

Veszélyben a globális gazdaság: Szakolczai György könyvéről a posztkeynesi iskola szemüvegén át*

Ábel István

Szakolczai György:

John Maynard Keynes, a nemzetközi gazdaság keynesi rendje és a Nemzetközi Valutaalap

Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest, 2018, 418. old.

ISBN: 978-963-89769-3-2

1. Keynes javaslatai: siker vagy kudarc?

Szakolczai György életrajzi részletekkel gazdagon dokumentált műve John Maynard Keynes világgazdasági pénzügyek terén kifejtett munkásságáról ad izgalmas beszámolót, mégsem biográfia, hanem sokkal inkább korrajz, történet, mára is érvényes tanulságokkal, megfontolandó javaslatokkal. Ebben az írásban a mai posztkeynesi megközelítéssel vetem össze Szakolczai állításait. Szakolczai nem említi és nem is vállal közösséget a posztkeynesi nézetekkel, Keynes munkásságának bemutatásával mégis nagy szolgálatot tesz a posztkeynesi megújulás érdekében. Keynes javaslatai a globális egyensúlytalanság és a kereskedelmi háború fenyegetése miatt ma is aktuálisak. Szakolczai e javaslatokhoz való visszatérést ajánlja. Jelen recenzió szerzője ennél többet remél, azt, hogy Keynes munkáit nem gazdaságpolitikai javaslatként, hanem a gazdaságelmélet megújításának elemeiként kezeljük. Jelenünk megértéséhez egészen új gazdaságelméleti megközelítésre van szükség. A közgazdaságtan megújításához érdemes egészen Keynesig visszatekinteni.

Keynes nem egy nemzet érdekeit szem előtt tartva közelített a problémához, hanem az emberiség globális érdekeit képviselte. Szakolczai leírja, hogy ezt a kiindulópontot a második világháború okozta globális trauma önmagában is indokolhatta, ugyanakkor ez a nézőpont a világégést követően formálódó kétpólusú világrend keretében eleve kudarcra volt ítélve. Saját kora ugyan nem, de az utókor felismerte Keynes eszmei nagyságát, akinek zsenialitását a posztkeynesi iskola ismert képviselője, Ann

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

Ábel István egyetemi tanár a Budapesti Gazdasági Egyetem Pénzügyi és Számviteli Karán.

E-mail: Abel.Istvan@uni-bge.hu

A szerző köszönetet mond Nagy Gyulának (BGE) a szöveghez fűzött javaslataiért.

Pettifor (2018) Charles Darwinéhoz hasonlítja. Darwin evolúciós elmélete széles körben elismert, ugyanakkor Keynes munkásságát személyének ismertsége ellenére a szakma nem fogadta el. Darwin és Keynes forradalmian új gondolatai egyaránt kortársaik nagy ellenkezését váltották ki. *Pettifor (2018)* szerint Darwinnal szemben a teremtés mítosza mellett érvelve léptek fel, a Keynes gondolataival szembeni ellenérzések pedig a makroökonómia mikroökonómiai megalapozásának rögeszméjével a klasszikus mikroökonómia restaurációját táplálták.

Pettifor (2018) szerint a globális pénzügyi rendszer menedzselését átengedtük a spekulánsok és a tőkepiacok szabad akaratának. A válságkezelés inkább csak a pénzügyi anarchia kordában tartását jelenti, időnként az adófizetők jelentős áldozatvállalásával. A helyzet visszasságát jelzi, hogy a 2007–2008-as válság éppen azokat a fejlett régiókat sújtotta, melyekről azt tartotta a hagyományos közgazdaságtan, hogy a kikezdehetetlen mintát éppen ők képviselik. Szakolczai György könyve ilyen posztkeynesi magállapításokat nem tartalmaz, azonban azt ő is hangsúlyozza, hogy ma sem tesszük meg a megelőzéshez szükséges lépéseket, amelyeket már Keynes is életbe vágónak tartott.

A posztkeynesi iskola szerint a pénzelmélet és a makroökonómia állapota magyarázza, hogy a problémát rosszul kezeljük: „Ha továbbra sem nézünk szembe Keynes figyelmeztetésével, ha továbbra sem hallgatunk pénzelméleti és makroökonómiai utalásaira, akkor az újabb, súlyos válságok nem lesznek elkerülhetők a jövőben sem” (*Pettifor 2018*).

