

„Tiszteld a múltat, hogy érthesd a jelent, és munkálkodhass a jövőn.”
Széchenyi István

A Bretton Woods-i rendszer mint az amerikai hegemonia alapköve*

Solti Ágnes 

A második világháború utáni új világrendet jellemző pénzügyi rendszer kialakításának legfontosabb állomása a Bretton Woods-i megállapodás volt. Még javában zajlott a háború, amikor 1944. július 1-jén 44 szövetséges ország 730 képviselője Bretton Woods-ban tárgyalóasztalhoz ült, hogy letegyék a világégés utáni új nemzetközi monetáris rezsim alapjait. Ez egyúttal az Amerikai Egyesült Államok jelentős megerősödését, valamint a Pax Americana gazdasági alapjainak megszilárdítását is jelentette. Visszatekintésünkben a hangsúlyt az amerikai érdekek formálódására, a Keynes–White vita részleteire és a Bretton Woods-i rendszer hosszú távon jelentkező hatásaira helyeztük.

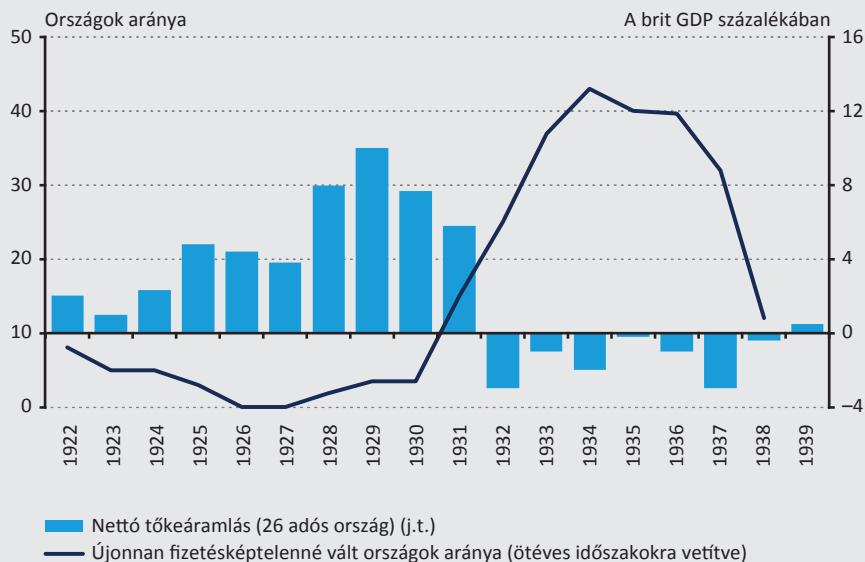
1. A II. világháború utáni monetáris rendszer kialakításának előzményei

1944-ben az öt éve zajló háború ellenére még élénken élt a gazdasági szakemberek emlékezetében az 1929–1933-as nagy gazdasági válság, amelynek okát a végső konszenzus szerint az ún. „forró pénzek” áramlásában látták (Bernanke 1995). A nagy válságot megelőzően a rövid távon nagy hozammal kecsegtető értékpapírokba jelentős volumenű pénz áramlott. Az egyenlőtlen tőkeáramlás a világ nagyobb gazdaságaiban (Egyesült Államok, Egyesült Királyság és Németország) nem egyszerűen csak likviditásbőséget eredményezett (1. ábra), hanem a vállalati és pénzügyi tőkeáttétel optimális szintjét is eltorzította a túlzott kockázatvállalás irányába (Postel-Vinay – Collet 2023). Emiatt a tőkepiaci spekuláció lehetőségének csökkentése is kiemelt cél volt az amerikai gazdaságpolitikában az 1930-as évek elejétől kezdődően, ami az 1933-as amerikai banktörvény (Glass–Steagall-törvény) elfogadását is eredményezte.

* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Solti Ágnes: Magyar Nemzeti Bank, vezető közgazdasági elemző. E-mail: soltia@mnbb.hu

1. ábra
Nettó tőkeáramlás a világ gazdaságában a két világháború között



Megjegyzés: A 8 hitelező állam: Amerikai Egyesült Államok, Belgium, Egyesült Királyság, Franciaország, Hollandia, Írország, Svájc, Svédország.

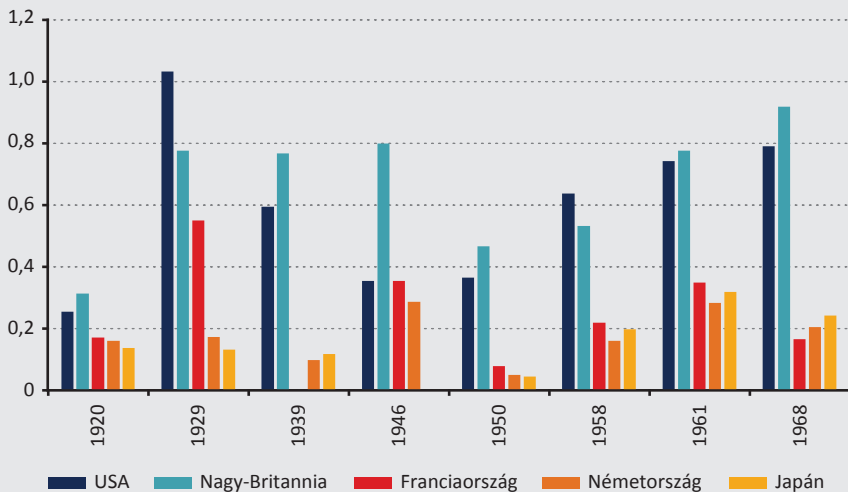
A 26 adós állam: Argentína, Ausztrália, Bulgária, Csehszlovákia, Dánia, Dél-Afrika, Észtország, Finnország, Görögország, Holland Indiák, India, Irak, Japán, Jugoszlávia, Kanada, Kína, Lengyelország, Lettország, Litvánia, Magyarország, Németország, Norvégia, Olaszország, Románia, Törökország és Új-Zéland.

Forrás: Reinhart et al. (2020)

A tőzsei buborék 1929-es kipukkadását követő bankpánikra és hirtelen megjelenő likviditáshiányra válaszul a gazdaságok protekcionista irányba fordultak. Az addigi árfolyamok felborultak, a kibontakozó valutaháború pedig ellehetetlenítette a kiszámítható monetáris politika folytatását, az árfolyam-stabilitás hiánya pedig tovább nehezítette a fiskális stabilizációt. Ezért a gazdasági szakemberek a stabil multilaterális pénzügyi rendszer visszaállításának alapját a spekulatív tőkemozgások nemzetközi szintű ellenőrzésének biztosításában látták. Mindez a nemzetközi tőkeáramlások gyors visszaszorulásához vezetett 1932-től, aminek következménye tetten érhető az amerikai tőkepiaci kapitalizáció GDP-arányos alakulásában is a nagy világválság és a második háború közötti időszakban (2. ábra).

2. ábra

A GDP-arányos pénzügyi kapitalizáció arányainak alakulása 1920–1968 között



Megjegyzés: Az eredeti kutatás 17 fejlett gazdaságot vizsgált. Jelen ábra csak az Amerikai Egyesült Államok, Nagy-Britannia, Franciaország, Németország és Japán esetében mutatja be, hogy a saját pénzne-mében mért tőkepiaci kapitalizáció volumene milyen arányban állt a nominális GDP-vel.

