Dani Ákos
A tartalékvaluta-rendszer a XXI. század elején

Bevezetés

A jelenlegi világgazdasági válság következtében megjelenő reformjavaslatok egy része a nemzetközi tartalékvaluta-rendszer átalakítására koncentrál. Az új évezred elejére a világ hivatalos tartalékainak megugrása, a világgazdasági erőviszonyok átalakulása és a dollár leértékelődésétől való félelem kiélezte a jelenlegi rendszer régóta, már az 1970-es évek óta megfigyelhető feszültségeit. A tanulmány első részében felvázoljuk a tartalékok elmúlt évtizedben tapasztalt példátlan mértékű emelkedése mögött megbújó okokat, amellett érvelve, hogy a hagyományos biztonságra való törekvés, mint motiváció nem magyarázza teljes mértékben a folyamatokat. A második részben a jelenlegi rendszer hibái, valamint a lehetséges alternatívák tárgyalására kerítünk sort. A végső következtetés értelmében a jelenlegi rendszer reformja a világgazdaság egésze számára kedvező hatással lenne, a következő években nem várható lényegi elmozdulás az államok eltérő érdekei és az ellentmondásos alternatívák következtében.

1. A valutatartalékok felhalmozásának okai

A korábbi szakirodalom a valutatartalékokat egyfajta puffernek tekintette, a kiigazíthatóan rögzített és az irányított lebegő árfolyamrendszerek menedzselése kapcsán végrehajtott devizapiaci intervenciók végrehajtásához (Flood-Marion [2002]). A jegybankok hagyományosan a nemzeti valuta árfolyamának korrigálása érdekében halmoznak fel likvid eszközökben tartott hivatalos tartalékokat, amiket devizapiaci intervenciók keretében használhatnak fel az árfolyamrendszer védelme érdekében. A Bretton Woods-i rendszer összeomlása után kialakuló lebegő árfolyamokra épülő rendszer esetében elvileg kevesebb monetáris tartalékra lenne szükség, mégis a fejlődő világ államaiban ellenkező irányú tendencia volt megfigyelhető az elmúlt évtizedekben, rámutatva, hogy a tartalékfelhalmozás kérdésköre túlmutat az árfolyam stabilizálásának kérdésén.

Arra a kérdésre, hogy mekkora is egy adott ország optimális tartalékszintje, napjainak globalizált világában nem is olyan egyszerű a válasz. A hagyományos megközelítés szerint mintegy három, legfeljebb hat hónapot lefedő importot kell fedeznie a tartalékoknak, hogy a külső körülmények drasztikus megváltozása, így az exportbevételek hirtelen zuhanása, esetleg teljes leállása (ez meglehetősen abszurd feltételezés, de elméletileg elfogadható) vagy természeti katasztrófa esetére felkészült legyen az ország, vagyis a behozatal stabilitása biztosított maradjon. Ez a kereskedelmi mérlegre fókuszáló megközelítés napjainkban csupán az alacsony jövedelmű, egyoldalú exportszerkezettel, sok esetben nyersanyagtermelésre berendezkedett fejlődő országok esetében fogadható el. A gyorsan növekvő, diverzifikált exportstruktúrával rendelkező feltörekvő gazdaságokra koncentrálva 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]).

Jelentős a különbség a fejlett ipari országok és a gyorsan növekvő, a világgazdaságba integrálódott feltörekvő országok szükségletei között. A valutájukat többé-kevésbé szabadon

lebegtető fejlett államoknak nincs szükségük akkora tartalékállományra, mint a fejlődő, alacsony jövedelmű, valutájukat rögzítő, valamint a válságoknak jobban kitett országoknak[1], melyek hitelfelvételre sok esetben csak külföldi valutában képesek. Tartalékvalutaként is funkcionáló nemzeti valutával rendelkező államokra ez természetesen hatványozottan igaz.

További cél lehet a pénzügyi piacok által szigorúan figyelt országkockázat csökkentése, amin keresztül csökkenthetők a hitelfelvételi költségek. Valamint a magas valutatartalék hiteles üzenet a befektetők irányába, hogy az ország tartani tudja az árfolyamot, nem kényszerül a jövőben leértékelni nemzeti valutáját. Továbbá a környező országokénál jelentősebb jegybanki tartalék növeli az ország presztízsét.

Három, egymást erősítő eszközt határoz meg Feldstein [1999] az országok pénzügyi válságnak való kitettsége csökkentése érdekében. Először is, a rövid távú külföldi eszközökben denominált adósságot alacsony szinten kell tartani, másrészről valamilyen biztosíték által alátámasztott hitellehetőséget kell teremteni. Végül, harmadik opcióként a hivatalos tartalékok felhalmozását nevezi meg. Utóbbi, költségei elismerése mellett a legbiztosabb módja az „önvédelemnek".

A feltörekvő országok által tapasztalt volatilis tőkeáramlásokkal szembeni védekezés érdekében Ocampo [2007] négy eszközt ajánl. Egyrészt az adminisztratív szabályozást a tőkemérleg vonatkozásában, másrészt az állam külső adósságának csökkentését, hatékony menedzselését, ami magában foglalja az anticiklikus költségvetési és monetáris politikát is. Végül, de nem utolsósorban emeli ki a valutatartalékok felhalmozását mint az „önsegély" biztosításának egy módját, illetve a hozzá kapcsolódó devizapiaci intervenciókat. Értelmezésében a tartalékok felhalmozásának oka a fejlődő országokba áramló tőke prociklikussága, illetve a fizetési mérleg válságok elkerülésére irányuló kollektív biztosítékok hiánya.

Wyplosz [2007] a ricardói ekvivalencia érvényesülésének egy sajátos változatáról tesz említést a tartalékok felhalmozása kapcsán. A jól ismert tétel értelmében a kormányzati többlet költekezést és megtakarítást kiegyensúlyozzák a racionális gazdasági szereplők, háztartások és vállalatok többlet megtakarításai, illetve növekvő költekezése. A tétel számunkra releváns megközelítése szerint 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 felhalmozásán keresztül a nemzeti bank a korlátozott lehetőséggel rendelkező magángazdasági szereplők helyett és egyúttal érdekében cselekszik.

Az ázsiai országok, főként Kína esetében a fentieken túl egy másik, az ország árfolyampolitikájához kapcsolódó tényező is jelen van, ami a magántőke ki- és beáramlásával van összefüggésben. A hazai valutára irányuló felértékelődési nyomást a devizatartalékok 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. A valuta felértékelődését megakadályozandó, amit az export árversenyképességének fenntartása érdekében mindenképp el kívántak kerülni, a jegybankok felvásárolták a beáramló devizát, így emelkedett hivatalos tartalékaik értéke[2]. Ezen országokban a tartalékok

[1] Például Kanada csupán éves importjának 10 százalékát lefedő monetáris tartalékokkal rendelkezett 2005-ben, míg a világátlag 40 százalékra rúgott.

[2] A valuta alulértékeltsége kapcsán Kína gyakran szembesül az árfolyammanipuláció vádjával, lásd legújabban a G-20 csúcstalálkozókat övező vitákat.

felhalmozása egyfajta „melléktermékként” jelentkezett, amit az exportvezérelt növekedés fenntartása, mint fő cél táplált (Wijnholds- Sondergaard [2007]). Ezen modern merkantilista gazdaságpolitika célja több és jobb munkahely teremtése, a hagyományos szektorokban bőségben lévő munkaerő felszívása, átcsoportosítása a kivitelre specializált vállalatokhoz. Az elmélet gyenge pontja, hogy az exportvezérelt gazdaságpolitika nem akkor kezdődött, amikor begyorsult a tartalékok felhalmozása, hanem már évtizedekkel korábban (Aizenman - Lee [2005]).

1. táblázat

Az árfolyam alulértékeltségének költségei és hasznai

Hasznok	**Költségek**
Makroszinten	*Makroszinten*
Magas exportbővülés és GDP-növekedés	Túlhevülés és infláció Protekcionista intézkedések
Stratégiai	*Pénzügyi*
A politikai stabilitás fenntartása	A tartalékok tartásának és a jegybanki sterilizáció költsége

Forrás: Wijnholds –Sondergaard (2007) 22. o.

