

TARAFÁS IMRE

## Kinyílnak-e az őszirózsák?

Kitekintés a válság utáni monetáris politikára

A 2008-as válság előtt a fejlett országokban már általánosan használták a monetáris politika indirekt eszközeit, ami azóta is jellemző: a jegybanki kamatlábak leszorítását egészen nulla közelébe és a hosszabb lejáratú kamatok csökkentését célzó mennyiségi lazítást. A válságra adott gazdaságpolitikai válasz másik ágán a költségvetési politika állt, legalábbis az első években magas deficitekkel. Bár a válság aligha tekinthető lezártnak, a monetáris politika válság utáni működésére olyan elképzelések ismertek, amelyek szerint közvetett eszközökkel fogják kezelni az elmúlt időszak gyakorlata nyomán kialakult helyzetet. Ugyanakkor az államadósság szintje általában magas, és további jelentős növekedésére irányuló erők hatnak. Elkerülésére legjobb lenne a gyors gazdasági növekedés, ennek kilátásai azonban nem biztatók. Valószínűbb, hogy kiigazítások, megszorítások, strukturális reformok sorozatával veszik elejét a kezelhetetlen szintű államadósság kialakulásának. Nem lehet kizárni, hogy az ilyen módszerek között igénybe veszik a „pénzügyi represszió” közvetlen (direkt) monetáris eszközökön keresztüli módszerét. Ebben az esetben elkerülhetetlen lesz a nemzetközi tőkeáramlás korlátozása, amit más érvek is indokolnak.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E42, E52, F33.

### Bevezetés

A 2008-ban kezdődött gazdasági-pénzügyi válságot megelőző évtizedekben a monetáris politika egyre inkább aktív eszközeivé váltak a nyílt piaci műveletek, azaz a rövid lejáratú pénzügyi kamatlábak befolyásolása államkötvény-eladásokkal és -vásárlásokkal [legtöbbször rövid lejáratú visszavásárlási megállapodás, értékpapír-visszavásárlási (úgynevezett repo-) műveletek keretében]. E gyakorlat mögött két feltételezés húzódott meg:

1. „... a monetáris politika tényleges hatása a kamatlábakon keresztül ... érvényesül” (Blanchard és szerzőtársai [2010] 5. o.);

---

Tarafás Imre, a Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem egyetemi tanára.

A kézirat első változata 2015. november 4-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <http://dx.doi.org/10.18414/KSZ.2016.5.548>

2. a rövid lejáratú pénzüpi kamatláb változása hasonló irányban és mértékben mozdítja el az egész hozamgörbét, azaz a hosszú (hosszabb) lejáratú kamatlábakat.

Ez utóbbiak nyilván sokkal fontosabbak a reálgazdasági döntéseknél, mint például a jegybanki műveletekkel megcélzott (és általában elért) egészen rövid, egynapostól kétéhetes lejáratig terjedő pénzüpi kamatláb. Feltételezni lehetett ugyanis, hogy a rövid lejáratú kamatlábak jövőbeli alakulására vonatkozó várakozások nem változnak gyorsan és erőteljesen, így nem változik a hozamgörbe alakja. A válság előtti évtizedekben ez a feltételezés általában jogosnak bizonyult.<sup>1</sup> A válság kitörésekor, 2008 őszén a jegybankok gyorsan és határozottan reagáltak, és nagymértékben csökkentették a jegybanki kamatokat: 2009 elejére a Fed gyakorlatilag nullára, az Európai Központi Bank 1 százalékra, majd jóval később, 2014-ben közel nullára, a Bank of England és a Bank of Japan 0 és 0,5 százalék közé (Fawley–Neelly [2013] 56. o.).

