

Átalakulóban a nemzetközi pénzügyi rendszer

The International Financial System in Changing

Botos Katalin

https://doi.org/10.47707/Kulugyi_Szemle.2023.3.07

Összefoglaló: A tanulmány a második világháború után életbe lépett Bretton Woods-i nemzetközi pénzügyi rendszer evolúcióját mutatja be. Az USA monetáris politikája kihat a világ többi országára is. A dollárkamatok emelkedése az 1980-as években eladósodási csapdába sodorta a fejlődő országokat, s ez napjainkban ismétlődni látszik. Az amerikai vezető gazdasági pozíciót Kína eddigi gyors fejlődése megkérdőjelezi, s ez a pénzügyi szférában is tükröződik: Peking lett a dollárban eladósodott fejlődő államok egyik legnagyobb bilaterális hitelezője. Ezek az országok megpróbálnak egy nem dollár alapon működő pénzügyi rendszert létrehozni: kísérleteznek kétoldalú és multilaterális klíringgel, nemzeti valutákban történő elszámolással és egy kompozit valuta létrehozásával is. Az Ukrajna megtámadása után kitört szankcióháború további ösztönzést adott ennek, hogy az Oroszországgal kapcsolatban álló gazdaságok kikerülhessék a nyugati szankciókat. A jegybanki digitalizáció segítheti az országok közötti közvetlen pénzügyi kapcsolatokat. Úgy tűnik, a világ pénzügyi rendszere kettéválás előtt áll. Ez a törésvonalukon lévő kis országok, így hazánk számára nehéz helyzetet teremt.

Kulcsszavak: Bretton Woods, EPU, bi- és multilaterális klíringek, nemzetközi eladósodás, szankciók, digitalizáció

Abstract: *The article shows the evolution of the Bretton Woods international monetary system that came into operation after WWII. The monetary policy of the U.S. affects all countries of the world. The raise of dollar interest rates in the 1980s led developing countries into a debt trap, and this seems to be happening again in our days. The leading American economic position is being called into question by China's rapid development, and this is also reflected in the financial sphere: Beijing has become one of the largest bilateral creditors of developing states indebted in dollars. These countries try to create a non-dollar financial system; they have different experiments: multi- and bilateral clearing, dealing in national currencies, and creating a composite currency. The sanctions war that broke out after the invasion of Ukraine gave it an additional incentive to allow the economies linked to Russia to evade Western sanctions. Digitalization of the national currencies of central banks may help direct financial relations among countries. The world's*

financial system seems to be on the verge of splitting of the contemporary system. It may creates problems for the countries located on the fault line of the two systems – among them Hungary.

Keywords: *Bretton Woods, EPU, bi- and multilateral clearing, international indebtedness, sanctions, digitalization*

Bevezetés

E tanulmány a világgazdaság jelenlegi állapotát a nemzetközi pénzügyi rendszer nézőpontjából igyekszik megközelíteni. Olykor a kérdéseket technikai mélységig kibontva tárgyalja, mert a külpolitika iránt érdeklődő, de nem pénzügyekkel foglalkozó olvasónak e nélkül esetleg nem tűnne fel az a sok történelmi párhuzam, hasonlóság, amelyet a mostani válsághelyzet megoldási kísérletei során a szakértők javasolnak.

Az írás abból indul ki, hogy napjainkban határozott fordulóponthoz érkezett a második világháború utáni nemzetközi rendszer. A hidegháború, majd a Szovjetunió összeomlását követő egypólusú világrendszer kiépülése után most egyértelműen egy multipoláris, vagyis inkább bipoláris rendszer körvonalazódik. Ennek világos jelét mutatja a nemzetközi pénzügyi rendszer szétszakadása is.

A szerző szeretne a jövőre vonatkozó tanulságokat is levonni, de az ma még csak nagy vonalakban lehetséges. Az egypólusú rendszer megingása tény, azonban az, hogy a dolláralapú nemzetközi pénzügyi rendszer miként változik meg, jelenleg nehezen becsülhető meg. Nyilvánvaló, hogy Magyarország számára kulcsfontosságú, hogy hogyan tud alkalmazkodni a változó körülményekhez. Bár a tanulmány főleg az adósságválságból eredő következményekre tér ki, természetesen nem hagyhatók figyelmen kívül a folyamatban lévő ukrainai háborús konfliktussal összefüggő nemzetközi szankciók hatásai sem.

A cikk a történelmi előzmények bemutatásával indul, az aranypénzre alapuló rendszer szétesése utáni időszak szakaszolásával. Felidézi a keynesi multilaterális elszámolások gondolatát, majd annak a gyakorlati megvalósulását az Európai Fizetési Unió működésében, illetve a gondolatnak a mostanság történt újbóli felmerülését. Rávilágít, hogy az első 25 évben nem volt teljesen szabad a tőkeozgás a Bretton Woods-i rendszerben, de ez az 1990-es évektől megváltozott. Újabbán viszont ismét előtérbe kerül, hogy a fejlődő országoknak meg kell próbálniuk korlátozni a szabad forró pénzek áramlását (Kínához hasonlóan, amely ma is a Nemzetközi Valutaalap korábbi gyakorlatát követi).

A tanulmány mindezek után a fejlődő országok jelenlegi adóssághelyzetét vizsgálja. A súlyponti kérdés az adósságok csökkentésének a lehetősége és szükségessége. Megismertet a G20-ak javaslataival, azok alkalmazásának a korlátaival. Az is központi kérdés lesz, hogy a fejlődő és a felzárkózó országok

a nemzeti valutákban történő elszámolásokat hogyan szeretnék a nemzetközi kereskedelmükben alkalmazni. Az írás értékeli a szankcióháborút is, amely egyre inkább egy új típusú világháborúvá látszik átalakulni. De a jövő lehetőségeinek a vizsgálatok nem lehet elkerülni a pénzügyi forradalmának, a digitális jegybankpénz 21. századi létrejöttének a bemutatását sem. Anélkül, hogy e témába kimerítően belemerülnénk, szükség van annak az érzékeltetésére, hogy a nemzetközi elszámolásokra milyen jelentős hatással lehet ez a változás.

A cikk célja, hogy segítse a két rendszer törésvonalában elhelyezkedő magyar gazdaság külgazdaság-politikai tájékozódását.

