

Dollárdominancia a globális pénzügyi rendszerben: elégedetlenség elmozdulás nélkül*

Massimiliano Castelli 

A tanulmány az amerikai dollár nemzetközi monetáris rendszerben betöltött, folyamatosan változó szerepét vizsgálja a tartalékezelési gyakorlat szemszögéből. Az UBS tartalékezelői felmérésének eredményeit az IMF COFER és a BIS adataival ötvözve egyre növekvő eltérést tár fel a dollár dominanciájának intézményi alapjaiba vetett bizalom csökkenése és a továbbra is dollárközpontú tartalékportfóliók fennmaradása között. A strukturális tényezők – például a piacok mélysége, a likviditás, a biztonságos eszközök kínálata és a pénzügyi infrastruktúra – a növekvő geopolitikai kockázatok ellenére továbbra is a dollárközpontú rendszer stabil alapját képezik. A kutatás szerint a jelenlegi helyzetet az „elégedetlenség elmozdulás nélkül” jelensége jellemzi: bár a dollár megítélése változik, a tartalékportfóliók összetételében csak lassú alkalmazkodás figyelhető meg. A forgatókönyv-elemzés szerint a jelentősebb változások inkább válságok hatására, mint fokozatos, lépésről lépésre történő átalakulás eredményeként fognak bekövetkezni.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E58, F33, C83, G11

Kulcsszavak: nemzetközi monetáris rendszer, tartalékvaluta, amerikai dollár, jegybankok, geopolitika, biztonságos eszközök, diverzifikáció

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

Massimiliano Castelli: UBS Asset Management, ügyvezető igazgató és a Szuverén Intézmények stratégiai és tanácsadási üzletágának vezetője. E-mail: massimiliano.castelli@ubs.com

A kéziratban megjelenő vélemények, nézetek és álláspontok kizárólag a szerző saját nézeteit tükrözik, és nem feltétlenül egyeznek az UBS Asset Management, annak kapcsolt vállalkozásainak vagy munkavállalóinak hivatalos álláspontjával. A jelen tanulmányban szereplő információkat és véleményeket megbízhatónak ítélt, és jóhiszeműen felhasznált forrásokból származó információk alapján állítottam össze, illetve alakítottam ki, azonban azok pontosságáért nem vállalok felelősséget, és azok nem minősülnek az említett értékpapírok, piacok vagy fejlemények teljes körű leírásának vagy összefoglalásának. Továbbá, az említett információk nem értelmezhetőek értékpapírok vagy kapcsolódó pénzügyi eszközök vételére vagy eladására irányuló felhívásként vagy ajánlatként.

Az angol nyelvű kézirat első változata 2026. március 23-án érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.25201/HSZ.25.2.5>

1. Bevezetés

Az amerikai dollár (USD) központi szerepe a nemzetközi monetáris rendszerben régóta a globális pénzügyi architektúra egyik meghatározó jellemzőjének számít.¹ Annak ellenére, hogy többször is előrevetítették hanyatlását, a dollár továbbra is domináns szerepet tölt be a devizatartalékokban, a nemzetközi kereskedelmi számlázás, a pénzügyi szerződések és a globális likviditás biztosítása terén.

A közelmúltbeli fejlemények azonban egyre nagyobb feszültséget generáltak ebben a rendszerben. A növekvő geopolitikai megosztottság, a pénzügyi szankciók gyakoribb alkalmazása, az amerikai költségvetési fenntarthatósággal kapcsolatos aggodalmak, valamint az intézményi hitelességet övező kérdések újabb vitákat indítottak el a dollárdominancia fennmaradásával kapcsolatban. Ezzel párhuzamosan az alternatív valuták térnyerése, az aranytartalékok bővülése és a digitális pénzekhez hasonló technológiai innovációk felerősítették a vitákat egy többpólusú monetáris rendszer irányába mutató lehetséges átmenetről.

A tanulmány a kérdőíves felmérések eredményeit aggregált tartalékadatokkal és kvalitatív szempontokkal ötvözi annak érdekében, hogy három elemzési szintet különítsen el: a tartalékkezelők percepcióit, a tartalékkezelők stratégiáját, vagy terveit és a megvalósult tartalékbefektetéseket, tartalékallokációkat.

A tanulmány egyik fontos megállapítása, hogy ezek az elemzési szintek eltérő ütemben változnak. Míg a tartalékkezelők percepciói gyorsan változhatnak, a megvalósult tartalékallokációkat az intézményi tehetetlenség, a piaci struktúra és az operatív korlátok alakítják. Az eredmények arra utalnak, hogy a nemzetközi monetáris rendszert nem az átmenet vagy a stabilitás önmagában jellemzi leginkább, hanem e kettő ötvözte: olyan rendszerről van szó, amelyben növekszik az elégedetlenség, de a változás mértéke, az átsúlyozás korlátozott marad.

A tanulmány a következőképpen épül fel. A 2. szakasz felvázolja az elemzési keretrendszert és az adatforrásokat. A 3. szakasz áttekinti a releváns szakirodalmat, a 4. szakasz a dollárdominancia strukturális alapjait vizsgálja. Az 5. szakasz a tartalékkezelési gyakorlatot és annak időbeli alakulását elemzi. A 6. szakasz az alternatív tartalékeszközöket értékeli. A 7. szakasz forgatókönyv-alapú perspektívákat vázol fel a rendszer jövőjéről. A 8. szakasz a tágabb értelemben vett következményeket

¹ Az amerikai dollár központi szerepét a nemzetközi monetáris rendszerben már régóta elismerik a hegemon stabilitásról, a nemzetközi monetáris megállapodásokról és a tartalékvaluták közötti versenyről szóló szakirodalomban. A korai és későbbi tanulmányok hangsúlyozták a nemzetközi közjavak, a pénzügyi piacok mélysége, a hálózati hatások és az intézményi hitelesség szerepét a dollár dominanciájának fenntartásában (Kindleberger 1973; Cohen 1998; Eichengreen 2011; Gopinath et al. 2020). A legújabb tanulmányok szintén kiemelték a dollár szerepét a globális likviditási és finanszírozási rendszer központi elemeként, amelyet az offshore dollárpiacok és a versenyszféra hiteltermetése tart fenn (Mehrling 2010; Pozsar 2014). Ezen nézőpontokat, valamint azoknak a jelen tanulmányban bemutatott elemzésre gyakorolt hatásait a 3. szakasz ismerteti részletesebben.

tárgyalja, a 9. szakasz a szakpolitikai szempontokat vázolja fel, a 10. szakasz pedig a következtetéseket vonja le.

2. Elemzési keretrendszer és adatok

E tanulmány célja nem a strukturális paraméterek becslése vagy a devizatartalékok összetételének előrejelzése, hanem annak megértése, hogy a tartalékkezelők hogyan érzékelik a kockázatokat, a korlátokat és a stratégiai átváltásokat a jelenlegi nemzetközi monetáris rendszerben.

Az elemzés három szintet különböztet meg:

- *Tartalékkezelők percepciói*: hogyan értékelik a tartalékkezelők a főbb valuták hitelességét, stabilitását és geopolitikai kockázatát.
- *Tartalékkezelők stratégiája*: a diverzifikációra, a fedezeti ügyletekre vagy a stratégiai szempontú átsúlyozásra vonatkozó, megfogalmazott tervek.
- *Megvalósult tartalékkezelés*: a COFER-adatok vonatkozásában megfigyelt, megvalósult tartalékallokációk.

A gyakorlatban a percepciók gyorsan, a stratégiák lassabban, a tényleges tartalékallokációk pedig csak fokozatosan változnak. Az intézményi folyamatok, a belső kockázatkezelési bizottságok, a referenciaportfólió-korlátok és a szakpolitikai felügyelet jelentős tehetetlenséget idéznek elő az egyes szintek között.

Az elsődleges empirikus adatforrás az UBS tartalékkezelői felmérés (Reserve Managers Survey, RMS), az UBS Asset Management által a jegybankok és a hivatalos tartalékokat kezelő intézmények körében évente végzett felmérés. A felmérés jellemzően mintegy ötven intézményt fed le fejlett és feltörekvő gazdaságokból, köztük olyan vezető tisztviselőket, akik közvetlenül részt vesznek a tartalékkezelésben és a stratégiai eszközallokációs döntésekben. A részvétel önkéntes, a válaszok anonimizáltak. A kérdőív kvantitatív elemeket (várható deviza- és eszközosztály-arányok, diverzifikációs horizontok, döntési kritériumok rangsorolása) kvalitatív értékelésekkel (az intézményi keretrendszerekbe vetett bizalom, geopolitikai aggályok és operatív korlátok) ötvözi.

Magánpénzügyi intézmények, elemzőközpontok és multilaterális szervezetek rendszeresen végeznek hasonló felméréseket szuverén intézmények körében. A tanulmányban az RMS-felmérés kiválasztását az elemzés konkrét célkitűzése indokolja. Bár a hivatalos tartalékstatisztikák, mint például az IMF COFER, értékes információt nyújtanak a portfóliókkal kapcsolatban ténylegesen megvalósult kimenetelekről, csupán korlátozott betekintést engednek a tartalékokkal kapcsolatos döntéseket

meghatározó percepciókba, stratégiákba és intézményi korlátokba. Az RMS különösen hasznos eszköz, mert közvetlenül a tartalékkezelők előretékintő értékeléseit rögzíti, és nem csupán a devizatartalék-kezeléssel kapcsolatos befektetési és operatív kérdésekre összpontosít, hanem arra is, hogy a tartalékkezelők miként értékelik azt a folyamatosan változó geopolitikai, gazdasági és pénzügyi környezetet, amelyben tevékenykednek. Ez lehetővé teszi annak vizsgálatát, hogy a percepciók és a stratégiai prioritások miként változnak még a portfólióallokációk stabilitása esetén is. Így a tanulmány segít megérteni a változó percepciók és tartalékkezelési tervek, valamint a megvalósult tartalékkezelés közti növekvő különbséget, amely a kutatás központi kérdését képezi.

Az ismétlődő felmérések értéke abban rejlik, hogy képesek megragadni azokat a percepciókban és prioritásokban bekövetkező változásokat, amelyek az aggregált adatokban nem figyelhetők meg. A hivatalos tartalékstatisztikák a realizálódott portfóliókat tükrözik, amelyek csak lassan alkalmazkodnak, és amelyeket a piaci struktúra, a szabályozás, valamint az intézményi mandátumok jelentősen korlátoznak. A felmérések ezzel szemben előretékintő kiegészítő információt nyújtanak azáltal, hogy feltárják, miként értelmezik a tartalékkezelők a változó környezetet. Ez lehetővé teszi a hangsúlyok eltolódásának azonosítását még akkor is, ha a portfóliók összetétele érdemben nem változik. Ahelyett, hogy kizárólag egy adott év pontbecsléseire koncentrálna, ez a tanulmány több egymást követő felmérési hullám eredményeire támaszkodik annak érdekében, hogy nyomon kövesse a következő változásokat: i) a dollárdominanciát érintő kockázatok megítélése; ii) az alternatív tartalékvaluták relatív vonzereje; iii) a geopolitikai és a pénzügyi tényezőknek tulajdonított fontosság; valamint iv) az arany szerepe és a digitalizáció hatása. Ez a longitudinális megközelítés különösen értékes egy olyan rendszerben, amelyet nagyfokú tehetetlenség jellemez. Lehetővé teszi ugyanis a sokkokra adott átmeneti reakciók és az intézményi gondolkodás tartósabb változásainak megkülönböztetését.²

A felmérési adatokat kiegészítik az IMF COFER-adatbázisának a hivatalos devizatartalékok összetételére vonatkozó adatai, a BIS statisztikái a nemzetközi bankrendszerrel, az értékpapír-kibocsátásról és a határokon átnyúló fizetési infrastruktúráról (*BIS 2023*), valamint az Európai Központi Bank (EKB) és az IMF tartalékvaluta-használatáról, a pénzügyi fragmentációról és a biztonságos eszközök kínálatáról szóló jelentései is. Ezek a források lehetővé teszik a kinyilvánított preferenciák és a tényleges portfóliókimenetek összehasonlítását, továbbá segítenek megkülönböztetni a strukturális korlátokat a piaci hangulat változásaitól.

² Ugyanakkor néhány korlátra is fel kell hívni a figyelmet. A felmérés mintája ugyan széles körű, de nem tekinthető teljes körűnek. A válaszokat befolyásolhatják stratégiai megfontolások vagy az érzékeny vélemények feltárásától való elzárkózás. Emellett az összesített tartalékadatok késleltetve és magas aggregációs szinten állnak rendelkezésre, ami elfedheti az egyes devizákon belüli heterogenitást. Mindezek ellenére az ismétlődő felmérések eredményei és a hivatalos statisztikák együttes értelmezése koherens képet mutat egy olyan rendszerrel, amelyet növekvő aggodalmak és korlátozott magatartásbeli alkalmazkodás jellemez.

A jelen tanulmányban alkalmazott, gyakorlatorientált megközelítés nem helyettesíti, hanem kiegészíti a tartalékvaluta-dominanciára vonatkozó meglévő elméleti megközelítéseket. Míg a következő szakaszban áttekintett szakirodalom a hegemon vezető szerep, a hálózati hatások, a piaci mélység, a kereskedelmi számlázás és a globális likviditásbiztosítás jelentőségét emeli ki, addig az itt felhasznált felmérési adatok segítenek rávilágítani arra, hogy a tartalékkezelők miként értelmezik ezeket a strukturális jellemzőket. Ebben az értelemben az UBS RMS olyan intézményi perspektívát nyújt, amelyen keresztül jobban megérthető a rendszerszintű erők és a portfólió-allokációk közötti kölcsönhatás.

3. Szakirodalmi áttekintés

A nemzetközi tartalékvalutákról szóló tudományos szakirodalom a nemzetközi közgazdaságtan, a politikai gazdaságtan, a monetáris történelem és a pénzügyi piacok mikrostruktúrájának területeit egyaránt felöleli. Míg a korai tanulmányok a hegemon hatalmak által nyújtott nemzetközi közjavakra összpontosítottak, az újabb kutatások a hálózati hatások, az intézményi hitelesség, a pénzügyi piacok mélysége és az államok közötti stratégiai interakció szerepét emelik ki. Ez a szakasz áttekinti a szakirodalom főbb irányzatait, és rámutat arra, hogy a tartalékkezelési korlátokban és intézményi realitásokban gyökerező gyakorlati szemlélet miként egészíti ki, illetve bizonyos esetekben miként kérdőjelezi meg az uralkodó elméleti keretrendszereket.

3.1. Hegemon stabilitás, közjavak és a valutadominancia eredete

A klasszikus kiindulópontot *Kindleberger* (1973) munkája jelenti, amely szerint egy nyitott, stabil nemzetközi monetáris rendszerhez olyan domináns hatalomra van szükség, amely hajlandó és képes közjavakat biztosítani. Ezek közé tartozik a tartalékvaluta biztosítása, a végső hitelezői funkciók ellátása és a piacokhoz való hozzáférés garantálása. Ebből a szempontból a háború utáni dollárrendszer nem csupán az Egyesült Államok gazdasági súlyát tükrözte, hanem azt a politikai hajlandóságot is, hogy az ország biztosítja a globális likviditást és pénzügyi stabilitást.