Párhuzam vonható a Bretton Woods-i rendszer és a jelenlegi szisztéma között, ezért ebben a megközelítésben utóbbit Bretton Woods II-nek keresztelték el (UNCTAD [2009]). A hasonlóság az európai országok ötvenes, hatvanas években folytatott és az ázsiai államok által napjainkban követett gazdaságpolitika között áll fenn (Dooley et al. [2003]). A második világháború után az európai államok alulértékelt valutaárfolyamaik segítségével halmoztak fel dollártartalékokat és folytattak exportvezérelt növekedési stratégiát, míg az elmúlt években 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, a második világháború végén kialakított monetáris rendszer összeomlott. Egy mintegy két évtizedet magában foglaló átmeneti időszak következett, amit megfelelő perifériás régió hiánya jellemzett, azaz nem volt exportvezérelt gazdasági növekedést folytató gazdasági térség. A kilencvenes években a szocializmus bukásával a szovjet blokk régi tagállamai ismét integrálódták a világgazdaságban, mint feltörekvő periféria. Egyúttal egy új, exportvezérelt stratégiát követő periféria emelkedett ki, a kelet-ázsiai régió, ami alulértékelt valutaárfolyama segítségével erősíti 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. Az érintett államokban a stabil és alulértékelt valutaárfolyamok gazdasági előnyei meghaladják a tartalékfelhalmozás költségeit. Ez a

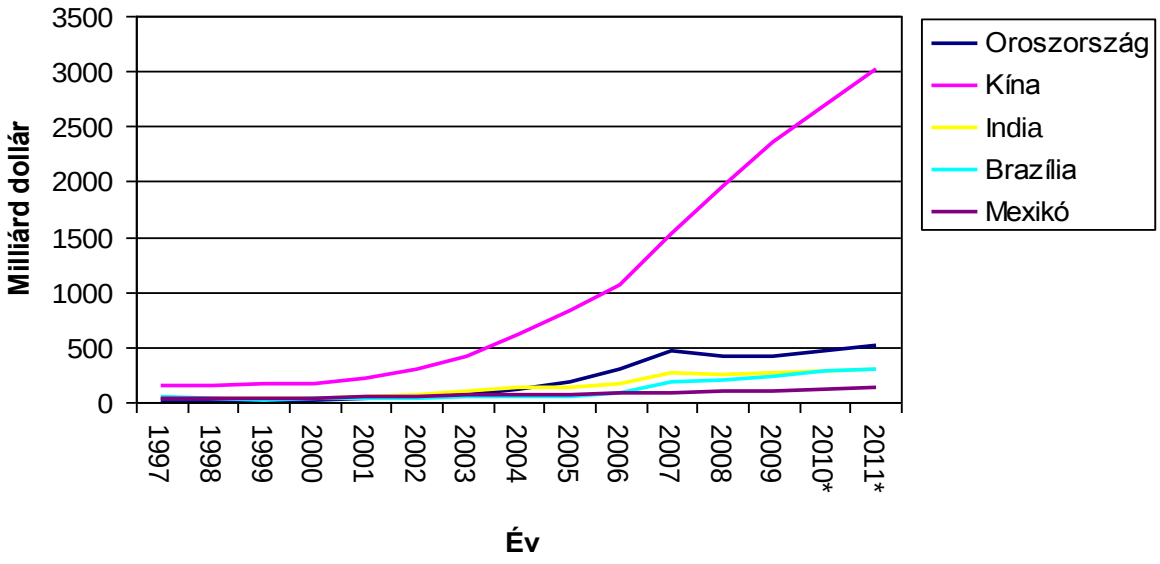
megközelítés is az exportvezérelt növekedés velejárójának tartja a hivatalos tartalékok felhalmozását.

2. A tartalékok felhalmozásának tényezői az 1990-es évektől – empirikus vizsgálatok

Az új évezredben a feltörekvő gazdaságok jegybanki tartalékainak értéke gyors növekedésnek indult, különösen Kína esetében szembetűnő az emelkedés. A 2008-ban kezdődő világgazdasági válság a tendenciát csak lassítani tudta, de megszakítani nem volt képes. 2002 és 2010 között közel hatszorosára emelkedett a feltörekvő és fejlődő államok összesített tartalékszintje, míg a megelőző nyolc éves periódus alatt, azaz 1994 és 2002 között ennek fele volt a növekedési ütem *(IMF* [2010], *IMF* [2002]). A 2002 és 2010 közötti bővülés közel fele, mintegy 47 százaléka az ázsiai óriásnak köszönhető.

1. ábra

A valutatartalékok értéke



Az adatok forrása: IMF (2010), IMF (2002)

A tartalékok megfelelő mértékének értékeléséhez több szempont is használható, nincs egy általában elfogadható szabály, a jegybank monetáris politikája, az ország árfolyampolitikája és a külkereskedelmi szerkezet mind befolyást gyakorol a szükséges tartalékállományra. A jegybanki tartalékok felhalmozásának okait keresve a rövid lejáratú külső adósságból indul ki Wijnholds–Sondergaard [2007][3], a hagyományos Greenspan-Guidotti-Fischer[4] szabályt

[3] Ehhez a módszertani alapot Wijnholds – Kapteyn [2001] jelenti.

[4] A szabály értelmében a valutatartalékoknak teljes mértékben fedezniük kell az ország teljes rövid lejáratú külső adósságállományát.

bővítve. Érvelése szerint egy ország tartalékainak fedezniük kell a rövid lejáratú külső adósságot és a bővebb pénzmennyiség (M2) egy, az országkockázat és az árfolyamrezsim 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 árfolyamrezsim 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 országkockázati indexet jelöli, amit az Economist Intelligence Unit adatbázisából nyertek.

Eredményeik értelmében 1999-ben még számos feltörekvő ország devizatartaléka nem érte el a kívánt szintet. Oroszország, Törökország és Argentína esetében az alacsony tartalékszint döntő mértékben járult hozzá az ezredforduló környékén kirobbant válságokhoz, illetve azok súlyosságához. Mivel nem rendelkeztek elegendő külföldi devizával, amivel védhették volna árfolyamukat, fel kellett adniuk az árfolyamrögzítést. 2006-ban a kép már eltérő helyzetet jelez. A pénzügyi válságok után a legtöbb, főként ázsiai ország a tartalékok növelésében látta azt a fegyvert, aminek a segítségével képes lehet megelőzni a további krízishelyzeteket. A legszembetűnőbb változást Oroszország érte el, míg 1999-ben csupán 8,5 milliárd dollárra rúgott a tartalékállománya, 2006 végére már megközelítette a 300 milliárdot (lásd a 2. táblázatot). Oroszország esetében a növekedés nagyrészt a megugró kőolaj- és földgáz-értékesítésekből származó bevételeknek köszönhető. Argentína és Törökország szintén jelentősen javított pozícióján, de tartalékai még mindig nem érik el a szükséges mértéket. Kína, bár abszolút értékben megduplázta devizatartalékát, rövid távú külső adósságának közel megtízszereződése következtében a szükségletek arányában csökkenés figyelhető meg, de még így is, több mint duplája a megfelelőnek minősíthető szintnek. A táblázatból jól látszik, hogy 1999-ben és 2006-ban is Dél-Korea esetében volt a legmagasabb a tényleges és megfelelő tartalékszint aránya, abszolút számokban több mint háromszorosára növekedett.

2. 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

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

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

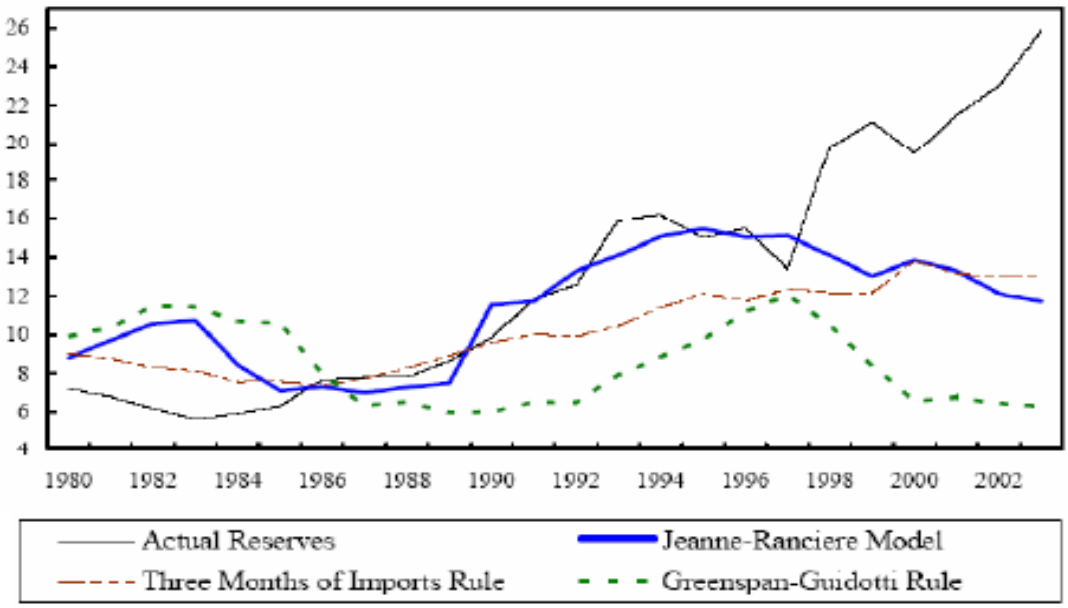
Az önsegélyre való törekvést, mint fő motivációt emeli ki Aizenman-Lee [2005]. Azt találták, hogy a kereskedelmi nyitottság és a pénzügyi válságoknak való kitettség statisztikailag fontos magyarázó erővel bír. Az óvatosságra való törekvés oka, hogy elkerüljék a hosszú távú projektek leállítását, amire a tőkebeáramlások leállása és megfelelő tartalékok hiányában rákényszerülnének. Az általuk felállított modell szerint az elővigyázatossági cél konzisztens a tartalékok nagyságával. A liberalizáltabb tőkemérleggel rendelkező államok nagyobb mértékű tartalékokat halmoznak fel. A merkantilista politika igazolására alkalmazott közelítő változók, így a késleltetett exportnövekedés és a vásárlóerő-paritástól való eltérés bár statisztikailag szignifikáns, gazdasági jelentőségük közel van a nullához.