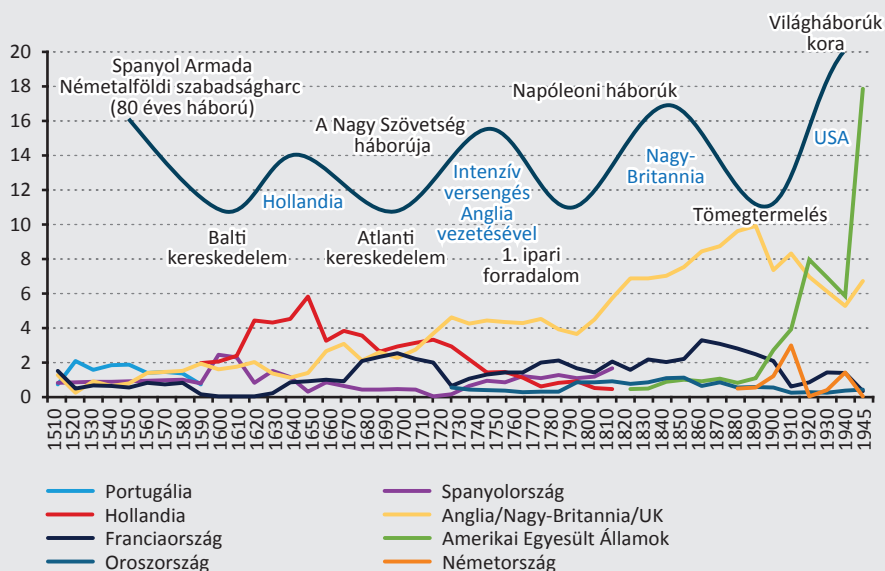
Forrás: Kuvshinov – Zimmermann (2022)

2. Nagyhatalmi motivációk az új monetáris rendszer kialakítása mögött

A Bretton Woods-i rendezés *John Maynard Keynes* brit és *Harry Dexter White* amerikai közgazdászokon keresztül gyakorlatilag a globális gazdasági befolyásáért vívott gazdaságdiplomáciai küzdelemnek tekinthető. A tárgyalások kimenetelét alapjaiban meghatározó két állam helyzete merőben eltérő volt. Nagy-Britannia korábbi nagyhatalmi státusza ekkorra már megingott: globális pénzügyi dominanciája a két világháború anyagi terhei miatt fokozatosan mérséklődött, és a világháborúval együtt távol-keleti gyarmatbirodalmainak helyzete is instabillá vált. Ezzel párhuzamosan az Amerikai Egyesült Államok pozíciója az 1870-es évek óta felívelő feldolgozóipari kapacitásának és exportteljesítményének, valamint a második világháborús részvételének eredményeként megerősödött (3. ábra). Bár az ENSZ konferenciáján 44 kormány küldöttei vettek részt, a konferencián elfogadott egyezmény az Egyesült Királyság és az Egyesült Államok pénzügyminisztériumai között zajló elvi vita lezárását jelentette (Steil 2013).

3. ábra

Hegemonia-index a globális hatalmi pozíciók változása 1500–1945 között gazdasági és katonai erő alapján



Megjegyzés: A gazdasági erő alapja a számításoknál az egy főre jutó bruttó hazai össztermék, míg a katonai erő alapja a hadihajó-állomány. A hullámos vonal a Kwon (2012) által számított ún. hegemon szekvenciát jelöli, amely a gazdasági innovációk és nagy háborúk összefüggésében vizsgálja adott időszak domináns hatalmait. Kwon olvasatában minden hegemon szekvencia egy, a felemelkedést támogató háborúval kezdődik, továbbá a hatalom megalapozását segítik azok a társadalmi és technológiai innovációk, amelyek a világgazdasági komparatív előny bázisát képezik. Az adatok egyes időszakokra vonatkozó elérhetőségét a forrásként felhasznált tanulmány 3. és 4. számú táblázata tartalmazza (Kwon 2011, pp. 605–607).

Forrás: Kwon (2011, 2012)

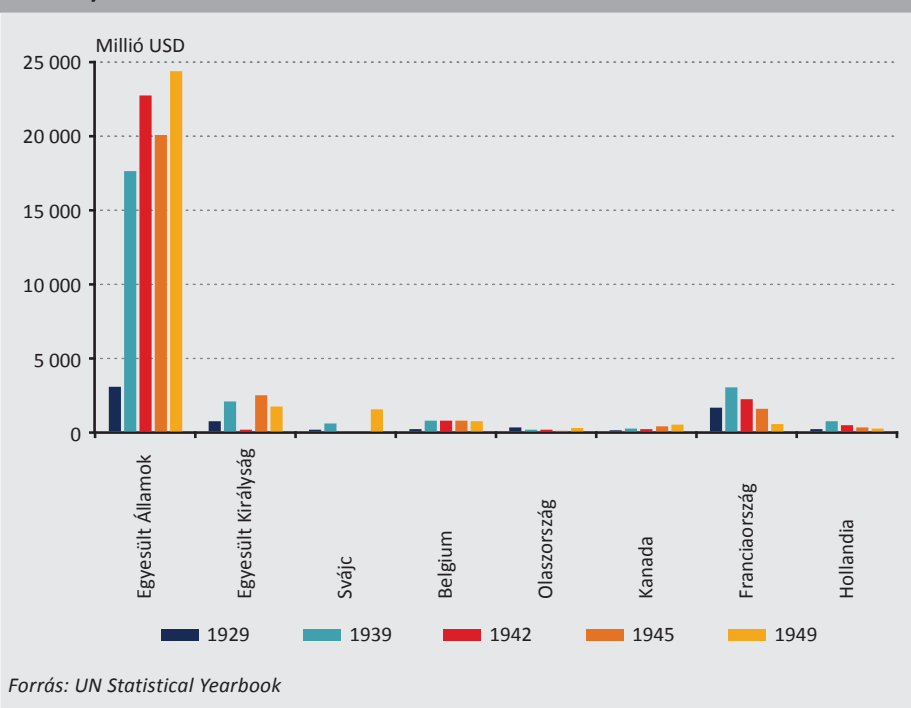
Ebben a helyzetben az Egyesült Államok számára lehetőség kínálkozott arra, hogy a katonai győzelem mellett a dollár külkereskedelmi szerepének erősödésén keresztül a világgazdaságban betöltött szerepét is meg tudja szilárdítani. Míg az angol font hanyatlásnak indult, az amerikai dollár az 1910-es években megkezdte felemelkedését (Karlstroem 1967), köszönhetően a Federal Reserve 1913. évi létrehozásának, valamint az amerikai bankok külföldi működésével kapcsolatos szabályozás módosításának (Greenwald 2020). Az első világháború alatt a dollár volt az egyetlen olyan valuta, amely aranyalapon maradt.

Az Egyesült Államok Bretton Woods-i alapmotivációjának szerves része volt, hogy New York vegye át Londontól a globális pénzügyi központ szerepét (Kindleberger 1974), amelyhez az első lépést a valutaövezetek felszámolásában, a dollár egyeduralmának megteremtésében látta. A New Yorkkal kapcsolatos tervek egyik alapját az is adhatta, hogy a Federal Reserve aranyelszámolási mechanizmusán (Gold Settlement Fund) keresztül 1929 és 1933 között jelentős mennyiségű arany áramlott

New Yorkba azokból az amerikai térségekből, amelyeket leginkább sújtott a válságból eredő bankpánik (Bordo 2014).