Triffin (1960) rámutatott e rendszerek jól ismert belső ellentmondására: a domináns tartalékvaluta kibocsátójának likviditást kell biztosítania a világgazdaság számára, ami jellemzően külső egyensúlyhiányok formájában jelenik meg, ugyanakkor a tartós hiányok idővel aláássák a magába a valutába vetett bizalmat. Bár az arany–dollár standard már régen megszűnt, a „*Triffin-dilemma*” továbbra is meghatározza az Egyesült Államok fiskális fenntarthatóságáról és a biztonságos eszközök kínálatáról szóló vitákat. A Triffin-dilemma kezelésére gyakran merülnek fel olyan javaslatok, amelyek a meglévő SDR-rendszerre épülő multilaterális tartalékvaluta bevezetését szorgalmazzák (*Robert Triffin International 2026*).

Gyakorlati szemszögből ezek a korai elméletek két szempontból ma is relevánsak. Egyrészt helyesen mutatnak rá arra, hogy a tartalékvaluta-státusz elválaszthatatlan a politikai és intézményi kapacitásoktól. Másrészt előrevetítik a globális likviditás biztosítása és a belföldi gazdaságpolitikai korlátok közötti feszültséget, amelyet a tartalékkezelők ma is szorosan figyelemmel kísérnek, különösen fiskális feszültségek vagy geopolitikai instabilitás időszakában.

3.2. Hálózati hatások, tehetetlenség és pályafüggőség

A későbbi kutatások a hangsúlyt fokozatosan a politikai vezető szerepről az önmagukat erősítő piaci struktúrákra helyezték át. *Krugman (1984)* és *Cohen (1998)* rávilágítottak arra, hogy a tranzakciós költségek, a kialakult számlázási gyakorlatok és a likviditási externáliák hogyan hoznak létre erőteljes hálózati hatásokat. Amint egy valuta dominánssá válik, a felhasználók éppen azért részesítik előnyben, mert mások már használják, ami tehetetlenséget és többes egyensúlyi helyzeteket eredményez. Ilyen esetben a váltás költségei rendkívül magasak; ez magyarázza, hogy a dollárdominancia miért élte túl a Bretton Woods-i rendszer megszűnését, az 1970-es évek inflációját és a 2008-as pénzügyi válságot is.

Eichengreen (2011) történelmi szempontból kiterjesztette ezt az érvelést, rámutatva arra, hogy a domináns valuták közötti átmenetek lassúak, egymást átfedik, és inkább a pénzügyi fejlettséghez kötődnek, mintsem a gazdasági méret változásaihoz. A font sterlinget a dollár nem hirtelen váltotta fel, hanem évtizedek alatt. 1910-re az Egyesült Államok már a világ legnagyobb gazdaságává vált, New York pedig egyre jelentősebb pénzügyi központtá fejlődött. A dollár azonban nem váltotta fel azonnal a fontot, és a két valuta körülbelül három évtizeden át egymás mellett létezett. Eichengreen rámutat arra, hogy a tartalékvaluta-átállások lassúak, egymást átfedik, és gyakran kaotikusak.

A tartalékkezelők gyakorlatában ezek az érvek messzemenően visszaköszöttek. A portfólió-átcsoportosításokat nemcsak a stratégiai preferenciák, hanem az operatív rendszerek, a jogi keretek, a referenciaportfóliók struktúrája és a megfelelő eszközpiacon mélysége is korlátozza. Ebben az értelemben a tehetetlenség nem pusztán magatartási tényezőkre vezethető vissza, hanem mélyen beágyazódott az intézményi gyakorlatba.

3.3. A nemzetközi monetáris rendszer modern modelljei: likviditás, kereskedelmi számlázás és a pénzközpontú szemlélet

A közelmúlt elméleti munkái formalizálták ezeket az intuíciókat. *Farhi és Maggiori (2018)* a nemzetközi monetáris rendszert olyan egyensúlyként modellezi, amelyben a tartalékvaluták biztonsági és likviditási szolgáltatásokat nyújtanak. A domináns kibocsátók élvezik a rendkívüli előnyöket („exorbitáns kiváltságot”), ugyanakkor

válságok idején viselik a globális piacok stabilizálásának költségeit is. A tanulmány azt is bemutatja, hogy szükségszerűen instabil az olyan globális monetáris rendszer, amely egy tartalékvaluta-kibocsátó ország által biztosított biztonságos eszközökre támaszkodik. Ennek oka, hogy az adott eszköz iránti növekvő globális kereslet idővel aláássa a valuta iránti bizalmat.

Gopinath et al. (2020) a „domináns valuta paradigma” elvét javasolja, bemutatva, hogy az egyetlen valutában történő kereskedelmi számlázás és a pénzügyi szerződéskötés akkor is fennmaradhat, ha a kereskedelmi minták diverzifikálódnak. Ez a felismerés segít megmagyarázni, miért marad a dollár központi szerepben a globális kereskedelem finanszírozásában és a nyersanyagpiacokon, Kína és más feltörekvő gazdaságok térnyerése ellenére.

A szakirodalom egy másik, kiegészítő irányvonala – amelyre gyakran pénzközpontú megközelítésként (Money View) hivatkoznak – a figyelmet a tartalékállományokról és államháztartási mérlegekről a globális likviditási és finanszírozási piacok működésére helyezi át. Ahelyett, hogy a nemzetközi monetáris rendszert elsősorban a hivatalos tartalékok szemszögéből vizsgálná, ez a megközelítés a dollárt egy olyan hierarchikus monetáris rendszer csúcscaként mutatja be, amelyet a magánszektor hiteltermelése, az offshore dollárfinanszírozás és az intézményközi (wholesale) pénzügyi közvetítés tart fenn (*Mehrling 2010; Pozsar 2014*). Ebben a keretrendszerben a dollárdominancia nemcsak intézményi hitelességet és hálózati hatásokat tükröz, hanem az amerikai dollár központi szerepét a fedezeti piacokon, a határokon átnyúló banki tevékenységben és a nemzetközi elszámolási mechanizmusokban is. Ez a nézőpont különösen hasznos annak megértésében, hogy a dollárlikviditás iránti strukturális kereslet miért maradhat fenn még akkor is, amikor a rendszer intézményi alapjaiba vetett bizalom gyengül.

Ezek a modellek fontos strukturális mechanizmusokat ragadnak meg, ugyanakkor elvonatkoztatnak azoktól az intézményi súrlódásoktól, amelyeket a gyakorlati szakemberek kritikusnak tekintenek: a fedezetként elfogadható eszközökre vonatkozó szabályozási korlátoktól, a belső kockázatkezelési keretrendszerektől, a politikai mandátumoktól és a reputációs költségekkel kapcsolatos megfontolásoktól.

Ennek eredményeként a diverzifikációra vonatkozó elméleti modellek gyakran túlbecsülik a portfóliók alkalmazkodási sebességét. A dollárdominancia szinte változatlan maradt, annak ellenére, hogy egyre erősödő aggályok merültek fel az államadósság fenntarthatóságával, az amerikai államkötvények leminősítésével, valamint a közel-múltban az Egyesült Államokban a jogállamiság gyengülésével kapcsolatban, beleértve a Federal Reserve függetlenségével kapcsolatos aggályokat is (*Bahceli 2025*).

3.4. Politikai gazdaságtan, szankciók és fegyverként használt kölcsönös függőség

A szakirodalom egy újabb iránya a valutadominancia geopolitikai dimenziójára összpontosít. *Farrell és Newman (2019)* bevezetik a „fegyverként használt kölcsönös függőség” fogalmát, azzal érvelve, hogy a pénzügyi hálózatok és infrastruktúrák feletti ellenőrzés kényszerítő célokra is felhasználható. *Drezner et al. (2021)*, valamint más kutatók azt elemzik, hogy a szankciók és a hálózati függőség hogyan alakítják át a tartalékfelhalmozás és a valutaválasztás ösztönzőit.

Egyes szerzők, nevezetesen *McDowell (2023)*, amellett érvelnek, hogy a szankciók erősítik a dollárt azáltal, hogy gyengítik a riválisokat és növelik a biztonságos eszközök iránti keresletet. Mások viszont arra figyelmeztetnek, hogy a pénzügyi kényszerítő eszközöktől való túlzott függés fokozatosan alááshatja a bizalmat, és ösztönözheti a tartalékok aranyba vagy más devizákba való átcsoportosítását. Úgy tűnik, hogy az arany részarányának közelmúltbeli növekedése a tartalékkezelők teljes portfólióján belül ezt a diverzifikációs törekvést igazolja, amely a devizatartalékokat célzó szankciókra adott válaszként jelenik meg. Ez különösen igaz az orosz jegybank külföldön tartott tartalékainak befagyasztását követően, ami a tartalékok méretét és az érintett országok tekintve példátlan intézkedésnek számít.

Az utóbbi időben egyre növekvő aggályok merültek fel a devizatartalékok nem gazdasági vagy pénzügyi célú geopolitikai eszközként való felhasználásával kapcsolatban, miután patthelyzet alakult ki Oroszország befagyasztott tartalékainak tényleges elkobzása, illetve azok Ukrajna finanszírozására való felhasználása körül. Ez nagyrészt az EKB ellenállásának eredménye volt, amely attól tartott, hogy ez sértené a jegybanki mandátumokat, és negatív hatással lehet az euro nemzetközi szerepére (*Bonini 2025*).

3.5. A szakirodalom és a tartalékkezelési gyakorlat összekapcsolása

A fenti szakirodalmi irányzatok fontos betekintést nyújtanak a domináns tartalékvaluták tartósságába és sérülékenységébe. Ugyanakkor gyakorlati szemszögből további elemzésre van szükség ahhoz, hogy megértsük, hogyan csapódnak le ezek a strukturális erők a tényleges tartalékkezelési döntésekben.

Összességében a szakirodalom meggyőzően magyarázza, miért maradnak fenn a domináns valuták: a hálózati hatások, a biztonságos eszközök kínálata és az intézményi hitelesség kölcsönhatása szinte leküzdhetetlen belépési korlátokat hoz létre. Azt is jól elmagyarázza, hol rejlenek a domináns tartalékvalutára épülő monetáris rendszer sérülékenységei: a növekvő adósságszintekben, a jogállamiság gyengülésében és a tartalékok fegyverként való felhasználásában.

A szakirodalom azonban kevésbé teljes körű az operatív és irányítási korlátok kezelése tekintetében. Gyakorlati nézőpontból a tartalékkezelést konzervatív mandátumok, reputációs kockázat, likviditási korlátok és politikai felügyelet alakítja (Castelli és Gerlach 2020). Ezek a tényezők erősen fokozatos, kisléptékű változások irányába terelik a döntéshozatalt. A diverzifikációra, amennyiben sor kerül rá, általában kockázatkezelési eszközként, nem pedig stratégiai átrendeződésként tekintenek. A tartalékkezelés legfontosabb stratégiai irányelveinek módosítása – például a portfólióösszetétel megváltoztatása – gyakran hosszadalmas belső döntéshozatali folyamat eredményei. A tartalékkezelők ritkán hoznak taktikai vagy irányított befektetési döntéseket, ehelyett erősen a stabilitás és kiszámíthatóság felé hajlanak.

Ez a megfigyelés nem mond ellent a fennálló elméletnek, hanem inkább egy intézményi dimenzióval segíti megmagyarázni a dollárral szembeni látszólag csökkenő bizalom és a megfigyelt portfólió-átcsoportosítások korlátozott mértéke közötti tartós ellentmondást. Ezen ellentmondás megértése elengedhetetlen a következő szakaszokban bemutatott felmérési eredmények és az aggregált tartalékadatok értelmezéséhez.

4. A dollárdominancia strukturális alapjai

Az amerikai dollár nemzetközi monetáris rendszerben betöltött tartós központi szerepe nem magyarázható kizárólag a gazdasági mérettel vagy a történelmi hagyományokkal. Ez egy sor strukturális jellemzőben gyökerezik, amelyek mélyen beágyazódtak a globális pénzügyi gyakorlatba, és nehezen reprodukálhatók. A tartalékkezelők szempontjából ezek a jellemzők nem csupán elvont elméleti konstrukciók: olyan operatív realitások, amelyek meghatározzák a napi portfóliódöntéseket, a kockázatkezelési keretrendszereket és a válságkezelési tervezést.

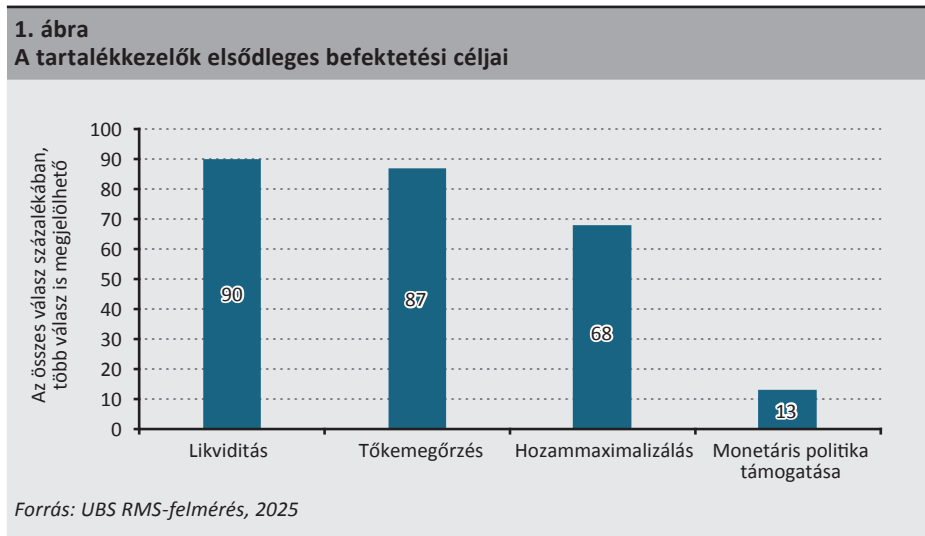
4.1. Piaci mélység, likviditás és kapacitás

A dollárban denominált eszközök leggyakrabban emlegetett előnye az amerikai pénzügyi piacok – különösen az amerikai kincstári értékpapírok piacának – mélysége és likviditása. A 25 billió USD-t meghaladó fennálló állománnyal és rendkívül fejlett árjegyzői ökoszisztémával a kincstári értékpapírpiacon olyan szintű piaci kapacitást biztosít, amelyhez hasonlóval egyetlen más állampapírpiacon sem rendelkezik.

