

GÁBOR TAMÁS

AZ ASZIMMETRIKUS DOLLÁR-ALAPÚ MONETÁRIS RENDSZER ÉS A GLOBÁLIS PÉNZÜGYI EGYENSÚLYTALANSÁGOK

*A tanulmány korunk dollár-alapú monetáris rendszeréből fakadó aszimmetriákat kívánja bemutatni, összevetve a Keynes által a 40-es években kidolgozott valutaunió javaslatokkal, amelyek mind a mai napig hasznos iránymutatással szolgálhatnak korunk monetáris pénzügyi rendszerének jövőbeli reformfolyamata során. A globális egyensúlytalanságok kialakulásáért felelős amerikai-kínai egymásrautaltság és a dollár hegemoniája nem tartható fenn tovább. A krízis felerősítheti a globális egyensúly megteremtését és egy új „szuperfüggetlen világpénz” létrehozását célzó kezdeményezéseket.*

JEL F-33

A Bretton-Woods-i rendszer összeomlása óta a világ pénzügyi rendszerét többé-kevésbé a globális pénzügyi egyensúlytalanság állapota jellemezte és jellemezi mind a mai napig. Ez alatt a következő folyamatok együttes fennállását értjük: (1) az USA egyre növekvő folyó fizetési mérleg hiányát, amely a fejlődő, feltörekvő országok folyó fizetési mérleg többleteivel áll szemben; (2) az amerikai pénzügyi eszközök, különösképpen az államkötvények felhalmozódását az egyes feltörekvő országok jegybankjainak tartalékaiban (Kína, India, Brazília, Oroszország, Arab országok); (3) az USA rekord magas fogyasztását és soha nem látott alacsony megtakarítását, míg a másik oldalon, a fejlődő országokban, az igen magas beruházási rátát is meghaladó megtakarítási ráta további növekedését; (4) a feltörekvő országok azon hajlamát, hogy a valutájukat valamilyen formában a dollárhoz kötik; (5) a korábbi korszakokhoz és a reálgazdasághoz képest többszörösére növekedett likviditást és spekulációt a világgazdaságban.

Mind akadémiai, mind politikai szinten hosszú évek óta tartó vita folyik arról, hogy a világgazdaság egyensúlytalansága egy „szükséges rossz” állapot-e, avagy a világgazdaság egésze szempontjából egy fenntarthatatlan helyzetet jelent, amely rendszerszintű kockázatokat rejt magában. *Úgy vélem azonban, hogy világgazdaságunk jelenkori válsága rávilágított a dollár-alapú rendszer gyenge pontjaira, az egypólusú világrendszer fenntarthatatlanságára és a multinacionális pénzügyi szervezetek, így a Nemzetközi Valutalap reformjának szükségességére.* Ahogy Csáki György (2009) is írta: az utóbbi évtizedekben az előbb említett „globális pénzügyi egyensúlytalanság volt a világgazdaság egyik legnagyobb kockázata. A dollárral szembeni végtelen bizalom azonban megakadályozta, hogy ez az egyensúlytalanság pénzügyi válságként törjön a felszínre.” A „felszínre törés” okait nem lehet pusztán az Egyesült Államok vagy Kína számlájára írni. Az utóbbi évtizedben kialakult szoros kereskedelmi és pénzügyi kapcsolat – amelyet Ferguson (2009) terminológiája alapján Chimerica-nak, magyarul Kínamerikának is neveznek – egy olyan „pénzügyi házasság” volt, ami az ezredfordulót követően lehetővé tette mindkét gazdaság számára, hogy száguldó sebességgel haladjon a gazdaság „világsztrádáján”.

Mindazonáltal a jelenlegi tartalékvaluta-rendszer gyengeségeinek egyre nyilvánvalóbb mivolta, a globális likviditás fékezhetetlen bősége és a globális felügyeleti–szabályozási rendszer hiányosságai rávilágítottak e „házasság” problémáira, ami egyre valószínűbb, hogy a válást fogja maga után vonni a következő években. Kína behajszolta magát a „dollár csapdájába”, mint ahogyan azt Krugman (2009) nagyon találóan megfogalmazta a *The New York Times* hasábjain. Ez pedig még inkább a jelenlegi tartalékvaluta rendszer problémáira hívja fel a figyelmet.

A globális pénzügyi egyensúlytalanságot a világgazdasági válság kitörése előtt Summers (2004) a „*pénzügyi terror egyensúlyának*” nevezte, amiben mindegyik szereplő a „*kemény landolás*”, azaz a világgazdaság mélyrepülésének elkerülésében volt érdekelt. A világgazdaság motorját egyik részről az amerikai fogyasztás, másik részről a kínai termelés és megtakarítás működtette. E már korábban említett kapcsolat egy olyan *félleg optimális egyensúlyt* jelentett, amely egyben egy *kényszer* is volt mindkét ország számára. Ha ugyanis Kína felhagyott volna az amerikai államkötvények vásárlásával, az beláthatatlan következményekkel – dollár súlyos leértékelődésével, negatív vagyonhatással, geopolitikai erőegyensúlyok átrendeződésével, a nemzetközi tőkeáramlás megfordulásával, a globális árszínvonal elszabadulásával és szűkülő exportlehetőséggel – járt volna.<sup>1</sup>

Miután az amerikai és az európai bankrendszer az amerikai másodlagos jelzálogpiaci válság tovaterjedésének következtében megrogyott – megelőzve a pénzügyi terror egyensúlyi állapotának összeroppanását –, azóta egyre több szakirodalom foglalkozik azzal a kérdéssel, hogy a *globális egyensúlytalanság miként és mennyiben járult hozzá korunk világválságának kialakulásához és elmélyüléséhez?* Sokak úgy vélik, hogy a rossz kockázatmenedzseléssel és elégtelen piaci felügyelettel párosult egyre szélesedő egyensúlytalanságnak komoly szerepe volt a válság kialakulásában.<sup>2</sup> Közülük sokan<sup>3</sup> már korábban is több alkalommal javasolták a nemzetközi monetáris rendszer újrafarmálását, azonban elképzelésük – amely az „új Bretton Woods-i” rendszer néven vonult be a szakirodalomba – nem került a gazdaságpolitika döntéshozói által megvalósításra.