Történelmi előzmények

Az aranypénzre alapuló monetáris rendszer vége

1944 júniusában, amikor már jól látszott, hogy a németek elveszítik a második világháborút, negyvennégy állam képviselői arról egyeztettek, hogy milyen elveken alapszabjon az új pénzügyi rendszer. John Maynard Keynesnek akkor még nem sikerült érvényesítenie (az Ernst Friedrich Schumacher által javasolt) multilaterális klíringet, amely az érintettek egymás közötti készpénz nélküli elszámolása, amikor is csak a tartozásuk és a követelésük különbözetét kell egy központon keresztül rendezniük. Ezért amerikai javaslatra az aranyon alapuló helyett egy, a nemzeti valuták konvertibilitásán és a Nemzetközi Valutaalap (*International Monetary Fund*, IMF) „segítő” szerepén, végső soron a dolláron mint kulcsvalután nyugvó nemzetközi elszámolási rendszert hoztak létre. A pénzügyek terén napjainkig egyetemesnek tekintett Bretton Woods-i rendszer a dollár hegemoniáján alapult.

Érdemes azonban már itt felidézni a 20. század közepén „kitalált”, s Keynes által javasolt multilaterális elszámolási rendszert, hiszen az már eddig is fontos szerepet töltött be, és napjaink jelenségei kapcsán a hidegháború idején felmerültekhez hasonló kérdésekkel találjuk szemben magunkat.

Egy multilaterális klíringben szükség van elszámoló valutára, amely Keynes javaslatában a *bankor* nevet viselte. Habár 1944-ben ezt az ötletet elvetették, később azonban, az Európai Fizetési Unió (*European Payments Union*, EPU) létrehozásakor az *epunit* valóban ezt a funkciót töltötte be, és konkrét gyakorlati, „üzleti” alkalmazásban játszott szerepet...

A Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet, az OECD 18 tagja által alapított EPU 1950-ben jött létre. Technikailag a bázei Nemzetközi Fizetések Bankja (*Bank for International Settlements*, BIS) bonyolította a részes felek közötti klíringet: úgy működött, mint egy nemzetközi klíringház. Az elszámoló egységet az említett *epunit* jelentette, és a nemzeti valuták az aranytartalom alapján megállapított fix árfolyamokkal kötődtek hozzá. Az alaptökéhez a dollárösszeget

az Amerikai Egyesült Államok biztosította, az üzleti partnerek gyakorlatilag csak a saját valutájukkal „találkoztak”. A klíring egyenlegét a központ a követelő országok számára fokozatosan átváltotta dollárra: először csak a negyedét, majd idővel az egészét. Amikor ezt elérték, az egyes nemzeti valutákat konvertibilisnek lehetett deklarálni. A rendszer működéséhez arra volt szükség, hogy a klíringkörbe tartozó országok közül azoknak, amelyek a kereskedelmi kapcsolataikban esetleg passzívumba kerültek, legyen némi dollárbevételek is a körön kívülről. Ezáltal sikerüljön a multilaterális negatív egyenlegüknek legalább egy részét törleszteniük a központ felé – ez pedig bizonyos érdekeltséget teremtett az e téren aktív országokban, amelyek a valutát onnan kapták meg. (Például Európa déli államaiban az idegenforgalomból bőven származott dollárbevételek, hiszen számos amerikai turista érkezett a háború után oda.) E „felkeményítési technika” révén pedig 1958-ra felszámolták a multilaterális klíringet.

A második világháborúban vesztes NSZK addigra olyan mértékben liberalizálta a pénzügyeit, hogy megvalósíthatta a valutája teljes konvertibilitását, benne a tőkemozgás szabadságát is. Ez a többi ország esetében azonban korántsem volt ilyen egyszerű. A győztesek közé tartozó Anglia például még a hetvenes évek végén is deficittel és a devizakorlátozások rendszerével küszködött.¹

A Bretton Woods-i rendszerben tehát a dollár biztosította a nemzetközi kereskedelemhez szükséges likviditástöbbletet. A rendszer arra alapult, hogy a kulcsvaluta „*as good as gold*”, vagyis az arannyal egyenértékű, így arra átváltható. Elvileg ennek a kritériumnak a dollár megfelelt – igaz, csak a jegybankok számára. 1971-ben, amikor a francia jegybank is megkísérelte, az USA azonnal felfüggesztette a dollár aranyra való átváltását. Nem akarta hagyni, hogy az aranytartálékai kiáramoljanak az országból... 1976-ban aztán a jamaicai Kingstonban végleg le is tértek az aranyalapról.² Az amerikai fizetésimérleg-deficiten keresztül addig kiáramlott dollár viszont már felhalmozódott a fejlett országok nemzeti jegybankjai tartalékában.³

Ellentmondást jelentett azonban, hogy az USA valójában úgy volt képes kielégíteni a világkereskedelem és a nemzetközi pénzügyek likviditásszükségletét és világvaluta-igényét, hogy a kereskedelmi, illetve a fizetési mérlege folyamatosan passzív volt a többi fejlett ország felé (ez volt az ún. Triffin-dilemma). Robert Triffin ezért azt javasolta, hogy a nemzetközi likviditás biztosítása érdekében teremtsenek meg egy nemzetközi valutát.

A KGST-országok hasonló próbálkozása

A Kölcsönös Gazdasági Segítség Tanácsához (KGST) tartozó országok között formálisan már 1963 óta multilaterális elszámolást hajtott végre a Moszkvában működő Nemzetközi Gazdasági Együttműködési Bank, a transzferábilis rubelnek (trf Rb) nevezett elszámoló egységben. A vállalatok az érintett országokban csak a

saját nemzeti valutájukkal találkoztak, mert a trf Rb-árakat a diktált árfolyamokon arra számították át, s a klíringet csupán a jegybankok végezték. A multilateralizmus azonban csak látszat volt, mert az analitikában (a jegybankok számlavezetésében) fenntartották a kétoldalú nyilvántartásokat, és valójában csupán az számított. A kétoldalú árucseré-forgalmi egyezményekben ugyanis tételesen megállapították a szállítandó termékeket, és arra nem volt mód, hogy a közös elszámoló valutát más árura költsék, mint ami a megállapodásokban szerepelt, mert a Szovjetunióban mindvégig fennmaradt a szigorú naturális tervgazdálkodás. A trf Rb pedig nem volt sem dollárra átváltható, sem a KGST-n kívül felhasználható.