A tartalékkezelők számára a kapacitás nem másodlagos szempont. A portfóliókat gyakran nagy volumenben és piaci stresszhelyzetekben kell átstrukturálni, legyen szó a belföldi devizapiacok stabilizálásáról, a külső kötelezettségek teljesítéséről, a belföldi pénzügyi intézmények számára nyújtott vészhelyzeti likviditásról. Csak az amerikai kincstári értékpapírok kínálják azt a méretet, folyamatos kereskedést

és operatív infrastruktúrát, amely szükséges az ilyen tranzakciók végrehajtásához anélkül, hogy azok lényegesen befolyásolják a piaci árakat.

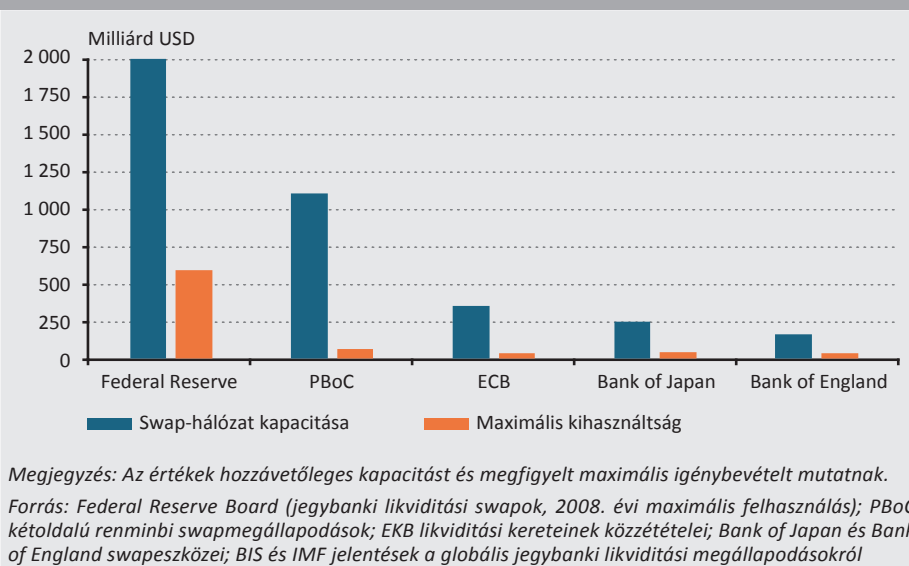
A gyakorlatban ez azt jelenti, hogy a dollárkitettségek mérséklését nemcsak a preferenciák, hanem a piaci kapacitás is korlátozza. Még akkor is, ha az alternatív eszközök elvben vonzóak, korlátozott piaci mélységük korlátokat szab portfóliószinten. A likviditás fontosságát szintén alátámasztja a tartalékezelők egyre növekvő aggodalma az amerikai kincstárjegypiac megfelelő működésével kapcsolatban (1. ábra).



4.2. Biztonságos eszközök kínálata és válságokkal szembeni rugalmasság

A második strukturális pillér az Egyesült Államok azon képessége, hogy válsághelyzetekben rugalmasan képes biztonságos eszközöket kínálni. A globális pénzügyi válság, az euroövezeti államadósság-válság, a világjárvány és a közelmúltbeli geopolitikai sokkhatások tapasztalatai megerősítették azt a vélekedést, hogy az amerikai költségvetési és monetáris intézmények képesek bővíteni a kockázatmentes eszközök kínálatát, amikor a globális kereslet megugrik. A Fed összesen közel 2 billió USD értékű swapmegállapodást kötött más jegybankokkal, ami jóval meghaladja bármely más jegybank, például a People's Bank of China (PBoC) vagy az EKB megállapodásainak összegét (2. ábra).

2. ábra
Jegybanksi swapmegállapodások



Ez a „biztonság rugalmassága” a modern tartalékkezelés egyik központi eleme. A jegybancok nemcsak a biztonságos eszközök jelenlegi állományát értékelik, hanem a jövőbeli eszközellátás megbízhatóságát is. E tekintetben a dollár a monetáris szuverenitás, a mély hazai tőkepiacok és egy olyan politikai rendszer kombinációjából profitál, amely – a polarizáció ellenére – történelmileg az adósságszolgálatot helyezte előtérbe.

Gyakorlati szemszögből rövid és középtávon ez a jellemző felülírja a hosszú távú adósságfenntarthatósággal kapcsolatos aggályokat. A tartalékkezelők gyakran különbséget tesznek a strukturális költségvetési kockázat és az azonnali piaci működőképesség között, és az utóbbi nagyobb súllyal bír az operatív döntéshozatalban. Néhány évvel ezelőttig a Federal Reserve likviditásnyújtási képességét szinte korlátlanoknak tekintették; más szóval a biztonság rugalmassága gyakorlatilag végtelennek számított. Az utóbbi időben azonban aggályok merültek fel az Egyesült Államok „végső hitelezői” szerepvállalási hajlandóságával kapcsolatban, részben a vámok és szankciók geopolitikai célú, politikai eszközként való alkalmazása miatt. Felmerül a kérdés: az Egyesült Államok és a Fed válogatás nélkül minden ország számára biztosít-e likviditást, vagy csak akkor, ha azok megfelelnek az amerikai gazdasági és pénzügyi érdekeknek?

4.3. A fedezetek központi szerepe és a pénzügyi infrastruktúra

A dollárban denominált eszközök központi helyet foglalnak el a globális fedezeti rendszerben. Az amerikai kincstárjegyek a repopiacokon, a derivatívák fedezeti követelményeinek teljesítésében, valamint a fedezett finanszírozási tranzakciókban a kiváló minőségű fedezet domináns formáját jelentik.

Ez a szerepkör erőteljes kölcsönös kiegészítő hatásokat teremt. A dolláralapú finanszírozási és elszámolási rendszerekben működő intézmények a likviditási kockázat kezelése érdekében természetesen dollárban denominált eszközöket tartanak. A jegybankok viszont úgy alakítják portfóliójukat, hogy azok illeszkedjenek ezekhez a rendszerekhez, ami tovább erősíti a dollár hálózati előnyeit.

A pénzközpontú szemlélethez kapcsolódó legújabb tanulmányok tovább erősítik a dollárdominancia tartósságának strukturális logikáját. Ahelyett, hogy elsősorban a hivatalos tartalékokra vagy a szuverén mérlegekre összpontosítana, ez a megközelítés a dollár szerepét hangsúlyozza a pénzügyi rendszer központi elszámolási eszközeként egy olyan globális pénzhierarchiában, amelyet a magánszektorbeli hiteltermelés, az offshore dollárpiacok és az intézményközi finanszírozási mechanizmusok tartanak fenn. Ebből a szempontból a dollárdominancia fennmaradása nem csupán az amerikai intézményekbe vetett bizalmat vagy a tartalékpreferenciákat tükrözi, hanem a dollárlikviditás központi szerepét is a határokon átnyúló banki tevékenységben, a repopiacokon, a derivatívák fedezetnyújtásában és a kereskedelemfinanszírozásban.

Ez különösen jól látható az eurodollár-rendszerben és a devizaközi finanszírozási piacokon, ahol a globális pénzügyi intézmények továbbra is nagy mennyiségű dollárlikviditást közvetítenek az Egyesült Államokon kívül.³ Ezen piacok időszakos zavarai – többek között a globális pénzügyi válság, a Covid19-válság és az elmúlt évek piaci feszültségei – ismételten szükségessé tették a jegybanki devizaswap-keretek és dollárlikviditási eszközök igénybevételét, megerősítve a dollár globális likviditási védőhálóként betöltött szerepét. A tartalékkezelés szempontjából ezek a dinamikák további strukturális minimumot teremtenek a dolláreszközök iránti kereslet számára, nagyrészt függetlenül a kinyilvánított diverzifikációs preferenciáktól.

³ Erre jó példa a jen carry trade-ügyletek közelmúltbeli felszámolása. Évtizedeken át a rendkívül alacsony japán kamatlábak arra ösztönözték a globális befektetőket, hogy jénben vegyenek fel hitelt, és magasabb hozamú külföldi eszközökbe, gyakran amerikai dollárban denominált értékpapírokba fektessenek be. A japán hozamok fokozatos normalizálódásával a carry trade-ügyletek felszámolásának időszakai rávilágítottak arra, hogy a globális likviditási feltételek mennyire érzékenyek a finanszírozási költségekre, az árfolyam-ingadozásokra és a dollárfinanszírozáshoz való hozzáférésre. Bár ezek az események nem állnak közvetlen kapcsolatban a tartalékkezelési döntésekkel, mégis jól illusztrálják az amerikai dollár továbbra is meghatározó szerepét a globális likviditásnyújtásban és a finanszírozási piacokon.

Gyakorlati szempontból ez azt jelenti, hogy a tartalékportfóliókat nem csupán érték-megőrző eszközként alakítják ki, hanem egy szélesebb körű pénzügyi infrastruktúra funkcionális elemeiként is. A dollárban denominált eszközök helyettesítéséhez ezért nemcsak alternatív valutákra lenne szükség, hanem alternatív fedezeti ökoszisztémákra, elszámolási konvenciókra és jogi keretekre is.

4.4. Kereskedelmi számlázás és pénzügyi szerződések

A dollárdominancia a kereskedelmi számlázásban és a nemzetközi pénzügyi szerződésekben tovább erősíti tartalékvaluta-szerepét. A nyersanyagokat és a köztes termékeket még azok az országok is gyakran amerikai dollárban számlázzák, amelyeknek csak korlátozott közvetlen kereskedelmi kapcsolatban állnak az Egyesült Államokkal. A globális export mintegy 40 százalékát amerikai dollárban számlázzák, ami jóval meghaladja az Egyesült Államok világkereskedelemből való részesedését (ECB 2025). A dollár tehát nem pusztán egy nemzeti valuta, hanem a nemzetközi kereskedelem globális „közvetítő devizája”, összhangban *Eichengreen (2011)* tartalékvaluta-szerep fennmaradásáról és nemzetközi számlázásról szóló elemzésével.

A dollár részesedése a határokon átnyúló fizetésekben – a SWIFT adatai szerint – körülbelül 50 százalék. Ez különösen fontos a szankciók szempontjából, mivel azok a fizetési infrastruktúra ellenőrzésén keresztül működnek; ha egy tranzakcióban amerikai dollár vagy amerikai bankok szerepelnek, akkor az amerikai joghatóság alkalmazandó. Ennél is fontosabb, hogy a globális kereskedelemfinanszírozás (beleértve az akkreditíveket, a finanszírozást és a garanciákat) több mint 80 százaléká amerikai dollárban zajlik. A nyersanyagok számlázása nagyrészt amerikai dollárban történik (*Bertaut et al. 2025*).

A tartalékkezelők számára ez természetes összhangot teremt a tartalékok összetétele és a fizetési mérleg kitettsége között. A dollárban denominált eszközök tartása fedezetet nyújt a kereskedelemmel kapcsolatos fizetési kötelezettségekkel és a külső finanszírozási igényekkel szemben. Bár bizonyos mértékű diverzifikáció megfigyelhető a számlázási devizák terén – különösen a regionális kereskedelemben –, a globális kereskedelem jelentős részében továbbra is a dollár marad a referenciavaluta. Ez tovább erősíti a jelentős dollárlikviditási tartalékok fenntartásának ösztönzőit.

4.5. A jogállamiság és az intézményi hitelesség

A piaci mechanizmusokon túl a dollár előnyeit egy régóta fennálló jogi és intézményi keretrendszer is támogatja, amely biztosítja a tulajdonjogok védelmét, a szerződések érvényesíthetőségét és a befektetők jogbiztonságát.

A jogállamiság három alappilléren nyugszik: a szerződések végrehajthatóságán, a bíróságok függetlenségén és a tulajdonjogok védelmén. Egyetlen más joghatóság sem képes az amerikai jogrendszerhez hasonló fokú kiszámíthatóságot és biztonságot nyújtani. A tartalékkezelők nagy jelentőséget tulajdonítanak a jogbiztonságnak,

különösen a politikai ellenőrzés alá tartozó állami eszközök kezelése során. Az amerikai bíróságok, elszámolási rendszerek és letétkezelési megállapodások semlegeségebe és megbízhatóságába vetett bizalom továbbra is a dollárdominancia fontos eleme.

Az amerikai szakpolitika hitelessége két kulcsintézményen nyugszik: a Federal Reserve rendszerén és az Egyesült Államok Pénzügyminisztériumán. E két intézmény hitelessége hosszú idő alatt alakult ki a kiszámítható monetáris politika és az alacsony infláció iránti (hosszú távon fennálló) elkötelezettség révén. Még ha intézkedéseik nem is mindig tökéletesek, azok kiszámíthatók és átláthatók a piaci szereplők számára.

Bár a közelmúlt politikai fejleményei felvetettek bizonyos kérdéseket az intézményi stabilitással kapcsolatban, az amerikai jogi és intézményi rendszert továbbra is kiszámíthatóbbnak tartják, mint a legtöbb alternatívát. Kína például továbbra is gyengén teljesít a tőkekorlátozások, a bíróságokra gyakorolt politikai befolyás és a bizonytalan tulajdonjogok tekintetében.

4.6. Jelenlegi stabilitás, jövőbeli sérülékenység

Ezek a strukturális alapok együttesen magyarázzák, hogy a dollárdominancia miért marad fenn annak ellenére, hogy egyre nagyobb aggodalmak övezik az Egyesült Államok geopolitikai és intézményi fejlődési pályáját.

Ugyanakkor egy paradoxonra is rámutatnak. Az a tehetetlenség, amely rövid távon stabilizálja a rendszert, hosszabb távon növelheti a sebezhetőséget. Mivel a portfóliók összetétele továbbra is egyoldalú, az alternatívák pedig fejletlenek, a rendszer érzékenyebbé válik a központi szereplőt érintő szélsőséges sokkokra. A gyakorlati szakemberek szemszögéből ez a feszültség jól ismert, ugyanakkor nehezen feloldható. A tartalékkezelők feladata a stabilitás megőrzése, nem pedig a nemzetközi monetáris rendszer átalakítása. Ennek következtében a dollártól való strukturális függőség valószínűleg akkor is fennmarad, ha a bizalom a döntési határon már erodálódik.

5. A tartalékkezelők percepciói, tartalékkezelés és ezek időbeli alakulása

A felmérés eredményei egy figyelemre méltó és következetes mintázatot mutatnak: a dollárdominancia hosszú távú intézményi alapjaiba vetett bizalom gyengült, ugyanakkor a dollár közeljövőbeli háttérbe szorulására vonatkozó várakozások továbbra is alacsonyak. Az egymást követő UBS RMS felmérési hullámok áttekintése során számos szisztematikus tendencia rajzolódik ki.

5.1. A tartalékkezelők percepciói

Először is, a kockázatértékelés fókusza eltolódott. A korábbi felmérések nagyobb hangsúlyt fektettek a makrogazdasági és piaci kockázatokra, beleértve az inflációs volatilitást és a kamatkörnyezettel kapcsolatos bizonytalanságot. A 2020-as évek eleje óta azonban a geopolitikai tényezők egyértelműen előtérbe kerültek. A szankciók, az eszközbefagyasztások és a fizetési rendszerekhez való hozzáférés kérdéseit ma már rendszeresen tárgyalják a hitel- és likviditási szempontok mellett.