2. A távoli kezdetek hosszú árnyéka

Keynes 1919-ben részt vett az első világháborút lezáró párizsi békekonferencián, és felvázolta az újjáépítéshez szükséges hitel- és finanszírozási könnyítéseket. Feltette, hogy a vesztes hatalmak kötvénykibocsátással szerezhetnék meg a jóvátételi kötelezettségek teljesítéséhez szükséges összegeket. E kötvényeket a győztes hatalmak garantálnák a piacképességet biztosítva. Keynes azt remélte, hogy javaslata általános keretet ad egy olyan nemzetközi pénzügyi rendszernek, mely az egyes országok fejlődését szolgálja úgy, hogy közben a nemzetközi gazdasági stabilitást is biztosítaná. Javaslataát Wilson amerikai elnök azzal utasította el, hogy az amerikaiak már eddig is nagy áldozatokat hoztak, emiatt nem hiszi, hogy az amerikai Kongresszus támogatna egy európai kötvénykibocsátást, s helyette a szokásos piaci csatornák használatát javasolta. *Pettifor (2018)* említi, hogy Wilson elutasító levelét Thomas Lamont, a J. P. Morgan bankára fogalmazta, így gyanítható, hogy a szokásos piaci csatornákra való hivatkozás jó üzletet sejtetett a magánbanknak.

Keynest e kudarc nem törte le, inkább erőt adott ahhoz, hogy *A béke gazdasági következményei* című művében (*Keynes 1919/1920*) erőteljes lendülettel érveljen a békeszerződés elhibázott döntései ellen. Keynes könyve világraszóló siker lett.

Versailles maradandó hatást gyakorolt Keynesre. Szokolczi bemutatja, hogy Keynes érdeklődése a nemzetközi gazdasági és pénzügyi kérdések iránt életre szólóan itt határozódott meg. *Pettifor (2018)* szerint Keynes itt kifejtett nézetei nagy hatással voltak és sikerre vezettek a Bretton Woods-i rendszer létrehozásánál 1944-ben, ám ez csak az után következett be, hogy az 1928–1933-as válság, majd ezt követően a háborús katasztrófa tömegek szenvedését és emberek tízmillióinak az életét követelte. Szokolczi a Bretton Woods-i rendszer létrejöttét nem Keynes sikerének, hanem végzetes kudarcának tekinti.

3. Keynes a második világháborút követő fizetésimérleg-problémákról

A második világháború után az újjáépítés nagy importigényének finanszírozása nem állt rendelkezésre. A világ aranykészletének nagy része az USA-ban volt. Az Egyesült Államok nagy fizetésimérleg-többletet ért el az újjáépítéshez szükséges amerikai export révén. A fizetésimérleg-deficités európai és ázsiai országokban dollárhiány lépett fel. *Keynes (1946)* az egyensúlytalanságot korrigáló erőket elemezve látta, hogy az újjáépítés eredményeként a korábban deficités országok képesek lesznek exporttöbbletet elérni az Egyesült Államokkal szemben, amit annak belső piaci kereslete is támogat. Keynes figyelmeztetett, hogy ezt a természetes kiegyensúlyozó folyamatot nem szabad megzavarni vámokkal vagy exportösztönzőkkel az Egyesült Államokban, melyek fékeznek az ide irányuló export növekedését.

A jelenlegi amerikai-kínai fizetési mérleg egyensúlytalanságára azonban nem hatnak kiegyensúlyozó mechanizmusok, mert itt az adósság az adós valutájában, dollárban áll fenn. Ha a hitelező ország (Kína) hajlandó bármennyi dollártartalékot felhalmozni, akkor nincs semmi, ami az adósságot (USA) arra kényszeríthetné, hogy csökkentse a Kínával szembeni fizetési mérleg deficitjét. Kína és a feltörekvő országok exportorientált fejlesztési stratégiájának egyenes következménye, hogy nem érdekeltek abban, hogy az Egyesült Államok csökkentse a velük szembeni fizetésimérleg-deficitet.