Ezért 1971-ben a magyar és a lengyel közgazdászok a KGST-ben is egy, a nyugatihoz hasonló rendszer bevezetését javasolták. A szakértők egy, a multilaterális szaldók fokozatos „keményítésére” (egy bizonyos hányadnak az aranyban vagy dollárban történő fizetésére) alkalmas módszert kíséreltek meg kialakítani, ahhoz hasonlóan, ahogyan az korábban az EPU-ban történt. De a mértékek meghatározásánál az orosz fél olyan adatokat és szabályokat erőltetett a többiekre, hogy az alkalmazás próbájakor kiderült, hogy a felek végül csupán jelentéktelen összeget váltottak volna át. Így a javaslatról az a vélemény alakult ki, hogy az „nem hatékony”, s ezért elvetették. A trf Rb „konvertibilitása” így nem valósulhatott meg.⁴

(Óhatatlanul is az ember eszébe jut, hogy az IMF alapokmányában, majd annak a módosításakor, a tagok által szabadon lehívható pénznem, az SDR létrehozásakor szintén olyan szabályokat fogadtak el, amelyeket az Amerikai Egyesült Államok akart. Ezért lett az SDR-nek is csak viszonylag csekély hatása a nemzetközi likviditásra, s ezért nem tudta kiváltani a dollárnak mint világvalutának a szerepét. A nemzetközi rendszerek megalkotásakor mindig az történik, amit a domináns hatalom akar.)

A szocialista országok a háború után nem csatlakoztak a Nemzetközi Valutaalaphoz, mivel az IMF-rendszerű konvertibilitásnak és magának a tagságnak számos olyan előfeltétele volt (az aranytartalékaik mennyiségének a nyilvánosságra hozatala, a reális árfolyamértékek meghatározása, belgazdasági reformok), amelyet a szovjetek semmiképpen sem akartak vállalni. Ezért hosszú ideig a többiek sem kapcsolódhattak be a nemzetközi pénzügyi rendszerbe. Végül Románia 1971-ben tünetően megtette, de annak inkább külpolitikai oka volt: a Szovjetuniótól való távolságtartás demonstrálása. Magyarország, majd Lengyelország csak 1981-ben lépett be, amikor az eladósodás miatt a csőd szélén álltak.

Az SDR létrehozása

1969-ben, az IMF-alapszerződés első módosításával létrehozták a különleges lehívási jogokat (*Special Drawing Rights*), ismertebb nevén a SDR-t. Ez egy mesterségesen alkotott elszámoló egység, egy *kosárvaluta*, amely *csak államok tulajdonában lehet*, privát személyek nem birtokolhatják, a rendeltetése pedig a tagországok hivatalos tartalékainak a kiegészítése, a globális gazdaság számára likviditás teremtése. Az országok az IMF-kvótájuk arányában részesülnek az eszközből. A Nemzetközi Valutaalap úgy fogalmaz, hogy az SDR csupán *korlátozott funkciójú tartalékeszköz*. Természetesen van olyan ország, amelynek nagyon kell, és van, amelynek valójában semmi szüksége sincs rá. Felhasználható bizonyos állami adósságok, köztük az IMF-fel szembeni tartozások kiegyenlítésére. Az import kifizetésére azonban csak indirekt módon fordítható. Az SDR-allokációval bíró országok ugyanis eladhatják az allokációjuk összegét valamely másikkal a valutájáért (ha azzal kellene fizetniük). Ebben az IMF csupán közvetítői szerepet játszik, fogadó partnert az államoknak maguknak kell találniuk. A napjainkban érvényes szabályozás szerint csak néhány, jelentős tartalékokkal bíró ország valutájára van mód beváltani az SDR-t, miután azokat erre az IMF felkéri.

A számottevő tartalékokkal rendelkező országok nem kötelesek többet elfogadni, mint a saját allokációjuk kétszeresét (vagyis a kvótájuk háromszorosát), hiszen nekik tulajdonképpen egyáltalán nincs szükségük kiegészítő tartalékokra. Az eladni szándékozók tehát valójában kiprovokálják a fogadó ország központi bankjától a hazai pénz teremtését. (A központi bankok ugyanis devizavásárlással is teremthetnek saját valutát, nemcsak hitellel. A fejlődő országok pedig eladják nekik az SDR-kvótájuk egy részét, amiért azok nemzeti valutáját kapják.) Más szóval: a nemzetközi likviditás növekedéséhez ily módon nemcsak az USA járul hozzá, hanem a felkért, kijelölt országok is. Az erős valutájú országok meghitelezik azokat, amelyek az átváltást kérik. Nem automatikusan, hanem ennek a szabályozásnak a hatására. Talán az exportérdekeltségük alapján... Bárhogy is, de nyomás hatására, kényszerből.⁵

Joggal vetődhet fel a kérdés, hogy miért mutattam be ilyen részletesen e történelmi visszapillantásban az egykor alkalmazott technikai mechanizmusokat. Azért, mert napjaink javaslatai, amelyek a dollárrendszer alternatíváját keresik, hasonló témákkal foglalkoznak. Ehhez pedig érdemes ismerni a korábbi kísérletek tapasztalatait.

A fejlődő országok és a Bretton Woods-i rendszer működése

A fejlődő országok jegybankjainak a tartaléka mindvégig folyamatosan szűkölködött dollárban. Mivel krónikus adós pozícióban voltak, dollárhitelekre szorultak. Ezért rákényszerültek a monokultúrás gazdaságfejlesztésre, olyan

termékek nagyüzemi, olcsó termelésére, amelyeket el tudtak dollárért adni a nemzetközi piacon, hogy a folyton növekvő adósságaikat ki tudják egyenlíteni. Ha ez nem sikerült, az IMF kétségkívül „segített” rajtuk: kaptak devizahitelt, de csak szükségállapot kikényszerítése árán. A Valutaalap az ún. hitelnyújtási feltételeivel (*conditionality*) tovább szorította lefelé a hazai szociális és gazdasági kiadásokat, s ezzel növelte az adott országok lakosságának a szegénységét.

A nemzetközi pénzügyi rendszerben az elmúlt 30 évben végbement még egy fontos változás, amely erősen befolyásolja a fejlődő országok helyzetét. A világháború után negyed évszázadon át tőke mozgási korlátozások voltak érvényesek egyes országok esetében. A nemzetközi szervezetek nyomására azonban az 1990-es években felszámolták azokat, s napjainkban a szabad ténylezőáramlás jegyében nemcsak a fejlesztési, befektetési célú tőkék, de a forró pénzek is szabadon áramolhatnak az országok között. Ez viszont az időközben erősen globalizálódott világban egyre több problémát okozott: ingataggyá tette az árfolyamokat, valuták leértékeléséhez vezetett, komoly likviditási problémába sodort bizonyos fejlődő országokat.