Miután így a monetáris politika addig használt fő eszköze lehetőségének határához ért (elérte a „nulla alsó határt”), de a válság nem enyhült, a nagy jegybankok új eszköz-höz folyamodtak. A Fed már 2008 őszén megkezdte az úgynevezett mennyiségi lazítás politikáját, amelynek keretében több lépcsőben, 2014 végéig mintegy 4500 milliárd dollár értékben vásárolt zömmel hosszú lejáratú államkötvényeket.<sup>2</sup>

Az Európai Központi Bank sokkal lassabban szánta rá magát a mennyiségi lazításra: előbb éveken át azzal próbálkozott, hogy hosszabb lejáratú, alacsony kamatozású refinanszírozási lehetőséget ajánlott fel a bankoknak, és csak kis volumenben vásárolt államkötvényeket. Végül 2015 elején döntött a mennyiségi lazítás mellett: 2015 márciusától – bejelentése szerint – 2016 szeptemberéig havi hatvanmilliárd, összesen 1140 milliárd euró értékben vásárol hosszú lejáratú – elsősorban állam- – kötvényeket.<sup>3</sup>

Így a fejlett világ két régiójában (de Egyesült Királyságban és Japánban is) mára olyan helyzet alakult ki, hogy a jegybanki kamatláb hosszú évek óta gyakorlatilag nulla, a hosszabb lejáratú kamatokat a mennyiségi lazítás mérsékelte (mérsékli), és erősen felduzzadtak a kereskedelmi bankok jegybanki tartalékai: ennek nagyságrendjét érzékelteti, hogy a Fed mérlegfőösszege a válság előtti kevesebb mint 1000 milliárd dollárról 2014 végére 4000 milliárd fölé nőtt (Financial Times, 2015. január 21. 2. o.); az Európai Központi Banknál ez a növekedés most van folyamatban a mennyiségi lazítás hatására.

A mennyiségi lazítás 2014 végi befejezése óta a Fednél a jegybanki kamatemelés kérdése volt napirenden. Hosszú hezitálás után, 2015 decemberében alighogy megtörtént az első (0,25 százalékpontos) emelés, 2016 elején újra heves viták folytak

<sup>1</sup> Nevezetes kivétel volt a Greenspan Fed-elnök által emlegetett rejtély, „conundrum”, a 2000-es évek első felében, amikor a rövid lejáratú kamatláb sorozatos emelése ellenére nem emelkedtek a hosszabb lejáratú kamatok – ennek magyarázatára a nemzetközi tőke mozgások tárgyalása után, a cikk végén térünk vissza.

<sup>2</sup> Japánban, ahol a válság a kilencvenes évek elején kezdődött, már korábban elkezdtek a mennyiségi lazítást.

<sup>3</sup> 2015 decemberében hozott döntésével az Európai Központi Bank 2017 márciusáig nyújtotta meg a mennyiségi lazítást, ezzel teljes összegét csaknem másfél ezer milliárd euróra emelte. 2016 márciusától a havi vásárlások összegét nyolcvanmilliárd euróra emelte.

arról, hogy nem kellene-e újra csökkenteni. A néhány éve emlegetett előremutató irányjelzés (*forward guidance*), azaz a jegybank nyilvános elköteleződése adott kamatszint vagy kamatpálya mellett, rég átadta a helyét annak a nyilvánosan is képviselt álláspontnak, hogy a jegybanki politika a körülmények alakulásától függ (*data dependent*). Nem lehet előre tudni, hogy meddig tart a kamatemelési ciklus, meddig és milyen ütemben emelkednek majd a kamatok. A megoldásról egyelőre az az elképzelés ismert, hogy alapvetően a bankrendszer szabad jegybanki tartalékaira fizetett kamat szükség szerinti változtatásából fog állni, amit egynapos fordított repo (tehát a bankrendszerből likviditást kivonó nyílt piaci művelet) egészít majd ki (Financial Times, 2015. szeptember 16. 24. o.). Az viszont világos, hogy a két eljárás bármilyen kombinációja esetén, a szükségesnek ítélt kamatemelés(ek) mértékétől és ütemétől függően, igencsak jelentős jegybanki költségek keletkeznek. Ennél alig kisebb probléma az, hogy a bankok és az intézményi befektetők (nyugdíjalapok, biztosítók, befektetési alapok) szintén a kamatemelkedés(ek) ütemétől és mértékétől függően valószínűleg jelentős árfolyamveszteségre számíthatnak az alacsony jegybanki és hosszú lejáratú kamatok éve alatt beszerzett kötvényállományuk esetében (Ábel [2015] és Swiss Re [2015]). A kamatemelkedések mértéke, időpontjai és üteme körüli bizonytalanság és spekuláció időnként akár kötvényeladási pánikrohamokat is kiválthat.