Másodszor, az Egyesült Államok intézményi környezetével kapcsolatos aggályok egyre nyíltabban kerülnek felszínre. Míg a korábbi felmérések ritkán említettek intézményi kormányzási problémákat, az újabb válaszok egyre gyakrabban hivatkoznak a jegybank függetlenségére, a politikai polarizációra és a jogi keretrendszer stabilitására, mint a hosszú távú tartalékkezelési stratégia szempontjából releváns tényezőkre.

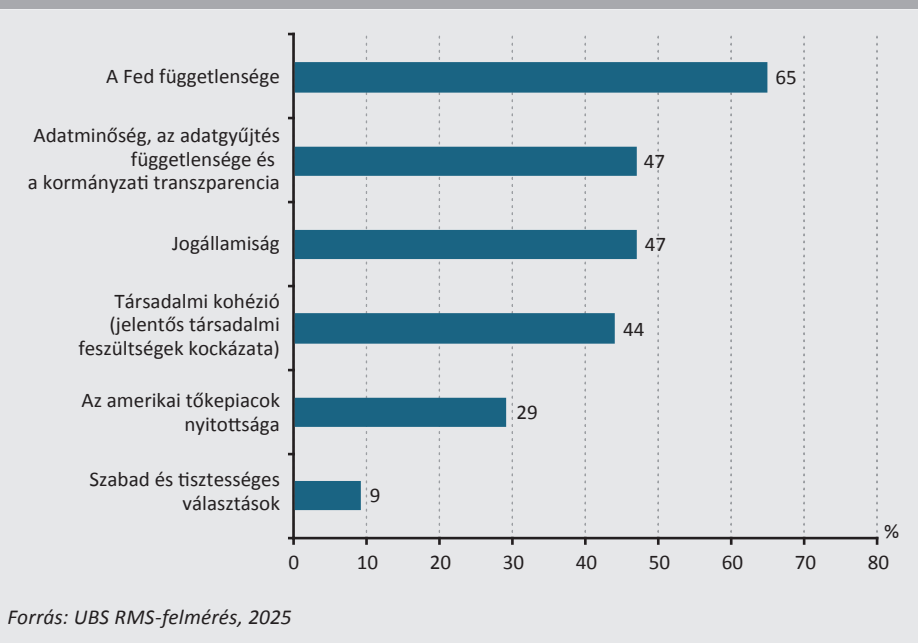
Harmadszor, az arany mint tartalékeszköz megítélése folyamatosan javult. Míg korábban elsősorban diverzifikációs eszközként tekintettek rá, ma egyre gyakrabban emlegetik úgy, mint szélsőséges geopolitikai forgatókönyvek és pénzügyi kényszerítő intézkedések esetén fedezetet nyújtó eszközt. Ez a változás mind a kvalitatív válaszokban, mind az arany súlyának növelésére vonatkozó szándékokban jól megfigyelhető.

Negyedszer, az alternatív valutákkal kapcsolatos attitűd aszimmetrikusan alakult. Az euro iránti érdeklődés mérsékelten nőtt, ami gyakran az európai pénzügyi integráció további elmélyülésére vonatkozó várakozásokkal függ össze. Ezzel szemben a kínai renminbivel kapcsolatos vélemények továbbra is megosztottak: egyes tartalékkezelők stratégiai előnyt látnak egy korlátozott kitétségekben, míg másokat továbbra is visszatartanak a tőkekorlátozásokkal és a politikai kockázatokkal kapcsolatos aggályok.

Gyakorlati szempontból ez inkább realizmust, mint optimizmust tükröz. A dominancia operatív szempontból definiálható: a likviditás, a piac mélysége, a fedettként való felhasználhatóság és az elszámolási infrastruktúra alapján. Ezekben a dimenziókban jelenleg egyetlen alternatíva sem kínál a dollárhoz hasonló léptéket. A válaszadók egyre gyakrabban említik az alábbiakkal kapcsolatos aggályait:

- az USA költségvetési fenntarthatósága és adósságdinamikája,
- a politikai polarizáció és a kormányzási kockázat,
- a pénzügyi infrastruktúra fegyverként való felhasználása, valamint
- a szakpolitikai keretek hosszú távú hitelessége (3. ábra).

3. ábra
Az Egyesült Államok legfontosabb gazdasági és intézményi tényezőinek várható romlása



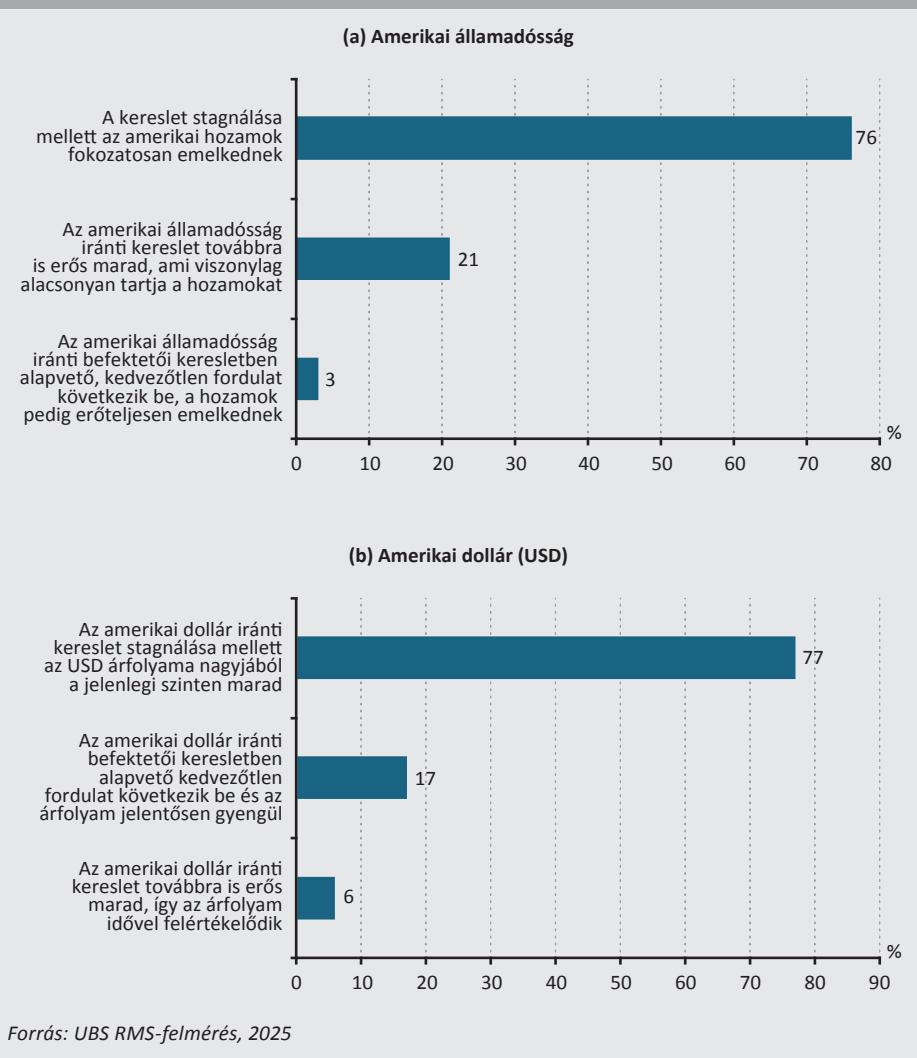
Ezek az aggályok különösen hangsúlyosak a feltörekvő gazdaságok tartalékkezelői körében, de a fejlett gazdaságok intézményei körében is jelen vannak. Relatív értelemben értékelik ezeket: a dollárt nem egy ideális referenciaértékhez, hanem a rendelkezésre álló alternatívák intézményi korlátaihoz hasonlítják.

5.2. Miért nem vezetnek a percepciók portfólióátrendezéshez?

A percepcióban bekövetkezett változások ellenére a portfóliók tényleges kiigazításának üteme továbbra is lassú: az UBS 2025. évi felmérése szerint a válaszadók közel 80 százaléka úgy véli, hogy az amerikai dollár az elkövetkező években nem veszíti el globális tartalékvaluta státuszát. Továbbá az Egyesült Államok államadosságának fenntarthatóságával és a jegybank függetlenségével kapcsolatos, egyre növekvő aggályok ellenére a felmérésben részt vevő tartalékkezelők többsége arra számít, hogy az amerikai államkötvények és az amerikai dollár iránti kereslet viszonylag stabil marad (4. ábra).

4. ábra

Az amerikai államadósság és az amerikai dollár iránti kereslet várható alakulása



A dollárdominancia fennmaradása a tényleges tartalékallokációkban éles ellentétben áll azzal, hogy a felmérés válaszaiban egyre hangsúlyosabb szerepet kapnak az intézményi és geopolitikai megfontolások. A csökkenő bizalom és a stabil portfóliók közötti ellentmondás több operatív korláttal magyarázható:

- **Likviditási követelmények:** a tartalékportfólióknak piaci stressz idején is nagy volumenben és gyorsan mozgósíthatónak kell lenniük. Csak az amerikai kincstárjegypiacok felelnek meg következetesen ennek a kritériumnak.

- *Referenciaindexek követése és a mintakövetési hatások*: számos intézmény konzervatív referenciaindexeket vagy más intézményekhez viszonyított keretrendszereket követ, ami a kialakult eszkalokációk körüli konvergenciát erősíti.
- *Szabályozási és jogi előírások*: az elfogadható eszközök köre gyakran szűken meghatározott, ami korlátozza kísérletezés lehetőségét.
- *Reputációs kockázat*: a bevett gyakorlattól való jelentős eltérés politikai vizsgálatoknak teszi ki a tartalékkezelőket, amennyiben az eredmények csalódást okoznak.

Ahogy a 2025-ös felmérés egyik válaszadója megjegyezte: „a diverzifikációról könnyű beszélni, de nehéz azt végrehajtani a piacok által feltételezett mértékben és sebességgel”. A legutóbbi felmérések során a válaszadók túlnyomó többsége arra számított, hogy az amerikai dollár a következő évtizedben is megőrzi vezető tartalékvaluta-szerepét. Csupán egy szűk kisebbség számít a multipoláris rendszerre való gyors átállásra. Ez a várakozás mind a fejlett, mind a feltörekvő gazdaságok tartalékkezelői körében megfigyelhető.

Amennyiben diverzifikáció történik, azt jellemzően fokozatos kockázatkezelésként értelmezik:

- az aranytartalékok mérsékelt növelése,
- kisebb valuták szelektív használata,
- korlátozott kísérletezés a renminbi-eszközökkel,
- a meglévő dollárportfóliók futamidejének kiterjesztése a hozamgörbe mentén.

Ez a magatartás inkább egy olyan rendszert tükröz, amely a meglévő keretek között alkalmazkodik, nem pedig olyat, amely alapvető szerkezeti átalakuláson megy keresztül.

5.3. Elégedetlenség elmozdulás nélkül

A felmérés különböző hullámai alátámasztják az „elégedetlenség elmozdulás nélkül” jelenségének értelmezését. A nemzetközi monetáris rendszer elsősorban a percepciók és a kockázatértékelések változásai révén formálódik, nem pedig a portfóliók gyors átcsoportosításán keresztül. A kizárólag aggregált statisztikai adatokra támaszkodók számára, ez a folyamat nehezen érzékelhető. Éppen ezért a felmérésekből származó információk nélkülözhetetlen kiegészítést jelentenek: olyan feszültségeket tárnak fel, amelyek egy látszólag stabil felszín alatt halmozódnak fel. A gazdaságpolitikai döntéshozók számára ebből az következik, hogy amennyiben strukturális változás következik be, az valószínűleg inkább válság által kiváltott, mint fokozatos folyamat lesz, mivel a szereplők percepciói és a működési korlátok egyre inkább eltávolodnak egymástól.

6. A dollár alternatívái

A dedollarizációról szóló viták gyakran abból a feltételezésből indulnak ki, hogy léteznek életképes alternatívák. A gyakorlatban a tartalékkezelők szigorú kritériumrendszer alapján értékelik az alternatívákat: piaci mélység, likviditás, biztonság, jogbiztonság, operatív használhatóság és geopolitikai kockázat. E dimenziók mentén jelenleg egyetlen eszköz sem képes a dollárt helyettesíteni (1. táblázat). Ehelyett az alternatívák csak részleges helyettesítést kínálnak, mivel mindegyikük konkrét korlátok közé szorul.

1. táblázat															
A devizataralékok összetételének alakulása (%)															
Valuták	1995	2000	2005	2010	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
USD	61,9	71,1	66,5	61,8	64,1	65,3	62,7	61,7	60,7	59,0	58,8	58,4	58,4	57,8	56,8
EUR*	28,4	18,3	23,9	26,0	19,9	19,1	20,1	20,7	20,6	21,2	20,6	20,5	20,0	19,8	20,2
GBP	2,2	2,8	3,7	3,9	4,9	4,3	4,5	4,4	4,6	4,7	4,8	4,9	4,8	4,7	4,4
JPY	7,1	6,1	4,0	3,7	4,1	3,9	4,9	5,2	5,9	6,0	5,6	5,5	5,7	5,8	5,8
CAD	NA	NA	NA	NA	1,9	1,9	2,0	1,8	1,9	2,1	2,4	2,4	2,6	2,8	2,5
AUD	NA	NA	NA	NA	1,9	1,7	1,8	1,6	1,7	1,8	1,8	2,0	2,1	2,1	2,0
RMB	NA	NA	NA	NA	NA	1,1	1,2	1,9	1,9	2,3	2,8	2,7	2,3	2,2	2,0
RMB**	NA	NA	NA	NA	NA	1,7	1,8	2,6	2,7	3,1	3,7	3,7	3,2	3,0	2,0
CHF	0,4	0,3	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Egyéb	1,5	1,7	4,4	3,0	2,4	2,5	2,5	2,5	2,7	3,0	3,5	3,9	4,6	6,1	NA

Megjegyzés: * ECU és egyéb európai valuták az euro bevezetése előtt. ** a kínai tartalékok kivételével.
Forrás: IMF COFER, 2025. október

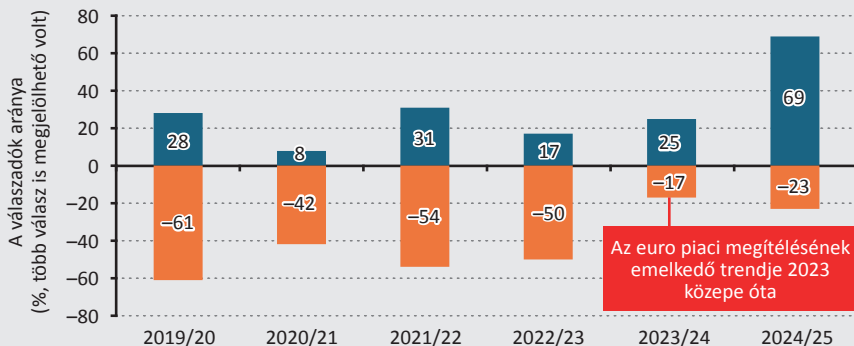
6.1. Euro: hiteles, de befejezetlen

Az eurót széles körben a leghitelesebb alternatív tartalékvalutaként tartják számon. Előnyei közé tartozik az euroövezet gazdasági mérete, az az EKB árstabilitás iránti erős elkötelezettsége, valamint a fejlett pénzügyi szektor.