A szabad tőkeáramlás szentségként való kezelését a közelmúltban egyre több közgazdász kezdte megkérdőjelezni. Idézhetjük például Lámfalussy Sándort, aki már 2006-ban azt írta (és a 2008-ban hazánkban is megjelent könyvében ezt olvashatjuk is), hogy a Bretton Woods-i konvertibilitási és tőkeáramlási szabályok abszolutizálása téves út, s indokolt lenne a tőkeáramlások, forró tőkék mozgásszabadságát korlátozni.⁶ Kifejezetten úgy fogalmazott, hogy vissza kell térni a Bretton Woods-i megállapodás működésének a kezdeti rendszeréhez, amelyben a tőke mozgások korlátozása elfogadott volt.

Nem akárki, hanem „az euró atyja” látta így a világ pénzügyeit – már a nagy nemzetközi pénzügyi válságot megelőző években!

De egészen friss publikációk is utalnak a forró pénzek áramlásának a káros voltára. Dani Rodrik, a Harvard Kennedy School professzora évtizedek óta foglalkozik a globalizáció túlzott mértékének a negatív következményeivel. Ő és Avrid Subramanian azt javasolja, hogy a fejlődő országok ne csupán sopánkodjanak a helyzetük miatt, és főleg ne reménykedjenek (hiábavalóan) a nemzetközi monetáris politikai kooperációban, hanem *állítsanak gátat a tőke mozgások bizonyos fajtái elé.*

Subramanian így ír: „A felzárkózó és a fejlődő országoknak abba kell hagyniuk az áldozati szerepükkel kapcsolatos narratívájuk hangoztatását, és fel kell hagyniuk azzal az illúzióval, hogy a globális együttműködés majd segít rajtuk. Ehelyett a gazdaságpolitikusaiknak vissza kell szerezniük a kontrollt és a megfelelő intézményeket ahhoz, hogy visszaállíthassák a Bretton Woods-i időszakra jellemző, viszonylag csekély tőke mozgási lehetőségeiket.”⁷ Úgy fogalmaz, hogy meg kell védeni a kapitalizmust a járadékosoktól, s ennek a legelső lépése éppen az ilyen volatilis portfólió befektetések megakadályozása lenne. (Már bő két

évtizeddel ezelőtt hasonlóan fogalmazott Raghuram Rajan is, aki szerint „meg kell védeni a kapitalizmust a kapitalistáktól”.⁸

A káros jelenségek közé tartozik a neoliberalizmus eredményeként kialakult nagy jövedelemkülönbségi szakadék, amely nemcsak Amerikában, de általában, tehát a többi országban és az országok között is jelentkezik. Hiszen a nagy szakadék nem egy konstruktív munka gyümölcse, hanem gyakran csak az eladósodás miatti járadékelszívás következménye.

A nemzetközi pénzügyi körök és intézmények folyamatosan a nyitottság fenntartására ösztökélik az érintett államokat, de eléggé nyilvánvaló, hogy az ilyen liberalizálás kiknek az érdeke... Semmiképpen sem a fejlődő országoké. Egyesek azt állítják, hogy már nem lehet a palackból kiengedett szellemet oda visszagyömöszölni... Subramanian és Rodrik viszont azt írja, hogy van mód a tőkemozgások korlátozására – még ha nem is mindig teljesen eredményes –, csak kellő elhatározásra van szükség hozzá.⁹ Hiszen már Keynes is megmondta: az eszmék és a tudás nemzetközi, de a pénzügyek nemzeti jellegűek. Feltehetően azt értette ezen, hogy a pénzügyi rendszernek minden országban elsősorban a nemzeti érdek szolgálatában kell állnia.

A forró pénzek áramlása nem csak a valuták árfolyamát rendíti meg – ami már önmagában is nagy baj –, ugyanis a zuhanó árfolyamok inflációs hullámot indítanak el az importra erősen ráutalt országokban. Tőkemenekülés következik be, ami általános likviditásszűkével jár a fejlődő gazdaságok számára. Ez mind a termelést, mind az adósságszolgálat teljesítését tovább akadályozza. Azok pedig adott esetben néhány hét vagy néhány nap alatt kénytelenek csődöt jelenteni. Tavaly Srí Lanka járt így, s mivel ott is széles rétegek helyzete lehetetlenült el, politikai felfordulás alakult ki.

A fejlődő országok adósságproblémája napjainkban

A fejlődő országok a közelmúltban ismét igen nehéz adóssághelyzetbe kerültek. Mivel az Amerikai Egyesült Államok a fellángoló infláció megfékezésére újra a kamatemelést vetette be, az eladósodásuk fokozódott, a fizetőképességük megint veszélybe került, és nőttek a belső politikai feszültségeik. A Nemzetközi Valutaalap a 2022. októberi stabilitási jelentésében¹⁰ arról számolt be, hogy a 69 fejlődő országból immár nyolc van csődveszélyben, harminc pedig annak közelében. Ezt megerősítette a 2023. áprilisi jelentése is. Ez utóbbiban példaként ismertették, hogy Ghána a központi bevételei 40 százalékát az adósságszolgálatra költi.¹¹ Szomorú, hogy a társadalmi feszültségek szinte egyik napról a másikra véres polgárháborúvá fajulhatnak, mint 2023. április közepén történt Szudánban. (Holott a nemzetközi pénzügyi intézmények néhány nappal korábban még úgy ítélték, hogy „normalizálódott a helyzet”.) Az ember óhatatlanul elgondolkodik azon, hogy vajon honnan származnak az egyes harcoló feleknek a népiértésben oly hatékony fegyverarszáljai.