Jeanne [2007] csupán a latin-amerikai országok esetében tartja elfogadhatónak az önsegélyre 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, a hagyományos mérési módszerek nem képesek megfelelő magyarázatot adni a tartalékok ilyen mértékű megugrásának. A szerző saját modelljével vizsgálta az elmúlt évek fejleményeit, egy kis, nyitott gazdaság példájából indulva ki, ami ki van téve a nemzetközi tőkeáramlások volatilitásának. Megközelítésében a tartalékok felhalmozásának célja egyrészt krízis megelőző, azaz csökkenti a válság bekövetkezésének valószínűségét, másrészt krízisenyhítő, azaz mérsékli a bekövetkező válságból származó jóléti veszteséget. Elveti azt a hipotézist, mely szerint az óvatossági motívummal magyarázható a tartalékok felhalmozása, legalábbis a 2000-es években az ázsiai feltörekvő országok esetében. 2000 és 2005 között a tartalékok felhalmozási üteme szoros összefüggést mutatott a folyó fizetési mérlegek többletével, de nem korrelált a külső kötelezettségek emelkedésével. Továbbá szoros kapcsolatot mutatott ki a tartalékok bővülése és a tőkeáramlások korlátozása és a bruttó hazai termék növekedése között. Ezek a megfigyelések ellentmondanak az önsegélyre törekvés magyarázatával, mivel a liberalizáltabb tőkemérleggel rendelkező országok esetében várhatnánk a magasabb tartalékszintet. A gyors GDP-növekedéssel való korreláció is elgondolkodtató, amennyiben ebben az esetben tőkeimportőri pozíciót várhatnánk. Azonban az eredmények konzisztensek a tartalékok felhalmozásának merkantilista megközelítésével. Eredményei csak első ránézésre mennek szembe az előző bekezdésben vázolt megállapításokkal, ugyanis Jeanne a 2000-es évekre koncentrált, míg Aizenmann-Lee [2005] az 1980 és 2000 közötti periódusra irányította a figyelmét.

A két időszak motivációi közötti eltérés az ázsiai és orosz válságban, illetve Mexikó esetében az 1994-es mexikói krízisben gyökereznek. A válság terjedése és nagyságrendje, pusztító ereje rádöbbentette az érintett országokat, hogy egyensúlyőrző gazdaságpolitika és figyelemre méltó gazdasági növekedés mellett is válságba sodródhat egy állam vagy egy egész régió (Wyplosz [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]). Az ázsiai államok az IMF feltételeit elhibázottnak, sőt a szuverenitásukat sértőnek találták. Ezt a motivációt gyakran a „pénzügyi függetlenségre" való törekvéssel azonosítják (Wijnholds-Sondergaard [2007]). 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]).

2. ábra

A valutatartalékok szükséges mértéke, Ázsia



Forrás: Wyplosz [2007] 10. o.

Flood-Marion [2002] azt találta, hogy a hagyományos megközelítés, mely szerint a tartalékok pufferként szolgálnak az árfolyam menedzselése számára, ugyanúgy érvényes napjainkban, mint korábban a Bretton Woods-i rendszer idejében, amikor még kevésbé voltak jelentősek a nemzetközi tőkeáramlások. Az árfolyam fokozott volatilitása és a tartalékállomány között robosztus a kapcsolat. Bár modelljük statisztikailag jól működik, az 1990-es években az egyes országok hivatalos tartalékai közötti eltérés csupán kis részét magyarázza, mindössze 10-15 százalékot. Az effektív valutaárfolyam, az ország gazdasági nyitottsága a volatilitással és a haszonáldozatra vonatkozó számításokkal együtt már 40 százalékát magyarázza az országok tartalékállományának. Röviden, a növekvő bizonytalanság emeli az optimális tartalékállomány nagyságát.

Több hipotézist is tesztelt Leblang-Pepinsky [2008]. 1970 és 2004 közötti adatokra összesen 82 fejlődő és feltörekvő állam esetében vizsgálja a valutatartalékok felhalmozását befolyásoló politikai és gazdasági tényezőket. Erős kapcsolatot találtak arra vonatkozóan, hogy a rögzített árfolyamrendszert használó államok magasabb tartalékszintre törekszenek, illetve arra, hogy a valuta alulértékeltségének a mértéke pozitívan korrelál a tartalékok nagyságával. A vizsgált államok exportfüggőségével szintén erős kapcsolat mutatható ki. Azonban csak gyenge összefüggést találtak a minél nyitottabb tőkemérleg és a tartalékállomány között. Semmilyen összefüggést nem azonosítottak a pénzügyi szektor nagysága és a nemzetközi tartalékok között. Politikai változókat emelve az elemzésbe, az autoriter kormányzatok inkább hajlamosak a tartalékok felhalmozására óvatossági motívumból, míg a demokratikus berendezkedésű államok az exportszektor támogatása céljából növelik tartalékaikat. A legdemokratikusabb fejlődő államokban az óvatosságra, biztonságra való törekvés egyáltalán nincs jelen. Eredményeik összességében a merkantilista megközelítést erősítik.

A tárgyalt modellvizsgálatok nem adnak egységes képet, mindenesetre önmagában az „önsegélyre” vonatkozó törekvés nem elég meggyőző erejű (lásd a 2. ábrát).

3. A Triffin-dilemma napjainkban

Az 1960-as évek elején Robert Triffin amerikai közgazdász mutatott rá az 1944-es Bretton Woods-i konferencián megszülető nemzetközi monetáris rendszer fő gyengeségére. Érvelése értelmében függetlenül attól, hogy a nemzetközi tartalékvalutát, a dollárt az aranyhoz kötötték, a bele fektetett bizalom idővel gyengülésre volt ítélve. Ennek oka, hogy a fizetési mérlegek kiegyensúlyozása aszimmetrikusan történt, a hiányt felhalmozó országok voltak rákényszerítve az egyenleg javítására, míg a többlettel bíró államok nem néztek szembe hasonló kényszerrel. Az egyetlen kivétel a tartalékvalutát kibocsátó állam, az Amerikai Egyesült Államok volt, ami tartós deficitet is megengedhetett magának, a nemzetközi likviditás iránt igényt támasztó folyó fizetési mérleg többlettel rendelkező államok miatt. Az Egyesült Államok tartósan magas deficitje, a túlzott dollárkiáramlás következtében nem tartható a dollár aranyhoz való rögzítése. A meglátás helyesnek bizonyult, részben az 1960-as évek deficitje következtében 1971-ben az Egyesült Államok végül letért az aranyalapról.