Az Egyesült Államok azért is volt kedvező helyzetben a korábbi nagyhatalmakhoz képest, mert az egyetlen olyan jelentős gazdaság volt, amely nem szenvedett háborús károkat, ráadásul a katonai iparágak növekedésének köszönhetően még konjunktúrát is fel tudott mutatni, továbbá a világ egyik legfontosabb hitelezőjévé vált. Ez utóbbit jól szemlélteti az arany nyugati féltekére való áramlása is: a Nemzetközi Fizetések Bankja statisztikái (BIS 1944) szerint 1944-ben Washington rendelkezett a világ aranytartalékainak 57 százaléka felett (4. ábra), miközben a Londonnak biztosított hatalmas összegű hitelei tovább súlyosbították a brit gazdaság helyzetét.

4. ábra
Az aranytartalékok változása 1929–1949 között



Az amerikai külügyminisztériumot nem érte váratlanul az új stratégia megalkotásának igénye: a korábbi, latin-amerikai hegemoniájának kiépítéséből eredő tapasztalatai alapján kezdte meg az európai és nyugati világtrend gazdasági alapjainak megtervezését (Domhoff 2020). 1939-től magán-kutatóintézetek, köztük a Council on Foreign Relations (CFR) bevonásával, a legnagyobb titoktartás mellett kezdődött meg az ún. „Háború és béke” program (War and Peace Studies – WPS, illetve „Studies of American Interests in the War and the Peace”) kidolgozása. Ennek

kiindulópontja az eleinte az Egyesült Államokból és az Egyesült Királyságból álló „nagy terület” (Grand Area) volt, amihez a mintát az Egyesült Államok latin-amerikai hegemoniájának kiépítése adta (Costigan et al. 2017). A nyugati félteke gazdasági és monetáris kapcsolatainak megszilárdítása során a tőkeáramlást az Egyesült Államok katonai, gazdasági és politikai irányítása alatt biztosították. Bretton Woods esetében is elmondható, hogy a rendszer alapjai gyakorlatilag az Egyesült Államok termelésére és fizetőképességére épültek. A washingtoni kormány a konferencián kötetlen megállapodást egyébként úgy hirdette állampolgárai körében, mintha egy munkahelyteremtési program lenne. Részben ezért is került be a Nemzetközi Valutaalap (IMF) céljai közé a magas foglalkoztatás és növekvő reálbérek elérése.

Washington számára fontos volt, hogy a brit globális befolyást a lehető legnagyobb mértékben csökkentse, és egyedüli nagyhatalomként pozícionálja magát. A brit birodalom fennállása ugyanis idővel egyre nagyobb akadályt jelentett volna a háború utáni amerikai tervek megvalósításában, főként, hogy akkor a közel-keleti és venezuelai olajtartalékok is brit befolyás alatt álltak (Costigan et al. 2017). Ugyanakkor az Egyesült Királyságot az Egyesült Államokkal való konzultáció felé terelte, hogy Németországban 1940-ben megkezdődött a háború utáni európai monetáris rendszer tervezése (Iwamoto 1995). Erre az Egyesült Királyság is reagálni kívánt, az alternatívaként felállítandó monetáris rendszer pedig Keynes irányítása alatt készülhetett el. (Gross 2017).

3. A Keynes–White vita fő pontjai

Az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság egymástól különböző gazdasági helyzete és gazdaságtörténeti tapasztalatai eltérő szemléletet eredményeztek a tárgyalóasztal két végén. Míg Keynest az 1920-as évek problémái (globális likviditási hiány, illetve a likviditás nem megfelelő globális eloszlása, merev árfolyamok), addig White-ot az 1930-as évek kihívásai (árfolyam-leértékelési verseny, instabil pénzek) foglalkoztatták (Boughton 2002). Keynes a szabad árfolyam-politika szükségességét, White az árfolyamok stabilitásának fontosságát hangsúlyozta. Keynes vitatta továbbá azon paritási rendszer hosszú távú működőképességét, amely 1934 óta 35 dollárban rögzítette az arany unciánkénti árát (Bordo 2017).

Ugyanakkor az amerikai és a brit álláspont abban megegyezett, hogy a nemzetközi kereskedelmi rendszer alapja egy megfelelően működő globális monetáris rendszer lehet, aminek kialakításakor törekedni kell arra, hogy ne álljon fel ismét az 1920–1930-as évek „túlzottan szabad” tőkeáramlásának, illetve a gazdasági válságot közvetlenül előidéző tőkepiaci spekulációnak a lehetősége, továbbá hogy rendelkezésre álljon egy korrekciós mechanizmus a rövid távú fizetésimérleg-problémák kezelésére (Ghosh – Qureshi 2017). Közös érdekük volt az is, hogy ne ismétlődjön meg az első világháborút követő versailles-i békeszerződések hibája, amelyben

a politika rendezte a határokat, figyelmen kívül hagyva a károk és az újjáépítés pénzügyi-gazdasági feltételeit és a vesztes államok terhelhetőségét (James 2012).

A Bretton Woods-i egyezmény előzményeként az első Keynes-terv 1942-ben egy nemzetek közötti klíringrendszer létrehozásával kísérletet kívánt tenni a nyitott gazdaság trilemmájának megszüntetésére, és a szabad tőkeáramlás, a független monetáris politika és a kötött árfolyamrendszer nyitott gazdaságok által tapasztalt „lehetetlen szentháromságának” bizonyos mértékű feloldásához egy nemzetközi bankrendszerre tett javaslatot. A Keynes által „klíringunióknak” nevezett nemzetközi monetáris szervezetben az országok közötti elszámolásokat a tagállami jegybankokra kívánták bízni, amelyhez bevezetésre került volna az univerzálisan elfogadott, *bancor* nevű globális elszámolási egység is. Ez utóbbinak elsődleges célja a kereskedelmi egyenleg kiegyenlítése lett volna annak érdekében, hogy ki tudják küszöbölni a tartósan fennálló hiányt és az azzal összefüggő problémákat. Az eredeti gondolat szerint a *bancor* értéke aranyban rögzített lett volna (fenntartva az átváltási érték megváltoztatásának lehetőségét). Keynes a korábnál rugalmasabb árfolyamrendszert javasolt, amelyben a kereskedelmi egyenleg függvényében igazították volna ki az árfolyamokat (Szokolczai 2017). A rendszer a *bancor* elszámoláson keresztül kooperatív lett volna, szemben az exportorientált, aszimmetrikus modellel, ahol a kiigazítás költségét egyoldalúan a deficitesek országok viselik (Ábel 2019). Keynes ennek támogatására egy nemzetközi kereskedelmi szervezet létrehozását is sürgette.

White a nemzeti gazdaságpolitika elsőbbsége helyett a nemzetközi rend stabilitásának fontosságát hangsúlyozta, és a globális bankrendszer helyett – tartva attól, hogy a keynesi terv ellenőrizetlen hitelezéshez vezethet – egy stabilizációs alapon, a *bancor* helyett pedig aranyban, és az amerikai aranytartalék mérete miatt inkább dollárban gondolkodott. Ehhez White és az Egyesült Államok tervének kísérleti terépe Latin-Amerika volt. Miután Franklin D. Rooseveltnak 1933-ban meghirdette jószomszédsági politikáját (tartva a németek régióbeli terjeszkedésének lehetőségétől), és elvi elhatározás született az Amerika-közi Bank (IAB) felállításáról, intenzív munka kezdődött a regionális pénzügyi kapcsolatok intézményesítése érdekében (Helleiner 2014). Ebben a munkában aktív szerepet vállalt White is, akinek a vezetésével hamarosan kidolgozták az árfolyamproblémákat kezelő, rövid távú hitelek rendszerét (amely később az IMF egyik alapkövét adta) és a hosszú távú fejlesztési hitelek alapját (amelyet a napjainkban a Világbank-csoportba tartozó Nemzetközi Újjáépítési és Fejlesztési Bank bonyolított le). Washington motivációja a latin-amerikai fejlesztési célok támogatása volt annak érdekében, hogy később erős exportpiacot biztosítsanak ezek az országok az amerikai termelés és tőke számára. Igaz, a White által felvázolt IAB kifejezett célja volt a helyi ipar megerősítése is, mely a hosszú lejáratú hitelek alapját adta. Bár az IAB-javaslatot az amerikai Kongresszus nem támogatta, koncepciója mintaként szolgált a Világbank, majd az Amerika-közi Fejlesztési Bank (Inter-American Development Bank, IDB) felállításánál.