Ha kisebb vagy közepes méretű fejlődő országok kerülnek az eladósodás miatt a csőd közelébe, legalábbis igen nehéz tárgyalások várnak rájuk. Általában számos hitelező akad, de az adósok nehezen és drágán tudnak felvenni újabb kölcsönöket, ezért folyamatosan az ellehetetlenülés szélén tántorognak. A nehéz helyzetben lévő államok külső adósságának mintegy harmada ma magánhitelezők kezében van. 2022-ben négy csődhelyzetben lévő ország (Belarusz, Srí Lanka, Suriname, Zambia) közül kettő kezdett el adósságcsökkentési tárgyalásokat, amelyek igen nehézkesek, mert az exportjaraik ára igen változékony, s így a jövőbeli bevételeik roppant bizonytalanok. Így a nehezen becsülhető *debt overhang* esete áll fenn, ami azt jelenti, hogy a várható bevételeik jelenlegi értéke alatta marad a hitelének. Ilyenkor a hitelek költsége az égbe szökken – ha egyáltalán kapnak kölcsönt. Az ilyen gazdasági helyzet miatt tört ki Srí Lankán is a már említett társadalmi nyugtalanság, és jutott az ország csődbe. A többi gazdaság is ezzel a veszéllyel néz szembe.¹²

A kialakult helyzet gyökerei messzire nyúlnak vissza. Közel fél évszázadra annak, hogy Paul A. Volcker, az Egyesült Államok központi bankja, a Federal Reserve (Fed) elnöke az amerikai stagflációt a kamatok drasztikus megemelésével akarta megtörni (ami az USA-ban sikerült is neki). Akkor azonban a dollárban eladósodott valamennyi ország katasztrofális helyzetbe került. (Nem mellesleg, hazánk is megszenvedte a dollárkamatok hirtelen megemelkedését. Évtizedekig nem tudtunk mi sem kikerülni az adósságcsapdából.)¹³ Volckernek ez a negatív következmény – a saját bevallása szerint – nem került a figyelmé középpontjába, de még a perifériájára sem. Ahogyan ma sem foglalkoztatja a kérdés a fejlett országok többségét...¹⁴ A legszegényebb fejlődő országok most sem tudnak megszabadulni a dolláradósságaiktól. Sőt, napjainkra, mint láthatjuk, egyre több közepesen fejlett vagy kis ország is bekerült az eladósodottak körébe, az előbbieket esetében a magánhitelek aránya pedig már 2019-re erőteljesen megnövekedett. Ennek azért van jelentősége, mert a velük történő tárgyalások még nehezebbek...

A pandémia kezdetén a fejlődő országok döntő része súlyos fizetési képtelenség közelébe sodródott. (Akárcsak az 1980-as években, amikor a helyzetet az USA az ún. Brady-tervvel segítette megoldani.) Emiatt született meg 2020 májusában a G20-ak részéről egy, az adósságszolgálat felfüggesztését célzó javaslat, amelyet ősszel az adósságkezelésre vonatkozó bővebb megállapodás követett. A hivatalos hitelezők által lehetővé tett adósságcsökkentés 2020 májusában kezdődött, és 2021 decemberéig tartott, és 48 ország számára összesen mintegy 12,9 milliárd dollár elengedését jelentette. Ezzel párhuzamosan a saját kerekein belül az IMF az ún. katasztrófaalapjából (*Catastrophe Containment and Relief Trust*, CCRT) nyújtott segítséget a legszegényebb országok adósságszolgálatának a teljesítéséhez. A CCRT 2015-ben vette magára az Ebola-járvány hatásai elleni küzdelem költségei fedezésének a feladatát, 2020 óta pedig – további jogi

módosulások után – a súlyos adósságproblémákkal küzdő országok támogatására szolgál. A katasztrófaalapból 2022 áprilisáig mintegy 927 milliárd dollár értékű adósságelengedést valósítottak meg. (Természetesen az alap pénzügyi feltöltése is a tagországok hozzájárulásának a függvénye: az IMF 18 tagországa és az Európai Unió az említett összeghez 819 milliárd dollárral járult hozzá.)¹⁵

A G20-ak adósságelengedése azonban csak a probléma felszínét érintette, s rövid ideig tartó lélegzetvétel jelentett az érintett országok számára. Az enyhítés valójában csepp volt a tengerben, hiszen csupán a bilaterális kormányzati adósságokra vonatkozott, a multilaterális intézmények – az USA vétója miatt – nem vettek benne részt. (Mint arról fentebb szó volt, az IMF a saját lehetősége szerint segített.)

Ráadásul az érintett országok megmentéséhez nem csatlakoztak a magánhitelezők sem, ami komoly gondot jelent.¹⁶ A magánkézben lévő adósságpapírok, kötvények összegyűjtése igen nehéz – Deborah Bräutigam megfogalmazásával élve: gargantuai feladat –, hiszen azok forgalma miatt igazán csak a csőd bekövetkezésekor derül fény a tényleges tulajdonosokra. Az ilyen ügyekkel kapcsolatos tárgyalások akár 8 évig is elhúzódhatnak. Fontos tudni, hogy a kötvénykibocsátások zöme az amerikai, illetve az angol jogszabályok szerint történik, azok pedig igen nehézkessé teszik a külföldi adósságok esetében a rendezést. A multilaterális intézményeknek és a magánhitelezőknek fizetendő összeg 2021-ben a háromszorosa volt a fentebb említett engedményeknek. Szinte úgy tűnik, hogy a bilaterális adósságkezelés a rászoruló országok helyett inkább a többi felet – a multinacionális intézményeket és a magánhitelezőket – segítette, hogy azok hozzájussanak a követeléseikhez.

Pedig éppen e két fél részéről lenne fontos az adósságok csökkentése. A kínaiak ennek az elmaradását nehezményezték, mert úgy érezték, így más hitelezők mintegy az ő pénzüket kapnák meg. Az Amerikai Egyesült Államok pedig ezért a Kínai Népköztársaságot azzal vádolja, hogy az a tárgyalásokat hátráltatja. Ugyanakkor arról nem ejt szót, hogy a nemzetközi intézményekben korábban éppen Washington blokkolta az adósságelengedéseket. Nyilvánvaló, hogy a fejlődő országok adósságainak a könnyítéséhez az USA és Kína megegyezésére lenne a leginkább szükség.

Anne Osborn Krueger, a Világbank korábbi vezető közgazdásza, aki a legrégebb óta foglalkozik a fejlődő országok helyzetével, szintén a két fél megállapodását sürgeti. (Ő – nem minden alap nélkül – azt is felveti, hogy hova lettek a korábban felvett hitelösszegek...) Krueger, aki igen jól ismeri a vonatkozó problémákat, mindenképpen szükségesnek tartja a nagy partnerek tárgyalóasztalhoz ültetését, de az egyik legutóbbi cikkében még olyan alkuk lehetőségét is felveti, amelynek részeként adott esetben az USA a tárgyalások fejében a Kína elleni egyes szankcióit is visszavonhatná.¹⁷

A megegyezés híján azonban 2023 tavaszán a fejlődő országok válságról válságra sodródtak. Mindez hozzájárul a nemzetközi gazdasági rendszer ingadozásához, hiszen a bajba jutott országok nyilvánvalóan kiutat keresnek a doláralapú nemzetközi pénzügyi rendszerből.