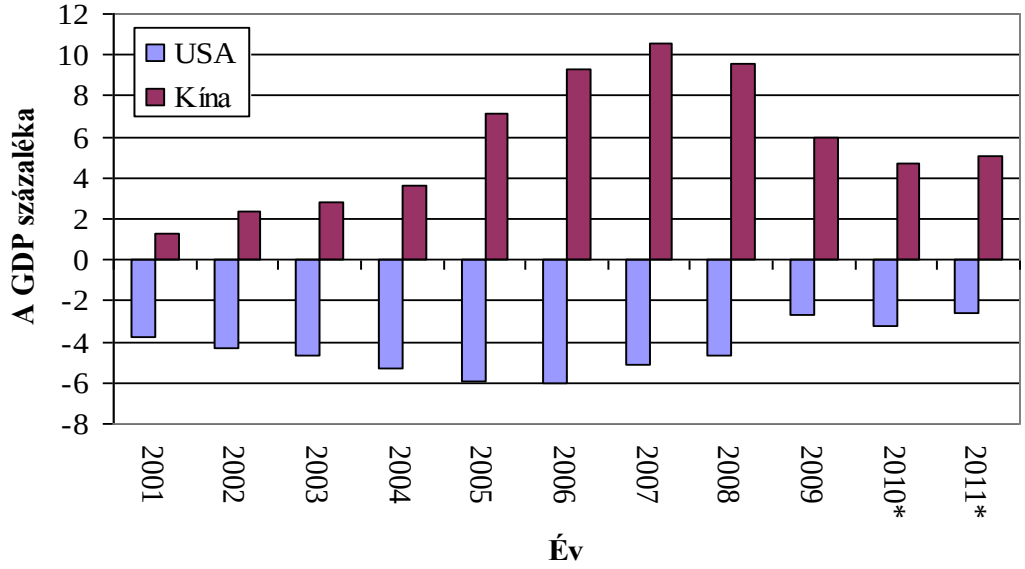
A hatvanas években a Triffin-dilemma egy olyan világgazdasági környezetben jelentkezett, amikor az országok közötti tőkeáramlások szintje alacsony volt, hivatalos tartalékokat csupán az Egyesült Államok folyó fizetési mérleg deficitjén keresztül halmozhattak fel az államok. A jelenlegi rendszerben, mivel napjainkban továbbra is egy nemzeti valuta tölti be a tartalékvaluta szerepkörét továbbra is jelen van a Triffin-dilemma által leírt likviditási csapda[5]. A tartalékvaluta árfolyamát nagyrészt az határozza meg, hogy a folyó fizetési mérleg többlettel rendelkező államok hajlandóak-e tartani a valutát (Kregel [2009]). A monetáris tartalékok megszerzése továbbra is csak akkor lehetséges, ha az Egyesült Államok folyó fizetési mérlege passzívumot mutat. A tartós egyensúlytalanság a dollárba vetett bizalom erodálódását válthatja ki, ami a „zöldhasú" leértékelődéséhez vezet. A hitelesség visszaszerzése érdekében az amerikai gazdaságpolitika az egyensúly irányába mozdul el, amit a bizalom visszaszerzésével párhuzamosan felértékelődés követ. Az 1970-es évektől a lebegő árfolyamrendszerben a dollár ciklikus le- illetve felértékelődésének lehettünk tanúi. A külső deficit és a dollár reálárfolyamának ingadozása viszont instabilitást visz a világgazdaság növekedési ütemébe (Ocampo [2007]). A tartalékvalutát kibocsátó állam nemzeti bankja folyamatosan szembekerül a hazai monetáris politika céljai és a többi ország tartalékvalutára vonatkozó igényei közötti ellentmondásokkal, mivel nem tudnak egyszerre megfelelni a különböző hazai és nemzetközi célkitűzéseknek, a „mennyiség és a minőség biztosításának" dilemmája továbbra is jelen van *(Lőrincné* [2004]). A kulcsvaluta minősége és mennyisége ellentmondásba kerül egymással, a tartalékok felhalmozását a kulcsvalutával rendelkező ország fokozódó eladósodása kíséri, ami aláássa a devizába vetett bizalmat. A Triffin-dilemma arra irányítja rá a figyelmet, hogy hátrányos egy ország nemzeti valutájára alapozni a kulcsvaluta szerepkört.

Kissé leegyszerűsítve, a fent vázolt probléma az elmúlt évtizedben az Egyesült Államok és Kína között jelentkezett. A 3. ábrán látszik, hogy miközben Kína gyors ütemben növelte monetáris tartalékait, nagyrészt folyó fizetési mérlegének többletén keresztül, az Egyesült Államok folyamatosan deficitet halmozott fel. 2001 és 2010 között az ázsiai ország folyó fizetési mérlege átlagosan 5,7 százalékos GDP-arányos többletet mutatott, míg a világ legnagyobb gazdasága átlagosan 4,6 százalékos deficitet regisztrált. A tartalékok felhalmozása az Egyesült Államok gyors ütemű eladósodása mellett ment végbe.

[5] Ezt hangsúlyozza például Kregel [2009], *ENSZ* [2009] valamint Mateos y Lago, I. et al. [2009]

3. ábra

Kína és az Egyesült Államok folyó fizetési mérlegének egyenlege



Forrás: IMF [2010]
Megjegyzés: *: előrejelzés

4. Az SDR mint alternatíva? Kína reformjavaslatai

A kínai jegybank vezetőjének tavaly márciusban megjelent, nagy visszhangot kiváltó írása értelmében (Zhou Xiaochuan [2009]) a mostani rendszer, amiben egy hitelre épülő nemzeti pénz tölti be a világban a tartalékvaluta szerepet, történelmileg ritka, különleges esemény[6]. Egy, a világ pénzügyi stabilitását és a tartós gazdasági növekedést elősegítő tartalékvalutának stabilnak, kibocsátásának szabályalapúnak és irányíthatónak kell lennie, ezen feltételeknek nem felel meg a mostani, dolláralapú rendszer. Kína nem fogadná el, ha az euró venné át részlegesen vagy egészen a dollár szerepét, mivel az alapvető problémát, a stabilitás kérdését nem oldaná meg. A kínai jegybankelnök javaslata az SDR[7]-t helyezné előtérbe, mint új, „szuperfüggetlen tartalékvalutát" (Farkas [2009]).

A már 1969-től létező, eredetileg a Bretton Woods-i rendszer védelme érdekében létrehozott, igazán fontos szerephez azonban sohasem jutó kosárvaluta, az SDR szerepének bővítése nem a jelenlegi válság után kialakult új idea[8]. Eredetileg a nemzetközi likviditás javítása érdekében, a dollár támogatása céljából hozták létre ezt a kosárvalutát a hatvanas évek végén, amikor a fennálló problémák hasonlóak voltak a jelenlegiekhez. Azonban a kínai javaslattal kapott először egy felemelkedő hatalom részéről egyértelmű támogatást. Jelenleg csak a

[6] Ez az állítás erősen vitatható, már az aranystandard idején is halmoztak fel tartalékként konvertibilis valutákat az államok, a második világháború után pedig a dollár vált a fő tartalékvalutává, aranyat az Egyesült Államok jegybankja tartott nagy mennyiségben.

[7] A 2006-os felülvizsgálat óta az SDR értékét négy konvertibilis valuta alapján határozzák meg, az alábbi súlyok szerint: amerikai dollár (44%), euró (34%), japán yen (11%), angol font (11%), lásd IMF [2005].

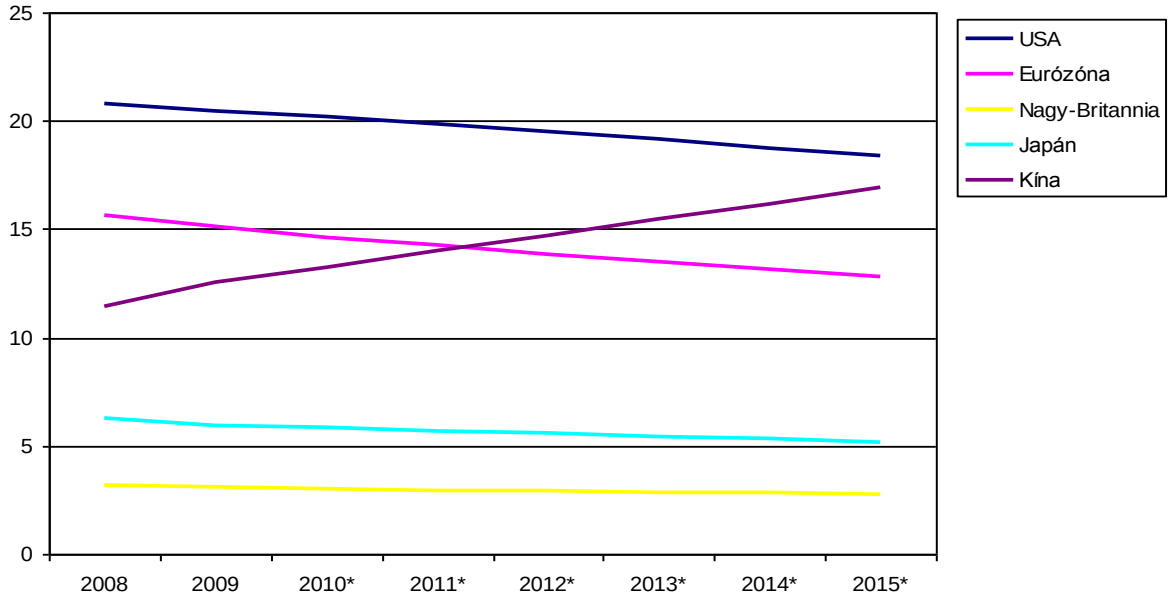
[8] Az SDR jelentőségének fokozása mellett érvel Ocampo [2007], Stiglitz [2006] és Camdessus [2000]

kormányok és a nemzetközi szervezetek használják, de a kínai javaslat szerint elő kell segíteni a használatát a nemzetközi kereskedelemben, a nyersanyagtermékek árának meghatározásában, a beruházásoknál és a vállalati könyvelésekben. Ez növelné az SDR szerepét és csökkentené az árak és árfolyamok fluktuációját. Egyúttal SDR-ben denominált értékpapírokat kell kibocsátani, valamint bővíteni szükséges a valutakosarat alkotó országok körét, a GDP-t alkalmazva, mint súlyt. A tagállamok valutatartalékaik egy részét az IMF-re bíznák, így növekedne a nemzetközi szervezet hatékonysága, valamint az SDR-be vetett piaci bizalom. A források központosítása megkönnyítené a spekuláció elleni harcot, valamint segítene fenntartani a nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszer stabilitását. Továbbá egy nemzetközi intézmény által kezelt világpénzt a globális likviditás teremtésére és ellenőrzésére is fel lehetne használni.

