



**Nemzetközi
Kapcsolatok
Doktori Iskola**

TÉZISGYŰJTEMÉNY

Dani Ákos

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

című Ph.D. értekezéséhez

Témavezető:

Benczes István, Dr. habil
egyetemi tanár

Budapest, 2015

Világgazdasági Intézet

TÉZISGYŰJTEMÉNY

Dani Ákos

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

című Ph.D. értekezéséhez

Témavezető:

Benczes István, Dr. habil
egyetemi tanár

© Dani Ákos

Tartalomjegyzék

1. Kutatási előzmények és a téma indoklása.....	4
2. A felhasznált módszerek	8
3. Az értekezés eredményei	13
3.1. A nemzetközi monetáris rendszer koncentrációja	13
3.2. Az euró mint a dollár vetélytársa.....	14
3.3. A renminbi mint feltörekvő nemzetközi valuta.....	16
4. Következtetések összegzése.....	18
5. Főbb hivatkozások	20
6. A témakörrel kapcsolatos saját publikációk	24

1. Kutatási előzmények és a téma indoklása

A 2008-as világgazdasági válság kitörését követő időszakban egyre több tanulmány született a nemzetközi monetáris rendszer előtt álló kihívásokról és a dollár csökkenő világgazdasági jelentőségéről. Nem csupán a feltörekvő országok részéről fogalmazódtak meg a nemzetközi monetáris rendszerrel kapcsolatos fenntartások, hanem az Egyesült Államokban is megerősödtek a rendszer gyengeségeit kiemelő hangok, amelyek egyúttal a dollár szerepének visszaszorulását vetítik előre.

2015-ből visszatekintve Nixon amerikai elnök 1971-ben hozott döntése, amely értelmében feloldották a dollár aranyhoz történő rögzítését nem csupán a Bretton Woods-i rendszer végét jelentette, hanem mindenfajta nemzetközi monetáris rendszer lezárultát is maga után hozta. Az első világháború előtt sikeresen működtetett klasszikus aranystandard-rendszer, majd az első világháború után restaurált és felemás eredményeket hozó aranystandard és az 1944-ben létrehozott Bretton Woods-i rendszer után az 1971 utáni évtizedeket a „nem-rendszer” fogalmával illelhetjük. (Mateos y Lago et al [2009]) Mindez azt jelenti, 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 szisztémáját, az az amerikai valuta lenne. 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]) Az amerikai valuta 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 szóba jöhető potenciális vetélytársak, így például a német márka és a japán jen nem voltak képesek még megközelíteni sem a dollár nemzetközi szerepét.

Az ezredfordulótól kezdődően azonban többen is a dollár közeljövőben várható gyengülő befolyásáról értekeztek. (Chinn – Frankel [2008], Portes – Rey [1998]) 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 véleményeket. 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. 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 dollár kulcsvaluta szerepének köszönhetően a devizatartalékok nagy részét dollárban denominált likvid eszközökben, elsősorban az Egyesült Államok által kibocsátott államkötvényekben 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 szereplőket, vagyis az amerikai állam és a lakosság eladósodását. Előbbi esetben 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 érkezünk. Az alulértékelt valutaárfolyamot fenntartó ázsiai országok és az olajexportáló államok komoly 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 világgazdasági válság kitörése után több szakértő is egy több lábon álló monetáris rendszer irányába történő elmozdulás mellett érvelt. (Eichengreen [2009], Cohen [2011], World Bank [2011])

A disszertáció fókuszában a kétezres évek fejleményei állnak, de ez nem jelenti azt, hogy hanyagolnánk a történelmi megközelítést. Célunk a nemzetközi monetáris rendszerrel összefüggésbe hozható világgazdasági jelenségek tanulmányozása, így a globális egyensúlytalanságok és az Egyesült Államok gazdaságpolitikája mellett az euró és a kínai

renminbi nemzetköziesedésének kérdéskörét tárgyaljuk. 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 renminbi felzárkózni a dollár mellé? Kína gyors ütemű gazdasági növekedése és külkereskedelmi teljesítménye megfelelő alapot jelent-e a renminbi jelentős nemzetköziesedéséhez? Végző soron arra keressük a választ, hogy a nemzetközi monetáris rendszer második világháború után tapasztalt tehetetlensége, vagyis a valutáris piramis tetején elhelyezkedő valuta állandósága napjaink világgazdasági rendszerében is fennmarad-e.

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 2001 és 2013 közötti időszakban. Jelenleg tehát még korai egy több lábon álló nemzetközi monetáris rendszerről beszélni.