A dollárhegemónia csökkentésére irányuló kísérletek

A dollárnak a nemzetközi pénzügyekben eddig betöltött dominanciája már csak a kereskedelmi kapcsolatok miatt is indokolt volt. 2000 előtt az országok 80 százalékának az Amerikai Egyesült Államok volt a legnagyobb kereskedelmi partnere. Mára azonban csak 30%-uk esetében maradt az USA az első helyen. Az áruforgalom terén napjainkban a legfontosabb partner az államok többsége számára Kína lett. Ennek ellenére az Ázsiai Fejlesztési Bank egyik legutóbbi jelentése szerint 2015 és 2020 között a délkelet-ázsiai fejlődő országok exportjának 80-90 százalékát dollárban egyenlítették ki. A világ jegybanki tartalékainak pedig még mindig a 60 százaléka dollárban van, s a nemzetközi devizapiacok értékpapír-műveletei is 90 százalékban dollárban zajlanak.

2013 után, amikor a Fed bejelentette, hogy visszafogja a kötvénvásárlási akcióját, és szigorított a monetáris politikáján, a fejlődő országok nyomban bajba kerültek. Példának okáért az indonéz gazdaság valutája azon hirtelenjében 20 százalékot veszített az értékéből. Nem csoda, hogy Indonézia úttörő szerepet vállalt a dollárprobléma megoldásának a keresésében. Napjainkban, amikor kifejezetten kamatemelés történik, ismét nagyobb tőkemenekülésekre számíthatnak a fejlődő országok, és így a szuverén válságok veszélye megnőtt. Az ukrajnai válságot követő szankcióháború ugyancsak felerősítette a dollár valuta kritikus szerepét, hiszen az Oroszország elleni szankciókat kiterjesztették a vele kapcsolatban álló államokra is. Mindez erőteljes lökést adott a világváluta-differenciálás kutatásának. Egyre többen keresik a lehetőséget a saját valutában történő számlázásra. Azt azonban leginkább csak a széles exportszerkezettel rendelkező országok képesek megvalósítani. A valutaforgalom valutanemének a megörökölt strukturális aránytalanságai nehezítik a rendszer megváltoztatását.

Amióta az utóbbi időkben Amerika a dollárt fegyverként használja a geopolitikai érdekei elősegítésére, azóta – Hippolyte Fofacknak, az African Export-Import Bank főközgazdászának és az Afrikai Tudományos Akadémia tagjának a megfogalmazása szerint – egy geopolitikai Triffin-dilemma keletkezett.¹⁸ Számos ország és vállalat érzi szükségét annak, hogy valamilyen módon védekezzen a politikai és a vagyonszerzési kockázatok ellen. Többjük igyekszik ezért csökkenteni kereskedelmében a dollár szerepét. Nemcsak a fejlődő országok, de még az Európai Unió is érzékeli ezt a problémát. 2019 januárjában például egy olyan speciális jogi személyt (*Special Purpose Vehicle*) hoztak létre,

amelynek a célja, hogy a Teherán elleni amerikai szankció kiküszöbölésével kereskedhessenek Iránnal. Az azonban Washington intervenciója miatt nem járt sikerrel. A fejlődő világ mindenestre tovább keresi a megoldást.

Oroszországnak 2018 óta a BRICS tagállamaival való kereskedelmében 85 százalékról 36-ra csökkent a dollárszámlázás részaránya. Ebben nagy szerepe van a rúpiában és rubelben folyó bilaterális kereskedelemnek. De más országok között is terjedt a hazai valuta használata. 2016 és 2019 között Indonézia, Malajzia, a Fülöp-szigetek és Thaiföld több egyezményt is kötöttek, amelyek alapján a saját valutájukat használták az egymás közötti kereskedelem során, s engedélyt adtak a bankjaiknak, hogy azok számlát nyissanak a partnerországok valutáiban. A részes államok árucseré-forgalma azóta egyre nő. Mindez csökkentette a dollártól való függésüket és az általa okozott globális sokkok hatásait. 2019-re Kelet- és Délkelet-Ázsiában is 90-ről 80 százalékra csökkent a dollárban történő számlázás. A helyi valuta használata 2001-ben még csak 7 százalékos volt, napjainkra már 25 százalékot tesz ki. Nemcsak a kereskedelemben, de a tőkepiacon is tapasztalható némi valutadiverzifikáció.

Az USA adósságában a külföldi tulajdon aránya a 2015-ös 34-ről 2021-re 24 százalékra csökkent. A pénzügyek amerikai túlpolitizáltsága miatt Kína és a fejlődő országok ugyanis visszafogták a kincstárjegyvásárlásaikat. Az Egyesült Államok korábbi pénzügyminisztere, Jacob J. Lew már 2016-ban felhívta a figyelmet arra, hogy ha a dollárt a külpolitika szolgálatába állítják, akkor a világban a többi valutába való menekülés tendenciája erősödni fog. Washington hazai forrással helyettesítette a kieső határon kívüli keresletet: a külföldi állampapírvásárlókat az amerikai finanszírozás növekedésével pótolta, különösen a nyugdíjalapok befektetéseivel, amelyek részesedése a 2009-es 4 százalékról 2021-re 20-ra emelkedett – erre a jelenségre Hyppolite Fofack hívta fel a figyelmet.

Az utóbbi időkből jelentkező számos válság mellett a jelenlegi, Ukrajnában folyó háború és az amiatt elfogadott szankciók okoznak további problémát. A fejlődő országok számára egyre inkább létkérdéssé változott, hogy megoldást találjanak a dollártól való függetlenedésre. Ez okozza a bilaterális klíringmegállapodások terjedését, azaz azt is, hogy a világ újra „feltalálja” Keynes, illetve Schumacher azokkal kapcsolatos ötletét. De az SDR-szerű kompozit valuta gondolata is ismét felmerült. A BRICS-országok 2023 első felében olyan kompozit, kreált elszámoló valuta létrehozására tettek javaslatot, amely egy bizonyos árukosárra – olajra és értékes fémek együttesére – alapulna, s amelyben az országok el tudnának számolni egymással. A javaslat csak embrionális stádiumban van – egyelőre.

Az ENSZ 2022-es jelentése a dollár hegemoniájának a csökkentésével kapcsolatos elgondolások során kifejti, hogy a fejlődő országok közötti együttműködés széles spektruma alakítható ki: a sima tartalék- vagy swapmegállapodásokról, amelyek az átmeneti likviditáshiányokat kívánják áthidalni, egészen

a regionális klíringegyezményekig terjedhetnek.¹⁹ A fejlődő országok részéről napjainkban felvetett javaslatok sokban emlékeztetnek a korábban már megfogalmazott vagy alkalmazott megoldásokra, és hasonló elveken működnének.