## A DOLLÁR HEGEMÓN RENDSZER ÉS A RENDSZER ASZIMMETRIÁI

*Az olyan monetáris rendszert, amelyben a kulcsvaluta szerepét egy nemzeti valuta – jelen esetben a dollár – tölti be, aszimmetrikusnak nevezzük.* Ezt a különös helyzetet a Robert Triffin által fémjelzett *paradoxon* jól alátámasztja. Ez pedig úgy szól, hogy mialatt *egy ország saját pénznemével látja el a világot, nem tudja biztosítani a pénznem stabil értékét és árfolyamát.* Többek között Farkas (2010) is úgy látja, hogy a jelenlegi rendnek az előbbiekből kifolyólag több a hátránya, mint az előnye. Itt van az a pont, ahol a jelenlegi és Keynes által elképzelt monetáris rendszer leginkább különbözik. Keynes ugyanis egy olyan nemzetek felett álló hitelpénzt, szupervalutát képzelt el a nemzetközi elszámolásokban, amely a klíring unió egy tagjának gazdaságától, kormányától sem függött volna. E *szimmetrikus, egyensúlyi rendszer nem tenné lehetővé a globális egyensúlytalanságok ilyen mértékű kialakulását.*

A dollár hegemon rendszer hiányossága abból a tényből fakad, hogy a nemzetközi likviditást az Egyesült Államok jegybankja, a FED biztosítja. A jelenlegi rendszer aszimmetriáját Costabile (2008) hat pontban foglalja össze, amiket úgy kívánok bemutatni, hogy párhuzamosan melléjük állítom a keynes-i rendszer előnyeit.

Napjaink kulcsvaluta rendszerének a legnagyobb hibája az *egyoldalúságból* és a kibocsátó ország *kitüntetett szerepéből* fakad. A kulcsvaluta országának (a továbbiakban nevezzük „K” országnak) a valutája mind a nemzetközi kereskedelmi elszámolásokban, mind pedig az áruk és szolgáltatások árazásában kulcsszerepet kap. Ahhoz, hogy egy nem kulcsvaluta ország (nevezzük „N” országnak) a külföldi kereskedelemben részt tudjon venni, szüksége van intézményes szinten a kulcsvaluta felhalmozására, tartalékolására. Ez egyrészt kényelmessé teszi a kereskedelmi elszámolásokat, másrészt ellenállóbbá teszi a gazdaságot a külső gazdasági sokkal szemben.<sup>4</sup> A fejlődő, feltörekvő országok, kiemeltképpen Ázsia országai, különösen nagy figyelmet fordítanak a jegybanki dollártartalékok felhalmozására, amelyet legfőképpen az *1997-98-as ázsiai válsághullám fájdalmas tapasztalatai* tettek indokolttá. Példának okáért Kína, a világ legnagyobb tartalékával rendelkező országa, 2399 milliárd dolláros tartalékot halmozott fel 2009 végére, amelynek több mint kétharmadát amerikai dollárban denominált eszközökben, főként kötvényekben tartalékolja. A tartalékvaluta felhalmozását azonban más tényezők is motiválhatják. A feltörekvő országok a kulcsvaluta folyamatos vásárlásával *megakadályozzák saját valutájuk „K” országgal szembeni felülértékelődését,* így próbálva a *versenyképességbeli előnyöket megőrizni.* Erre azért is van szükség, mert

ezen országcsoportok – és itt újra az ázsiai országokra utalok – gazdaságuk felemelkedését az exportorientált gazdasági növekedésben látják, amellyel azonban egy olyan *dollársapdába* hajszolják magukat, amelyet Krugman (2009) és más neves közgazdászok nem győznek elégszer hangsúlyozni. Ezt Zhou (2009) a Kínai Jegybank kormányzója is burkoltan elismerte, amikor 2009 márciusában egy beszédében a *nemzetközi monetáris rendszer megreformálását*, és egy *új, nemzetől független tartalékvaluta* szükségességét vetítette előre. Végezetül a kulcsvaluta vásárlására motivációt jelent még a gazdaságilag instabil időkben tapasztalható *spekulációs támadások* ellen való felkészülés, amelynek hiányában „N” ország könnyedén ki van szolgáltatva a tőkeáramlások gyors, manipulatív célú megfordulásának.<sup>5</sup> Összefoglalva az előzőket: „K” ország által kibocsátott pénzügyi eszközök „N” ország által való felhalmozása „K” országot egy olyan kitüntetett, vezető szerepbe helyezi a nemzetközi gazdasági és politikai színtéren, amely lehetővé teszi az kulcsvaluta országának aszimmetrikus pozícióját. Máshogyan megfogalmazva, „K” ország az import és az adósságtörlesztés ellentételezéséül bankrendszerének adósságával fizet, aminek elméletileg a monetáris kínálat expanziója sem tud korlátot szabni.<sup>6</sup>

Mindezzel szemben a keynes-i tervben egy nemzetnek sem lenne az Egyesült Államokhoz hasonló megkülönböztetett szerepe, ebből kifolyólag egy ország jegybankjának sem kellene devizát tartalékolnia.

