
(2015.03.22.)
- Krasner, Stephen D. [1982]: Structural Causes and Regime Consequences: Regimes as Intervening Variables. *International Organization*, 36 (2), pp. 185 – 205.,
DOI: <http://dx.doi.org/10.1177/0022343395032001009>

- Krugman, Paul [1984]: The International Role of the Dollar: Theory and Prospect, In: Bilson, John F. O. – Marston, Richard C. [szerk.]: *Exchange Rate and Practice*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 261-278.
- Kutasi, Gábor [2010]: Az amerikai kamatpolitika a 2007-2009-es válságban. *Pénzügyi Szemle*, LV (1), pp. 84-100.
- Kutasi, Gábor – Vígvári, Gábor – Dani, Ákos [2011]: Nemzetgazdasági versenyképesség: elmélet, mérés, esettanulmányok. *BCE Világgazdasági tanszék, TM 47 sz. műhelytanulmány*
- Landais, Bernard [2010]: The monetary origins of the economic and monetary crisis. *Journal of Applied Economic Sciences*, V/ 3 (13), pp. 280-291.
- Leigh, D. [2010]: Monetary Policy and the Lost Decade: Lessons from Japan. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42 (5), pp. 833–57., DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1538-4616.2010.00309.x>
- Li, Quan [2003]: The Effect of Security Alliances on Exchange-Rate Regime Choices. *International Interactions*, 29:2, pp. 159-193., DOI: <http://dx.doi.org/10.1080/03050620304600>
- Lin, Justin Y. – Fardoust, Shahrokh – Rosenblatt, David [2012]: Reform of the International Monetary System. A Jagged History and Uncertain Prospects. *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 6070, DOI: <http://dx.doi.org/10.1596/1813-9450-6070>
- Lim, Ewe-Ghee [2006]: The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data. *IMF Working Paper*, WP/06/153, DOI: <http://dx.doi.org/10.5089/9781451864137.001>
- Lőrincné, Istvánffy H. [2004]: *Nemzetközi pénzügyek*. 2. kiadás, Aula Kiadó, Budapest.
- Mateos y Lago, Isabelle - Duttagupta, Rupa - Goyal Rishi [2009]: The Debate on the International Monetary System. *IMF Staff Position Note*, SPN/09/26
- McCauley, Robert [2011]: Renminbi internationalisation and China's financial development. *BIS Quarterly Review*, December 2011, pp. 41-56.
- McKinnon, Ronald I. [1993]: The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective. *Journal of Economic Literature*, Vol. XXX (March 1993), pp. 1-44.
- McKinsey [2009]: An exorbitant privilege? Implications of reserve currencies for competitiveness. *McKinsey Global Institute Discussion Paper*, December 2009, http://www.mckinsey.com/insights/economic_studies/an_exorbitant_privilege (2014.05.3.)
- McNamara, Kathleen R. – Meunir, Sophie [2002]: Between national sovereignty and international power: what external voice for the euro? *International Affairs*, 78 (4), pp. 849-868., DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/1468-2346.00283>
- Meissner, Christopher M. [2002]: A New World Order: Explaining the Emergence of the Classic Gold Standard. *NBER Working Paper*, No. 9233, DOI: <http://dx.doi.org/10.3386/w9233>

- Meissner, Christopher M. – Oomes, Nienke [2008]: Why Do Countries Peg the Way They Peg? The Determinants of Anchor Currency Choice. *IMF Working Paper*, WP/08/132, DOI: <http://dx.doi.org/10.5089/9781451869910.001>
- Mohan, Rakesh – Patra, D. Michael – Kapur, Muneesh [2013]: The International Monetary System: Where Are We and Where Do We Need to Go? *IMF Working Paper*, WP/13/224, DOI: <http://dx.doi.org/10.5089/9781475514148.001>
- Morys, Matthias [2007]: Adjustment under the Classical Gold Standard (1870s-1914): How Costly Did the External Constraint Come to the European Periphery? *Oesterreichische Nationalbank Workshops*, No. 13/2008
- Morys, Matthias [2007a]: The emergence of the Classical Gold Standard. *Seventh Conference of the European Historical Economics Society*, Lund, 1st July 2007, <https://dogmaseenigmas.files.wordpress.com/2012/12/morris2007.pdf> (2015.01.12.)
- Morys, Matthias [2010]: Monetary Policy under the Classical Gold Standard (1870s-1914). *Cherry Discussion Paper Series*, 01/10
- Mundell, Robert [2000]: The Euro and the Stability of the International Monetary System. In: Mundell, Robert – Cleese Armand (szerk.): *The Euro as a Stabilizer in the International Economic System*, Kluwer Academic, Boston, pp. 57-84., DOI: http://dx.doi.org/10.1007/978-1-4615-4457-9_5
- Nickel, Christiane – Vansteenkiste, Isabel [2008]: Fiscal Policies, the Current Account and Ricardian equivalence. *European Central Bank Working Paper Series*, No. 935
- Nurkse, Ragnar [2005]: The gold exchange standard. in: Eichengreen, Barry – Flandreau, Marc (szerk.): *The gold standard in theory and history*. Second Edition, Taylor & Francis e-Library, pp. 188-206.
- Obstfeld, Maurice – Taylor, Alan M. [2003]: Sovereign Risk, Credibility, and the Gold Standard: 1870-1913 versus 1925-1931. *Economic Journal*, vol. 113, pp. 241-275., DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/1468-0297.00128>
- Obstfeld, Maurice - Rogoff, Kenneth [2009]: Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes. *Paper prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference*, <http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/santabarbara.pdf> (2013.08.12.)
- Ocampo, José A. [2007]: The Instability and Inequities of the Global Reserve System. *International Journal of Political Economy*, 36(4), pp. 71-96., DOI: <http://dx.doi.org/10.2753/IJP0891-1916360405>
- OECD [2012]: Looking to 2060: Long-term global growth prospects. *OECD Economic Policy Papers*, No. 3, DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/5k8zxpjsggf0-en>
- Palley, Thomas I. [2015]: The theory of global imbalances: mainstream economics vs structural Keynesianism, *Review of Keynesian Economics*, 2015-01-01, pp. 45-62., DOI: <http://dx.doi.org/10.4337/roke.2015.01.04>
- Papaioannou, Elias – Portes, Richard [2008]: Costs and benefits of running an international currency. *European Economy Economic Papers*, 348, November 2008, DOI: <http://dx.doi.org/10.2765/20451>