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 az elmúlt évtizedekben, messze elmarad az Egyesült Államokétól. Az európai pénzügyi piacok széttördezettisége következtében az euróban denominált pénzügyi eszközök kevésbé vonzóak a dollárhoz képest. Az európai külpolitika és a nemzetközi érdekérvényesítő képesség gyengesége tovább fékezi az euró nemzetköziesedésének előrehaladását.

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 hetvenes évek végi 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 egyelőre válságállóbbnak bizonyult a fejlett országokénál.

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.

2. A felhasznált módszerek

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 az ehhez kapcsolódó 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.

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 (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. Jelen 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 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 valutartalékok 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 cikkem keresztül tárgyalja az euró nemzetköziesedésének relatív gyengeségéhez vezető makrogazdasági és intézményi okokat, 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 renminbi

nemzetköziesedésével foglalkozó, az Ázsiai Fejlesztési Bank (ADB) által publikált tanulmányok.

A monetáris hatalom és a valuták közötti versengéssel kapcsolatos alapvető fogalmak meghatározásához szintén Benjamin Cohen művei nyújtottak segítséget. Két tanulmánykötetet emelhetők ki, az egyik az angolul Global Monetary Governance címmel 2008-ban kiadott mű (Cohen [2008]), míg a másik a 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.

A jelen disszertáció által is osztott 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 első hipotézis teszteléséhez a nemzetközi valuták világgazdaságban betöltött funkcióiból indulunk ki. 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 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 valutához rögzítheti a nemzeti pénz árfolyamát. A kormányzati használathoz kapcsolódó harmadik funkció, vagyis a fizetési eszköz a devizapiaci intervenciók végrehajtására, vagyis a valutatartalékok használatára 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 a tranzakció lebonyolítása érdekében, ami

tovább növeli egy nemzetközi valuta 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 szerepét, 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])

Az első hipotézis teszteléséhez 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 értékösszegeből. Ezzel szemben a Herfindahl-Hirschmann indexet az egységeknek az értékösszegeből 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 második és a harmadik hipotézis bizonyításához az elméleti részben kifejtett, a nemzetköziesedéshez szükséges feltételek meghatározása jelenti a kiindulópontot. A következőkben összefoglalás céljából a vizsgálati szempontokat ismertetjük. 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. (Eichengreen - Frankel [1996], Subramanian [2011]) A nemzetközi valutába, mint értékmegőrzőbe vetett bizalom

szempontjából az egyik fontos tényező a valuta értékállósága. (Cheng – Peng – Shu [2009]) Ahhoz, hogy egy nemzeti valuta érdemi nemzetközi szerepet töltsön be nem elég a nemzetgazdaság stabil makrogazdasági teljesítménye és a világtermelésben betöltött vezető vagy ahhoz közeli pozíció. Ezt a két feltételt szükséges, de nem elégséges kondíciónak tekinthetjük. A kulcsvalutát 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 pénzügyi piacok likviditása elsősorban a kormány által kibocsátott állampapírok másodpiacának likviditására vonatkozik, mivel a külföldi jegybankok nagyrészt kormánykötvények formájában halmozzák fel nemzetközi tartalékaikat.

A valuta tartós értékállóságába fektett bizalom egyik alapja a kibocsátó államba, mint politikai egységbe vetett bizalom. Utóbbit 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. 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. (Li [2003]) 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 kapcsán 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.

3. Az értekezés eredményei

3.1. A nemzetközi monetáris rendszer koncentrációja

A nemzetközi valuták elméleti részben tárgyalt összesen hat funkciójából négy vizsgálatán keresztül statisztikai módszerekkel értékeltük a nemzetközi monetáris rendszer 2001 és 2013 közötti koncentrációjának alakulását. Az alábbiakban a legfontosabb megállapításainkat ismertetjük.

A nemzetközi devizapiaci forgalmat tekintve 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. 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 tárgult 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.

A tartalékvaluták devizális összetétele kapcsán megállapítottuk, hogy 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.

A három általunk vizsgált szempontot először a CR koncentrációs arányszám segítségével összesítettük. 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.

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 jelentős.

Az IMF klasszifikációja szerint 2013-ban 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 annál, mint amit az országok száma elsőre sugall, mivel komoly különbségek vannak az egyes valutájukat rögzítő országok gazdasági súlya között. 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 mutató csupán 14,4 százalék.

Az ismertett idősorok és a felhasznált 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 érdemben nem változott, továbbra is a dollár a világgazdaság kulcsvalutája, míg az euró egy távoli másodiknak tekinthető. Mindez természetesen nem jelenti azt, hogy a közeljövőben ne mozdulhatna el a rendszer egy több, megközelítőleg azonos súlyú valutára épülő rendszer irányába.