Másodszor, a kulcsvaluta ország különleges világgazdasági helyzete abból is fakad, hogy a világpénz kibocsátásából eredő ún. „*kamara hasznával*”, idegen nyelven a *seigniorageal* az Egyesült Államok rendelkezik.

Keynes szimmetrikus monetáris rendszerében nem létezne „K” ország, hiszen a nemzetközi forgalomban használt hitelpénzt, a bancort, egy nemzetek közössége által létrehozott monetáris szervezet bocsátaná ki. Így a „*kamara haszna*” egy ország előnyit sem gazdagítanak.

Harmadszor, a kulcsvaluta országának monetáris politikáját nem kötik azok a szigorú szabályok, mint amelyek az „N” országok esetén érvényesülnek. „K” ország valutája iránti kereslet – a kulcsvaluta világgazdasági szerepköréből adódóan – folyamatos, így *nem kell az árfolyam tartós leértékelődésétől tartania*. Mivel a nemzetközi elszámolások és a tartalékképzés során mindig szükség van a valutájára, ezért a kulcsvaluta országa hajlamos lesz arra, hogy *saját folyó fizetési mérlegének egyre növekvő hányadát újabb pénz nyomásával finanszírozza*. Törvényszerűen e hiány a másik oldalon „N” országok részéről finanszírozásra szorul. Ahogy növekszik a világgazdaság egésze, úgy bővül tovább a kulcsvaluta iránti kereslet. A globális gazdaság töretlen expanziója érdekében pedig „K” ország az eladósodás kárára és egyben „*kényelmére*” pótlólagos valutával árasztja el a világgazdaság egészét az import, a nemzetközi beruházások és az adósságeszközök újabb kibocsátása révén. E aszimmetrikus tőkeáramlás eredményeként a fejlődő, feltörekvő „N” országok *exportvezérelt gazdasági növekedési modell követésére vannak rákényszerítve*, amely „K” ország, azaz az USA kereskedelmi hiányának finanszírozását szolgálja. Úgy vélem korunk globális egyensúlytalanságának e paradox jelenség képezi az egyik forrását. E kapcsolatrendszer napjaink legekleatásabb példája az Egyesült Államok és Kína között fennálló kereskedelmi és pénzügyi egyensúlytalanság, amely egyben a globális gazdasági feszültségek legégetőbb problémája.<sup>7</sup>

Mindezzel ellentétben, a Keynes által vizionált monetáris rendszerben egy ország esetén sem beszélhetnénk a monetáris politika ilyen jellegű szabadságáról. Minden gazdaság a monetáris korlátok mozgásterét által kijelölt kereteken belül tudna csak működni. A szupranacionális szabályozási rendszer pedig szavatolná a rendszer egyensúlyát.

Negyedszer, az előző pontban felvázolt exportvezérelt gazdasági modell az említett hátrányok mellett további aránytalanságok okozója. Az *exportra alapozott növekedés* az egyik oldalon bár csökkenő munkanélküliséget és a reáljövedelmek növekedését eredményezheti az „N” országokban, a másik oldalon azonban *belföldi kiadások elmaradását* és a hazai *fogyasztás visszaesését* (vagy alulfejlettségét) okozza azáltal, hogy a belföldi kereslet helyett a *külföldi igényeknek igyekeznek megfelelni*. Ez a helyettesítés a *bérek korlátozásával* (vagy éppen a befagyasztásával), a *lakossági fogyasztás zsugorodásával*, a *jóléti kiadások megsappanásával* és *szigorú költségvetési politikával* járhat. Ezzel

ellentétes hatások figyelhetőek meg „K” ország esetében, ahol laza fiskális politikára van szükség annak érdekében, hogy a magas import következtében a hazai termelésre nehezedő nyomás enyhüljön.<sup>8</sup>

Keynes klíring uniójában minden tagország csak egy bizonyos mértékig és ideig lenne képes hiányt vagy többletet felhalmozni, így nem lenne szükség szufficités mérleg esetén a fiskális szigorra, deficités mérleg esetén pedig az expanzív költségvetésre.

Ötödször, a monetáris egyensúly hiánya a *tőkeáramok és a devizatartalékok alakulásában* is keresendő. A kulcsvaluta országa a fentebb említett speciális nemzetközi státusznak köszönhetően elárasztja valutájával a világ pénzügyi rendszerét. Ennek eredményeként a világpénz „N” országok jegybankjainak tartalékaiban szivódik fel. Pusztán elméleti szinten tehát „K” ország *külső nettó adóssága egyenlő lesz a többi ország tartalékainak értékével*. Az USA kitüntetett szerepe abban áll, hogy a *dollár*, amivel a folyó fizetési mérleg hiánya finanszírozásra kerül, előbb vagy utóbb *visszatér Amerika pénzügyi piacaira*. Ez érthető is, hiszen a külföldi jegybankok a dollárok befektetése nélkül kénytelenek lennének negatív reálhozamot elkönyvelni a több ezer milliárdos dollártartalékon. Rueff és Hirsch (1965) úgy vélem nagyon jól interpretálta a dollár rendszer lényegét: *„Az adós (és itt az Egyesült Államokra utal) ország sohasem engedi el azt, amit a hitelező ország megszerzett. Így a kulcsvaluta országa valójában nem érzi meg a folyó fizetési mérleg hiányának valódi hatását. Ennek pedig az a legfőbb következménye, hogy lényegében nincs ok arra, hogy ez a hiány megszűnjön, hiszen a valóságban sosem alakult ki”*. Mindezek eredményeként a fejlődő országok ahelyett, hogy belső piacaik szélesítésével, fejlesztésével és a hazai beruházások élénkítésével próbálnák gazdaságuk növekedését serkenteni, „beletörődnek” az exportorientált stratégia nyújtotta kényelmes helyzetbe, a dollár tartalékokat pedig a fejlett gazdaságokban, kiemeltképpen az Egyesült Állomban transzferálják és ott fektetik be. E különös és mondhatni ellentmondásos helyzetre, miszerint a fejlődő, alacsony átlagos egy főre jutó jövedelemmel rendelkező országok finanszírozzák a magas jövedelmű, nyugati, fejlett gazdaságokat, már a 90-es évek elején felhívta Lucas (1990) a figyelmet – ez jelenség később *Lucas paradoxonként* vonult be a szakirodalomba. E szerint a 90-es években kialakult „*perverz*” *tőkeáramlási folyamat ellentmond a hagyományos neoklasszikus modelleknek*, amelyben a tőkének épp a tehetősebb országokból kellene a szegényebb régiókba áramlania. Keynes szupervaluta uniójában ilyen jellegű paradox jelenségeknek esélye sem lenne kialakulnia a kulcsvaluta ország szerepét betöltő gazdaság hiányában.