A legfrissebb UBS-felmérésben az euro volt a leggyakrabban említett valuta arra a kérdésre válaszolva, hogy mely valuták kerültek nettó alapon a tartalékokba az elmúlt évben. Ez az euro számára a legerősebb eredményt jelenti tartalékvalutaként hosszú évek stagnálása után. A 2010-es évek elején, az euroövezeti adósságválság idején felmerült, az euroövezet felbomlásától való félelmek mára csupán távoli emlékek maradtak (Castelli 2026).

5. ábra

Az euroallokáció változása a tartalékkezelők körében, 2019–2025



Megjegyzés: Az euroallokációk növekedéséről vagy csökkenéséről beszámoló válaszadók száma 2020 óta.

Forrás: Az UBS éves RMS felmérésének eredményei 2020–2025-re vonatkozóan

Az euro javuló kilátásai azonban nem eredményezték a részesedésének jelentős növekedését a globális devizatartalékokban. 2025 harmadik negyedévében – a „Liberation Day”, vagyis az amerikai vámcsomag bejelentésének napja, valamint az amerikai dollár gyengülése és az amerikai államkötvénypiaccal kapcsolatos növekvő aggodalmak után – az euro részaránya a globális devizatartalékokban körülbelül 20,5 százalékot tett ki. Ez körülbelül 1,5 százalékponttal magasabb, mint 2024 végén, de ez a növekedés nagyrészt az euro amerikai dollárhoz viszonyított felértékelődésével magyarázható. Az árfolyamhatás kiszűrése után a részarány lényegében változatlan maradt. Bár a tartalékkezelők növekvő érdeklődést mutatnak az euroövezeti valuta iránt, ez egyelőre még nem jelent meg jelentős többlet-tartalékbeáramlás formájában.

A tartalékkezelés szempontjából három strukturális korlát dominál. Először is az egységes költségvetési szervek hiánya korlátozza az amerikai kincstárjegyekhez hasonló, egységes és homogén biztonságos eszközök kínálatát. Az euróban denominált állampapírpiacok a nemzeti határok mentén továbbra is fragmentáltak, ami megnehezíti a nagy volumenű portfólióallokációt és a likviditáskezelést. A közös európai kötvénykibocsátásokat – először a Next Generation EU program keretében, majd később a védelmi kiadások és Ukrajna támogatásának finanszírozására – a tartalékkezelők pozitív fejleményként üdvözölték, mivel növelik a kiváló minőségű, euróban denominált eszközök állományát. Ennek ellenére a válaszadók többsége ezt inkább fokozatos javulásnak, mintsem strukturális átalakulásnak tekinti.

Másodszor az euroövezeten belüli pénzügyi piaci integráció továbbra is befejezetlen. A tőkepiaci unió – amelyet mára Megtakarítási és Befektetési Unióra (Saving and Investment Union) kereszteltek át – felé tett előrelépés egyenetlen volt, és a határokon átnyúló piacok mélysége továbbra is jelentősen elmarad az Egyesült Államokétól. Az unióval kapcsolatos megközelítésben történt elmozdulás – az irányelvekről a rendeletekre való áttérés, a „28. rezsím”, valamint a szakaszos megvalósítás – katalizátora lehet a régóta várt előrelépésnek. A kulcskérdés azonban az, hogy a tagállamok hajlandók-e lemondani szuverenitásuk egy részéről olyan politikailag érzékeny területeken, mint a bankszektor vagy a nyugdíjrendszer.

Harmadszor a válságkezelési keretrendszerek, bár 2012 óta jelentősen megerősödtek, továbbra is politikailag összetettnek és az amerikai megfelelőiknél lassabban aktiválhatónak tekinthetők. Az euroövezetben a válságkezelés intézményileg több szerv között oszlik meg, ideértve az EKB-t (monetáris politika, a bankok számára végző hitelező), az Európai Stabilitási Mechanizmust (szuverén mentőalap), az Európai Bizottságot (fiskális szabályok, koordináció) és a nemzeti kormányokat (kötségvetési szerveket). Másképpen fogalmazva: az euroövezet válságkezelése egy többszintű tárgyalási és egyeztetési rendszerként működik. Ez fontos különbséget jelent az amerikai rendszerhez képest, amelyet kevesebb vétőpont, egyértelmű hierarchia és gyorsabb végrehajtás jellemez.

Az EKB változó álláspontját az euro nemzetközi szerepével kapcsolatban – amelyet egyre inkább a stratégiai autonómia és a pénzügyi rugalmasság keretében határoznak meg – a tartalékkezelők kedvezően fogadják. Ugyanakkor széles körben elfogadott nézet, hogy végső soron nem a kommunikáció vagy a deklarált célok, hanem az intézményi reformok fogják meghatározni az euro tartalékvaluta-potenciálját (Castelli 2026).

6.2. Renminbi: növekvő jelentőségű, de korlátozott

Kína gazdasági mérete és a globális kereskedelemben betöltött szerepe miatt a renminbi természetes jelölt a szélesebb körű nemzetközi használatra. Az elmúlt évtizedben a renminbi felvétele az IMF SDR-kosarába, az offshore elszámolóközpontok bővülése és a kínai kötvénypiacok fejlődése növelte láthatóságát a tartalékportfóliókban.

A gyakorlatban azonban továbbra is csak korlátozott mértékben terjed el. A legfrissebb COFER-adatok szerint a renminbiben denominált tartalékok a globális devizatalalékok körülbelül 2 százalékát teszik ki (IMF 2026). A renminbi SDR-kosárba való felvételét követően a tartalékkezelők érdeklődése nőtt a kínai kötvények iránt, az elmúlt években azonban ez a folyamat lelassult, és a részesedése a globális tartalékokban alacsony szinten stagnál.

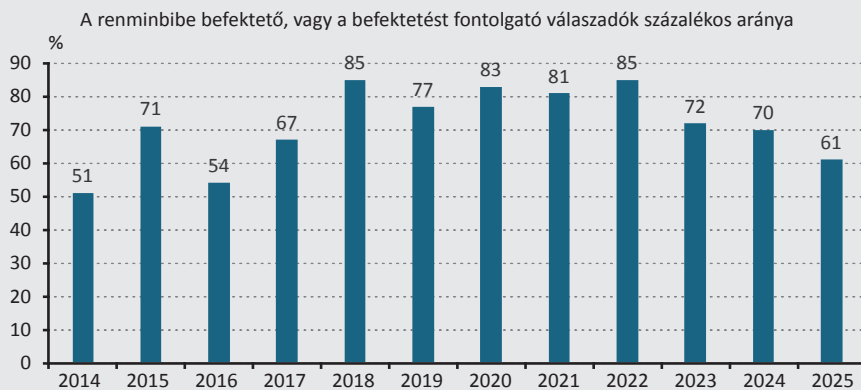
A legfontosabb korlátozó tényező továbbra is a tőkemérleg kezelése. A tőkemozgatásokra vonatkozó korlátozások, valamint az időszakosan megjelenő szabályozói beavatkozások csökkentik a renminbi-eszközök vonzerejét azon intézmények számára, amelyek elsődleges célja a likviditás biztosítása és a kockázatok minimalizálása. A renminbi felvétele az SDR-kosárba nagyrészt „politikai döntés” volt, amely azon a feltételezésen alapult, hogy Kína továbbra is liberalizálja pénzügyi szektorát, és végső soron megnyitja tőkemérlegét is.

A jogi átláthatóság és az intézményi kormányzás szintén visszatérő aggályokat vet fel. A tartalékkezelők hangsúlyozzák a politikai kockázat értékelésének nehézségeit és a vitás ügyek esetén független bírósági jogorvoslat hiányát. Végül úgy tűnik, hogy az Egyesült Államok és Kína között a kereskedelem, a technológia és több más kérdés kapcsán növekvő feszültségeket sok tartalékkezelő kockázatként érzékeli, mivel attól tartanak, hogy a két szuperhatalom közötti kapcsolat további eszkalálódása esetén (közvetlen vagy közvetett) szankciók léphetnek életbe.

Ennek eredményeként a renminbi-állományok jellemzően kis méretűek, stratégiai jellegűek és gondosan elkülönítettek. Inkább diverzifikációs eszköznek tekintik ezeket, mintsem alapvető tartalékeszköznek.

6. ábra

Jelenlegi és várható renminbi-kitettség a tartalékkezelők körében, 2014–2025



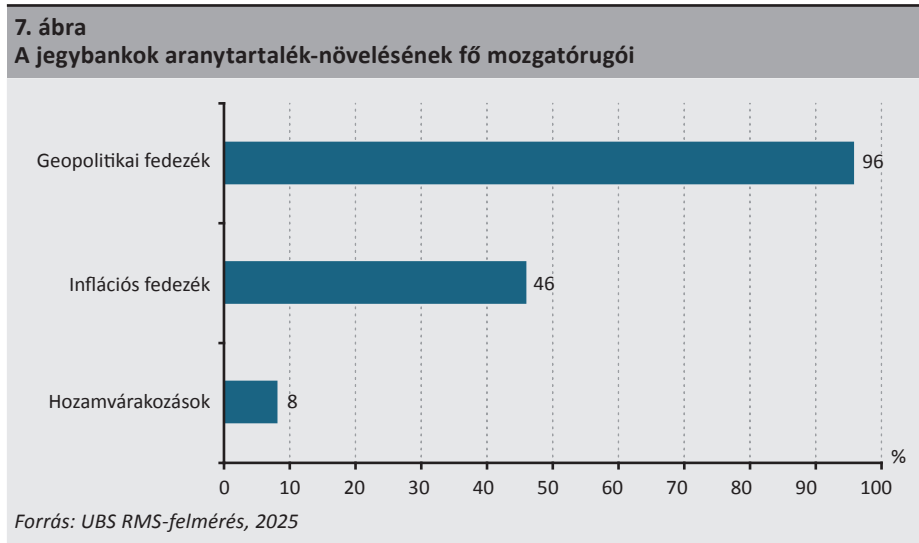
Megjegyzés: A felmérésben részt vevők körében a renminbire vonatkozó átlagos hosszú távú (tízéves) célarány (nem a tényleges allokáció) átlagosan 5,9 százalék, szemben az előző évi 5,0 százalékkal.

Forrás: Az UBS éves RMS-felmérés eredményei a 2014–2025 közötti időszakból

6.3. Arany: megbízható, de nem kamatozó

Az arany különleges helyet foglal el a tartalékportfóliókban. Nem valuta, nem termel hozamot, valamint tárolása és biztosítása költséges. Ennek ellenére szerepe az elmúlt években bővült.

A felmérések hullámai azt mutatják, hogy az aranyat egyre inkább geopolitikai kockázatok, szankciók és szélsőséges pénzügyi helyzetek forgatókönyvek elleni fedezetnek tekintik. A devizaeszközöktől eltérően az arany nem hordoz kibocsátói kockázatot, és belföldi őrzés esetén mentes a (külföldi) jogi lefoglalásoktól. A gyakorlati szakemberek szemszögéből az arany vonzereje éppen ezekben a tulajdonságokban rejlik. Feszült piaci körülmények között tapasztalható likviditáshiány és az áringadozás azonban korlátozza azt a mértéket, ameddig képes helyettesíteni a devizatartalékokat.



Azt is meg kell jegyezni, hogy a jegybankok nettó aranyvásárlása egy már évek óta tartó tendencia. Ezt elsősorban a feltörekvő piacok hajtják, ahol Kína képviseli a döntő többséget. Úgy tűnik, hogy a dedollarizáció és a szankciós kockázatok tűnnek e folyamat legfontosabb mozgatórugóinak. Ugyanakkor bizonyos korlátok is érvényben vannak arra vonatkozóan, hogy a jegybankok devizatartalékaik mekkora részét fektethetik aranyba. Az arany ezért inkább kiegészíti, mintsem helyettesíti a dollárkészleteket.

6.4. Kisebbs valuták: stabilak, de nem rendszerszintűek

Az olyan valuták, mint a japán jen, a svájci frank, a kanadai dollár és az ausztrál dollár, szerepet játszanak a diverzifikációs stratégiákban. Politikai stabilitást és jól szabályozott pénzügyi piacokat kínálnak, de korlátozott piaci méretük gátolja rendszerbeli jelentőségüket. A legtöbb tartalékportfólióban ezeket a valutákat a kockázati jellemzők finomhangolására vagy a hozamok növelésére, nem pedig a stratégiai irányvonal megváltoztatására használják.

6.5. Digitális eszközök és digitális jegybankpénzek

A technológiai innováció újból felvetette azt a kérdést, hogy a digitális eszközök vagy a digitális valuták megváltoztathatják-e a nemzetközi monetáris rendszer szerkezetét. A 2025. évi felmérésben a tartalékkezelők 44 százaléka vélte úgy, hogy a kriptovaluták vagy a stablecoin-ok profitálhatnak a makrogazdasági változásokból, ami előnyt jelent számukra a hagyományos valutákkal, például a jennel vagy a svájci frankkal szemben. A piac azonban továbbra is fragmentált, és a legtöbb joghatóságban még mindig hiányzik az egyértelmű szabályozás.

Érdekes módon geopolitikai dimenziója is van a kérdésnek: egyes jegybankok a dollárhoz kötött stablecoin-okat a rövid lejáratú amerikai kincstárjegyek iránti kereslet növelésének eszközeként tekintik, míg mások a digitális jegybankpénzben (CBDC) a dollárfüggőség mérséklésének lehetőségét látják. A decentralizált és a centralizált digitális monetáris rendszerek közötti küzdelem kétségtelenül meghatározó lesz a jövőbeli tartalékstratégiákra nézve – de egyelőre a hatása még marginális (Castelli 2025).