3.2. Az euró mint a dollár vetélytársa

A második és a harmadik hipotézis teszteléséhez az elméleti részben szempontrendszer alapján vizsgáltuk az euró, illetve a renminbi nemzetközi szerepét erősítő és gyengítő tényezőket. Az euró nemzetköziesedéséhez kapcsolódó potenciál tekintetében összefoglalásként a következő megjegyzéseket tehetjük. A méretgazdaságossági előnyök kihasználása érdekében fontos globális termelésben és kereskedelemben napjainkban 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 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 piacai önmagukban fejlettnek 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. 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.

3.3. A renminbi mint feltörekvő nemzetközi valuta

A múlt évszázad hetvenes éveinek végén kezdődő gazdasági reformfolyamat következtében tartósan magas kínai gazdasági növekedés eredményeképpen napjainkban már Kína a világ második legnagyobb gazdasági hatalma és vezető exportőre. A kínai valuta azonban sokáig szinte egyáltalán nem játszott nemzetközi szerepet, ami nagyrészt a gazdasági modellel összefüggő alulértékelt valutaárfolyamhoz kapcsolódó tőkekorlátozásokra vezethető vissza. A 2008 utáni időszakban lazuló kínai pénzügyi szabályozás 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 komoly mértékben emelkedett. A legtöbb általunk vizsgált tanulmány szerint a kínai valuta a következő években tovább növelheti nemzetközi szerepét.

A kínai valuta világgazdasági szerepének további jelentős emelkedése előtt azonban nem elhanyagolható akadályok állnak. A kínai exportteljesítményre alapozó napjainkig lezajlott nemzetköziesedés során komoly mértékben nőtt a kínai kivitel renminbiben lebonyolított aránya, azonban a vezető nemzetközi valutákat rendszerint két eltérő valutát használó állam kereskedelmi tranzakciói kapcsán is használják, ami eddig nem jellemző a renminbi esetében.

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 berendezkedés és a szabadságjogok hiánya hosszabb távon is csökkenthetik 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. 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 patrícius valuta vagy a csúcsvaluta 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. 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.

4. Következtetések összegzése

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.

Az első hipotézis kapcsán statisztikai módszerek segítségével megállapítottuk, hogy bár 2001 és 2013 között némileg csökkent a monetáris rendszerben szerepet játszó nemzetközi valuták koncentrációja, még mindig a dollár a világgazdaság kulcsvalutája. Napjainkban tehát még nem beszélhetünk egy több lábbon álló nemzetközi monetáris rendszerről, továbbra is csak egy csúcsvaluta jellemzi a világgazdaságot.

A második hipotézis vizsgálata kapcsán kimutattuk, hogy mivel az eurózóna nem egy egységes állam, hanem egy jelenleg 19 országot magában foglaló monetáris övezet az euró nem képes túllépni a patrícius valuta szerepkörén. 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.

A harmadik hipotézis kifejtése során rávilágítottunk, hogy a kínai politikai rendszer autoriter jellege és a jogállam tekintetében fennálló hiányosságok tartósan fékezhetik a külföldi befektetők kínai eszközök iránti bizalmát. Emellett a kínai pénzügyi rendszer fejletlensége hosszabb távon is visszafogja 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 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 sokk 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.

5. Főbb hivatkozások

- 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>
- Benczes, István – Rezessy, Gergely [2013]: Kormányzás Európában, trendek és törésvonalak. *Pénzügyi Szemle*, 58 (2), pp. 136-150.
- 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>
- 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.
- Caballero, Ricardo J. [2006]: On the macroeconomics of asset shortages. *NBER Working Paper*, No. 12753, DOI: <http://dx.doi.org/10.3386/w12753>
- Cheng, Hongyi – Peng, Wensheng – Shu, Chang [2009]: The Potential of the Renminbi as an International Currency. *BIS Asian Office Research Paper*, August 2009
- 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>
- 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. [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>
- 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 - 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 [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 [2008]: *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*. Second Edition, Princeton University Press, Princeton.
- 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 [2011]: *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar*. Oxford University Press, New York.
- 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.
- 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.)
- 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.
- 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.)
- 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.
- Kirshner, Jonathan [1995]: *Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power*. Princeton University Press, New Jersey.
- 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.
- 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>
- Mateos y Lago, Isabelle - Duttagupta, Rupa - Goyal Rishi [2009]: The Debate on the International Monetary System. *IMF Staff Position Note*, SPN/09/26
- 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>
- 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>
- 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 - 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>
- 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>
- Subramanian, Arvind [2011]: *Eclipse: Living in the Shadow of China's Economic Dominance*. Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.
- 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>

6. 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.