Keynes második, 1943. áprilisi tervezete („Fehér könyv”) arra épült, hogy a klíringunió megteremti a szimmetrikus kiigazítást, megszabadítva annak terhétől a deficit-es gazdaságokat, így továbbra is hangsúlyt kapott a méltányosság elve (*Szakolczai 2017*). Keynes kiállt azon meggyőződése mellett, hogy kontrakciós helyett expanziós nyomást kell helyezni a világkereskedelemre az újbóli növekedés érdekében (*Szakolczai 2018*). A nemzetközi tőkeforgalom ellenőrzését pedig továbbra is nemzeti keretek között képzelte el. Nagy változás volt, hogy a klíringunió kapcsán végül lemondott a bancor ötletéről, és valutaövezetekre tett javaslatot.

Az Egyesült Királyságnak végül a klíringunió terve helyett el kellett fogadnia a jegyzett tőkére épülő rendszert és az aranydeviza-standardot. Az Egyesült Államok és White „válaszában” ugyanis továbbra is a devizaárfolyamok stabilitásának, a kétoldalú konvertibilitás megteremtésének fontosságát hangsúlyozta. Az 1944. évi egyezmény eredményeképpen végül 1945 decemberében megalakult a Nemzetközi Valutaalap (IMF), majd 1946-ban a mai Világbank Csoport első intézménye, a Nemzetközi Újjáépítési és Fejlesztési Bank (IBRD) is megkezdte hitelezési tevékenységét (*Szakolczai 2017*).

Keynes bancor-terve azonban nem tűnt el nyomtalanul. Az elmúlt évek pénzügy-technológiai fejlődésében egyre nagyobb hangsúlyt nyer a digitális jegybankpénz (Central Bank Digital Currency, CBDC) koncepcióján belül az úgynevezett „egységes hegemon tartalékeszköz” (single hegemonic currency, SHC) terve (*Tout 2023*). A több jegybank által kezelt CBDC-k modelljét tekintve a kutatások egyelőre nem találtak ahhoz jobban közelítő elméleti modellt a keynesi bancornál. Fő érdeme napjainkban is az, hogy szimmetrikus és demokratikus rendszert kínál, amely bármikor likviditást tud biztosítani bármelyik tagja számára fenntartható módon, vagyis biztosítva az országok közötti nemzetközi egyensúlyt (*Rahman 2022*).

4. A tervek kortárs magyar értékelése

A New Hampshire-ben folyó tárgyalások fejleményeit hazánkban is nyomon követték. *Judik József* közgazdász, a Magyar Nemzeti Bank korábbi munkatársának (1925–1937) kapcsolódó tanulmánya 1944 januárjában jelent meg a Közgazdasági Szemlében. Ebben a Keynes-féle klíringunió kapcsán megállapította, hogy az oda befizetendő magyar kvóta 740 millió pengő lett volna, amelynek azonban csak egy-egyede, azaz 185 millió pengő lett volna korlátlanul lehívható (*Judik 1944*).

Judik szerint a klíringunió keretében Magyarországnak járó potenciális összeg „csak szűkösen” elégítette volna ki a kezdeti igényeket. „A Keynes- és White-terv” című tanulmányában a kvóta egynegyedének összegét vetette össze a Magyar Nemzeti Bank fennállása (1924) óta regisztrált legmagasabb (1928: 411 millió pengő) és legalacsonyabb (1933: 112 millió pengő) tényleges arany- és devizakészletével, valamint a legjelentősebb éves csökkenéssel (1927–1928: 108 millió pengő). Judik a kvóta

egyegyed részét hozzáadta az akkori devizakészlet szintjéhez (1943: nagyjából 160 millió pengő), és megállapította, hogy az aggregátum nem érte el az 1925–1928-as szintet, főként a háború előtti időszakhoz képest bekövetkezett áremelkedés figyelembevételével.

Az elsősorban az 1943. áprilisi és júliusi fejleményekre támaszkodó tanulmányában Judik kísérletet tett a White-terv szerinti nemzetközi stabilizációs alappal kapcsolatos kvótaszámításra is. A második világháború előtti adatok alapján a magyar kvóta ebben az esetben 200 millió pengőt tett volna ki, ami közelített a Keynes-terv keretében korlátlanul lehívható összeghez. Judik megjegyzi, hogy a White-terv esetében fennálló szabályok miatt az ezen kvóta 30 százalékát (nagyjából 60 millió pengő) meghaladó hitel felvétele olyan kötelezettségekkel is járna, mint például beleszólási jogot biztosítani az alap részére a hazai gazdaságpolitikába. Kiemeli továbbá, hogy a belépéskor ugyanekkora összegű aranytartalékot kellett volna átadni az alap számára.

Judik arra a következtetésre jutott, hogy a kis országok, így Magyarország esetében a Keynes-terv előnyösebb lett volna, mint a White-terv. Véleménye szerint a Keynes-terv kedvezőbb lett volna a nemzetközi fizetések lebonyolítását és a világháború alatt megcsappant arany- és devizakészletek feltöltését tekintve, mint az amerikai javaslat. Kiemelte, hogy a keynesivel ellentétben a White-tervben a gyengébb gazdaságoknak biztosított segítségnyújtás nem lett volna automatikus, sőt, fizetésimérleg-probléma esetén a stabilizációs alap elsősorban az adós országokra gyakorolt volna nagyobb nyomást (*Judik 1944*).

5. A Bretton Woods-i rendszert felborító erők

A Bretton Woods-i konferencián megalapozott új nemzetközi monetáris rendszer több ponton is elmozdult az első világháború előtti aranystandard-rendszertől, illetve a két világháború közötti időszakot jellemző aranydeviza-standardtól. A dollár alapú rendszerben az Egyesült Államok és más országok között aszimmetrikussá vált a kapcsolat: az egyensúly fenntartása érdekében az USA-n kívüli országok kötelezettsége volt a fix árfolyamok kiigazítása. Másrészt azonban a Federal Reserve-ön kívül más jegybankokat nem kötötte az aranyra való átváltás kötelezettsége. Az 1879–1914. közötti időszakhoz képest szembevetendő különbség volt a tőkeáramlás szabadságának korlátozása. A rendszer további ismertetője, hogy az 1960-as évektől kezdett megszilárdulni az a kölcsönös jegybanki együttműködés, amelynek gerincét a swap-megállapodások jelentették (*McCauley – Schenk 2020*).