Végül az utolsó aszimmetria a *GDP arányos adósság szintjében* keresendő. „K” ország kivételével minden más gazdaság számára komoly instabilitási problémákat rejt az államadósság fékezhetetlen növekedése.<sup>9</sup> „K” ország esetében azonban e téren is más a helyzet, hiszen a *valuta ártértékelésével képes befolyásolni a külső adósságának nagyságát*. A kulcsvaluta leértékelésével nem csupán a versenyelőnye növekszik a többi gazdasággal szemben, hanem a pozitív *vagyonhatáson* keresztül csökken a külső valutában – amely a dollárral szemben felértékelődik – denominált adóssága. Nemcsak hogy a kötelezettségek egy része olvad el külföld felé, de a más valutában lévő követeléseinek értéke is növekszik egyúttal. Természetesen e folyamat „N” ország esetén negatív *vagyonhatás* formájában manifesztálódik, amely csökkenti versenyképességét és dollár kihelyezések értékét.<sup>10</sup> A *vagyonhatás jóléti transzfert* valósít meg a kulcsvaluta ország és a többi gazdaság között.<sup>11</sup> Mindazonáltal „N” ország gazdasága a leértékelés eszközével nem tud „K” országhoz hasonló pozitív hatást kiváltani, ugyanis „N” ország adósságai javarészt kulcsvalutában állnak fenn, míg „K” ország a saját valutájában adósodik el. A valuta leértékelés azon aszimmetrikus jellegét, miszerint „N” ország nem képes saját valutájában eladósodni, míg „K” ország igen, Eichengreen és társai (2003) az „*eredendő bűnnek*” nevezték el. Az USA–Kína kapcsolatrendszerében is ez az eredendő bűn okozza részben a gazdasági és politikai feszültségeket. Bár az amerikai dollár a válság előtti években folyamatosan gyengült – csökkentve külső eladósodottságát –, Kína és sok más feltörekvő ázsiai gazdaság olyan módon állt ellen a negatív *vagyonhatásnak*, hogy valutáját vagy közvetlenül a dollárhoz vagy egy dollár túlsúlyos valutakosárhoz rögzítette. A nemzetközi viták célkeresztjében éppen ezért a kínai valuta, a jüan

felértékelésével (vagy felülértékelődésének engedésével) kapcsolatos kérdések állnak. Bár az amerikai szakirodalmak döntő hányada egy egyszeri 30-50%-os felértékelést sürget,<sup>12</sup> egyre több olyan álláspont lát napvilágot, amely szerint nem a júan leértékeltisége okozza a globális pénzügyi egyensúlytalanságok fő problémáját.<sup>13</sup> E utolsó aszimmetria sem valósulhatna meg Keynes rendszerében, hiszen a valutauniójában részt vevő országok mind kivétel nélkül egyenrangúak egymással. A követelések és a kötelezettségek kizárólag a klíring unió nemzetközi bankjával szemben állhatnak fenn teljes egészében, egymással szemben nem. Az árfolyamok változása pedig ebből kifolyólag nem járna vagyonátrendező hatással. Napjaink dollár-alapú rendszer aszimmetriájának és hiányosságainak bemutatása után a következőekben Keynes által vizionált szupervaluta rendszere kerül ismertetésre.

## NEMZETKÖZI EGYENSÚLY A KEYNES-I RENDSZERBEN

John Maynard Keynes az 1929-33-as világgazdasági válságot és a második világháborút követő deflációs félelmektől túlfűtött, az újjáépítés és a nemzetközi konfliktusok jegyében telő évtizedekben egy olyan nemzetközi monetáris rendszert tervezett meg és kívánt életre hívni, amelyben kora gazdaságának legfőbb problémái válaszra találtak volna. Egy olyan rendszert képzelt el, amelyben *az országok egymás között nem lettek volna képesek szisztematikus fizetési mérleg többleteket és hiányokat felhalmozni, az árfolyamok manipulálásával pedig vagyonokat transzferálni egymás között.* A korunk dollár rendszerében is megfigyelhető polarizációt Klíring Unió felállításával igyekezett volna megszüntetni. E szövetség tagállamai által közösen életre hívott szupranacionális monetáris intézmény állt tervének középpontjában, amely a közös valuta – amelyet *bancornak* nevezett el – kibocsátásáért, nemzetközi elszámolásért, a tagokra érvényes szabályrendszerek betartásáért, és a globális felügyelet megvalósításáért lett volna felelős. Keynes célja az volt, hogy korának nemzetközi érdekellentéit – amelynek nem csekély mértékben gazdasági gyökerei voltak – orvosolja. Az általa elképzelt monetáris rend a világgazdaság egyensúlyának kialakulását és a konfliktusok megszűnését eredményezte volna. Keynes által vizionált *szimmetrikus monetáris rendszer megvalósulása esetén korunk globális pénzügyi egyensúlytalansága nem tudott volna kialakulni.*