Ha a kínai reformjavaslat azon pontjából indulunk ki, hogy a valutakosár összetétele az egyes országok világtermeléshez való hozzájárulását fejezze ki, világosan látszik, hogy a jelenlegi felosztás nem helyénvaló. Kimondatlanul bár, de Kína egyértelműen saját pozícióinak javítását tartja szem előtt, a renminbi nemzetközi pozícióján kíván javítani. A Nemzetközi Valutalap előrejelzése szerint 2012-re Kína részaránya a világ bruttó hazai termékében vásárlóerő-paritáson számolva megelőzi az eurózónáét[9], így a valutakosárban jelenleg szereplő Nagy-Britannia és Japán mellett egy harmadik szereplőt is maga mögé utasít (lásd a 4. ábrát). Továbbá gyorsan szűkül a rés az Egyesült Államok és a kínai óriás között, 2017 környékén, a jelenlegi tendencia zavartalan folytatódása esetében sor kerülhet a vezető gazdasági hatalom megelőzésére ebben a kategóriában.

4. ábra

Részesedés a világ bruttó hazai termékében, vásárlóerő-paritáson (PPP)



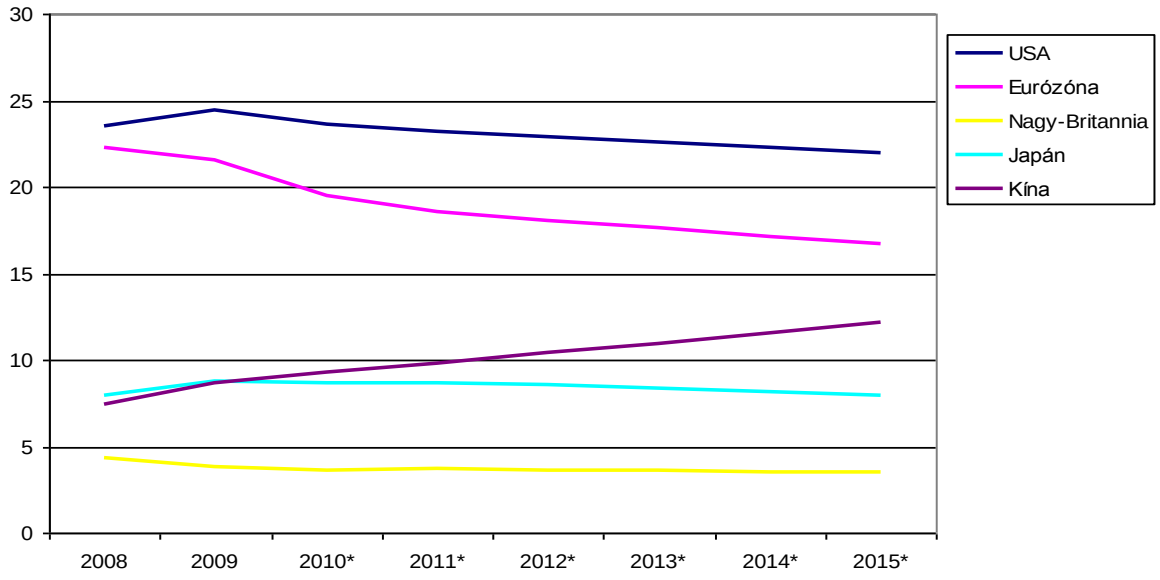
Az adatok forrása: IMF World Economic Outlook Database, 2010. október
Megjegyzés: *: előrejelzés

[9] Eltekintve az euróövezet várható bővítésétől. Az esetleges új tagállamok, mivel relatíve szegény kelet-európai országokról van szó, az arányokat érdemben nem módosítanák. Szignifikáns változást csak Nagy-Britannia hozna, ebben az esetben az eurózóna 2012-ben még megelőzné Kínát.

A nemzetközi tranzakciók szempontjából fontosabb folyó áras adatokat szemlélve már eltérő képet kapunk, Kína alacsonyabb árszínvonala következtében. Ebben az esetben az eurózóna utoléréséhez több időre van szüksége az ázsiai óriásnak, de a tendencia egyértelmű, 2010-ben már ebben az összevetésben is megelőzte Japánt és közelít mind az eurózónához, mind az Egyesült Államokhoz. Kína 2014-re már eléri az Egyesült Államok gazdasági kibocsátásának a felét, folyó áras számbavétel esetén. A gazdasági válság felgyorsította Kína felzárkózását a gazdag nyugati országokhoz, utóbbiak gazdasági visszaesése, illetve visszaeső potenciális gazdasági növekedési üteme következtében.

5. ábra

Részesedés a világ bruttó hazai termékében, folyó árakon



Az adatok forrása: IMF World Economic Outlook Database, 2010. október, saját számítás
Megjegyzés: *: előrejelzés

Ha az egyes országok, régiók arányát tekintjük a világkereskedelemben (3. táblázat), látható, hogy Kína az eurózóna mögött a második helyet foglalta el 2009-ben, 13,4 százalékos részesedéssel, utána az Egyesült Államok következik, a másik két vizsgált állam messze lemaradva követi őket. Ha a Gazdasági és Monetáris Uniót figyelmen kívül hagyjuk, Kína vezet, mivel a nemzetközi árukereskedelemben 2009-ben maga mögé utasította az addig éllovas Németországot, így a világ első számú áruexportőrévé lépett elő. Ezt a pozíciót a következő években várhatóan valamelyest még tovább fogja javítani. A kereskedelmi részarány azért is fontos, mivel az IMF többek között ez alapján állítja össze az SDR kosár összetételét.

3. táblázat

Részesedés a világ áruexportjában

	Részarány (%)	Növekedés az előző évhez képest, százalék**	
	2009	2010*	2011*
USA	11,8	11,3	8,1
Eurózóna	19,9	4,9	5
Nagy-Britannia	3,9	11,3	8,1
Japán	7,3	21,5	7,7
Kína	13,4	12,3	8,4
Világ	100	7,8	6,2

Az adatok forrása: Eurostat, EC (2010)
Megjegyzés: *: előrejelzés
**: az áru- és szolgáltatáskereskedelmet egyaránt magában foglalja

A fenti adatok alapján azt mondhatjuk, hogy a kínai renminbi számbavétele az SDR valutakosár tartalmának megállapításánál Kína világgazdasági súlya alapján indokolt lehet. Egy nem elhanyagolható probléma áll még a kínai pénz előtt: a teljes konvertibilitás hiánya. Jelenleg messze van még ettől a kínai szabályozás. A kínai gazdasági vezetés szoros felügyelet alatt tartja a nemzeti valutát, a gazdaságfejlesztés szempontjából kulcsfontosságúnak tartott árfolyamrendszer védelme érdekében. Az exportőröknek az áruk értékesítéséből származó devizabevétel nagy részét át kell adniuk az államnak, amiért meghatározott árfolyamon jüant kapnak. A külföldi beruházók befektetéseiket jüanban kell, hogy végrehajtsák, a valutakonverziót csak Kínában hajthatják végre. Külföldiek jelenleg csak kínai áruk vásárlására vagy Kína szomszédságában használhatják a jüant. Egyszóval, a jüan nemzetközi piaca nem létezik. A kínai külkereskedelem nagy részét dollárban bonyolítják, hiába fontos az ázsiai ország a kereskedelem szempontjából, ha nem saját pénze forog az ügyletek során. Az IMF szabályozása értelmében csak szabadon használható valuta kerülhet be a valutakosárba. A szervezet Alapokmányának XXX. (f) pontja értelmében ez azt jelenti, hogy a valutát széles körben használják a nemzetközi tranzakciókban és a nemzetközi devizapiacokon jelentős forgalommal rendelkezik. A renminbi nemzetközi szerepének javítása érdekében Kínának biztosítania kell a teljes konvertibilitást, fejlesztenie kell pénzpiacát, likvid eszközök kibocsátásán keresztül, amik a külföldiek számára is elérhetőek lennének. Mindenesetre a devizapiaci korlátozásokat Kína az exportvezérelt növekedés sikere érdekében a közeljövőben valószínűleg fenn fogja tartani, így a renminbi mint tartalékvaluta csak később játszhat szerepet, talán 2020 után (*Eichengreen* [2009]). A gazdaságfejlesztési modell átalakítása, a teljes konvertibilitás megteremtése és likvid piacok kialakulása nem megy egyik évről a másikra.