De nem léphetünk kétszer ugyanabba a folyóba, ugyanis a klíringgel kapcsolatos jelenlegi javaslatokban részt vevő valuták ma már konvertibilisek. Alapvetően tehát olyan, konvertibilis valutájú országok „állnak össze”, amelyekben piacgazdaság működik, és így a klíringkör szaldója átváltható a körön kívüliek valutájára, a dollárra is (nem úgy, mint az egykori KGST-kísérlet esetében). Fontos azonban, hogy legalább néhányukban legyen meg a képesség, hogy átmenetileg hitelt tudjanak nyújtani a gyengébb tagoknak. A javaslatok mindenképpen a kölcsönös kereskedelem fejlesztését szolgálják, de feltétlenül egyértelmű politikai akaratot feltételeznek: a regionális érdekek prioritizálását.

A bilaterális klíringekben szállításokkal vagy direkt tőkebefektetésekkel lehet az egyenlegeket kompenzálni. Minél nagyobb egy adott országhoz tartozó a régió belüli kereskedelem, annál nagyobb esély van a dollártól való – legalább részleges – függetlenedésre, így a kiegyensúlyozottabb, a válságoktól mentesebb gazdasági fejlődésre.²⁰

Az ENSZ egyik legutóbbi jelentése is jól érzékeltette, hogy mennyire domináns az USA a globális nemzetközi valutaforgalomban. Az adatokból kiderül, hogy 1986 és 2019 között a nemzetközi devizaforgalom napi értéke 0,4 milliárd-ról 6,6 milliárd dollárra nőtt, ezen belül a dollár részaránya 44 százalékot tett ki. Ez megfelel annak, amekkora napjainkban az USA részesedése a globális árucserében. Az Értékpapíripari és Pénzügyi Piacok Szövetsége (*Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA*) 2020. évi jelentése²¹ szerint 2019-ben a részvények (40%), illetve a kötvények (39%) nemzetközi kereskedelmében a valutánem dollárt jelent. Ez jóval nagyobb, mint az USA részesedése a világtermelésből (outputból), ami abban az évben csak 23 százalék volt. A pénzügyi tranzakcióban – ebből is látszik – a dollár szerepe még mindig döntő. Az ENSZ-dokumentum azonban arra utal, hogy ha meginogna a befektetők bizalma az Egyesült Államok makroökonómiai stabilitásában, az pénzügyi sokkokat válthatna ki.

Az Egyesült Államoknak a Kínával szemben napjainkban is zajló szankcióháborúja egyértelműen az amerikai gazdasági hegemonia védelmével függ össze. Tény azonban, hogy az ukrajnai háború során a fegyveres harcok mellett – amely a remények szerint lokális marad – a gazdasági háborút az Oroszországgal kapcsolatban álló államokra is igyekeznek kiterjeszteni. Ez egészen új helyzetet teremtett: lényegében egy világméretű háborút, amelyet döntően gazdasági eszközökkel vívnak.²²

Dani Rodrik egyik korábbi kommentárjában így fejtette ki a nézeteit a témáról:

„A hiperinflációval az a baj, hogy a világgazdaság játékszabályainak a meghatározását átadtuk a nagybankoknak és a nemzetközi vállalatoknak. Jó, hogy ezt felismertük, s próbálunk elmozdulni innen, látván, mekkora kárt okoz a társadalom szövetében. Volna is egy jobb mód a globalizáció megvalósítására. De, sajnos, a nagyhatalmak attól eltérő megoldást választottak, ami még az előbbieknél is rosszabb út. Átadták a világgazdaság kulcsait a nemzetbiztonsági szervezeteiknek, ezzel fenyegetve a világbékét és a prosperitást.”²³

Egy rövid kitérő

Valójában ki kellene térnünk e tanulmányban a pénzelmélet terén és a pénztörténet gyakorlatában bekövetkezett még egy fontos változásra: a nemzeti valuták digitalizációjának a kérdésére. Ez önmagában is olyan hatalmas témakör, amelynek a részletesebb tárgyalása szétfeszítené a jelen cikk kereteit. Annyit azonban mindenképpen le kell itt is szögezünk, hogy a digitalizáció forradalmi technikai újítás, amely segítheti a nemzeti valutákban való nemzetközi kereskedelem új rendszerének a kialakítását. E téren a Fed némi késésben van, viszont Kína kifejezetten éllovas.²⁴ Igaz, napjainkra már az Egyesült Államokban is megerősödtek a digitális pénz szükségességét hangoztató nézetek.

Kína a belső gazdaságában már jócskán előrehaladt a digitális jegybankpénz bevezetésében. A mobiltelefonokra telepített fizetési módszerek erősen elterjedtek, de alapvetően a magántulajdonban álló óriásvállalatok – a Tencent által tulajdonolt WeChat és az Alibaba birtokában lévő Alipay – révén. A kínai lakosság közel 60 százaléka használ ilyen technikát a fizetéseikhez. A Kínai Jegybank (*People's Bank of China*, PBoC) ezért elindította a *Digital Currency Electronic Payment* nevű programját, s – a több tízmillió főre kiterjedő *pilot* projektek mellett – a téli olimpia idején, 2022-ben már élesben tesztelték is azt. A Magyar Nemzeti Bank által publikált „Pénz a XXI. században” című tanulmánykötet részletesen foglalkozik azzal a kérdéssel, hogy a digitális jegybankpénznek milyen szerepe lehet a SWIFT-rendszer domináns pozíciójának a megtörését illetően.²⁵ Hiszen, ne feledjük, az Egyesült Államoknak kiemelt szerepe van a nemzetközi átutalások lebonyolításában. A SWIFT bankinformációs rendszeren belül a tényleges pénzáttalások ugyanis a Fed szerverén keresztül történnek. Ez ad Amerikának abszolút áttekintést a világban folyó pénzügyi tranzakciókról, továbbá hatékony eszközt a pénzügyi szankciói kikényszerítéséhez.

A digitális jüan mindenesetre segítheti a nem dolláralapú fizetések megvalósítását a világban. Bizonyos mértékig lehetőséget ad a dollárrendszerből való kilépésre a fejlődő országok számára. Ez azok külpolitikája és a nemzetközi gazdasági kapcsolataik szempontjából igen nagy jelentőségű lehet.