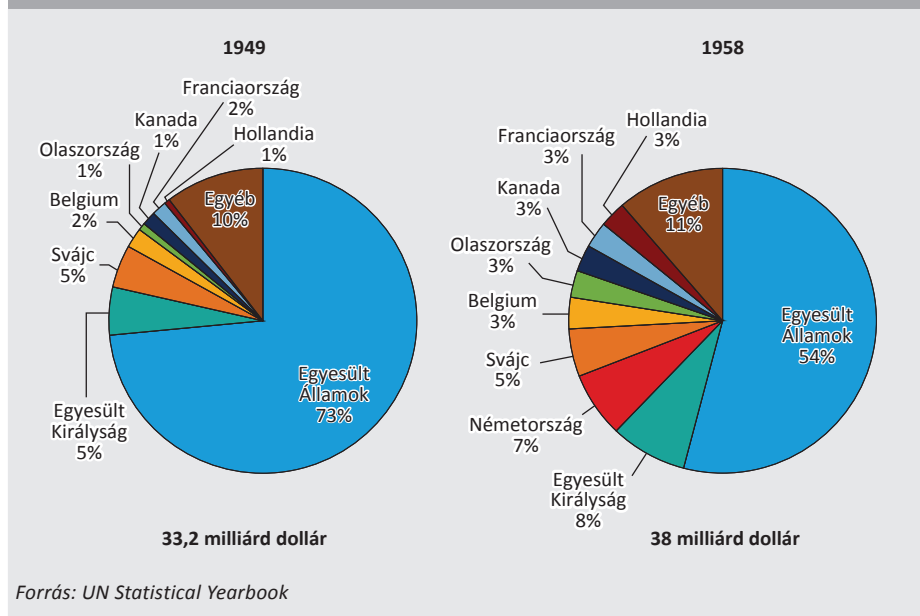
A rendszer hiányosságai azonban hamar megmutatkoztak a gyakorlatban. Már 1947-ben a Marshall-terv felállítása mellett cselekedni kellett a nemzetközi dollárhiány enyhítése érdekében. Ugyancsak kihívást jelentett Bretton Woods számára az is, hogy 1950-ben keynesi elméleti alapokon létrehozták az Európai Fizetési Uniót

(European Payment Union, EPU) a nyugat-európai pénznemek konvertibilitásának biztosítására (Faudot 2020). A közös tartalékvalutát nélkülöző EPU nemzetközi klíringházként funkcionált, így az Egyesült Államok az IMF kihívóját látta az 1958-ig (azaz épp a Bretton Woods-i teljes konvertibilitás megteremtéséig) fennálló kezdeményezésben (James 1996).

Váratlan fordulat volt az Egyesült Államok számára, hogy a külföldi jegybankok viszonylag hamar megkezdték aranytartalékaik visszatöltését (5. ábra). Az aranytartalékok későbbi alakulására azért is tekintett kedvezőtlen fejleményként az Egyesült Államok, mert a megállapodást követő kezdeti években a dollár jelentőségét növelte az is, hogy az európai aranykészlet egy jelentős része az Egyesült Államokba vándorolt. A St. Louis Fed korabeli adatai szerint csak 1946. január és 1948. március között 4,9 milliárd dollár értékben (2023. évi áron nagyjából 50,7 milliárd dollár) érkezett arany az Egyesült Államokba külföldi kormányoktól. Mindeközben a majdani Marshall-országok aranytartalékainak szintje 1946 és 1947 között 2,3 milliárd dollárral (2023. évi árakon 25,3 milliárd dollárral) csökkent az Egyesült Államok javára (Federal Reserve Bulletin 1948). A két kontinens közötti tőkeáramlás irányítását így (részben) át tudták venni az új amerikai pénzügyi központok. Ez felerősítette azt a folyamatot, miszerint az Egyesült Államok már 1880 és 1930 között is igen gyorsan növelte részesedését a globális tőkepiaci kapitalizációt tekintve (Kuvshinov – Zimmermann 2022).

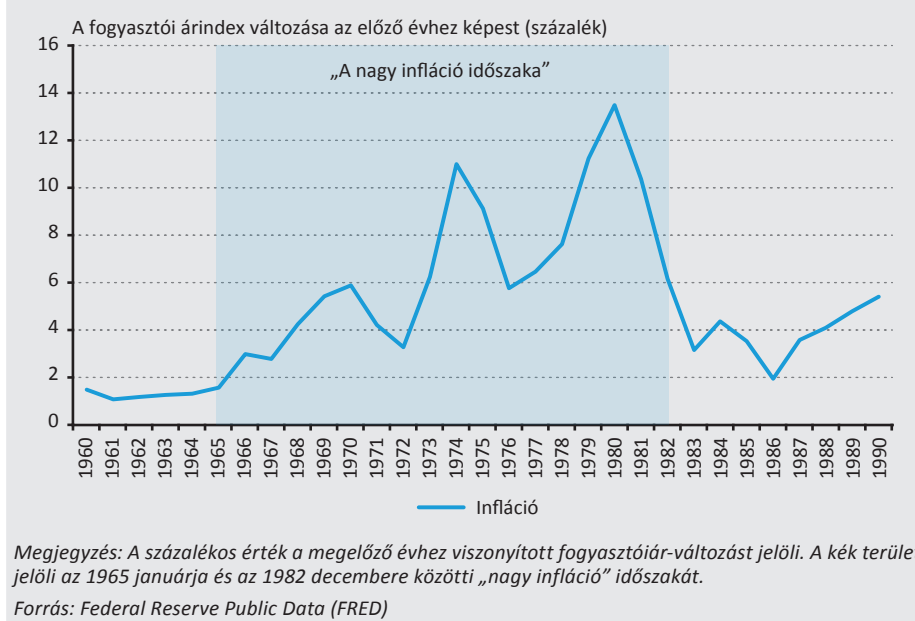
5. ábra

Az aranytartalékok arányának alakulása 1949 és 1958 között



Az USA kedvező pozícióját megszilárdító rendszer Japán és Németország versenyképességének növekedésével azonban hamarosan veszélybe került, majd össze is omlott az 1970-es évek elején. Bretton Woods valójában akkor lépett volna működésbe, amikor az Egyesült Államok segítségével az európai újjáépítés végbement, ám a tapasztalat azt mutatta, hogy míg az újjáépítés során a mechanizmus hasznos volt, addig a hatvanas évektől csak a kényszer tartotta azt össze. A változás fő oka az eltérő gazdasági helyzet volt: az Egyesült Államok az 1960-as években az erősödő versenytársakkal szemben eleve hátrányban kellett felvennie a küzdelmet a Bretton Woods-i kötelezettségei miatt, hiszen fizetőeszköze volt a rendszer mozdíthatatlan alapja (James 1996). Ezt a helyzetet súlyosbította, hogy az Egyesült Államok az 1960-as évek közepétől olyan inflációs hatást tapasztalt – elsősorban a vietnámi háború és a „Great Society” társadalmi esélyteremtési program finanszírozásából eredően – (6. ábra), ami már ekkor csökkentette a dollár vásárlóerejét, míg az arany esetében az változatlan maradt, így a paritás felborult.