Az idő- és berendezkedésbeli különbségek – amelyek napjainkat Keynes korától megkülönböztetik – ellenére tervének fő mondanivalója mind a mai napig hasznos tanáccsal szolgálhat korunk gazdasági és politikai döntéshozói számára, és a világ monetáris pénzügyi rendszerének esetleges jövőbeli megreformálása során. A keynes-i nemzetközi egyensúlyban minden gazdaság csak az erőforrások által kijelölt határokon belül működhet. Ebből pedig az következik, hogy *megszűnik az agresszív merkantilista kereskedelmi politikára* (nagy szisztematikus többletek felhalmozása) *való hajlam.* Ennélfogva megnyílik a lehetőség a hazai kereslet támasztotta igények kielégítésére. Itt megjegyezném, hogy Kína esetén hasonlóan nagy szükség lenne a belső piac állam által történő szélesítésére és a szociális háló teljes körű kiépítésére. Mindezek mellett Keynes egy olyan *segélyező mechanizmust* is kidolgozott, amely lehetővé tenné, hogy megvalósuljon az a klasszikus tőkeáramlás a fejlett és fejlődő országok között, amelyben a gazdag országok a szegények segítségére lennének.

A már több alkalommal említett szupranacionális monetáris intézmény, amelyet Keynes Nemzetközi Klíring Uniónak nevezett, hívná életre a rendszer egyik kulcsszereplőjét, a *Nemzetközi Klíring Bankot*, amely a likviditás biztosítására és a világpénz kibocsátására lenne hivatott. Ezzel *megszűnne a világgazdaság azon kényszere, hogy az elszámolások és tartalékképzés során egy kitüntetett ország valutáját használják.* A nemzetközi pénzt, a bancort, hitelművelet révén hoznák létre, amelyre a tagországok a *kvótájuk* aránya alapján lennének jogosultak. Keynes a kvóták arányát a tagországok utolsó öt éves kereskedelmének a világkereskedelemhez viszonyított nagysága alapján határozná meg. Nem létezne negatív és pozitív megkülönböztetés az országok között, így a nemzetközi likviditás felső határa a kvóta szabályok szerinti alakulna. Mivel a világpénzt kvázi a tagországok folyó fizetési mérleg hiányai és többletei hívnák életre (a kivonását

pedig az elszámolásuk biztosítaná), a *nemzetközi likviditás tökéletesen rugalmasan alkalmazkodna a kereskedelem igényeihez*. Ezzel pedig megszűnne a globális likviditás elburjánzása – amely napjaink világgazdasági válságának kialakulását is lehetővé tette. Az országok között fennálló hitelező-adós viszony végképp megszűnne – az elszámolások kizárólag a Nemzetközi Klíring Bank és a tagországok között valósulhatnának meg.

Összefoglalva, Keynes monetáris uniójában *minden ország egyenrangú lenne, nem létezne seigniorageal történő vagyontranszfer az országok között, megszűnnének a jegybanki devizatartalékolás merkantilista motívumai, csökkennének a világ fizetési mérleg egyensúlytalanságai és végezetül a szigorú kvóta-alapú hitelpénz rendszer lehetővé tenné az egyensúly közeli állapot kialakulását*.

## A MONETÁRIS RENDSZER LEHETSÉGES REFORMJA

A tény, hogy az ezredforduló óta egyre növekvő számban foglalkozik a közgazdász szakirodalom a monetáris rendszer megújításának a kérdésével, azt a feltételezést támasztja alá, hogy hosszú távon mindenképp *szükség van a kulcsvaluta rendszer új alapokra való helyezésére*. Robert Mundell (2005) – akit gyakran az euro egyik atyjának hívnak – 2005-ben egy cikkében arra kereste a választ, hogy az Egyesült Államok szuperhatalmi szerepe kizárja-e egy új nemzetközi valutarendszer létrehozásának a lehetőségét. Szerinte az elmúlt évek krízisei rámutattam korunk monetáris rendszerének a válságára, amely feltételezést az euro – mint a dollár első komoly riválisa – erősödése még inkább alátámaszt. Szerinte az új világgazdasági erőviszonyok a reformok szükségességének az irányába mutatnak.