A posztkeynesi érvelés (*Kregel 2015a, 2015b*) szerint a probléma kezelésére Keynes nemzetközi klíringunióra vonatkozó javaslatát kellene feleleveníteni¹. Szokolczi szintén ezt javasolja, részletesen bemutatva Keynes javaslatát, amelyet a Bretton Woods-i konferenciára a Nemzetközi Valutaalap (IMF) létrehozásával kapcsolatban dolgozott ki a céllal, hogy olyan nemzetközi pénzügyi rendszert hozzanak létre, amely a nemzeti gazdaságpolitikát felszabadítja a nemzetközi fizetési rendszerből adódó kényszerek alól. Keynes javaslata egy országok közötti elszámoló egység, a *bancor* nemzetközi fizetések körében történő bevezetésére irányult. A fizetésimér-

¹ Nagyon alapos elemzést közöl *Costabile (2009)*, aki több oldalról vizsgálva a kérdést szintén a keynesi javaslat mellett foglal állást. Costabile és Kregel megközelítésében közös, hogy mindketten a dollár kulcsvaluta szerepét tartják megszüntethetőnek egy olyan nemzetközi elszámoló egység alkalmazásával, mely egyik nemzetnek sem saját valutája.

leg-egyensúlytalanságot ebben tartották volna nyilván, és a finanszírozásra szoruló országok ebben automatikusan hitelt vehettek volna fel, meghatározott korlátok között. Azon országok esetében, amelyek túllépték volna e limiteket, büntető intézkedéseket alkalmaztak volna. A rendszer az adott korlátok között biztosította volna az országok gazdaságpolitikai autonómiáját az integrált nemzetközi rendszerben, és helyreállította volna a tőkeáramlás stabilizáló szerepét.

4. Keynes elméleti újítása: pénzülmélet és makroökonómia

Keynes megoldásához új pénzülmélete vezetett el. Keynes az aranystandard keretül szolgáló mennyiségi pénzülmélet helyett a mai hitelpénzülmélet vagy endogén pénzülmélet felé mutató megközelítést alkalmazott. Tisztán látta, hogy a pénz a hitelezés útján jön létre, s ez a hitel teszi lehetővé a beruházásokat. Ezzel Joseph Schumpeter felfogását követte.

Keynes (1936/1965) az Általános elmélet 13–15. fejezetében vázolta pénz- és kamatemléletét, amely szemben állt a közfelfogással. A pénzt és a kamatot a vizsgálat középpontjába helyezve és a klasszikus közgazdaságtani érvelést vitatva bemutatta, hogy a magas munkanélküliség nem amiatt következik be, mert a bérek túl magasak, hanem fordítva, amiatt, hogy a kamat túl magas. A klasszikus érvelés szerint a beruházási kereslet és a megtakarítási kínálat egyensúlya határozza meg a kamatot, vagyis az a gazdasági tevékenység által determinált, nem pedig fordítva, a gazdasági tevékenységet aktívan befolyásoló elem².

5. A globális egyensúlytalanság napjainkban

Szakolczai a globális egyensúlytalanság kezelésére a Keynesi javaslatokhoz való visszatérést javasolja, de azoknak az aktuális körülményekre való alkalmazhatóságával nem foglalkozik könyvében. Ehhez *Jan Kregel (2019)* szerint a nemzetközi pénzügyek és kereskedelem mai jellemzőit kell először feltárnunk. Az a közeg, amely a Bretton Woods-i rendszer létrejöttét övezte a második világháborút követően, nagyon eltért attól, ami ma körülvesz bennünket. A Nemzetközi Valutaalap (IMF) létrejöttének az egyik fő célja a nemzetközi fizetések biztonságának és intézményes stabilitásának biztosítása volt, elengedhetetlen feltételeként a kereskedelmi kapcsolatok normalizálódásának. A meghatározó a kereskedelem volt, a pénz, a fizetési rendszer pusztán ennek eszköze. Ma ennek a fordítottjával nézünk szembe. A pénz, a tőkeáramlás meghatározó szerepbe lépett elő (*Kregel 2019:4*).

A kereskedelem bővülését akadályozó nemzetközi fizetési problémák megoldására létrehozott nemzetközi fizetési rendszer alkalmatlanná vált a fizetésimérleg-egyen-

² Ábel et al. (2019), Chick – Tily (2014), Pettifor (2018)

súlytalanságok mérséklésére. A Bretton Woods-i rendszer összeomlását³ követően a kereskedelem lebonyolításához szükséges finanszírozást zavartalanul biztosították a nemzetközivé vált magánbankok. A nemzetközi befektetések piaca gyorsan bővült, ami tovább fűtötte az egyensúlytalanságok bővülését és tartós fennmaradását.