A válság kezdetére adott másik azonnali gazdaságpolitikai válasz a költségvetési politika volt. A bankmentő akciókon túl, a recesszióba hajló gazdaság élénkítésére tett intézkedések (adócsökkentések, állami beruházások stb.) és az úgynevezett beépített (automatikus) stabilizátorok (a GDP csökkenése miatt automatikusan csökkenő költségvetési bevételek és növekvő kiadások) hatására a költségvetési deficit a fejlett országok többségében a GDP 10 százaléka közelébe, esetenként fölé emelkedett (Cecchetti és szerzőtársai [2010] 3. o.). A válság első éveitől kezdve a fejlett országok többsége jelentősen csökkentette a költségvetési deficitet, de még így is 2014 végén az államadósság többségükben a GDP 80–110 százaléka között mozgott (de Japánban a 220 százalékot, Olaszországban a 150 százalékot is meghaladta – BIS [2015] 84. o.).

A fejlett országok átlagában az államadósságnak ez a mértéke a második világháború végére elért szinthez hasonló (Reinhart–Rogoff [2013] 145. o.), de még ez a magas arány is eltörpül az olyan számításokból adódó szintek mellett, hogy miként változik (változna) az államadósság/GDP arány a jövőben, feltételezve az eddig kialakult szinteket és tendenciákat. Minden ilyen számítás kiindulópontja és feltételezései vitathatók, de az egyértelmű, hogy ha adottnak vesszük a létező nyugdíj-, egészségügyi és oktatási rendszereket (továbbá az ismert demográfiai trendeket), akkor ezekkel az úgynevezett korhoz kapcsolódó kiadásokkal az államadósság/GDP arány 2030-ra a fejlett országokban eléri a 200–300 százalékot (Cecchetti és szerzőtársai [2010] 8–12. o.).<sup>4</sup> Az ilyen számítás nyilvánvalóan nem előrejelzés: az adósság ezen a szinten (sőt már jóval korábban is) kezelhetetlen (finanszírozhatatlan) lenne.

<sup>4</sup> Ez a számítás nem foglalkozik Magyarországgal, de ismerve a jelenlegi, közel 80 százalékos magyar államadósság/GDP arányt, továbbá a korhoz kötődő kiadások jelenleg várható alakulását (EC [2009] 26. o.), a magyar helyzet is hasonló.

A pénzügyi válságok történetéről írt nagy munkájuk alapján *Reinhart–Rogoff* [2013] öt olyan módszert, stratégiát azonosít, amelyik a múltban lehetővé tette a túlzott állami eladósodás kezelését, a felhalmozott adósság gyorsabb vagy lassabb, de gyökeres mérséklését: 1. gazdasági növekedés, 2. költségvetési kiigazítás és megszorítások, 3. az adósság törlesztésének megtagadása vagy újratárgyalása, 4. az infláció hirtelen, meglepetésszerű felpörgetése, 5. tartós pénzügyi represszió ugyan csak tartós infláció mellett (147. o.)

A monetáris politika cél- és eszközrendszere, sőt a jegybank jövőbeli státusának alakulása nyilván nem lehet független attól, hogy a fejlett országok milyen módszerrel, stratégiával, azok milyen kombinációjával tartják elviselhető keretek között az államadósságot. Nem kevésbé nyilvánvaló, hogy ez meghatározó hatással lesz a Magyarországon várható fejleményekre is.