- Pisany-Ferry, Jean – Sapir, André [2010]: Capeando el temporal: La gobernanza en la zona euro en los buenos tiempos y en los turbulentos. In: Federico Steinberg (szerk.): *El euro al rescate de Europa*, Marcial Pons, Madrid, pp. 73-91.
- Portes, Richard – Rey, Helene [1998]: The Emergence of the Euro as an International Currency. *NBER Working Paper*, No. 6424., DOI: <http://dx.doi.org/10.3386/w6424>
- Posen, Adam S. [2003]: It Takes More than a Bubble to Become Japan. *Peterson Institute for International Economics*, WP 03-9.
- Posen, Adam S. [2008]: Why the Euro will Not Rival the Dollar. *International Finance*, 11 (1), pp. 75-100., DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-2362.2008.00217.x>
- Prasad, Eswar – Ye, Lei [2012]: The Renminbi's Role in the Global Monetary System. *IZA Discussion Papers*, No. 6335
- Prasad, Eswar [2014]: Global Implications of the Renminbi's Ascendance. *ADB Working Paper Series*, No. 469, DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2417189>
- PwC [2013]: World in 2050. The BRICs and beyond: prospects, challenges and opportunities. *PWC Economics*, January 2013, http://www.pwc.com/en_GX/gx/world-2050/assets/pwc-world-in-2050-report-january-2013.pdf (2014.01.12.)
- Schiller, R. J. [2007]: Understanding Recent Trends in House Prices and Homeownership. *NBER Working Paper*, No. 13553, DOI: <http://dx.doi.org/10.3386/w13553>
- SIPRI [2015]: Trends in World Military Expenditure, 2014. *SIPRI Fact Sheet*, April 2015, <http://books.sipri.org/files/FS/SIPRIFS1504.pdf> (2015.07.01.)
- Stiglitz, Joseph [2006]: *Die Chancen der Globalisierung*, Siedler Verlag, München.
- Subramanian, Arvind [2011]: *Eclipse: Living in the Shadow of China's Economic Dominance*. Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.
- Subramanian, Arvind – Kessler, Martion [2012]: The Renminbi Bloc is Here: Asia Down, Rest of the World to Go? *Peterson Institute for International Economics Working Paper Series*, WP 12-19, <http://www10.iadb.org/intal/intalcdi/PE/2012/10618.pdf> (2015.03.03.)
- Szentes Tamás [2005]: *Világgazdaságtan I. Elméleti és módszertani alapok*. Aula kiadó, Budapest.
- Taylor, John B. [2007]: Housing and Monetary Policy. *NBER Working Paper Series*, No. 13682, DOI: <http://dx.doi.org/10.3386/w13682>
- TI [2015]: Freedom in the World 2015. *Transparency International*, www.freedomhouse.org/report/freedom-world/freedom-world-2015 (2015.09.12.)
- Törös, Ágnes [2013]: Az árfolyam-politika szerepe Kína gazdasági növekedésében. *Budapesti Corvinus Egyetem, PhD-disszertáció*, DOI: <http://dx.doi.org/10.14267/phd.2014019>
- Trichet, Jean C. [2007]: Transcript of the questions asked and the answers given at the ECB press conference, 6 June 2007. *European Central Bank*,