A Bretton Woods-i rendszerben a fizetésimérleg-egyensúlytalanság inkább időleges és nagyságában is korlátozott maradt, mivel működött egy, azt az egyensúly irányába korrigáló mechanizmus. Ebben a mechanizmusban egyaránt szerepeltek és kölcsönhatásban működtek piaci automatizmusok és piacon kívüli intézményi beavatkozást érvényesítő erők.

A Bretton Woods-i rendszer összeomlását követően a dollár kulcsvalutaként továbbra is központi szerepet játszott, de a lebegtetésre való áttéréssel megszűnt a korábbi automatikus stabilizáló szerepe. A dollár aranyparitásának fenntartása olyan gazdaságpolitikai korrekciókat igényelt volna az Egyesült Államokban, amelyek révén a belső felhasználás visszafogása és a költségvetési deficit kordában tartása útján csökkentették volna a kereskedelmi mérleg deficitjét. A dollár árfolyamának lebegtetése viszont lehetővé tette a kereskedelmimérleg-deficit korlátok nélküli növekedését, hiszen azt saját nemzeti valutában (dollárban) lehetett finanszírozni. Ezzel a Triffin-dilemma világába kerültünk, ahol nincs olyan mechanizmus, amely az Egyesült Államokat arra készítené, hogy csökkentse a belföldi felhasználást, vagy az árfolyamot úgy változtatná, ami az egyensúlytalanság megszüntetésének irányába mutatna.

6. A kínai kereskedelmi többlet és az amerikai deficit

Az 1970-es éveket követően a dollár kulcsvaluta-korszakát sokan Bretton Woods II. korszaknak nevezik (*Dooley et al. 2003, 2014*). Kína mára jelentős fizetésimérleg-többletet ért el sok ország viszonylatában, de kiemelkedően nagy az Amerikai Egyesült Államokkal szemben felhalmozott többlete.

Kína feltörekvő országgént kapcsolódott be a globális kereskedelembe, és a feltörekvő országokra jellemző utat járta be. A hagyományos közgazdaságtan a feltörekvő országokba irányuló tőkebefektetést azért tartja különösen előnyösnek, mert az ezen országokban elérhető erőforrások hasznosításánál a globális piachoz való kapcsolódás a modern technológiák alkalmazása útján termelékenységi előnyök realizálását teszi lehetővé. A termelékenység javulása azonban a bérek növelését nem segíti, mert a bért nem a termelékenység, hanem az összeszerelők nemzetközi bérversenye korlátozta. Az ipar fejlődése és az ipari export hazai hozzáadottérték-tartalmának növekedése, ami a hazai jólétet növelhette volna, sok országban

³ A Bretton Woods-i rendszer összeomlását 1971 augusztusában a dollár aranyhoz való rögzítésének felfüggesztése, vagyis a dollár lebegtetése okozta. Nixon amerikai elnök ezen döntésével egy időben az importra 10 százalékos vámpótlékot vetettek ki.

nem járt együtt. De ebben Kína kivételesen sikeres⁴ volt. A tapasztalatok szerint az export hazai hozzáadottérték-tartalma járul hozzá a belföldi jövedelem növekedéséhez, ugyanakkor a globális értékláncok alaptendenciája ezzel ellentétes, az export hazai hozzáadottérték-tartalma csökken. Emiatt a fejlődő és a fejlett országok közötti jövedelemegyenlőtlenség folyamatosan növekedett.