## Az államadósság kezelése

*A jó...*

Az államadósság elviselhető keretek között tartásának legkedvezőbb módja a gyors gazdasági növekedés lenne. Ennek hatására gyorsan növekednének a költségvetési bevételek, a kiadások növekedését pedig viszonylag könnyen lehetne a bevételek alatt tartani, így a költségvetés elsődleges (kamatfizetések nélküli) egyenlege javulna. (Ezt bizonyos mértékig ellensúlyozná, hogy a gyors gazdasági növekedés mellett valószínűleg emelkedne a kamatszint is.) Az adósság nem, vagy kevésbé emelkedne, mint a GDP, sőt esetleg csökkenne, így az adósság/GDP arány javulna, legalábbis a most fenyegető növekedése nem következne be.

Jelenleg azonban nem látható, hogy a következő években, akár hosszabb távon dinamikus gazdasági növekedésre lehet számítani. A növekedési kilátások megítélése persze nagyon sok bizonytalanságot tartalmaz, de az utóbbi években a szakértői viták középpontjába az úgynevezett tartós stagnálás (*secular stagnation*) hipotézise került. A gazdasági növekedés kérdéseinek egyik legtekintélyesebb szakértője, Robert Gordon például gyakorlatilag az egy főre jutó GDP stagnálását jósolja az Egyesült Államokban a 2030-as évtized elejéig-közepéig (*Gordon* [2014]). Érveit egyrészt a termelékenység (demográfiai és műszaki fejlődésbeli okok miatti) lassú növekedésére, másrészt pedig a fejlett országokban (de nem csak ott) kialakult igen nagy jövedelmi (és vagyoni) egyenlőtlenségre, harmadrészt az államadósság magas szintjére alapozza.

Piketty híres könyvének megjelenése óta élénk vita tárgya az a tény, hogy az 1980-as évektől kezdődően igen nagyra nőttek a jövedelmi és vagyoni különbségek a legtöbb fejlett országban, de különösen az Egyesült Államokban és az Egyesült Királyságban (*Piketty* [2015]). Az egyik legtöbbit idézett adat szerint 2010-ben a lakosság legnagyobb jövedelemmel rendelkező felső 10 százalékának jutott az összes jövedelem közel fele (47,6 százaléka) az Egyesült Államokban, 41,6 százaléka az Egyesült Királyságban, 36 százaléka Németországban, 33 százaléka Franciaországban, valamint 31 százaléka a legkevésbé egyenlőtlen Svédországban (*Piketty* [2015] 343. o.).

Semmi jele annak, hogy 2010 óta mérséklődött volna az egyenlőtlenség, valószínűleg inkább nőtt, és az OECD előrejelzése szerint „... 2060-ra az átlagos piaci jövedelmi egyenlőtlenség (adók és transzferek nélkül) az OECD-régióban el fogja érni a ma leginkább egyenlőtlen OECD-országok szintjét” (OECD [2014] 1. o.). A szélsőséges egyenlőtlenség lefojtja a gazdasági növekedést (ahhoz képest, ami lehetséges lenne a termelékenység, a demográfia, a műszaki fejlődés alapján). A nemzeti jövedelem nagy és növekvő hányada összptontosul a társadalom egy nagyon kicsi kisebbségének a kezében, amely ennek csak elenyészően kis hányadát fordítja fogyasztásra (fogyasztási határhajlama nagyon alacsony), a társadalom nagyobb (legnagyobb) része pedig nem, vagy alig növekvő jövedelméből nem, vagy alig képes növelni fogyasztását. De ha a fogyasztás nem nő, a beruházás sem (vagy alig). Így a nem, vagy alig növekvő kereslet visszafogja a termelést. Ezen átmenetileg azzal lehet segíteni, ha a gazdagok megtakarításait a bankrendszer közvetíti, hitelezzi az összjövedelem kicsi (csökkenő) hányadával rendelkező többségnek (a „szegényeknek”), amiből ők növelhetik fogyasztásukat (lakásberuházásaikat). Ahogy azonban a többség egyre jobban eladósodik, és a bankok egyre kevésbé hitelképes ügyfelek felé kényszerülnek, a hitelkockázat egyre nő (Kumhof–Ranciere [2010]). A folyamatot vagy a szabályozó hatóságok állítják meg (makroprudenciális szabályozás) vagy a pénzügyi válság.