Jelenleg a tartalékkezelők továbbra is óvatosak. A kriptovaluták intézményileg még éretlenek, és nem valószínű, hogy tartalékeszközként elfogadhatóvá válnának (Feyen et al. 2024). A digitális jegybankpénzeket elsősorban a belföldi fizetési rendszerek hatékonyságának javítására szolgáló eszközöknek tekintik, nem pedig tartalékeszközöknek. Nagyértékű (wholesale) szinten ugyanakkor egyre több tartalékkezelő kíséri figyelemmel a határokon átnyúló CBDC-platformok fejlődését, mint a nemzetközi fizetési infrastruktúra változásának potenciális hosszú távú forrását. Az olyan projektek, mint az mBridge – amely több jegybank együttműködésén alapul a határokon átnyúló intézményközi fizetések megosztott főkönyvi technológia segítségével történő lebonyolításának elősegítése érdekében – gyakran olyan potenciális mechanizmusokként kerülnek szóba, amelyek csökkenthetik a hagyományos levelező banki csatornáktól, és bizonyos mértékben a dollárközpontú elszámolási rendszerektől való függőséget. Bár ezek a kezdeményezések még kísérleti stádiumban vannak és léptékük korlátozott, jól illusztrálják azt, hogy a technológiai innováció hogyan változtathatja meg fokozatosan a nemzetközi tranzakciókat alátámasztó működési infrastruktúrát, különösen ha ez a kereskedelem és a pénzügyek nagyobb mértékű regionalizációjával párosul. Tartalékkezelési szempontból azonban ezeket

a fejleményeket általában a meglévő rendszerek kiegészítőinek tekintik, nem pedig a dolláralapú pénzügyi piacok által biztosított likviditás, biztonság és piaci mélység közvetlen helyettesítőinek.

Bár a digitális infrastruktúra idővel csökkentheti a tranzakciós költségeket és átalakíthatja az elszámolási rendszereket, nem valószínű, hogy megoldja azokat az alapvető kérdéseket – a piaci mélység, a jogbiztonság és a biztonságos eszközök kínálatának problémáját –, amelyek a tartalékvaluta-státusz alapját képezik. A kriptoeszközök jelenleg nem összeegyeztethetők a jegybankok biztonságra, likviditásra és hozamra vonatkozó hagyományos céljaival. Erősen volatilisak, és értékőrző eszközként nem tekinthetők különösebben megbízhatónak.

6.6. A lehetőségek korlátozott halmaza

Az alternatívák értékelése megerősíti a fő következtetést: a dollárral kapcsolatos elégedetlenség nem jelenti azt, hogy létezne annál jobb helyettesítő eszköz. A tartalékkezelők korlátozott optimalizálási problémával szembesülnek. Bár szeretnék csökkenteni az USA-specifikus kockázatoknak való kitettséget, ennek ára rendszerint az, hogy másutt jelentkező, gyakran kevésbé átlátható kockázatokat kell vállalniuk.

Ebben a kontextusban a diverzifikáció fokozatosan, kisebb módosításokon és fokozatos portfólió-rétegzésen keresztül valósul meg, nem pedig nagyszabású átcsoportosítások révén. A dollár nem azért marad a viszonyítási pont, mert hibátlan, hanem azért, mert elhagyásának alternatív költsége továbbra is magas.

7. A nemzetközi monetáris rendszer forgatókönyvei

A nemzetközi monetáris rendszer jövőbeli fejlődésének előrejelzése eredendően bizonytalan. A strukturális tehetetlenség és az eseti sokkok egymás mellett léteznek, és a bizalom megrendülése esetén a kisebb intézményi változások is aránytalanul nagy hatásokat válthatnak ki. Ez a szakasz – ahelyett, hogy pontbecsléseket kínálna, olyan stilizált forgatókönyveket mutat be, amelyek a következő évtized lehetséges fejlődési pályáit szemléltetik.

A forgatókönyv-elemzés kvalitatív, gyakorlati szemléletű megközelítést, nem pedig formális valószínűségi előrejelzési módszertant követ. A forgatókönyvek három egymást kiegészítő forrásra épülnek: ezek a tartalékvaluták közötti átmenetekkel és a monetáris fragmentáció epizódjaival kapcsolatos történelmi tapasztalatokra, beleértve a font sterlingről az amerikai dollárra való hosszan elnyújtott, egymást átfedő átmenetet (*Eichengreen és Flandreau 2009*); a szakirodalomban tárgyalt tartalékvaluta-rendszerek strukturális jellemzőire, beleértve a piac mélységét, a biztonságos eszközök kínálatát és a hálózati externáliákat; valamint az UBS RMS-felmérések eredményeiből származó, a tartalékkezelők percepcióiról és korlátairól szóló információkra. A cél nem az, hogy valószínűségeket rendeljünk az egyes kimenetekhez,

hanem hogy azonosítsuk a lehetséges fejlődési pályákat, valamint azokat a feltételeket, amelyek mellett a nemzetközi monetáris rendszerben bekövetkező változások felgyorsulhatnak vagy éppen korlátozottak maradhatnak. Ez a megközelítés összhangban áll a forgatókönyv-elemzési gyakorlattal, amelyet a tartalékkezelők és a szakpolitikai intézmények általános jelleggel alkalmaznak a nagyfokú bizonytalanság mellett fennálló hosszú távú stratégiai kockázatok értékelésére.

A forgatókönyvek nem zárják ki egymást, és a különböző forgatókönyvek elemei együtt létezhetnek, vagy idővel egymást követve jelenhetnek meg a politikai, intézményi és piaci fejlemények függvényében.

7.1. Alapforgatókönyv: tartós dollárdominancia fokozatos diverzifikáció mellett

Az alapforgatókönyv szerint az amerikai dollár a következő évtized során is megőrzi vezető tartalékvaluta-szerepét. Részesedése a globális tartalékokból fokozatosan csökken, de nem következik be hirtelen törés vagy rendszerszintű átalakulás. Ez lényegében az elmúlt évek tendenciájának folytatását, vagyis a részarány folyamatos, lassú csökkenését jelentené a globális devizatartalékokban. Az elmúlt két évtizedben az amerikai dollár részesedése több mint 70 százalékról 60 százalék alá csökkent.

Az ezt a kimenetelt alátámasztó strukturális tényezők a következők:

- az amerikai pénzügyi piacok tartós mélysége és likviditása;
- az egységes euroövezeti biztonságos eszköz hiánya;
- a tőkemérleg-korlátozások Kínában; valamint
- a fedezetként és a válság likviditásként használható, kellően rugalmasan bővíthető alternatívák hiánya.

Ebben a forgatókönyvben a devizatartalékok diverzifikációja továbbra is elsősorban fokozatos, marginális módon folytatódik:

- az aranytartalékok mérsékelt növelésén;
- kisebb valutákba történő fokozatos átcsoportosításon;
- a renminbi-tartalékok korlátozott növekedésén; valamint
- az euróban denominált eszközök szelektív használatán keresztül.

A felmérés eredményei összhangban vannak ezzel a kimenetellel. Bár az USA-val szembeni intézményi bizalom meggyengült, a tartalékkezelők többsége arra számít, hogy a dollár operatív előnyei a belátható jövőben továbbra is meghatározóak lesznek a portfólió-képzés során. Ennek következménye egy olyan rendszer, amelyet növekvő politikai bizonytalanság, de stabil pénzügyi struktúra jellemez.

7.2. Multipoláris átmeneti forgatókönyv

A második forgatókönyv egy fokozatosan többpólusúvá váló tartalékrendszer felé történő elmozdulást vetít előre. Ebben az esetben:

- az euro növeli szerepét a folyamatos közös kibocsátások, a mélyebb tőkepiacok és az erősebb pénzügyi integráció révén;
- a renminbi szerepe növekszik a tőkekorlátozások fokozatos és szelektív enyhítésével; valamint
- az arany szerepe tovább növekszik mint geopolitikai fedezeti eszköz.

Az átmenet továbbra is lassú és részleges marad. A dollár továbbra is a legnagyobb egyedi tartalékvaluta marad, de részaránya láthatóbban csökken, ahogy a biztonságos eszközök alternatív forrásai a gyakorlatban is működőképes opcióvá válnak. Ehhez a forgatókönyvhöz azonban hiteles előrelépésre lenne szükség az európai költségvetési és pénzügyi integráció területén, tartós intézményi reformokra Kínában, valamint annak bizonyítására, hogy az Egyesült Államokon kívüli szereplők is képesek hatékony válságkezelésre. Ezeknek a feltételeknek a hiányában nem valószínű, hogy a tartalékkezelők lényegesen átrendezik portfólióikat.

7.3. Fragmentációs forgatókönyv: pénzügyi blokkok és regionalizáció

Egy nagyobb horderejű forgatókönyv a geopolitikai fragmentáció fokozódását és részben elkülönülő pénzügyi blokkok kialakulását feltételezi. Egy fragmentáltabb geopolitikai környezetben az USA-tól való függőség csökkentésére irányuló erőfeszítések is fokozódhatnak az nyersanyagkereskedelemhez és a regionális gazdasági blokkokhoz kapcsolódó alternatív fizetési megállapodások révén. A BRICS-országok és más csoportosulások keretében egyre gyakrabban merül fel a helyi valuták szélesebb körű használata, az aranyhoz kötött elszámolási mechanizmusok alkalmazása, illetve az amerikai dollártól független számlázási rendszerek kialakítása olyan stratégiai termékek esetében, mint az energia, a kritikus fontosságú ásványkincsek vagy a mezőgazdasági nyersanyagok. Bár ezek a kezdeményezések jelenleg még széttagoltak és működésükben korlátozottak, a kereskedelmi tranzakciók devizanemének szisztematikusabb átalakulása – különösen az energia- és nyersanyagpiacokon – fokozatosan gyengíthetné a dollárdominancia egyik alapvető pillérét: annak központi szerepét a globális kereskedelmi számlázásban és elszámolásban. A tartalékkezelés szempontjából azonban ezek a fejlemények csak akkor válnának rendszerszinten jelentőssé, ha azokat mélyebb pénzügyi piacok, kellően rugalmasan bővíthető likviditási infrastruktúra és az alternatív jogi és intézményi keretek iránti nagyobb bizalom támogatná.

A főbb jellemzők közé tartoznak:

- a pénzügyi szankciók kiterjedtebb alkalmazása;
- a globális platformokat felváltó regionális fizetési rendszerek;
- a politikai blokkokon belüli preferenciális kereskedelmi számlázás; valamint
- a határokon átnyúló tőkeáramlásokra vonatkozó szabályozási korlátok.

Ilyen környezetben a tartalékportfóliók politikailag sokkal differenciáltabbá válnának. Egyes országok növelik az amerikai dollár-kitettségüket, hogy megőrizzék hozzáférést az amerikai pénzügyi infrastruktúrához, míg mások szándékosan csökkentik azt, hogy korlátozzák a szankciókkal szembeni sebezhetőségüket.

Az arany politikailag semleges eszközként nagyobb szerepet játszik, és a regionális valuták fontossága növekszik bizonyos kereskedelmi hálózatokon belül. A tartalékkezelők számára ez a forgatókönyv összetett átváltásokat (trade-off) vet fel a pénzügyi hatékonyság és a politikai kockázatkezelés között. A portfólióoptimalizálás ebben az esetben már nem választható el a külpolitikai megfontolásoktól.

7.4. Sokkvezérelt átmeneti forgatókönyv

A történelmi tapasztalatok azt mutatják, hogy a tartalékvaluták közötti átmenetek gyakran válságokhoz kapcsolódnak. Ebben a forgatókönyvben egy súlyos sokk megrendíti az amerikai dollár-alapú eszközökbe vetett bizalmat. Lehetséges kiváltó okok közé tartoznak:

- rendezetlen költségvetési válság az Egyesült Államokban;
- az amerikai kincstárjegypiac működésének tartós zavara;
- a jegybanki függetlenség megrendülése; vagy
- az eszközbefagyasztásokkal járó rendkívüli geopolitikai eskaláció.

Egy ilyen esemény drámai mértékben felgyorsíthatná a diverzifikációt, de ez a piac jelentős zavaraival járna együtt. A könnyen alkalmazható alternatívák hiánya fokozná a volatilitást, és potenciálisan destabilizálná a globális likviditás biztosítását. Gyakorlati szempontból ez a legkevésbé kívánatos kimenetel. A tartalékkezelők elsődleges célja a stabilitás, ezért a fokozatos alkalmazkodást részesítenék előnyben még a bizalom gyengülése esetén is.

A különböző forgatókönyvek főbb tartalékeszközökre gyakorolt hatásait a 2. táblázat foglalja össze. A táblázat rávilágít arra, hogy bár a diverzifikáció a legtöbb forgatókönyvben növekszik, a rugalmasan bővíthető és teljes mértékben hiteles alternatívák hiánya korlátozza az amerikai dollártól való bármilyen elmozdulás sebességét és mértékét.

2. táblázat				
A főbb tartalékeszközök szerepe a különböző forgatókönyvekben				
Eszközosztály	Az amerikai dollár tartós dominanciája	Multipoláris átmenet	Fragmentáció / blokkok	Sokkvezérelt átmenet
Amerikai dollár (USD)	Továbbra is a rendszer domináns valutája marad; részaránya fokozatosan csökken, de megtartja központi szerepét a likviditás, a fedezetek és a számlázás terén	Továbbra is a legnagyobb tartalékvaluta, de részaránya csökken; az euróval és a renminbivel együtt léteznek	Központi valuta az USA-hoz igazodó blokkon belül; máshol szerepe csökken	A bizalomvesztés rendezetlen alkalmazkodást vált ki; de a dollár továbbra is széles körben használt eszköz marad, mivel az alternatívák korlátozottak
Euro (EUR)	Kis mértékű növekedés a marginális diverzifikáción keresztül; terjedését korlátozza az egységes európai biztonságos eszköz hiánya	Részesedése növekszik, ha elmélyül az integráció, folytatódik a közös kötvénykibocsátás, és létrejön a tőkepiaci unió	Erősebb regionális szerep az európai és a szövetséges országokból álló blokkban; globális térnyerése korlátozott marad	Biztonságos menedékeszközként tőkeáramlásokat vonzhat, de ezt korlátozza a piacok széttagoltsága és a közös biztonságos eszközök szűk kínálata
Renminbi (RMB)	Korlátozott növekedés; a tőkekorlátozások és a kormányzással kapcsolatos aggályok korlátozzák	Szerepe bővül, amennyiben a liberalizáció előrehalad; ugyanakkor arányát tekintve továbbra is az amerikai dollár és az euro mögött marad	Kína-központú gazdasági blokk alapvető valutájává válhat; szerepe növekedhet a kereskedelmi számlázásban és a regionális tartalékokban	Alternatívát jelenthet az amerikai dollárral szemben, de szerepét a konvertibilitási és bizalmi korlátok korlátozzák
Kisebbségi valuták (JPY, CHF, CAD, AUD stb.)	Továbbra is marginális diverzifikációs szerepet játszanak	Valamelyest nagyobb szerephez jutnak diverzifikációs eszközként, de korlátozott piaci méretük miatt nem válnak rendszer-szintű tényezővé	Regionális jelentőségük növekszik az összehangolt hálózatokon belül, de méretük továbbra is túl kicsi ahhoz, hogy rendszerszintű szerepet töltsenek be	Átmeneti menedékeszköz-beáramlás lehetséges, de a korlátozott piaci mélység akadályozza a strukturális változást
Arany	Fokozatos növekedés diverzifikációs eszközként és geopolitikai fedezetként	Tovább erősödő szerep semleges tartalékeszközként egy többvalutás rendszerben	Erőteljes növekedés a szankciók kockázata és a politikailag semleges értékmegőrzők iránti kereslet miatt	A válságok egyik legnagyobb nyertese lehet fedezeti eszközként, ugyanakkor likviditási, tárolási és kezelési korlátai miatt mérsékelten helyettesíti a devizatartalékokat

Megjegyzés: Az alábbi forgatókönyvek pusztán illusztratív elemzési konstrukciók, amelyeket tudományos vitákhoz használnak. Nem tekinthetők előrejelzésnek, prognózisnak vagy ajánlásnak egyetlen valuta vagy eszközosztály jövőbeli teljesítményére vagy allokációjára vonatkozóan sem.