7. Korunk nemzetközi fizetési rendszerének ellentmondásai

Az USA kereskedelmimérleg-deficitjének megszüntetése globális recessziót válthatna ki. *Truman (2005)* kalkulációja szerint 1999 és 2004 között az Egyesült Államok deficitje a többi ország növekedésére pozitív hatással volt. A GDP globális növekedéséhez ez 1,7 százalékot adott hozzá. A deficitet a fejletlenebb országokból a fejlettebb Egyesült Államokba irányuló tőkeáramlás finanszírozta. Ezzel kapcsolatban beszél *Prasad et al. (2007)* paradox tőkeáramlásról, hiszen jó esetben a tőkének a tőkeszegény országok felé történő áramlása szolgálná a globális növekedést. Az amerikai deficitet finanszírozó külföldi megtakarítások beáramlását a tőkeáramlás irányváltása szüntethetné meg, ami a dollár leértékelődését és az amerikai kamatok emelkedését válthatná ki. Az amerikai gazdasági növekedés ütemének lefékeződése azonban a globális növekedést is lefékezné. A jelenlegi fenntarthatatlan egyenlegek mégis tartósak, fennmaradásukat ez a fenyegető alternatíva, *Larry Summers (2004)* kifejezésével a „pénzügyi terror” egyensúlyozza ki. Mielőtt ez a kényes egyensúlytalanság megoldódott volna, 2007–2008-ban kitört a globális pénzügyi válság, ami az amerikai és az európai bankrendszer összeomlásával fenyegetett. Számos elemző összefüggést látott a globális pénzügyi rendszer működése, az egyensúlytalanságok és a válság között, és a rendszer megreformálására születtek is javaslatok⁵. Ezeknek az elképzeléseknek számos eleme lényegében Keynes nemzetközi klíringunióra vonatkozó javaslatait elevenítette fel⁶.

8. Keynes aktualitása

Szokolczi könyve több helyen foglalkozik a keynesi terv aktualizálásával. Keynes javaslata sok fontos elemet tartalmaz, de ezek alkalmazásához a mai helyzet elemzéséből kell kiindulni. Szokolczi könyve kiváló munka logikai gondolatkísérletként

⁴ Az *UNCTAD (2018)* adatai szerint az export hazai hozzáadottérték-tartalma Kínában 12 százalékponttal növekedett 1995 és 2014 között, míg 27 más fejlődő ország esetében ez sokkal alacsonyabb volt, csak 6 százalékpontot tett ki, ráadásul a bázis is jóval alacsonyabb volt ezekben az országokban.

⁵ Nagy visszhangot keltett a kínai jegybank egyik vezetőjének javaslata, aki a Keynes-féle bancor mintájára az IMF SDR-ét javasolta alkalmazni a kulcsvaluták helyett a nemzetközi elszámolásokban (*Zhou 2009*).

⁶ A klíringunió és egy nemzetközi elszámolási eszköz, a bancor kérdései Szokolczi könyvének központi kérdése. A terv néhány változatának részleteit a 7. és 8. rész ismerteti (101–141. o.) A klíringunió terve a Nemzetközi Valutaalap létrehozását előkészítő Bretton Woods-i tárgyalások során is kulcsszerepet játszott, amiről a 10. és 11. fejezet ad eleven képet (173–210. o.). A bancor nemzetek feletti szerepet töltene be a nemzetközi fizetések elszámolásában, de nem lenne egyetlen nemzet fizetőeszköze sem. A bancort nem egy nemzet jegybankja bocsátaná ki, mint a dollárt, és emiatt működése és hatása is alapvetően eltérne a nemzetközi fizetésekben ma használatos nemzeti valutáktól.

értelmezve, ugyanúgy, ahogy *Costabile (2009)* is foglalkozott a keynesi javaslatok időszerűségével. Gazdaságpolitikai következtetést levonni ezekből a gyakorlati technikai összefüggések tárgyalása nélkül félrevezető lenne. *Costabile (2009)* azt emeli ki, hogy Keynes *bancor*-javaslata lényegében a kulcsvaluta szerepét helyettesíti, és mivel a *bancor* nem saját valutája egyik országnak sem, ez kiküszöböli a kulcsvaluta szerepével együtt járó egyoldalú előnyöket és hátrányokat.