4. Az ENSZ is lecserélné a dollárt?

Az Egyesült Nemzetek a világgazdasági válság kitörése után felállított szakértői bizottsága, a Nobel-díjas Joseph Stiglitz vezetésével a kínai jegybankelnök álláspontjához hasonlóan látja az elmúlt évek fejleményeit, a nemzetközi monetáris rendszer hiányosságait és a rendszer

előtt álló kihívásokat (*ENSZ* [2009]). A bizottság megállapításai szerint a Bretton Woods-i rendszer összeomlása után kialakult, lebegő árfolyamrendszereken és dollár dominanciáján alapuló rendszer „bizalmon alapuló" dollárstandardnak[10] tekinthető, ami instabilnak és a teljes foglalkoztatottság célkitűzésével összeegyeztethetetlennek bizonyult. Utóbbi azzal az aszimmetrikus igazodási kényszerrel van összefüggésben, hogy a folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságinak kiigazítása során a passzívumot felhalmozó ország jóval nagyobb, a hiány csökkentésére irányuló nyomással néz szembe, mint a többletet felhalmozó államok, leszámítva a tartalékvalutát kibocsátó államot, nevezetesen főként az Egyesült Államokat.

A jelenlegi válság lehetőséget kínál a nézeteltérések leküzdésére: az Egyesült Államok is költségesnek találja a jelenlegi rendszer fenntartását, a feltörekvő országok pedig dollártartalékaik értékvesztése miatt aggódnak, amit az USA óriásira duzzadt költségvetési hiánya[11] és a FED mérlegének bővülése indokol. Hasonlóan a kínai javaslathoz a fenti problémákra reagálva egy olyan világszintű tartalékvaluta megfelelő válasz lehet, amely egy nemzetgazdaság külső pozíciójához sem kapcsolódik. A Stiglitz vezette bizottság javaslata szerint a globális tartalékrendszert a megreformált IMF irányítaná, a már létező SDR alapján. A legegyszerűbb reformnak az SDR jelenlegi szerepének bővítése, kibocsátásának szabályalapúvá tétele tűnik. Egy alternatív javaslat értelmében egy új szerv, a Globális Tartalékbank[12] felállítására kerülne sor. Kibocsátása kapcsán két megoldás jöhet szóba. A résztvevő államok beváltanák saját valutájukat az új tartalékvalutára, hasonlóan a jelenlegi IMF kvótarendszerhez, azzal a különbséggel, hogy a fejlődő országok saját pénzükkel teljesítenék ezt. Így a globális tartalékvalutát egy, minden tagállam valutáját magában foglaló kosár fedezné. Alternatív módon nemzeti valuta befizetésekre nem lenne szükség, támasztékként csupán a központi bankok ígérete szolgálna arra, hogy elfogadják az új pénzt, saját nemzeti fizetőeszközük ellenében. Ez adná az új világpénznek a nemzetközi tartalékvaluta jelleget, ugyanúgy, ahogy a nemzeti pénzek állampolgárok általi elfogadása biztosítja a pénzfunkciók betöltését a belföldi valutáknak.

Függetlenül attól, hogy a fenti megoldások közül melyik mellett dönt a nemzetközi közösség, a részt vevők országoknak tartalékaik egy részét az új, globális valutában kell tartaniuk. Tartásáért kamat járna, hogy vonzóvá váljon a felhalmozása. A rendszer legnagyobb előnye a diverzifikálásból származó, a jelenleginél egyértelműen kedvezőbb értékállóság.

Az új tartalékvalutából egy, a világgazdasági súly alapján meghatározott képlet, kvóta szerint részesednének az államok vagy a szükségletek becslése alapján. A második esetben a fejlődő országok magasabb tartalékszintet érnének el.

A túlzott tartalékhalmozás ellen szabályokat szükséges alkotni, a globális aggregált keresletet nem növelő tartalékok felhalmozás esetén az ország elveszítené az SDR kibocsátásból neki járó rész bizonyos mértékét. Stiglitz egy korábbi munkájában 50 százalékos adó kivetését tartja helyesnek, a folyó fizetési mérleg többlet egy egységére, legfeljebb az ország éves SDR-allokációja erejéig (Stiglitz-Bruce [2006]). Az éves kibocsátás mértékének a globális vásárlóerő kiesését kell pótolni, az elmúlt évek tapasztalatai alapján 150-300 milliárd dolláros összegről lehet szó. Egy bonyolultabb, de a gazdasági ingadozásokat jobban kezelő javaslat

[10] „fiduciary dollar standard"

[11] 2009-ben kiugró mértékű, 12,9 százalékos volt az Egyesült Államok deficitje, a következő években is csak lassú javulás várható. Az IMF 2010. októberi előrejelzése 2010-ben 11,1 százalékos GDP-arányos költségvetési hiánnyal számol, míg 2011-re 9,7 százalékot jelez előre, valamint 2015-ben is 6,5 százalékos deficitet prognosztizál.

[12] Global Reserve Bank

szerint kibocsátására anticiklikus módon kerülne sor, nagyobb értékű emisszióra amikor a világ potenciális növekedési üteménél alacsonyabb a tényleges bővülése mértéke[13].

Az SDR-alapú rendszer, bármennyire is vonzónak tűnhet, számos problémával terhelt. Jelenleg ugyanis az SDR nem használható devizapiaci intervenciókhoz, továbbá a piaci szereplők sem fogadják el, mint forgalmi eszközt. Az SDR vonzerejének növelése érdekében likvid piacokat kell teremteni, ahol a kormányok és a vállalatok a kosárvalutában denominált eszközöket bocsáthatnak ki. Ezek a lépések nem tűnnek egyszerűnek, az első lépéseket megtevő állam jelentős költségekkel szembesül, az SDR-eszközök újdonsága miatt. Nyilvánvalóan egy likvid piac nem teremthető meg az egyik pillanatról a másikra. A versenyben kezdetben hátránnyal indulna a már meglévő dollárban és euróban denominált eszközök piacához képest.

5. Az európai egységes valuta mint vetélytárs

Az 1999-es év nem csupán az európai integráció fejlődésének, hanem a nemzetközi monetáris rendszer történelmének is kiemelkedő dátuma, amennyiben a dollár a második világháború után először kapott méltó vetélytársat az egységes európai valuta, ez euró formájában. Sok évtized után a jegybanki tartalékokat kezelő gazdasági vezetők számára más lehetőség is rendelkezésre áll a dollár kapcsolatos elégedetlenség állandó érzékeltetésén túl (Eichengreen [2008]). Az új európai pénz mögött lévő gazdasági térség több szempontból felveszi a versenyt az Egyesült Államokkal. A jelenleg 16 tagállamot magában foglaló Gazdasági és Monetáris Unió egy főre jutó bruttó hazai terméke az Egyesült Államokénak valamivel több, mint 70 százalékát teszi ki (IMF [2010b]), míg a folyó áras összesített GDP az amerikai vetélytárs gazdasági teljesítményének valamivel több, mint 80 százalékára rúg (lásd az 5. táblázatot). A nemzetközi kereskedelemben betöltött szerepe alapján pedig egyértelműen fontosabb, mint a belső fogyasztásra épülő amerikai gazdaság (lásd a 3. táblázatot).

A Stiglitz-féle bizottság hangsúlyozza, hogy egy több lábon álló, nem csupán a dollárra, hanem például az euróra és a japán yenre támaszkodó rendszer egyáltalán nem lenne kedvezőbb, sőt, rosszabb lenne a jelenleginél. Ennek oka, hogy aktív jegybanki eszközkezelés esetén a kulcsvaluták közötti árfolyamok volatilitása további bizonytalanságot vinne a rendszerbe, a tartalékok értékének folyamatos változásán keresztül. Előny lenne viszont, hogy helyet adna a diverzifikációnak, a tartalékok értékállósága magasabb szintet érne el. Ezt rögzített árfolyamrendszerrel lehetne kiküszöbölni, ami a jelenlegi szabad tőkeáramlás mellett elképzelhetetlen. A monetáris tartalékok átstrukturálása csak lassan képzelhető el, a gyors dollárértékesítés következtében a megmaradó tartalékok leértékelődnének. Ez egyfajta „csapdahelyzet" amiben főként Kína szenved. Ha egy vagy több más nemzeti pénz is egyenrangú tartalékvalutává válna a dollár mellett, az Egyesült Államok jelenlegi privilégizált helyzete is megszűnne, vagy legalábbis kénytelen lenne megosztani azt más országokkal. Ennek következtében a globális egyensúlytalanságok problémája is mérséklődne, a tartalékvaluták közötti verseny fegyelmező hatással járna az államok gazdaságpolitikájára.