7.5. Forgatókönyveken átívelő következmények

A forgatókönyvek alapján három közös téma rajzolódik ki.

Először is, a strukturális jellemzők felülírják a rövid távú kimeneteleket. A percepciók gyorsan változhatnak, de a portfóliók átalakítását az infrastruktúra és a piacok kapacitása korlátozza.

Másodsor, az intézményi reformok fontosabbak, mint a politikai retorika. A tartalékvaluták státuszának változását a biztonságos eszközök kínálata, a jogi keretek és a pénzügyi piacok integrációja határozza meg, nem pedig a szándéknyilatkozatok.

Harmadszor, a geopolitikai kockázat ma már a tartalékkezelés állandó eleme. Még az alapforgatókönyvben is egyre nagyobb szerepet kapnak a politikai megfontolások a stratégiai döntéshozatalban.

A tartalékkezelők szemszögéből a nemzetközi monetáris rendszer leginkább úgy írható le, mint stabil, de törekeny rendszer. Stabil, mert a működési korlátok a portfóliókat a dollárhoz kötik; törekeny, mert a bizalom egy szűk intézményi középpontra koncentrálódik. Ez a kettősség ad magyarázatot arra, hogy miért létezik egyszerre elégedetlenség és fennmaradás, valamint arra is, hogy a diverzifikáció miért marad óvatos még akkor is, ha a politikai kockázat növekszik.

A tartalékkezelők ezért védekező szemlélettel közelítik meg a jövőbeli forgatókönyveket. A cél nem a rendszer átalakításának kikényszerítése, hanem a választási lehetőségek megőrzése: a likviditás fenntartása, a szélsőséges kimenetek elleni védelem és a fokozatos alkalmazkodás a változó körülményekhez. Ebben az értelemben a nemzetközi monetáris rendszer inkább sodródik, mintsem valódi átmeneten megy keresztül.

8. Diskusszió: a stabilitás, a kockázat és a változás értelmezése a nemzetközi monetáris rendszerben

Az előző szakaszok a tartalékkezelők magatartását, a dollárdominancia strukturális alapjait, a rendelkezésre álló alternatívák korlátait és a valószínűsíthető jövőbeli forgatókönyveket vizsgálták. Ez a szakasz összefoglalja ezeket a szempontokat, és felvázolja azok szélesebb értelemben vett következményeit arra nézve, hogy jelenleg hogyan kellene értelmezni a nemzetközi monetáris rendszert.

Ahelyett, hogy a rendszert a közelgő átalakulás vagy megváltoztathatatlan stabilitás keretében értelmeznénk, a bizonyítékok egy összetettebb struktúrára utalnak: egy olyan rendszerre, amely működési szempontból rugalmas, de stratégiai szempontból törekeny; marginálisan alkalmazkodó, mégis ellenáll a strukturális átalakulásnak.

8.1. Dominancia bizalom nélkül

E tanulmány egyik központi empirikus megállapítása a bizalom és a függőség közötti egyre növekvő eltérés. A felmérések azt mutatják, hogy a dollár mögött álló intézményi és politikai környezetbe vetett bizalom csökken. A költségvetési fenntarthatósággal, kormányzással, jegybanki függetlenséggel és a pénzügyi infrastruktúra fegyverként való felhasználásával kapcsolatos aggályok már nem csupán a válaszadók egy szűk csoportjára korlátozódnak. Ma már a tartalékkezelésről szóló általános diskurzus részét képezik.

Ugyanakkor a tényleges tartalékallokációk továbbra is nagymértékben az amerikai dollárban denominált eszközökre koncentrálnak. A szkepticizmus és a függőség együttes jelenléte tisztán elméleti keretben ellentmondásosnak tűnhet. A gyakorlatban azonban ez az infrastruktúra, a likviditás és az intézményi korlátok meghatározó szerepét tükrözi. Ebben az értelemben a dollárdominancia már nem elsősorban a pozitív preferencián alapul, hanem a működőképessé alternatívák hiányán nyugszik.

8.2. A tehetetlenség mint racionális válasz

A dollárdominanciájú portfóliók fennmaradását nem szabad közömbös magatartásként vagy a kockázatok figyelmen kívül hagyásaként értelmezni. A tartalékkezelők számára a tehetetlenség gyakran a kockázatminimalizálás észszerű eredménye bizonytalanság esetén.

A dollártól való elmozdulás a következők elfogadását jelenti:

- alacsonyabb likviditás,
- nagyobb áringadozás,
- jogi és politikai átláthatatlanság, vagy
- operatív komplexitás.

Ebben a környezetben az amerikai dollár-kitettség fenntartása nem az amerikai politika vagy intézmények támogatását jelenti, inkább egy védekező stratégiát egy nem tökéletes környezetben. Ez a megkülönböztetés fontos a szakpolitikai értelmezés szempontjából. A megfigyelt stabilitás nem jelenti azt, hogy alapvetően elégedettek lennének a rendszerrel; inkább a korlátozott optimalizációt tükrözi.

8.3. A piacvezérelt alkalmazkodás korlátai

A tudományos szakirodalom jelentős része abból indul ki, hogy a gazdasági súly, a pénzügyi fejlettség vagy a befektetői preferenciák változásai idővel a tartalékvaluta-rendszer átrendeződéséhez vezetnek (Cohen 1998; Eichengreen 2011; Farhi és Maggiori 2018).

Az itt bemutatott bizonyítékok arra utalnak, hogy ezek a mechanizmusok csak gyengén működnek a következő tényezők jelenlétében:

- erős hálózati externáliák,
- szabályozási és kormányzási korlátok, valamint
- a fedezeti és az elszámolási infrastruktúra központi szerepe esetén.

A piacvezérelt alkalmazkodás azonban lassú, pályafüggő folyamat, és rendkívül érzékeny az intézményi reformokra. A biztonságos eszközök kínálatának, a jogi kereteknek és a pénzügyi integrációnak a változása nélkül még a hangulatban bekövetkező jelentős elmozdulások is csupán marginális portfólió-átrendeződéshez vezethetnek.

8.4. A geopolitika mint strukturális változó

Egy másik következmény a geopolitika szerepét érinti. Történelmileg a geopolitikai megfontolásokat többnyire eseti sokkoknak tekintették az alapvetően gazdaságilag vezérelt rendszerben. A megismételt felmérések eredményei arra utalnak, hogy ez már nem így van. A politikai kockázat a tartalékkezelés strukturális paraméterévé vált (4. táblázat).

Ez nem jelenti azt, hogy a portfóliókat gyorsan geopolitikai szempontok mentén alakítanák át. Azt viszont igen, hogy a tartalékmegfelelőségi és portfólió-optimalizálási hagyományos mutatókat egyre inkább kiegészíti az olyan forгатókönyvek elemzése, amelyek szankciókkal, eszközbefagyasztásokkal és pénzügyi szétválással számolnak. Ebben az értelemben a tartalékkezelés már nem pusztán pénzügyi optimalizálást jelent, hanem egyre inkább stratégiai kockázatkezeléssé válik.

4. táblázat			
A tartalékkelvezők számára a három legfontosabb kockázat (2016–2025)			
Év	1. kockázat	2. kockázat	3. kockázat
2025	A kereskedelmi háború eszkalálódása	Katonai konfliktusok (Ukrajna, Közel-Kelet)	Gazdasági volatilitás (infláció, konjunktúraciklusok)
2024	Geopolitikai konfliktusok (Oroszország, Egyesült Államok–Kína, Közel-Kelet)	Tartós infláció / emelkedő hozamok	Gazdasági volatilitás
2023	Geopolitikai konfliktusok (Oroszország, Egyesült Államok–Kína)	Tartós infláció / emelkedő hozamok	Globális recesszió
2022	Infláció / emelkedő hozamok	Geopolitikai konfliktusok (Oroszország, Egyesült Államok–Kína)	Nyersanyagárak és energiaellátás biztonsága
2021	A világjárvány leküzdésének kudarca	Az államadósság szintje	Infláció / emelkedő hozamok
2020	Kereskedelmi háborúk (protekciónizmus)	Globális gazdasági lassulás / defláció	Politikai bizonytalanság az USA-ban
2019	Kereskedelmi háborúk	Globális gazdasági lassulás / defláció	Kína kemény landolása
2018	Kereskedelmi háborúk	Politikai bizonytalanság az EU-ban	Politikai bizonytalanság az USA-ban
2017	Politikai bizonytalanság az USA-ban (protekciónizmus)	Politikai bizonytalanság az EU-ban	Kína kemény landolása
2016	Kína kemény landolása	Defláció	Az euroövezet válsága
<i>Forrás: UBS éves RMS-felmérések, 2016–2025</i>			

8.5. A stabilitás mögött rejlő törékenység

A koncentrált függőség és a csökkenő bizalom együttesen rejtett sérülékenységet hoz létre. Amíg a piacok működnek és a válságokat hatékonyan kezelik, a rendszer stabilnak tűnik. A bizalom azonban egyre inkább feltételekhez kötött, mintsem feltétel nélküli. Ez a helyzet eltér a dollárdominancia korábbi időszakaitól, amikor az intézményi bizalom és a működési függőség kölcsönösen erősítette egymást. Manapság ezek egyre inkább eltávolodnak egymástól. Az ilyen eltávolodás nem jelenti szükségszerűen azt, hogy a rendszer instabillá válik, de növeli annak szélsőséges eseményekkel szembeni érzékenységét.

8.6. Az elemzésre és a szakpolitikai vitákra vonatkozó következmények

Ezek az eredmények arra utalnak, hogy a „dedollarizáció” és a „dollárhegemonia” közötti ellentétre épülő viták túlságosan leegyszerűsítik a kérdést. A jelenség pontosabb leírását adja egy szerkezetileg merev rendszeren belüli fokozatos alkalmazkodás. Az elemzők számára ez azt jelenti, hogy:

- a felméréseken alapuló adatokat a strukturális nyomás korai indikátoraként kell kezelni;
- az aggregált tartalékadatokat megfelelő körültekintéssel kell értelmezni; valamint
- az intézményi reformokat a jelentős változás előfeltételeként kell tekinteni.

A döntéshozók számára ebből az következik, hogy a nemzetközi valuták jövőjének alakításában a hitelesség, a jogi kiszámíthatóság és a válságkezelési képesség továbbra is fontosabb szerepet játszik, mint a hangzatos politikai törekvések.

9. Szakpolitikai következmények

A tanulmányban szereplő elemzés a szereplők három nagy csoportjára vonatkozik: az Egyesült Államokra, mint a domináns tartalékvaluta kibocsátójára, az euro-övezetre és más joghatóságokra, amelyek fizetőeszközük nemzetközi szerepének bővítésére törekednek, valamint a tartalékokat kezelő jegybankokra, amelyeknek egyre összetettebb környezetben kell működniük. Ezek a következtetések közvetlenül abból az alapvető megállapításból fakadnak, hogy a nemzetközi monetáris rendszer egyszerre jellemzi az operatív függőség és az intézményi bizalom fokozatos csökkenése.

9.1. Az Egyesült Államokra vonatkozó következmények

Az Egyesült Államok számára a tartalékvaluta-státuszt gyakran a kiváltságok forrásaként ábrázolják: alacsonyabb hitelfelvételi költségeket, külső finanszírozási rugalmasságot és geopolitikai befolyást biztosít. Bár ezek az előnyök továbbra is jelentősek, a jelek arra utalnak, hogy egyre inkább feltételekhez kötöttek.

Először is, az intézményi hitelesség alapvető értékévé vált. A felmérés eredményei azt mutatják, hogy a tartalékkezelők a jegybank függetlenségét, a költségvetési irányítást és a jogi kiszámíthatóságot egyre inkább a dollárban denominált eszközök értékével összefüggő tényezőnek tekintik. Az ezen területeken felmerülő aggodalmak nem vezetnek azonnali portfólió-átrendeződéshöz, de alakítják a hosszú távú kockázatértékelést és a forgatókönyv-tervezést.

Szakpolitikai szempontból ez azt jelenti, hogy:

- a Federal Reserve operatív függetlenségének védelme,
- a kiszámítható adósságkezelési gyakorlatok fenntartása, valamint
- a jogi és elszámolási intézmények integritásának megőrzése,

nem csupán belpolitikai döntések, hanem a nemzetközi monetáris stabilitás alapvető elemei.

Másodszor, a pénzügyi rendszer fegyverként való felhasználása kompromisszumokkal jár. A szankciók és a pénzügyi korlátozások alkalmazása megerősítette a dollár geopolitikai jelentőségét, de megváltoztatta a semlegességéről kialakult képet is. A tartalékkezelők az amerikai dollár infrastruktúrájához való hozzáférést egyre inkább politikai feltételekhez kötött lehetőségnek, nem pedig magától értetődő adottságnak tekintik. Ez nem jelenti azt, hogy a szankciókat fel kellene adni. Azt viszont jelenti, hogy a rendszerszintű következményeit ugyanúgy figyelembe kell venni, mint az intézkedések közvetlen céljait.

Harmadszor, a piac működése ugyanolyan fontos, mint a makrogazdasági fundamentumok. Az amerikai állampapírpiacon jelentkező feszültségek időszakai különösen nagy figyelmet kaptak a tartalékkezelők részéről. A piacjegyzési kapacitás, a repopiacok és az elszámolási infrastruktúra ellenálló képességének biztosítása kulcsfontosságú a dollár operatív előnyeinek megőrzéséhez.

9.2. Az euroövezetre vonatkozó következmények

Az euroövezet számára a megállapítások egyszerre jeleznek lehetőségeket és korlátokat. Az eurót széles körben az egyetlen olyan valutának tekintik, amely gazdasági méreténél és intézményi alapjainál fogva képes lehet érdemben kiegészíteni a dollárt. Ugyanakkor az ismételt felmérések arra utalnak, hogy potenciálját továbbra is inkább a strukturális tényezők korlátozzák, mintsem a politikai kommunikáció. E tekintetben három prioritás emelkedik ki.

Először is, a biztonságos eszközök kínálata. A Next Generation EU program keretében történt közös kibocsátás jelentősen javította a kiváló minőségű, euróban denominált eszközök elérhetőségét. E keretrendszer kiterjesztése vagy egy állandó közös kibocsátási mechanizmus kidolgozása megoldást jelentene az egyik leggyakrabban említett akadályra, amely hátráltatja az euro nagyobb arányú tartalékvaluta-szerpét.