Korunkban a globális egyensúlytalanságok között az Egyesült Államok deficitje és Kína többlete a fő probléma már lassan évtizedek óta. Ezért félreérthető az ilyen fogalmazás: „A Valutaalpnak valósággal az lett a fő célja, hogy a korrekció teljes terhét az adósokra hárítsa, és mentesítse a hitelezőket a felelőtlen hitelnyújtás következményeitől, ezzel óriási erkölcsi kockázatot okozva” (94. o.). Ez a kritika talán igaz lehet sok adósra nézve, de az igazi nagy adós, az Egyesült Államok esetében nem. Az IMF az elmúlt 75 évben sok sikernek és még több kudarcnak volt szemtanúja. A változásokkal együtt maga is átalakult. Sok hitelező, köztük Kína gazdasági és politikai szerepéről és általában a nemzetközi tőke motívumairól sokat el lehet képzelni. Az azonban elképzelhetetlen, hogy a Valutalap éppen Kínát akarná menteni a felelőtlen hitelnyújtás miatt. Ilyen és ehhez hasonló kijelentésekkel azért sem érdemes Keynesre és javaslataira hivatkozni, mert megfogalmazásai a korára jellemző problémákhoz igazodtak. A mai tendenciák alapján nyilván másképpen fogalmazna. Az általa alkalmazott elemzési keretből és az általa javasolt elméleti megközelítésekből érdemes tanulni, egy új elméleti rendszer irányába haladva azon az úton, amit ő megkezdett. Szakolczai könyve nagyszerű munka Keynes életéről és küzdelmeiről, céljairól és javaslatairól. Vitathatatlan, hogy Keynesnek máig érvényes hatása van, de ezt a mai körülmények közé helyezve érdemes értelmezni. A posztkeynesi közgazdasági elmélet éppen erre vállalkozik. E megközelítés egyik megállapítása az, hogy a technikai és a gyakorlati kérdések feltárásához nemcsak a gazdaságpolitikában, de a gazdaságelméletben is megújulásra lesz szükség.

Felhasznált irodalom

- Ábel István – Lóga Máté – Nagy Gyula – Vadkerti Árpád (2019): *Rántsuk le a leplet a kamatról.* Hitelintézési Szemle, 18(3): 29–51. <http://doi.org/10.25201/HSZ.18.3.2951>
- Chick, V. – Tily, G. (2014): *Whatever happened to Keynes's monetary theory?* Cambridge Journal of Economics, 38(3): 681–699. <https://doi.org/10.1093/cje/beau011>
- Costabile, L. (2009): *Current global imbalances and the Keynes Plan. A Keynesian approach for reforming the international monetary system.* Structural Change and Economic Dynamics, 20(2): 79–89. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2009.03.002>
- Dooley, M. P. – Folkerts-Landau, D. – Garber, P.M. (2003): *An Essay on the Revived Bretton Woods System.* NBER Working Paper No. w9971. <https://doi.org/10.3386/w9971>

- Dooley, M.P. – Folkerts-Landau, D. – Garber, P.M. (2014): *The Revived Bretton Woods System's First Decade*. NBER Working Paper No. w20454. <https://doi.org/10.3386/w20454>
- Keynes, J.M. (1919/1920): *A béke gazdasági következményei*. Révai, Budapest, 187 o.
- Keynes, J.M. (1936/1965): *A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- Keynes, J.M. (1946): *The Balance of Payments of the United States*. The Economic Journal 56(222): 172–187. <https://doi.org/10.2307/2225789>
- Kregel, J. (2015a): *Emerging Market Economies and the Reform of the International Financial Architecture: Back to the Future*. Policy Note, 139, Levy Economics Institute of Bard College.
- Kregel, J. (2015b): *Emerging Markets and the International Financial Architecture: A Blueprint for Reform*. Levy Economics Institute Working Paper No. 833. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2563721>
- Kregel, J. (2019): *Global imbalances and the trade war*. Policy Note 2019/2, Levy Economics Institute of Bard College.
- Pettifor, A. (2018): *The indefatigable efforts of J. M. Keynes*. The Times literary supplement, Footnotes to Plato, Online series appraising the works and legacies of the great thinkers and philosophers. <https://the-tls.co.uk/articles/jm-keynes-footnotes-to-plato>
- Prasad, E. – Rajan, R. – Subramanian A. (2007): *The Paradox of Capital*. Finance and Development: 44(1), March. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/03/prasad.htm>
- Summers, L.H. (2004): *The US current account deficit and the global economy*. Per Jacobsson Lecture, IMF Washington DC.
- Truman, E.M. (2005): *Postponing Global Adjustment: An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances*. Peterson Institute for International Economics Working Paper 05-6, July. <https://doi.org/10.2139/ssrn.763825>
- Zhou, X. (2009): *Reform the international monetary system*. Essay by Dr Zhou Xiaochuan, Governor of the People's Bank of China, 23 March 2009. <https://www.bis.org/review/r090402c.pdf>