Bergsten (2007) a Financial Times 2007. decemberi számában a *dollár dilemmájáról* számolt be és egyúttal a helyzet változatlansága esetén *egy jövőbeli monetáris válság kialakulását vetítette előre*. Véleménye szerint egy olyan „helyettesítő” fizetési eszközre lenne szükség, amely csökkenteni tudná a dollárra nehezedő leértékelési nyomást. Alapkonceptiója lényegében a Nemzetközi Valutalap által 1969-ben létrehozott speciális lehívási jogokéhoz (röviden: SDR) hasonló valutakosár létrehozása volt.<sup>14</sup> Ebben az esetben a nagy devizatartalékokat felhalmozó gazdaságok a „felesleges” dolláreszközöktől a dollár komolyabb értékvesztése nélkül könnyedén – „beváltva” azokat az IMF által kibocsátott speciális valutakosárra – megszabadulhatnak.<sup>15</sup> A dollárokért cserébe egy SDR-hez hasonló elszámolási eszközt írnának jóvá a rendszerben résztvevő tagországok IMF folyószámláin. Ez az eszköz alkalmas lenne a fizetési mérleg hiányok finanszírozására és a nemzetközi kereskedelmi elszámolások kiegyenlítésére. Mindazonáltal Bergsten (2007) hozzáteszi, hogy ez a speciális „helyettesítő” valuta nem oldja meg a rendszer problémáit, csupán annak további elmélyülését akadályozná meg. A javaslat véleményem szerint egy kicsit *elfogult*. Bergsten ugyanis az amerikai Szenátus és Képviselőház számos bizottsági meghallgatásán arról tett tanúbizonyságot, hogy a globális pénzügyi zavarok megoldását az USA-tól nyugatra, Ázsiától – kiemeltképpen Kínától – várja. Véleménye szerint az Egyesült Államok nem tehető felelőssé az egyensúlytalanságok kialakulásáért. Bergsten javaslata a problémákat időben elnyújtaná, ugyanis az általa elképzelt rendszer szerint az IMF a speciális valutakosár kibocsátásáért cserébe befogadott dollárokat az Egyesült Államokba fektetné be – lényegében hasonlóan mint napjainkban Kína. Így az USA folytatni tudná azt az expanzív, likviditásnövelő politikáját, amely napjaink világgazdasági válságának kirobbanását eredményezte. Nem beszélve arról, hogy a dolláreszközöket a speciális valutakosárra vissza is lehetne váltani.

A globális monetáris rendszer megreformálásának igényére Zsou Hsziao-csuan, a Kínai Jegybank (továbbiakban: PBC) kormányzója által tett nagy nemzetközi visszhangot keltett javaslat hívta fel legutóbb a figyelmet. Zsou nyilatkozata szerint – amelyet a 2009-es tavaszi G20-as csúcson elé időzített – *a világgazdasági válság rámutatott a dollár rendszer gyengeségeire, amely szükségessé teszi egy új, „szuperfüggetlen tartalékvaluta” létrehozását* (Zhou, 2009). Három pontban foglalta össze a nemzetközi tartalékvaluta lényegét: megfelelően összeválogatott valutakosárhoz való „*lehorgonyzással*” *kell biztosítani a valuta stabilitását* és szigorúan kell szabályozni a kibocsátását, másodsor, a változó

keresleti feltételeket kielégítve *rugalmas kibocsátásra* van szükség, és végezetül a *kibocsátásnak teljesen függetlennek kell lennie az országok szuverén érdekeitől*. Mindezekből látható, hogy Zsou monetáris reformkonceptiója tulajdonképpen az előző fejezetben bemutatott keynes-i alapokat tartalmazza, ami tulajdonképpen az SDR-hez hasonló szerepet töltene be, ha a kibocsátási limitet felszabadítaná az IMF. A Bretton-Woods-i rendszer összeomlása óta bekövetkezett válságok és turbulenciák gyakorisága és mélysége azonban azt mutatja, hogy a *jelenlegi rendszer „költségei” mára túlmutatnak a rendszerből fakadó előnyökön*. Napjaink világválsága pedig az utolsó csepp lehetett a pohárban. Zsou szerint bár az SDR nem elégítheti ki teljesen az általa elképzelt szuperfüggetlen valuta szerepét, mégis *„fényként szolgál az alagútban”*. Úgy látja, hogy a monetáris rendszer megreformálása egy *bosszú folyamat* lesz, azonban a nemzetközi döntéshozóknak, kiemeltképpen az IMF-nek, már most látniuk kell a jelenlegi rendszerben felgyülemlett feszültségeket és hiányosságokat. Ahhoz, hogy a váltás fokozatosan és óvatosan – a kínaiak által preferált lépésről-lépésre – történjen, az IMF-nek *nemzetközi politikai összefogással* kellene kiterjesztenie az SDR funkcióját a pusztán kormányközi elszámolásokról a nemzetközi kereskedelmi és fizetési elszámolásokra. Ehhez szükség lesz a *SDR kibocsátási korlátainak feloldására*, és az IMF-en belüli *kvótarendszer újragondolására*.

Krugman (2009) szerint Kína ez irányú javaslata a *„dollárcsapdába”* került befektetési politikájának hibáit igyekszik korrigálni. Farkas és Szabó (2009) ezzel szemben úgy véli, hogy Krugman értékelése *„nem egészen találja fején a szöveget”*. Szerintük a gazdasági folyamatok nem egyszerűen szuverén elhatározástól függenek. Kína ez ideig az érdekei szerint nem tehetett mást, mint az amerikai értékpapírok vásárlásával finanszírozta az Egyesült Államok túlfogyasztását és egyben a nemzetközi fizetésimérleg hiányát. Ennek hiányában ugyanis a visszaeső export az ipar fejlődésének és a tőkevonzó képességének a csökkenését vonta volna maga után.