Másodszor, a pénzügyi integráció. A valódi tőkepiaci unió megteremtése felé tett további előrelépés továbbra is elengedhetetlen. A széttagolt piaci struktúrák korlátozzák a likviditást, csökkentik a fedezetek felhasználhatóságát, és megnehezítik a hivatalos befektetők számára a nagyléptékű portfóliókezelést.

Harmadszor, a válságkezelés intézményi átláthatósága. Bár az euroövezet válságkezelési eszköztára bővült, annak politikai összetettsége továbbra is bizonytalansági tényező a külső befektetők számára. Egyértelműbb, gyorsabb és kiszámíthatóbb mechanizmusok erősítenék a bizalmat az euro azon képességében, hogy rendszerszintű tartalékvalutaként funkcionáljon válságos időszakokban.

Az EKB változó álláspontja, amely az euro erősebb nemzetközi szerepét a pénzügyi ellenálló képesség és a stratégiai autonómia melléktermékeként fogalmazza meg, nagyjából összhangban áll a tartalékkezelők preferenciáival. A hitelesség azonban inkább az intézményi megvalósítástól, mint a politikai törekvésektől függ.

9.3. Kínára és más feltörekvő kibocsátókra vonatkozó következmények

Kína esetében az elemzés rávilágít a stratégiai törekvések és az intézményi korlátok közötti feszültségre. A renminbi nemzetközi szerepének növeléséhez a következőkre lenne szükség:

- a tőkémérleg nagyobb fokú nyitottsága,
- a jogi átláthatóság javítása, valamint
- kiszámíthatóbb szabályozási gyakorlatok.

E lépések mindegyike belpolitikai kompromisszumokkal jár. Az ilyen reformok hiányában a kínai renminbi valószínűleg továbbra is kiegészítő tartalékvaluta marad, nem pedig rendszerszintű alternatíva.

Más joghatóságok, köztük Japán, Svájc, Kanada és Ausztrália esetében ez azt jelenti, hogy fizetőeszközeik továbbra is csak marginális diverzifikációs szerepet fognak betölteni. A piacméret és a biztonságos eszközök kínálatának strukturális korlátai gátolják őket abban, hogy túllépjenek ezen a funkción.

9.4. Jegybankokra vonatkozó következmények

A tartalékkezelők számára a kutatás eredményei a legjobb gyakorlat újraértelmezését sugallják.

A hagyományos tartalékkezelési keretrendszerek jellemzően a likviditást, a biztonságot és a hozamot hangsúlyozták. Ezek a kritériumok továbbra is központi jelentőséggel bírnak. Ugyanakkor mindinkább kiegészülnek a geopolitikai kockázat értékelésével, a szankciókat és a piaci szegmentációt magában foglaló forgatókönyv-elemzésekkel, valamint a több infrastruktúrára kiterjedő operatív ellenálló képesség figyelembevételével. Gyakorlati szempontból ez diverzifikált likviditási tartalékok fenntartását, a joghatóságokon átívelő eszközkezeléshez szükséges operatív kapacitások kiépítését, valamint a politikailag érzékeny portfóliódöntések kezelését szolgáló belső döntéshozatali rendszer megerősítését jelenti. Fontos, hogy a diverzifikációt kockázati rétegezőként, nem pedig a rendszerszintű átmenet előrejelzésére irányuló kísérletként kell értelmezni.

9.5. Visszafogott szakpolitikai üzenet

Egy utolsó következmény a szakpolitikai vita hangvételét érinti.

A gyors dedollarizációra vagy egy tudatos valuták közötti versenyre irányuló felhívások valószínűleg nem állnak összhangban azokkal az ösztönzőkkel és korlátokkal, amelyekkel a tartalékezelők szembesülnek. Fennáll a kockázata annak, hogy alábecsülik a rendszerbe beágyazott strukturális függőség mélységét.

Reálisabb cél az intézményi alapok fokozatos megerősítése a főbb valutaövezetekben. Ebben az értelemben a nemzetközi monetáris rendszer jövőjét kevésbé a stratégiai nyilatkozatok, mint inkább a jogrendszerek hitelessége, a pénzügyi piacok ellenálló képessége és a makrogazdasági kormányzás minősége fogja meghatározni.

10. Következtetések

Ez a tanulmány a dollár nemzetközi monetáris rendszerben betöltött, átalakuló pozícióját vizsgálta a tartalékezelők magatartásán, a piaci strukturális jellemzőkön és az intézményi hitelességen keresztül.

A gyors dedollarizációról szóló narratívákkal ellentétben a bizonyítékok egy olyan rendszerre utalnak, amelyet egyszerre jellemeznek a percepciók változásai és az tartalékallokációk folytonossága. Az ismétlődő UBS RMS-felmérésekből származó adatok egyértelmű változást mutatnak abban, ahogyan a hivatalos befektetők a dollárdominancia alapjait értékelik. A költségvetési fenntarthatósággal, a politikai polarizációval, a jegybanki függetlenséggel és a pénzügyi infrastruktúra fegyverként való felhasználásával kapcsolatos aggodalmak egyre hangsúlyosabbá válnak. Ezek az aggályok mára a tartalékezelésről szóló szakmai diskurzus részévé váltak.

Ugyanakkor az aggregált tartalékadatok továbbra is az amerikai dollárban denominált eszközök magas fokú koncentrációját mutatják. Ez a látszólagos ellentmondás a portfólióidőntéseket lehorgonyzó strukturális jellemzőket tükrözi: a piac mélységét, a stresszhelyzetben rendelkezésre álló likviditást, a fedezetek felhasználhatóságát, a jogbiztonságot, valamint az Egyesült Államok azon képességét, hogy válságok idején rugalmasan biztosítson biztonságos eszközöket.

Gyakorlati szemszögből a csökkenő bizalom és a tartós függőség ezen kombinációja nem paradox. Ez a korlátozott optimalizálás természetes eredménye egy olyan környezetben, ahol az operatív követelmények dominálnak a stratégiai preferenciákkal szemben.

Szélesebb körű tudományos szempontból a tanulmány három aspektusból járul hozzá a szakirodalomhoz. Először is egy gyakorlatorientált keretrendszert kínál

a nemzetközi monetáris rendszer elemzésére, amely a tartalékkezelők percepcióinak és terveinek, valamint a megvalósult tartalékkezelés kölcsönhatására épül, kiemelve azt, hogy a percepciók és a portfólióallokációk eltérő sebességgel változnak. Másodsor, az ismételt felmérések eredményeinek és az aggregált tartalékadatoknak az összekapcsolásával intézményi magyarázatot ad az amerikai dollár iránti csökkenő bizalom és a korlátozott portfólió-átcsoportosítás közötti tartós szakadék fennállására. Harmadsor, kiegészíti a tartalékvaluta-dominancia meglévő – a hegemon stabilitásra, a hálózati hatásokra és a globális likviditásra összpontosító – elméleteit azáltal, hogy hangsúlyozza a tartalékkezelők által tapasztalt operatív és kormányzási korlátokat, ideértve a likviditási követelményeket, a referenciaindex-hatásokat, a reputációs szempontokat és a szakpolitikai felügyeletet.

Az alternatívák értékelése megerősíti ezt a következtetést. Az euro, bár intézményileg hiteles, továbbra is korlátozott eszköznek tekinthető a hiányos költségvetési integráció és a széttagolt tőkepiacok miatt. A renminbi térnyerését a tőkekorlátozások és a kormányzással kapcsolatos aggályok gátolják. Az arany és a kisebb valuták fedezeti előnyöket kínálnak, de hiányzik belőlük a rendszerszintű helyettesítéshez szükséges kapacitás. A digitális eszközök és a digitális jegybankpénzek egyelőre inkább a tranzakciós hatékonyságot szolgálják, mint a tartalékvaluta-státusz strukturális alapjait.

A forgatókönyv-elemzés szerint a legvalószínűbb jövőkép a dollárközpontú rendszer keretein belüli fokozatos diverzifikáció. Radikálisabb átmenetek is lehetségesek, de azok valószínűleg inkább válságok által vezéreltek, mintsem szakpolitikailag megtervezettek lesznek.

A szakpolitikai következmények ennek megfelelően visszafogottak. Az Egyesült Államok számára a tartalékvaluta-státusz egyre inkább az intézményi hitelesség és a piaci működés megőrzésétől függ, nem pedig kizárólag a gazdasági mérettől. Az euroövezet és más, feltörekvő kibocsátók számára a strukturális reformok fontosabbak, mint a stratégiai ambíciók. A tartalékot tartó jegybankok feladata az, hogy a likviditás és a stabilitás veszélyeztetése nélkül kezeljék a növekvő geopolitikai kockázatot.

Összességében ezek az eredmények egy olyan nemzetközi monetáris rendszerre mutatnak rá, amely strukturálisan stabil, de a bizalom tekintetében törékeny. Stabil, mert a globális pénzügyi működési infrastruktúra továbbra is túlnyomórészt dolláralapú. Ugyanakkor törékeny, mert az ezt az infrastruktúrát alátámasztó intézményekbe vetett bizalom már nem feltétel nélküli.

Ebben az értelemben a rendszer nem egy klasszikus átalakuláson megy keresztül, hanem sokkal inkább a politikai és intézményi kockázatok átárazódása látható.

A gyakorlati szakemberek számára ez egy hosszabb, óvatos alkalmazkodási időszakot vetít előre: fokozatos diverzifikációt, az operatív ellenálló képesség nagyobb fokú hangsúlyozását, valamint a korábban valószínűtlennek tartott forgatókönyvek folyamatos újraértékelését.

Az elemzők és a szakpolitikai döntéshozók számára ez azt jelenti, hogy az érdemi változások háttérében nem a valuta-rivalizálásról szóló nyilatkozatok vagy stratégiai szándékok állnak, hanem az intézményi reformok, a piacfejlesztés és a hitelesség folyamatos erősítése.

A dollárdominancia tehát nem fog eltűnni. De már nem tekinthető magától értetődőnek. Ahogy egy nemrégiben megjelent cikkemben is kifejtettem: „*Ahogy Mark Twain mondhatta volna, a dollár bukásáról szóló hírek erősen eltúlzottak. De már nem is teljesen alaptalanok.*” (Castelli 2025)

Felhasznált irodalom

Bahceli, Y. (2025): *Fed independence, US rule of law risk, UBS Reserve Managers Survey says*. Reuters, 3 July. <https://www.reuters.com/business/finance/fed-independence-us-rule-law-risk-ubs-reserve-managers-survey-says-2025-07-03/>

Bertaut, C. – Von Beschwitz, B. – Curcuru, S. (2025): *The International Role of the USD – 2025 edition*. FEDS Notes. <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3856>

BIS (2023): *Annual Economic Report*. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2023e.htm>

Bonini, E. (2025): *Lagarde clarifies on Russian assets: “ECB will help Kyiv, but without violating treaties”*. EU news, 3 December. <https://www.eunews.it/en/2025/12/03/lagarde-clarifies-on-russian-assets-ecb-will-help-kyiv-but-without-violating-treaties/>

Castelli, M. (2025): *The dollar endures but for how long?*. OMFIF, Commentaries. <https://www.omfif.org/2025/08/the-dollar-endures-but-for-how-long/>

Castelli, M. (2026): *The Euro opportunity is now: will Europe take it?*. OMFIF, The Bulletin, February.

Castelli, M. – Gerlach, S. (2020): *Are central banks too risk averse?* Proceedings of the Seventh Public Investors Conference organized by BIS, Banca d'Italia and Bank of Canada, pp. 23–41. https://www.publicinvestorsconference.com/proceedings/conference_7/EPPIM7_Paper002.pdf

Castelli, M – Scacciavillani, F. (2012): *The New Economics of Sovereign Wealth Funds*. Wiley Finance. <https://doi.org/10.1002/9781119973478>

- Cohen, B.J. (1998): *The Geography of Money*. Cornell University Press.
- Drezner, D.W. – Farrell, H. – Newman, A.L. (szerk.) (2021): *The Uses and Abuses of Weaponized Interdependence*. Brookings Institution Press. <http://www.jstor.org/stable/10.7864/j.ctv11sn64z>
- Eichengreen, B. (2011): *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar*. Oxford University Press.
- Eichengreen, B. – Flandreau, M. (2009): *The Rise and Fall of the Dollar (or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading Reserve Currency?)*. *European Review of Economic History*, 13(3): 377–411. <https://doi.org/10.1017/S1361491609990153>
- European Central Bank (2019–2025): *The international role of the euro*. ECB Annual Reports.
- Farhi, E. – Maggiori, M. (2018): *A model of the international monetary system*. *Quarterly Journal of Economics*, 133(1): 295–355. <https://doi.org/10.1093/qje/qjx031>
- Farrell, H. – Newman, A. (2019): *Weaponized Interdependence: How Global Economic Networks Shape State Coercion*. *International Security*, 44(1): 42–79. https://doi.org/10.1162/isec_a_00351
- Feyen, E. – Klingebiel, D. – Ruiz, M. (2024): *Can Crypto-Assets Play a Role in Foreign Reserve Portfolios? Not Today, and Likely Not in the Near Future*. *Equitable Growth, Finance and Institutions Insight – Finance*. World Bank. <https://doi.org/10.1596/41121>
- Gopinath, G. – Boz, E. – Casas, C. – Díez, F.J. – Gourinchas, P.-O. – Plagborg-Møller, M. (2020): *Dominant currency paradigm*. *American Economic Review*, 110(3): 677–719. <https://doi.org/10.1257/aer.20171201>
- IMF (2026): *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*. International Monetary Fund. <https://data.imf.org/en/datasets/IMF.STA:COFER>
- Kindleberger, C. (1973): *The World in Depression*. University of California Press.
- Krugman, P. (1984): *The International Role of the Dollar: Theory and Prospect*. In: Bilson, J.F.O. – Marston, R.C. (eds.): *Exchange Rate Theory and Practice*. University of Chicago Press, Chapter 8. <https://www.nber.org/books-and-chapters/exchange-rate-theory-and-practice/international-role-dollar-theory-and-prospect>
- Mehrling, P. (2010): *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*. Princeton University Press. <https://doi.org/10.1515/9781400836260>
- McDowell, D. (2023): *Bucking the Buck: US Financial Sanctions and the International Backlash against the Dollar*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780197679876.001.0001>

OMFIF (2025): *Reserve managers see dollar dominance persist, UBS survey.*

Pozsar, Z. (2014): *Shadow Banking: The Money View*. Office of Financial Research Working Paper No. 14–04. https://www.financialresearch.gov/working-papers/files/OFRwp2014-04_Pozsar_ShadowBankingTheMoneyView.pdf

Robert Triffin International (2025): *RTI Manifesto: The Triffin Dilemma is at the root of the recurrent financial crises but there is a way to build a new, more efficient, and equitable international monetary system*. https://www.triffininternational.eu/images/2025/RTI-MANIFESTO_March2025.pdf

Triffin, R. (1960): *Gold and the Dollar Crisis*. Yale University Press.

UBS Asset Management (2021–2025): *UBS Reserve Manager Survey* (various editions).