Az euró bevezetése óta lassan teret nyer, mint a jegybankok által felhalmozott tartalékvaluta, szerepe azonban még mindig jóval elmarad a dolláré mögött (lásd a 6. ábrát)[14]. 2002 és 2009 között az amerikai dollár részaránya 67 százalékról 62 százalékra zsugorodott, míg az euró megközelítőleg három százalékpontot javítva 24-ről 27 százalékra növelte részesedését a világ összes államának tartalékállományát tekintve. Kiemelendő még a japán jen szerepének

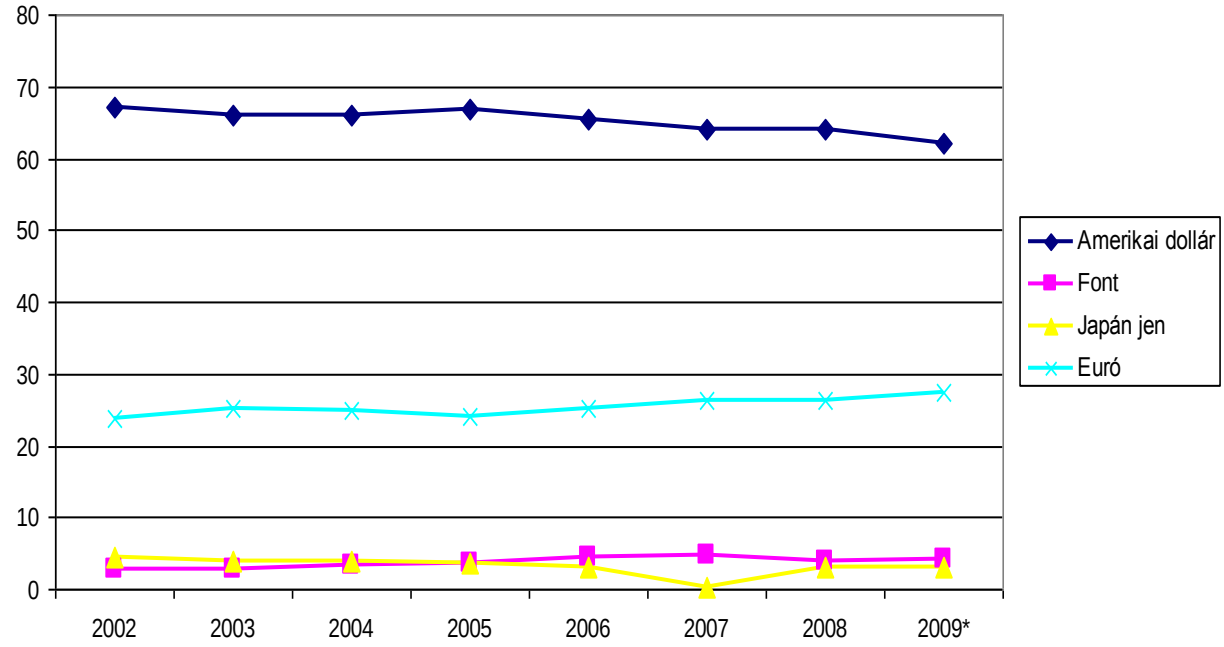
[13] A 2009. áprilisi G-20 csúcson mintha felismerték volna ezt a lehetőséget, amikor 250 milliárd dollár értékű SDR kibocsátásról döntöttek.

[14] A rendelkezésre álló adatok nem teljesek, lásd a 6. ábra megjegyzését.

szemmel látható visszaesése, részaránya a 2002-es 4,3 százalékról 2009-re 3 százalék alá süllyedt, valamint az angol font vonzerejének erősödése. Az euró szerepének lassú növekedése részben azzal magyarázható, hogy a tartalékok átkonvertálása csak fokozatosan történhet meg, a nemzetközi tartalékoknak van egyfajta tehetetlensége, mivel a gyors konverzió leértékelné a maradék tartalékállományt.). A folyamat lassúságát jól mutatja, hogy a jelenlegi trend folytatódása esetén még megközelítőleg 35 évre lenne szükség ahhoz, hogy az euró részaránya elérje a dollárét. Egy történelmi példát idézve több évtizedig tartott, míg a dollár képes volt leváltani az angol fontot, mint vezető tartalékvalutát, azt követően, hogy az Egyesült Államok vált a világ első számú gazdasági hatalmává *(Eichengreen* [2005], *Dehesa* [2010]). Így ebben a kontextusban 35 év nem tekinthető hosszú időnek. Ha csupán a feltörekvő államokat vizsgáljuk, az euró teljesítménye valamelyest kedvezőbb képet mutat, részaránya a vizsgált időszakban 25-ről 30 százalékra nőtt, míg a dolláré 69 százalékról 59-re zuhant. Ebben az összevetésben a jen megőrizte pozícióit, míg a font alacsony bázisról indulva megduplázta részarányát. Hozzá kell tenni azonban, hogy az európai egységes valuta már 2003-ban elérte jelenlegi pozícióját, azóta 30 százalék körül mozog.

6. ábra

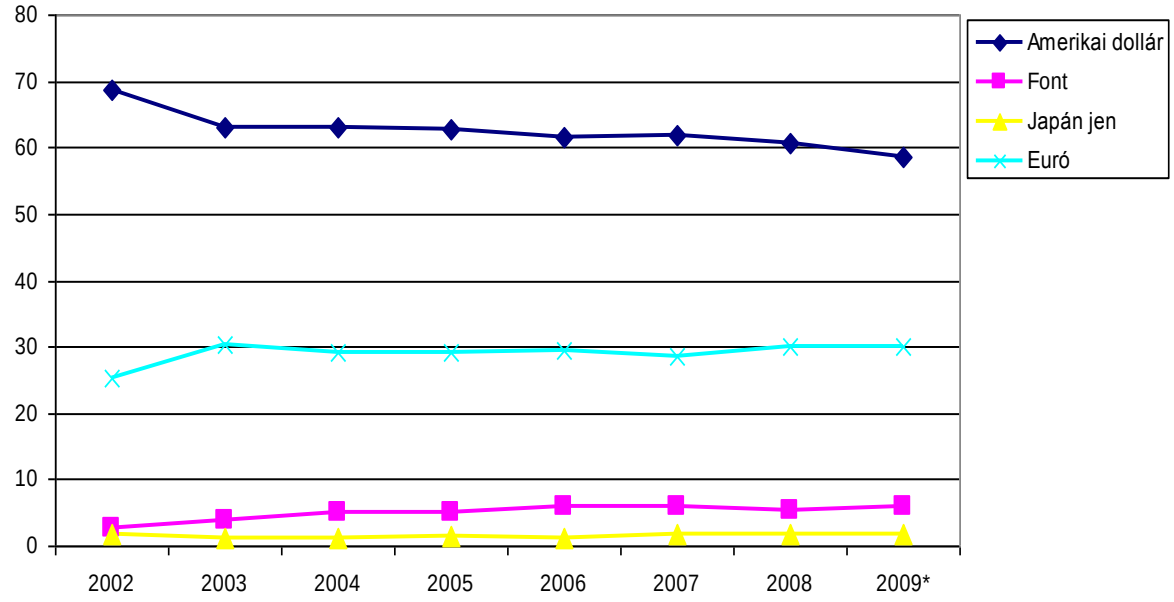
A valutatartalékok összetétele a világon



Forrás: Az IMF COFER adatbázisa alapján saját számítás
Megjegyzés: *: előzetes adat
Az egyes államok csak tartalékaik egy részének devizális összetételét jelentik az IMF-nek, ez megközelítőleg a tartalékok 75 százalékát jelentette 2002-ben, ami 56 százalékra csökkent 2009-re

7. ábra

A valutatartalékok összetétele a feltörekvő gazdaságokban



Forrás: Az IMF COFER adatbázisa alapján saját számítás
Megjegyzés: *, előzetes adat
A feltörekvő államok tartalékainak devizális összetételéről még kevésbé megbízható adatok állnak rendelkezésre, 2002-ben teljes tartalékállományuk mintegy 54 százalékának devizális összetétele volt ismert, ami 40 százalékra csökkent 2009-re

A gazdasági teljesítmény önmagában nem elég ahhoz, hogy egy nemzeti valutából globális tartalékvaluta váljon, még akkor sem, ha a jelenlegi globális pénzt is súlyos nehézségek terhelik. Az eurózóna számos tekintetben jelentős hátrányban van az Egyesült Államokkal szemben. Az európai egységes valuta mögött csak egy gazdasági tömörülés, nem politikai hatalom áll. Annak ellenére, hogy az elmúlt tíz évben az euróban denominált eszközök piacának likviditása jelentősen javult, fokozatosan dolgozva le a dollárpiacokkal szembeni hátrányából, a likviditás és hitelminőség tekintetében továbbra is hátrányban van a dollárhoz képest (*Galati-Woolbridge* [2006]). Hátrányt jelent az államkötvénypiacok heterogenitása, az egységes kötvénypiac hiánya. Az egyes kormányok államadósságát és költségvetési hiányát finanszírozni hivatott kötvények kamatlába jelentős eltéréseket mutat a zóna országaiban[15], likviditási szintjük is államonként változik. Az eurózónát alkotó államok államcsődkockázata eltérő és jelentős ingadozásokat mutatott a gazdasági válság kitörése után. Az egységes államkötvénypiac létrehozása erősítené ez euró pozícióit, de annak haszna egyenlőtlenül oszlana meg a tagállamok között, így a közeljövőben előrelépés ezen a téren nem várható (*Eichengreen* [2009]). Az Európai Központi Bank vezetése többször hangsúlyozta[16], hogy az eurót nem a dollár vetélytársának szánták, és nem kívánják erősíteni az euró szerepét a világ monetáris tartalékaiban. Középtávon az euró várhatóan mint nemzetközi értékmegőrző javíthatja a pozícióit (*Lim* [2006]).