Összegző gondolatok

A nemzetközi pénzügyi rendszer szétszakadása, de legalábbis a szakadozása napjainkra, úgy tűnik, tény. Még nincs ugyan veszélyben a dollár uralkodó szerepe, de már ingadozik – elsősorban a kereskedelmi kapcsolatok terén, hiszen a tőkeáramlásokban még alapvetően a dollár mozog a nemzetközi piacon. A gazdasági kapcsolatokban a kihívó szerepét betöltő Kína azonban a pénzügyi területen is aktív. A nemzeti valuta digitalizálása ebben a segítségére lehet. A jün ma még nem fenyegeti a dollár vezető szerepét.

A dollárrendszer azonban nagy terhet ró az eladósodott fejlődő országokra, amelyek kényszerpályán mozognak. Mindenképpen dollárra kell szert tenniük ahhoz, hogy az adósságszolgálatukat teljesíteni tudják, ami az ő szempontjukból hátrányos, a dollárt viszont erősítő tényező. A dollár mint nemzeti valuta azonban a Fed monetáris politikájának a függvénye. Az amerikai jegybank kamatpolitikája ugyanakkor nemzetközi hatású, és a szenvedő alanyai gyakran az eladósodással küzdő fejlődő országok. Különösen, mivel a szabad tőkeáramlás ingataggá tette ott a likviditáshelyzetet. Emiatt egy jelentős részük szeretne egy nem a dolláron nyugvó rendszer részese lenni. Erre további ösztönzést ad számukra, hogy az USA a valutáját fegyverként használja a gazdasági téren vívott háborújában, amire lehetőséget ad neki, hogy a nemzetközi tőkemozgások technikai lebonyolítása a Fed szerverén keresztül történik. Ezért a nemzetközi kereskedelemben bilaterális és multilaterális egyezmények alapján egyre nő a nemzeti valuták felhasználása a kereskedelmi elszámolásokban. Ezért az olyan pénzügytechnikai megoldások, amelyek segítségével egyes országcsoportok szeretnének kimaradni ebből a végső soron háborúnak tekinthető konfliktusból, hallatlan jelentőségűek. Viszont egyértelműen a világgazdaság pénzügyi rendszerének a szétszakadásához vezetnek, ami a nemzetközi kooperáció és a béke szempontjából aggasztó folyamat. Különösen a különböző rendszerek perifériáin, törésvonalain lévő gazdaságok számára.

A tanulmány lezárásának ideje: 2023. május 10.

Jegyzetek

- 1 Botos Katalin: *Pénz-nemzetközi pénz* (Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1983).
- 2 Hagelmayer István, Boros Imre és Bánfi Tamás: *Az aranydeviza-rendszer kudarca és tanulságai* (Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1975).
- 3 Botos: *Pénz-nemzetközi pénz*.
- 4 Botos Katalin: *Pénz a KGST-ben* (Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1977).
- 5 Botos Katalin: „Világvaluta-szerep változóban? Nemzeti valuta világvaluta-szerepben?“, *Pénzügyi Szemle Online*, 2022. június 1.

- 6 Lámfalussy Sándor: *Pénzügyi válságok a fejlődő országokban* (Budapest: Akadémiai Kiadó, 2008).
- 7 Subramanian, Arvid: „The Case of Financial Deglobalization”, *Project Syndicate*, <https://www.project-syndicate.org/commentary/financial-deglobalization-emerging-developing-economies-federal-reserve-by-arvind-subramanian-2022-10> (a letöltés ideje: 2023. október 17.).
- 8 Rajan, Raghuram G. és Zingales, Luigi: *Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2004).
- 9 Subramanian: „The Case of Financial Deglobalization”
- 10 *International Monetary Fund*, „Navigating the High-Inflation Environment”, <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/10/11/global-financial-stability-report-october-2022> (a letöltés ideje: 2023. október 17.).
- 11 *International Monetary Fund*, „Safeguarding Financial Stability amid High Inflation and Geopolitical Risks”, <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2023/04/11/global-financial-stability-report-april-2023> (a letöltés ideje: 2023. október 17.).
- 12 *International Monetary Fund*, „Navigating the High-Inflation Environment”.
- 13 Uo.
- 14 Rodrik, Dani: „Don’t Let Geopolitics Kill the World Economy”, *Project Syndicate*, <https://www.project-syndicate.org/commentary/us-china-high-tech-trade-restrictions-by-dani-rodrik-2022-11> (a letöltés ideje: 2023. március 3.).
- 15 *International Monetary Fund*, „Safeguarding Financial Stability”.
- 16 Bräutigam, Deborah: „The Developing World’s Coming Debt Crisis: America and China Need to Cooperate on Relief”, *Foreign Affairs*, <https://www.foreignaffairs.com/china/developing-worlds-coming-debt-crisis> (a letöltés ideje: 2023. október 19.).
- 17 Krueger, Anne O.: „The Great Debt Conundrum”, *Project Syndicate*, <https://www.project-syndicate.org/commentary/world-economy-needs-new-debt-restructuring-framework-by-anne-o-krueger-2023-09> (a letöltés ideje: 2023. október 19.).
- 18 Fofack, Hyppolite: „Decolonizing Global Finance”, *Project Syndicate*, <https://www.project-syndicate.org/onpoint/making-global-monetary-system-work-for-global-south-by-hippolyte-fofack-2023-02?barrier=accesspaylog> (a letöltés ideje: 2023. október 17.).
- 19 UNCTAD, „Trade and Development Report 2022”, <https://unctad.org/tdr2022> (a letöltés ideje: 2023. október 17.).
- 20 Kregel, Jan és Rezende, Felipe C. (szerk.): *Financial Stability, Systems and Regulation* (London: Routledge, 2020).
- 21 SIFMA, „2020 Capital Markets Fact Book”, <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2021/06/US-Fact-Book-2020-SIFMA.pdf> (a letöltés ideje: 2023. október 17.).
- 22 Kumar, Ananya: „Domestic and Global Implications of China’s Digital Currency”, *Intereconomics*, <https://www.intereconomics.eu/contents/year/2023/number/4/article/domestic-and-global-implications-of-china-s-digital-currency.html> (a letöltés ideje: 2023. október 18.); Rodrik: „Don’t Let Geopolitics”.
- 23 Rodrik: „Don’t Let Geopolitics”.
- 24 Wycliffe, Obwori Alwago: „A renminbi globális fizetőeszközzé válik?”, *Pénzügyi Szemle*, 67., no. 4. (2022): 553–566.
- 25 Banai Ádám és Nagy Benjámin (szerk.): *Egy új kor hajnalán: Pénz a XXI. században* (Budapest: Magyar Nemzeti Bank, 2021).