Az említett nyilatkozat mögött a kínai döntéshozók részéről komoly szándék is áll. Peking 2009-ben *valuta-swap* megállapodást kötött a hongkongi, a dél-koreai, a szingapúri, a maláj, az indonéz, a thaiföldi, az argentin és a belorusz jegybankkal annak érdekében, hogy a külkereskedelmi elszámolások egy része jüanban történhessen. Ezzel a lépéssel a *dollár világkereskedelmi szerepe tovább csökken*, javítva a kínai exportőrök biztonságát, miközben Kína egy újabb lépést tesz *tőkepiacának liberalizálása* irányába.<sup>16</sup>

## ÖSSZEFOGLALÁS HELYETT

Napjaink világgazdasági válsága a kényszerű és fájdalmas kiigazítási folyamatok mellett még inkább ráirányította a figyelmet a jelenlegi dollár hegemon rendszer hiányosságaira és fenntarthatatlanságára. A rendszer megreformálásával kapcsolatban tett növekvő számú nyilatkozatok, javaslatok és tanulmányok azt jelzik, *hogy hamarosan változás következhet be*. Az, hogy ez egy korábbi vagy egy későbbi időpontban fog megtörténni, attól függ, hogy a világ geopolitikai erőtere miképpen fog alakulni a válság elcsendesedésével. Az már biztos, hogy a világ harmadik legnagyobb gazdasága,<sup>17</sup> Kína, a válságból egyedüli nyertesként kerül ki, amely tovább erősíti a nemzetközi döntéshozó fórumokon betöltött szerepét. Elképzelhetőnek tartom, hogy *Kína a színpalak mögött már elkezdett szervezkedni* és megkezdte az új monetáris rendszer alapjainak megtervezését. Ezt támasztja alá az a tény is, hogy Kína a fő riválisaival, Japánnal és Dél-Koreával közösen megállapodott egy pénzügyi rendszerrel kapcsolatos *regionális együttműködésről*, illetőleg az a titokzatos véletlen is, miszerint a 2009-es G20-as csúcson az orosz fél éppen ugyan olyan javaslattal állt elő a pénzügyi rendszer átalakításával és egy új globális tartalékvaluta létrehozásával kapcsolatban, mint Kína. Nem tartom azt sem elképzelhetetlennek, hogy Kína a 2006-ban az ASEAN 10 tagországok, Dél-Korea, Japán, és a Kínai Népköztársaság által megtervezett, de később a politikai érdekellentétek miatt kudarcba fulladt *ázsiai valutakosár* ügyét újra felkarolná, amely a dollár világgazdasági szerepkörének további csökkenését eredményezné. Sőt Farkas

(2010) egy lehetséges kínai-európai együttműködést sem tart megvalósíthatatlannak a tartalékvaluta rendszer megújítása érdekében. *A globális pénzügyi egyensúlytalanságokból eredő feszültségek a gazdasági világválság és a ciklikus tényezőekben bekövetkezett változások miatt részben bár csökkentek az utóbbi két évben, a strukturális tényezők – nevezetesen a dollár-rendszer – változatlansága esetén azonban újra a felerősödésére kell majd számítani.* Egy dolgot már most sejthetünk: a monetáris rendszer heves turbulenciáktól mentes reformja csakis lépésről lépésre képzelhető el. Ellenkező esetben a jelenlegi kulcsvaluta rendszerünk gyors összeroppanása egy újabb globális gazdasági válságot és a protekcionizmus újbóli megerősödését vonná maga után, amelyben viszont biztosan egy fél sem járna jól.

#### FELHASZNÁLT IRODALOM

- Bergsten C. F. 2007: *How to Solve the Problem of the Dollar*. Financial Times, December 10, 2007.
- Bergsten C. F. 2008: *Global Imbalances and Currency Misalignments*. World Economic Forum, Davos, Switzerland, 2008.
- Caballero, R. - Farhi, E. - Gourinchas, P.-O. 2006: *An equilibrium model of global imbalances and low interest rates*. NBER Working Paper No. 11996.
- Costabile L. 2008: *Current global imbalances and the Keynes Plan – A Keynesian approach for reforming the international monetary system*. Structural Change and Economic Dynamics 20. (2009) pp.79-89.
- Csáki Gy. 2009: *Az egypólusú vilá(gazdaság) vége*. Népszabadság, 2009. január 3.
- Dooley, M.P. - Folkerts-Landau, D. - Garber, P. 2003: *An Essay on the Revived Bretton Woods System*. NBER Working Paper No. 9971. September.
- Dooley, M.P. - Folkerts-Landau, D. - Garber, P. 2009: *Bretton Woods II still defines the international monetary system*. NBER Working Paper No. 14731. February
- Eichengreen B. - Hausmann, R. - Panizza, U. 2003: *Currency mismatches, debt intolerance and original sin: why they are not the same and why it matters*. NBER Working Paper No. 10036.
- Farkas P - Szabó Zs. 2009: *A nemzetközi pénzügyi és gazdasági válság, Kína szerepének értékelése ebben a folyamatban*. MEH-MTA Kína Kutatási project. Kézirat 2009. május
- Farkas P. 2010: *Kína szerepe a nemzetközi pénzügyi rendszer stabilizálásában és átalakításában*. Magyar Tudomány, 4/2010, megjelenés alatt
- Ferguson N. - Schularick M. 2009: *The End of Chimerica*. HBS Working Paper 10-037. Harvard Business School
- Gábor T. 2009a: *Nézetek a globális egyensúlytalanságról: fenntartható vagy fenntarthatatlan pályán van-e a világgazdaság?* In: Idősödés és Globalizáció. Szerk.: Botos Katalin. Tarsoly Kiadó. Budapest. pp. 89-104.
- Gábor T. 2009b: *Kína árfolyam-politikája és a globális egyensúlytalanságok*. Hitelintézeti Szemle 2/2009. pp. 111-124.
- Gábor T. 2009c: *Kína árfolyam-politikájáról alkotott eszmék vagy téveszmék: Valóban káros az alulértékelt jüan a globális gazdaság egésze szempontjából?* Pénzügyi Szemle. 2-3/2009. pp. 395-410.
- Gábor T. 2010: *Kína szokatlan kettős külgazdasági többlete*. Magyar Tudomány. 4/2010
- Gave, C. - Kaletsky, A. - Gave, L.-V. 2005: *Our brave new world*. Hong Kong: GaveKal Research
- Goldstein M. 2007: *A (Lack of) Progress Report on China's Exchange Rate Policies*. Peterson Institute for International Economics. Working Paper No. WP-07-05
- Gourinchas P.O. - Rey, H. 2005: *International financial adjustment*. NBER Working Paper No. 11155.
- Krugman P. 2009: *China's dollar trap*. The New York Times. April 3, 2009.
- Lucas, R. 1990: *Why doesn't capital flow from rich to poor countries?* American Economic Review. Vol. 80. No 2, May
- McKinnon R. – Schnabl G. 2008: *China's Exchange Rate Impasse and the Weak U.S. Dollar*. CESifo Working Paper No. 2386, September
- Mundell, R. 2005: *The case for a world currency*. Journal of Policy Modeling 27. (4). pp. 465–475.