[15] A különbség kis mértékű volt a válságot megelőző években, 2008-tól viszont egyre drasztikusabb különbségeket figyelhetünk meg, elég csak Görögországra és Írországra gondolni, mint drasztikus romlást elszenvedő országokra (Pisany-Ferry – Sapir [2010]).

[16] Lásd például Jean-Claude Trichet EKB-elnök a Le Figaro-nak adott 2009. januári interjúját http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090123.en.html, letöltve: 2009-11-12

Az aggregált adatok mögött fontos eltérések fedezhetők fel az egyes országok vonatkozásában, Oroszország például tartalékai 47 százalékát tartja euróban. Az európai egységes valuta szerepe a kormányzati szándékok szerint tovább fog erősödni (*Eichengreen* [2009]). Az euró, ha egyelőre globálisan nem is, de regionális szinten fontos tartalékvalutává válhat az elkövetkező években. Középtávon az eurózóna gazdasági kormányzásában bekövetkező változások, illetve a versenytársak teljesítménye döntheti el az egységes európai valuta sorsát. Ha az Európai Unió továbbra is egy, csupán kedvező gazdasági körülmények között jól működő integrációs térség marad, várhatóan nem lesz képes átvenni a dollár vezető pozícióját (*Cohen* [2010]).

6. Befejezés

A nemzetközi tartalékvaluta-rendszer jól ismert hiányosságai az elmúlt évek gyors ütemű világszintű tartalékfelhalmozása és az Egyesült Államok, mint domináns gazdasági hatalom pozícióinak meggyengülése következtében kiéleződtek, előtérbe kerültek a jelenlegi szisztémával szembeni alternatív javaslatok. A világgazdaság stabilabb működéséhez és az egyensúlytalanságok hatékonyabb kezelése szempontjából az SDR szerepének bővítése jó irány, de egy, a világgazdasági erőviszonyokat tükröző valutakosár összeállításához a feltörekvő országoknak, főleg Kínának számos reformot kellene életbe léptetni, amik megvalósulása csak lassan, fokozatosan képzelhető el. Jelenleg a Nemzetközi Valutaalap sem kész az új rendszerben rá váró feladatok ellátásához. Az euró várhatóan nem lesz képes átvenni az elkövetkező évtizedekben a dollár szerepét, egyrészt a nemzetközi tartalékok tehetetlensége, másrészt az európai pénzügyi piacok hiányosságai miatt. Bármilyen irányba mozduljon is el a nemzetközi monetáris rendszer, a következő 15-20 évben nem várható érdemi változás.

Irodalomjegyzék

AIZENMAN, J.–LEE, J. [2007]: International Reserves: Mercantilist vs. Precautionary View, Theory and Evidence, Open Economies Review 18, 2 (April): 191-214.

CAMDESSUS, M. [2000]: An Agenda for the IMF at the Start of the 21st Century, Remarks at the Council on Foreign Relations, New York (February)

COHEN, B. J. [2010]: Supremacía del dólar, aspiraciones del euro: ¿Receta para la discordia? In: Federico Steinberg (Coord.): El euro al rescate de Europa, Real Instituto Elcano, Marcial Pons, 2010, 119-134. o.

DEHESA, G. D. L. [2010]: ¿Sustituirá el euro al dólar como moneda hegemónica global? In: Federico Steinberg (Coord.): El euro al rescate de Europa, Real Instituto Elcano, Marcial Pons, 2010, 93-118. o.

DOOLEY, M. P.–FOLKERTS-LANDAU, D. – GARBER, P. [2003]: An Essay on the Revived Bretton Woods System, NBER Working Paper, No. 9971, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research

EC [2010]: European Economic Forecast, Spring 2010, European Commission Staff Working Document

EICHENGREEN, B. [2005]: Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition, text of the Tawney Lecture, delivered to Economic History Society, Leicester, 10 April 2005

EICHENGREEN, B. [2008]: A history of the international monetary system, Princeton University Press

EICHENGREEN, B. [2009]: The dollar dilemma, Foreign Affairs, Essay Sep/Oct 2009

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 Conference on the World Financial and Economic Crisis and its Impacts on Development, New York 24-26 June 2009

FARKAS PÉTER [2009]: Új tartalékvaluta-rendszer a válság után? VKI Kihívások, 195. sz., 2009. július

FELDSTEIN, M. [1999]: A Self-Help Guide for Emerging Markers, Foreign Affaires, March/April 1999, Volume 78, Number 2

FLOOD, R. P.- MARION, N. P. [2002]: Holding international reserves in an Era of High Capital Mobility, IMF Working Paper, 2002. április

GALATI, G.–WOOLDRIDGE, P. [2006]: The euro as a reserve currency: a challenge to the pre-emidence of the US dollar? BIS Working Papers, No. 218

IMF [2002]: World Economic Outlook – Trade and Finance, International Monetary Fund, September 2002

IMF [2004]: World Economic Outlook – Advancing Structural Reforms, International Monetary Fund, April 2004

IMF [2005]: IMF Completes Review of SDR Valuation, Press Release No. 05/265

IMF [2009]: World Economic Outlook – Sustaining the Recovery, International Monetary Fund, October 2003

IMF [2010]: World Economic Outlook – Recovery, Risk, Rebalancing, International Monetary Fund, October 2010

IMF [2010b]: Regional Economic Outlook – Europe, Building Confidence, International Monetary Fund, October 2010

JEANNE, O. [2007]: International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing? Brookings Paper of Economic Activity, 2007:1, pp. 1-55

KREGEL, J. [2009]: Some Simple Observation On The Reform of The International Monetary System, Policy Note, The Levy Economics Institute of Bard College, 2009/8

LEBLANG, D. – PEPINSKY, T. B. [2008]: To Have or to Hoard? The Political Economy of International Reserves, Prepared for presentation at the 2008 Annual Meeting of the American Political Science Association, Boston, MA

LIM, E.-G. [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, 2006. június

LŐRINCNÉ ISTVÁNFFY HAJNA [2004]: Nemzetközi pénzügyek, Aula

MATEOS Y LAGO, I.-DUTTAGUPTA, R.-GOYAL R. [2009b]: The Debate on the International Monetary System, International Monetary Fund, IMF Staff Position Note, November 11, 2009

OCAMPO, J. A. [2007]: The Instability and Inequities of the Global Reserve System, International Journal of Political Economy, Vol. 36, No. 4, Winter 2007-08, pp. 71-96

PISANY-FERRY, J. – SAPIR, A. [2010]: Capeando el temporal: La gobernanza en la zona euro en los buenos tiempos y en los turbulentos, In: Federico Steinberg (Coord.): El euro al rescate de Europa, Real Instituto Elcano, Marcial Pons, 2010, 73-91. o.

STIGLITZ, J. [2006]: Die Chancen der Globalisierung, Siedler Verlag, München

STIGLITZ, J. – BRUCE, G. [2006]: A Modest Proposal for International Monetary Reform. Columbia University, Seminar Papers, January 4, 2006

UNCTAD [2009]: The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies, Report by the UNCTAD Secretariat Task Force on Systemic Issues and Economic Cooperation.

WIJNHOLDS, J. O. de B.–KAPTEYN, A. [2001]: Reserve Adequacy in Emerging Market Economies, International Monetary Fund, Working Paper 01/143

WIJNHOLDS, J. O. de B. – SONDERGAARD, L. [2007]: Reserve Accumulation, Objective or By-Product? ECB Ocassional Paper Series, No 73 / September 2007

WYPLOSZ, C. [2007]: The Foreign Exchange Reserves Buildup: Business as Usual? Paper prepared for the Workshopo on Debt, Finance and Economic Issues in Financial Integration, United Nations Department of Economic and Social Affairs and Commonwealth Secretariat, London (March 6-7)

ZHOU XIAOCHUAN [2009]: Reform the International Monetary System, The People's Bank of China Speech, 2009-03-23 http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178, letöltve: 2009-11-08

Adatbázisok

International Monetary Fund, World Economic Outlook database, October 2010 adatok letöltve: 2010-10-23 elérhető: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata/index.aspx

International Monetary Fund, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) elérhető: http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng, adatok letöltve: 2010-10-25