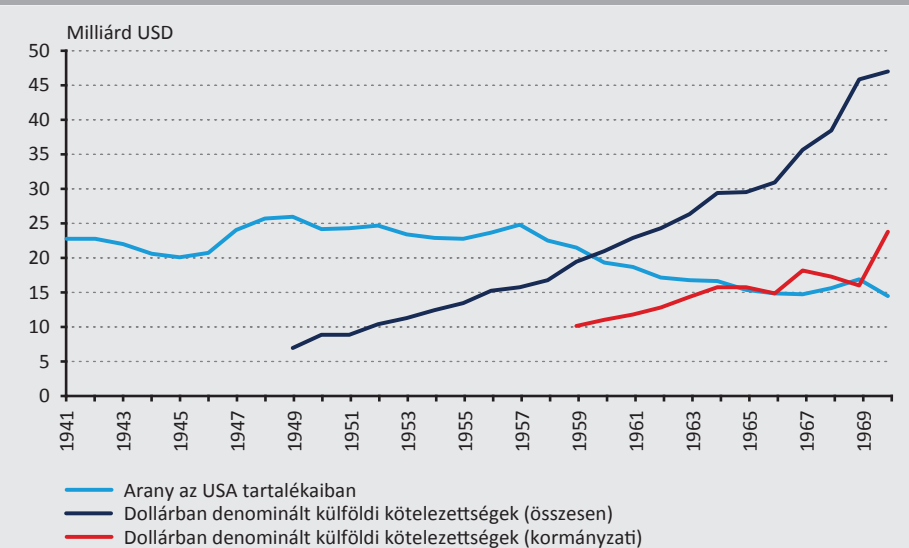
6. ábra
Az infláció alakulása az Egyesült Államokban 1960–1990 között



Míg a jegybanki swap-megállapodások összetartó erőként jelentek meg a rendszerben, addig a külföld egyre növekvő dollárköveteléseai szétfeszítették azt. Utóbbi – a külföldi jegybankok viszonylatában – a Fed adatai szerint már 1965-től meghaladta az USA aranyfedezetét (7. ábra).

7. ábra

Az USA dollárban denominált külföldi kötelezettségei és a fedezetként szolgáló arany értéke 1941–1970 között



Forrás: Board of Governors of the Federal Reserve System (1976): Table 14.1 és Table 15.1.

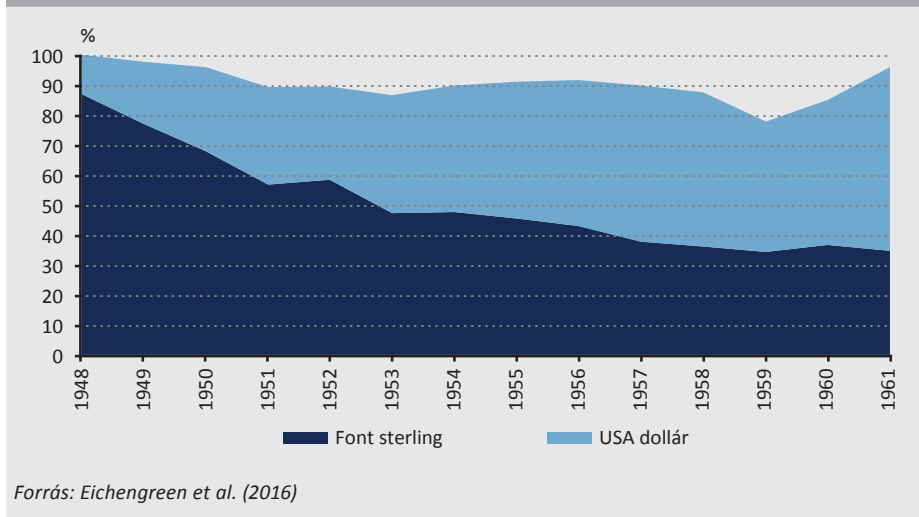
Az 1960-as évek elejére a nemzetközi dollárhiány enyhítésének érdekében az eurodollár-piac is megszilárdult a Bretton Woods-i rendszer előnyeit és kikapuit kihasználva. Ez felerősítette azt a trendet, amit az 1933-as Glass–Steagall-törvény részeként elfogadott Q-szabályozás idézett elő azzal, hogy többek között korlátozta a betéti kamatot, és előírta a belföldi betétek utáni tartalékképzés kötelezettségét. Ezzel arra ösztönözve az amerikai bankokat, hogy a nagy volumenű betéteket külföldiként számolják el, ez pedig támogatta a pénzpiaci alapok létrejöttét és nemzetközi fejlődését is (Gilbert 1986). Az Egyesült Királyság gazdasági és diplomáciai helyzete – így a magas infláció és a szuezi válság – miatt nemzetközi tartalékainak védelme érdekében korlátozásokat vezetett be a fontsterling alapú hitelezésben, így a londoni bankoknál a dollármegtakarítások kerültek előtérbe a külföldiek hitelezését tekintve. A sors fintora, hogy végül a megerősödött eurodollár-piac is nagy szerepet játszott a Bretton Woods-i rendszer összeomlásában (Restrepo-Echavarría – Grittayaphong 2022).

A dollárstandard „halála” azonban nem jelentette a dollár hegemoniájának végét. A Bretton Woods-i megállapodás megszilárdította a dollár szerepét a nemzetközi hitel- és kereskedelmi tranzakciók, valamint a tartalékképzés terén (Eichengreen et al. 2016), a rendszer összeomlásáig tartó időszakban pedig az USA-dollár a nemzetközi pénzügyi rendszer alapjává vált (8. ábra). Ezt egészítette ki két fontos tényező: egyrészt az Egyesült Államok az IMF működésén keresztül is támogatni tudta

világgazdasági hegemóniájának fenntartását, másrészt a dollár globális pozíciójának további erősödéséhez (Vicquéry 2022) az USA és Szaúd-Arábia kormánya által 1974 júniusában aláírt gazdasági és katonai egyezmény is hozzájárult, globális szinten alapozva meg a kőolaj dollár alapú elszámolását, a petrodollár-rendszert.

8. ábra

A világ devizatartalékainak megoszlása a font sterling és az amerikai dollár vonatkozásában 1948–1961 között



A Bretton Woods-i rendszer költség-haszon elemzése megosztó téma a szakirodalomban. A rendszer fenntartása egyes kutatások szerint az Egyesült Államok és a világgazdaság számára is áldozatokkal járt, ha a fogyasztás oldaláról vizsgáljuk meg a kérdést. A St. Louis Fed a Bretton Woods-i egyezmény hatásait vizsgálva arra jutott, hogy Észak- és Nyugat-Európa, valamint Kelet-Ázsia, Latin-Amerika, Kanada, Ausztrália és Új-Zéland szempontjából a jólét növekedését hozta a rendszer, legalábbis a fogyasztás növekedését tekintve. Ezzel szemben az Egyesült Államokban az egyezményben való részvétel 4,5 százalékos fogyasztáscsökkenést eredményezett. Elemzési modelljük arra is rámutatott, hogy a Bretton Woods-i rendszer nélkül az eredetnél nagyobb lett volna a globális kibocsátási szint (Cancelada 2022).

Más elemzések arra hívják fel a figyelmet, hogy az Egyesült Államok tekintetében egyes szereplők nyertesei (Wall Street), mások inkább a vesztesei (így például az amerikai munkavállalók és reálgazdasági vállalatok) annak a rendszernek, amely a dollár nemzetközi dominanciájára épül (például Pettis 2023).