- Setser, B. 2008: *The end of Bretton Woods 2?* Posted on October 21st. 2008. <http://blogs.cfr.org/setser/2008/10/21/the-endof-bretton-woods-2> Letöltés ideje: 2010. február 15.
- Rueff J. - Hirsch, F. 1965: *The role and rule of gold. An argument.* Princeton Essays on International Finance, No. 47
- Summers, L. 2004: *The US current account deficit and the global economy.* The Per Jacobsson Lecture. October 3. Washington D.C. The Per Jacobson Foundation.
- Szabó Zs. 2010: *A válság hatása Kínára és gazdaságpolitikai válaszai.* Magyar Tudomány. 4/2010. megjelenés alatt
- Tatom J. 2008: *Imbalances in China and U.S. Capital Flows.* Networks Financial Institute Working Paper 14.
- Woo Wing T. 2009: *China in the Current Global Economic Crisis.* Testimony before the U.S.-China Economic and Security Commission in Panel II: China's Short Term and Long Term Economic Goals and Prospects at Hearing on "China's Role in the Origins of and Response to the Global Recession" Tuesday, February 17. 2009
- Xafa M. 2007: *Global imbalances and financial stability.* Journal of Policy Modeling 29. pp. 783-796
- Zhou X. 2009: *Reform the International Monetary System.* The People Banks of China, Speeches. <http://www.pbc.gov.cn/english//detail.asp?col=6500&ID=178> Marc 3. 2009 Letöltve: 2009. december 12.

## JEGYZETEK

---

<sup>1</sup> Gábor 2009a.

<sup>2</sup> Setser 2008; Dooley et al. 2009.

<sup>3</sup> Dooley, Folkerts-Landau, Garber 2003.

<sup>4</sup> A konvencionális nézet szerint egy gazdaság akkor ellenálló a külföldi sokkokkal szemben, ha devizatartalékainak mértéke 3-4-szer haladja meg az egy hónap alatt importbeszerzésre fordított összeget (Tatom, 2008).

<sup>5</sup> Egy ilyen valuta elleni spekulációs támadásnak lehattünk szemtanúi 2009 első negyedévében hazánkban, amikor a forint/euro árfolyam 316 Ft-ig gyengült, rendkívül nehéz helyzetbe hozva a túlnyomórészt devizában eladósodott magyar lakosságot.

<sup>6</sup> A gyakorlatban azonban újabb dollár-kibocsátással való dollárgyengítést a végtelenségig nem lehet folytatni, ugyanis ez előbb vagy utóbb a rendszerbe vetett bizalom megszűnéséhez és a jelenlegi monetáris rendszer összeomlásához vezetne.

<sup>7</sup> Lásd Gábor 2009b, Gábor 2010.

<sup>8</sup> Costabile 2009.

<sup>9</sup> Az Európai Unió konvergencia kritériuma szerint a valutaövezet országainak bruttó adósságállománya nem haladhatja meg a GDP 60%-át. Az Egyesült Államok esetén is ezt a 60%-os szintet tartják fenntarthatónak, azonban 2009-ben ennek az értéke a válság miatti rendkívüli expanzív költségvetési politika következtében 86%-ra gyarapodott. Előrejelzések szerint 2010-11 között elérheti majd a 100%-ot!

<sup>10</sup> „N” ország dollárkihelyezéseinek nominális értéke valójában nem csökken, azonban saját valutája szerinti kimutatásokban, azaz reálértéken a deviza ártértékelésből származó veszteséget kénytelen elkönyvelni.

<sup>11</sup> Gourinchas és Rey (2005) tanulmánya szerint az Egyesült Államok az 1980-as évek kezdete óta – amióta nettó adóssá vált – a vagyonhaftáson keresztül külső pénzügyi pozícióját 30%-al igazította ki (azaz csökkentette külső nettó adósságát).

<sup>12</sup> Bergsten 2008; Caballero, Farhi, Gourinchas 2006; Gave et al. 2005; Goldstein 2007; Xafa 2007; Woo 2009.

<sup>13</sup> McKinnon et al. 2008; Gábor 2009c.

<sup>14</sup> A Valutaalap célja az volt, hogy a kulcsvaluta rendszerben rejlő feszültségeket egy új tartalékvaluta létrehozásával megszüntesse.

<sup>15</sup> Ha ugyanis ezt a devizapiacon tennék meg, akkor az a dollár azonnali mélyrepülését vonná maga után. Egy ilyen esetben a még el nem adott dollártartalékokon igen komoly veszteséget lennének a dolláreszközök tartalékolói elkönyvelni.

<sup>16</sup> Szabó 2010.

---

<sup>17</sup> Nominálisan számolva 2010-ben Kína valószínűleg megelőzi a második helyen álló Japánt. Vásárlóerő paritásos árfolyamon számolva 2009 óta a dobogó második helyén foglal helyet Kína.