- <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2007/html/is070606.en.html>
(2013.10.12.)
- Triffin, Robert [1960]: *Gold and the Dollar Crisis*. Yale University Press, New Haven.
- UNCTAD [2009]: The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies. *Report by the UNCTAD Secretariat Task Force on Systemic Issues and Economic Cooperation*. http://unctad.org/en/Docs/gds20091_en.pdf (2010.10.07.)
- Vallée, Shahin [2012]: The Internationalisation Path of the Renminbi. *Bruegel Working Paper*, 2012/05,
http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/WP_2012_05_rmb.pdf (2015.05.03.)
- Warnock, Francis E. - Warnock, Veronica C. [2009]: International capital flows and U.S. interest rates. *Journal of International Money and Finance*, 28 (6), pp. 903-919., DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jimonfin.2009.03.002>
- Wijnholds, Johannes D. B. – Sondergaard, Lars Q. [2007]: Reserve Accumulation, Objective or By-Product? *ECB Occasional Paper Series*, No. 73
- World Bank [2011]: Multipolarity: The New Global Economy, *World Bank, Washington DC.*, DOI: <http://dx.doi.org/10.1596/978-0-8213-8692-7>
- World Bank [2013]: China 2030, Building a Modern, Harmonious, and Creative Society. *World Bank, Washington DC.*, DOI: <http://dx.doi.org/10.1596/978-0-8213-9545-5>.
- Wyplosz, Charles [2007]: The Foreign Exchange Reserves Buildup: Business as Usual? *Paper prepared for the Workshop on Debt, Finance and Economic Issues in Financial Integration, United Nations Department of Economic and Social Affairs and Commonwealth Secretariat, London (March 6-7)*,
<http://www.un.org/esa/ffd/events/2007debtworkshop/Wyploz.pdf> (2014.05.06.)
- Zhang, Chengsi – Clovis, Joel [2010]: China inflation dynamics: Persistence and policy regimes. *Journal of policy modeling*, 32 (3), pp. 373-388., DOI: <http://doi.doi.org/10.1016/j.jpolmod.2010.02.007>
- Zhang, Liqing – Tao, Kunyu [2014]: The Benefits and Costs of Renminbi Internationalization. *Asian Development Bank Institute*, No. 481, DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2441110>
- Zhou Xiaochuan [2009]: Reform the International Monetary System, *Essay by the Governor of the People's Bank of China*,
<http://www.bis.org/review/r090402c.pdf> (2014.04.29.)

Adatbázisok:

Bank for International Settlements (BIS) Statistics
<http://www.bis.org/statistics/index.htm>

Bureau of Economic Analysis (BEA)
<http://www.bea.gov/>

Chinese State Administration of Foreign Exchange Data and Statistics
<http://www.safe.gov.cn/wps/portal/english/Data>

Chinn-Ito index (KAOPEN) database
http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm

European Central Bank Statistics
<http://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>

Eurostat Database
<http://ec.europa.eu/eurostat/>

International Monetary Fund, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)
<http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>

International Monetary Fund, International Financial Statistics (IFS)
<http://data.imf.org/?sk=5DABAFF2-C5AD-4D27-A175-1253419C02D1>

International Monetary Fund, World Economic Outlook (WEO)
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/index.aspx>

Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI) Military Expenditure Database
http://www.sipri.org/research/armaments/milex/milex_database

Trading Economics Credit Rating Database
<http://www.tradingeconomics.com/country-list/rating>

UNCTAD Statistics
<http://unctad.org/en/Pages/Statistics.aspx>

U.S. Department of the The Treasury Resource Center
<http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/Pages/index.aspx>

World Bank Open Data
<http://data.worldbank.org/>

9 A témakörrel kapcsolatos saját publikációk

Magyar nyelvű publikáció

Tudományos könyvfejezet

1. Dani, Ákos [2010]: *A nemzetközi pénzügyi globalizáció és a 2007-es gazdasági válság összefüggései; A globális egyensúlytalanságok kérdése*. In: Zádor, Márta (szerk.): *Két válság között, A magyar gazdaság wargabetűje, 1990-2010*. Budapest, ECOSTAT, I. 2., 6.2. fejezetek
2. Dani, Ákos [2013]: *Valuták közötti versengés a XXI. század elején*. In: Bóka Éva (szerk.): *Az EU: problémák és alternatívák*. GROTIUS E-KÖNYVTÁR / 61, pp. 79-118.

Referált szakmai folyóirat

3. Dani, Ákos – Törös, Ágnes [2011]: *Kínai szuverén alapok: út a tartós fejlődéshez? Pénzügyi Szemle, 56 (2), pp. 237-251.*

Egyéb

4. Dani, Ákos [2009]: *A világgazdasági válságra adott monetáris válaszok. ECOSTAT Műhelytanulmány, 2009. szeptember*
5. Dani, Ákos [2010]: *A tartalékvaluta-rendszer a XXI. század elején. GROTIUS, 2010. november*
6. Kutasi, Gábor – Vigvári, Gábor – Dani, Ákos [2011]: *Nemzetgazdasági versenyképesség: elmélet, mérés, esettanulmányok. TM 47. számú műhelytanulmány, BCE Világgazdasági Tanszék*

Idegen nyelvű publikáció

Referált szakmai folyóirat

7. Ákos, Dani – Ágnes, Törös [2011]: *China's Sovereign Wealth Funds: A path to sustained development? Public Finance Quarterly, 56 (2), pp. 241-256.*