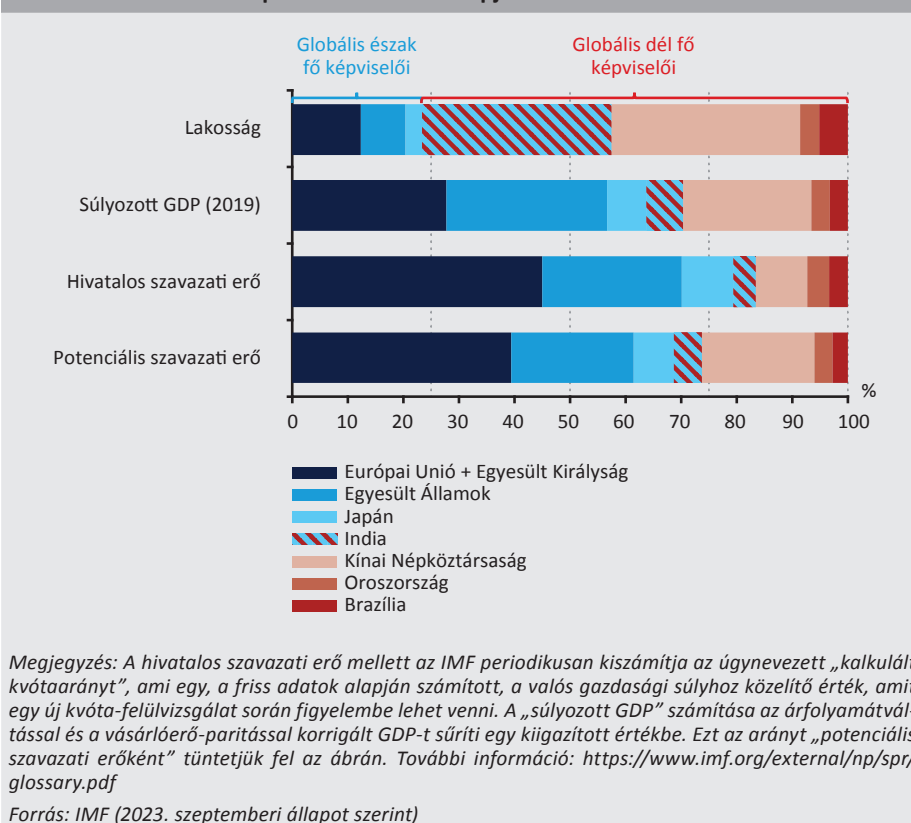
A Bretton Woods-i rendszer egyik maradandó hozadékeként az amerikai Federal Reserve-re máig különleges nemzetközi szerep hárul (Báger 2017). Az 1944-es megállapodással átvette az angol jegybank korábbi funkcióját: amíg a Bank of England

képes volt a világgazdaság végső hitelezői szerepének betöltésére, addig az Egyesült Királyság volt a nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszer központi szereplője. Már az első világháború után nyilvánvalóvá vált, hogy ezt a szerepet a továbbiakban már csak a Fed töltheti be. Ezért sem működhetett egységes, átfogó globális monetáris rendszer a két világháború között.

A II. világháború után kialakult rendszer azonban nem kellően méltányos: napjainkban egyre több fejlődő, feltörekvő gazdaság ad hangot azon véleményének, miszerint a nemzetközi pénzügyi rendszert az USA belső érdekei határozzák meg, így továbbra is azt látják a legeredményesebb megoldásnak, ha a jegybankok növelik és diverzifikálják nemzetközi tartalékaikat (Choi 2023). Az ezzel kapcsolatos elégedetlenség áll a Bretton Woods-i egyezmény által létrehozott IMF és a Világbank-csoport reformjának sürgetése mögött is. A globális szinten meghatározó hitelnyújtó intézmények kvótarendszere továbbra is az Egyesült Államok globális vezető szerepét tükrözi, ami nemzetközi szinten egyre több konfliktus forrása (9. ábra).

9. ábra

A Nemzetközi Valutaalap kvótarendszere napjainkban



6. Konklúzió

A Bretton Woods-i egyezmény előkészítése fontos mozzanat volt az amerikai külpolitikai és külgazdasági érdekek védelme és a hosszú távú amerikai stratégia megvalósítása szempontjából. Az Egyesült Államok számára alapvető cél volt, hogy a háborús szövetségeit érintő újjáépítés finanszírozásának élére álljon, továbbá, hogy az „Amerika az amerikaiaké” elven alapuló Monroe-doktrínának érvényt szerezzen Latin-Amerika vonatkozásában a külföldi befolyás kirekesztése érdekében. További motiváció volt, hogy a fejlődő gazdaságok támogatójaként ezt a szövetségi rendszert és egyben külpiacot bővíteni tudja. Ezen célok elérését az ún. Bretton Woods-i iker, az IMF és a mai Világbank mint az egyezmény intézményesített végrehajtói is támogatták egy korábban nem látott nemzetközi monetáris összefogás keretében. S bár a rezsim – miután az USA egy alacsony inflációs környezetű gazdaságból egy magas inflációs környezetű gazdasággá vált a „nagy infláció időszakában”, illetve a világgazdasági környezet változásai felborították a fix árfolyamrendszerre és a tőkeáramlás nemzetközi korlátozására épülő modellt – az 1970-es évek elején megszűnt, hagyatékaként az aranyparitást nélkülöző dollárstandard-rendszer továbbra is meghatározza a globális pénzügyi viszonyokat.

A nemzetközi rendszer egészének kontextusában tekintve pedig napjaink gazdaságdiplomáciája számára is releváns tanulsággal szolgálhat az egyezmény létrejötte: a 44 részt vevő ország gyorsan és erőforrást nem sajnálva cselekedett egy közös probléma megoldása, azaz a nemzetközi monetáris rezsim helyreállítása érdekében. A világ vezetői 1944-ben még nem láthatták előre, hogy a harcokat követően hogyan alakulnak majd a gazdasági folyamatok, megismétlődnek-e az első világháború után jelentkező kihívások. Ugyanakkor tanulva a két világháború közötti időszak gazdaságpolitikai és diplomáciai hibáiból 1944-ben egyértelmű célként tűzték ki a pénzügyi és gazdasági stabilitás garantálását, elfogadva a kor gazdasági realitásait. Bár napjainkban a globalizáció lassulásának vagyunk szemtanúi, a világ ma így is sokkal összetettebb a kölcsönös gazdasági függésből eredően, mint 80 évvel ezelőtt volt, ezért a globális ügyek tekintetében a multilateralizmus megerősítése szükséges. Henry Morgenthau amerikai pénzügyminiszternek az 1944-es konferencián tarott záróbeszéde egy mai napig érvényes üzenetet tartalmazott: *„Felismertük, hogy a nemzeti érdekek védelmének legbölcsebb és leghatékonyabb módja a nemzetközi együttműködés, vagyis a közös célok eléréséért tett egyesített erőfeszítés”* (Morgenthau 1944:2). Ehhez ma a nemzetközi intézmények reformja is elengedhetetlen: méltányos és a világgazdaság fejlődésével lépést tartó rendszer nélkül ugyanis – ahogyan azt a Bretton Woods-i rendszer példája is mutatja – nehezen építhető ki tartós együttműködés.

Felhasznált irodalom

- Ábel István (2019): *Veszélyben a globális gazdaság: Szakolczai György könyvéről a posztkeynesi iskola szemüvegén át*. Hitelintézeti Szemle, 18(4): 157–164. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/hsz-18-4-ki3-abel.pdf>
- Báger Gusztáv (2017): *A nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszer működése – egy „nem-rendszer” strukturális feszültségei*. Hitelintézeti Szemle, 16(4): 151–186. <https://doi.org/10.25201/HSZ.16.4.151186>
- Bernanke, B.S. (1995): *The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach*. Journal of Money, Credit and Banking, 27(1): 1–28. <https://doi.org/10.2307/2077848>
- BIS (1944): *Fourteenth Annual Report 1 April 1943 – 31 March 1944*. https://www.bis.org/publ/arpdf/archive/ar1944_en.pdf
- Board of Governors of the Federal Reserve System (1976): *Banking and Monetary Statistics 1941–1970*. https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/bms/1941-1970/BMS41-70_complete.pdf?utm_source=direct_download
- Bordo, M.D. (2014): *Tales from the Bretton Woods*. Workshops – Proceedings of OeNB Workshops: Bretton Woods@70: Regaining Control of the International Monetary System, pp. 66–77. <https://www.econstor.eu/handle/10419/264853>
- Bordo, M.D. (2017): *The Operation and Demise of the Bretton Woods System; 1958 to 1971*. NBER Working Paper 23189. <https://doi.org/10.3386/w23189>
- Boughton, J.M. (2002): *Why White, Not Keynes? Inventing the Postwar International Monetary System*. IMF WP/02/52. <https://doi.org/10.5089/9781451847260.001>
- Cancelada, Greg (2022): *The Ghost of Bretton Woods Still Haunts the Global Economic System*. <https://www.stlouisfed.org/open-vault/2022/oct/ghost-bretton-woods-global-economic-system>
- Choi, J. (2023): *BSP governor says Fed should be ‘more caring’*. Central Banking, 12 April. <https://www.centralbanking.com/central-banks/monetary-policy/international/7958476/bsp-governor-says-fed-should-be-more-caring>
- Costigan, T. – Cottle, D. – Keys, A. (2017): *The US Dollar as the Global Reserve Currency: Implications for US Hegemony*. World Review of Political Economy, 8(1): 104–122. <https://doi.org/10.13169/worldrevipoliecon.8.1.0104>
- Domhoff, G.W. (2020): *The Corporate Rich and the Power Elite in the Twentieth Century*. Routledge Taylor and Francis Group.

- Eichengreen, B. – Chițu, L. – Mehl, A. (2016): *Stability or Upheaval? The Currency Composition of International Reserves in the Long Run*. IMF Economic Review, 64(2): 354–380. <https://doi.org/10.1057/imfer.2015.19>
- Faudot, A. (2020): *The European Payments Union (1950–58): the Post-War Episode of Keynes' Clearing Union*. Review of Political Economy, 32(3): 371–389. <https://doi.org/10.1080/09538259.2020.1776959>
- Federal Reserve Bulletin (1948): *The Postwar Drain on Foreign Gold and Dollar Reserves*. FDB, 34(4): 371–381. https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/FRB/pages/1945-1949/30033_1945-1949.pdf
- Federal Reserve Public Data (FRED): *Consumer Price Index for All Urban Consumers*. <https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCSL>
- Ghosh, A.R. – Qureshi, M.S. (2017): *From Great Depression to Great Recession: The Elusive Quest for International Cooperation*. International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781513514277.071>
- Gilbert, R.A. (1986): *Requiem for Regulation Q: What It Did and Why It Passed Away*. St. Louis Fed. <https://doi.org/10.20955/r.68.22-37.zge>
- Greenwald, M.B (2020): *The Future of the United States Dollar: Weaponizing the US Financial System*. Atlantic Council GeoEconomics Center. <https://www.atlanticcouncil.org/wp-content/uploads/2020/12/The-Future-of-the-US-Dollar-Report-web-v3.pdf>
- Gross, S.G. (2017): *Gold, Debt and the Quest for Monetary Order: The Nazi Campaign to Integrate Europe in 1940*. Contemporary European History, 26(2): 287–309. <https://doi.org/10.1017/S0960777317000078>
- Helleiner, E. (2014): *Southern Pioneers of International Development*. Global Governance, 20(3): 375–388. <https://doi.org/10.1163/19426720-02003004>
- Iwamoto, T. (1995): *The Keynes Plan for an International Clearing Union Reconsidered*. Kyoto University Economic Review, 65(2 (139)): 27–42. <http://www.jstor.org/stable/43217486>
- James, H. (1996): *International Monetary Cooperation Since Bretton Woods*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.5089/9781475506969.071>
- James, H. (2012): *The multiple contexts of Bretton Woods*. Oxford Review of Economic Policy, 28(3): 411–430. <https://doi.org/10.1093/oxrep/grs028>
- Judik József (1944): *A Keynes- és White-terv*. Közgazdasági Szemle, 87(1–2): 1–27. https://real-j.mtak.hu/5833/1/KozgazdasagiSzemle_1944.pdf

- Karlstroem, B.S. (1967): *How Did They Become Reserve Currencies?* IMF, Finance & Development, Vol. 4: Issue 3. <https://doi.org/10.5089/9781616352875.022>
- Kindleberger, C.P. (1974): *The Formation of Financial Centers: A Study in Comparative Economic History*. Princeton University. <https://ies.princeton.edu/pdf/S36.pdf>
- Kuvshinov, D. – Zimmermann, K. (2022): *The Big Bang: Stock Market Capitalization in the Long Run*. Journal of Financial Economics, 145(2, Part B): 527–552. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.008>
- Kwon, R. (2011): *Hegemonies in the World-System: An Empirical Assessment of Hegemonic Sequences from the 16th to 20th Century*. Sociological Perspectives, 54(4): 593–617. <https://doi.org/10.1525/sop.2011.54.4.593>
- Kwon, R. (2012): *Hegemonic Stability, World Cultural Diffusion, and Trade Globalization*. Sociological Forum, 27(2): 324–347. <https://doi.org/10.1111/j.1573-7861.2012.01320.x>
- McCauley, R.N. – Schenk, C.R. (2020): *Central bank swaps then and now: swaps and dollar liquidity in the 1960s*. BIS Working Papers No 851. <https://www.bis.org/publ/work851.pdf>
- Morgenthau, H. (1944): *Address by the Honorable Henry Morgenthau, Jr., at the Closing Plenary Session (July 22, 1944)*. https://www.cvce.eu/content/publication/2003/12/12/b88b1fe7-8fec-4da6-ae22-fa33edd08ab6/publishable_en.pdf
- Pettis, M. (2023): *The High Price of Dollar Dominance*. Foreign Affairs, 30 June. <https://www.foreignaffairs.com/united-states/high-price-dollar-dominance>
- Postel-Vinay, N. – Collet, S. (2023): *Hot money inflows and bank risk-taking: Germany from the 1920s to the Great Depression*. The Economic History Review, 77(2): 472–502. <https://doi.org/10.1111/ehr.13277>
- Rahman, A.A. (2022): *A Decentralized Central Bank Digital Currency*. MPRA Paper. <https://doi.org/10.33774/coe-2022-3t83l-v2>
- Reinhart, C. M. – Reinhart, V. – Trebesch Ch. (2020): *Capital Flow Cycles: A Long, Global View*. Economica Coase–Phillips Lecture London School of Economics, May 28. <https://www.lse.ac.uk/Events/Events-Assets/PDF/2020/02-ST/20200528-Carmen-M.-Reinhart.pdf>
- Restrepo-Echavarría, P. – Grittayaphong, P. (2022): *Bretton Woods and the Growth of the Eurodollar Market*. St. Louis Fed <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2022/january/bretton-woods-growth-eurodollar-market>
- Steil, B. (2013): *The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order*. Princeton University Press. <https://doi.org/10.2307/j.ctt1r2dxv>

Szakolczai György (2017): *Keynes és White szerepe a Nemzetközi Valutaalap létrehozásában és a Bretton Woods-i értekezlet.* Közgazdasági Szemle, 87(1): 74–96. <https://doi.org/10.18414/KSZ.2017.1.74>

Szakolczai György (2018): *John Maynard Keynes, a nemzetközi gazdaság keynesi rendje és a Nemzetközi Valutaalap.* Közgazdasági Szemle Alapítvány. https://real-d.mtak.hu/1192/11/dc_1571_18_doktori_mu.pdf

Tout, E. (2023): *Plans for a fictitious world: Keynes's global bank and currency.* LSE Blogs, 10 March. <https://blogs.lse.ac.uk/economicichistory/2023/03/10/keynes-global-bank-and-currency/>

Vicquéry, R. (2022): *The Rise and Fall of Global Currencies over Two Centuries.* Banque de France. WP 882. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4205564>