Gordon [2014] ezért sorolja a nagy jövedelmi egyenlőtlenséget a (szerinte) jövőben várható stagnálás fő okai közé (51. o.). Ugyanezt gondolja Summers volt amerikai pénzügyminiszter is. Ezzel összefüggésben azt is hozzáteszi, hogy az Egyesült Államokban „a 2003–2007-es időszak a hitelezési standardok romlásának, az évszázad legnagyobb lakásbuborékjának, jelentős költségvetési deficitek kialakulásának és sokak kritikája által lazának tartott monetáris és szabályozási politikának az időszaka volt”. Ezt (és a 2001-es visszaesést) megelőzően „... a gazdaságot a késő 1990-es évek internet- és tőzsdei buborékja hajtotta... úgyhogy közel 20 év telt el azóta, hogy az amerikai gazdaság fenntartható pénzügyekkel támogatott egészséges ütemben növekedett”. Ami Európát illeti, „...a periféria országainak 2010 előtti ereje a túlzottan olcsó hiteleken alapult, Észak-Európa esetében pedig a fenntarthatatlan módon finanszírozott exportból származott” (Summers [2014] 31. o.). Továbbra is Amerika közelmúltjával összefüggésben hasonló nézeteket fejt ki Rajan [2010] „... a növekvő egyenlőtlenség az Egyesült Államokban több lakáshitelre irányuló politikai nyomáshoz vezetett. Ez a nyomás komoly törésvonalat hozott létre, ami eltorzította a hitelezést a pénzügyi szektorban. A lakáshitelezés és a lakástulajdonhoz jutás megkönnyítése könnyű, népszerű és gyors módja volt az észlelt egyenlőtlenségekre való reakciónak. A politikusok nekiláttak a megvalósításnak...” (43. o.) Az egyenlőtlenség említése nélkül, de a „túlzott” megtakarításra utal Surányi [2015] is „(túlzott) pénzügyi megtakarítások nélkül túlzott eladósodás sem lehet” (816. o.).

Nagy és (növekvő) jövedelmi (és vagyoni) egyenlőtlenséggel terhelt gazdaságban tehát a monetáris politika és a szabályozás igen keveset tehet a növekedés és a foglalkoztatás előmozdításáért. Nagyon alacsonyan kell tartani a kamatszintet és elnézni az egyre kockázatosabb hitelezést, de ennek pénzügyi válság lesz a (nem túl távoli) vége. Prudenciális szempontból elfogadható keretek között tartott hitelezés

esetén is lehet némi előnye a kamatszint alacsonyan tartásának: az alacsony kamatterhel mellett valamelyest könnyebb az adósok helyzete, jobb a hitelképessége, és valamennyire nagyobb lehet a beruházási hajlandóság. A monetáris politika alacsony hatásfoka mellett arra lenne szükség, hogy a költségvetési politika élénkítse a gazdaságot: deficités költségvetés növelje a keresletet. A kialakult magas államadósság (és a meglevő elkötelezettségek) mellett azonban erre alig van lehetőség; ez *Gordon [2014]* további érve növekedési pesszimizmusa mellett (*Gordon [2014]* 51. o.) *Summers [2015]* viszont annyira rossznak látja a helyzetet, hogy a magas államadósság ellenére költségvetési expanziót javasol. Érvelése szerint a jelenlegi alacsony hosszú lejáratú kamatok mellett nagyobb adósság is elviselhető, különösen, ha a többletkiadás infrastrukturális beruházásokra irányul.

A növekedési korlátok ezen érveivel szemben felhozható, hogy csak zárt gazdaságban érvényesek (*Eichengreen [2014]* 43. o.), a globalizáció körülményei között a fejlett országok megtakarítási többlete megtalálja helyét a fejlődő („feltörekvő”) gazdaságokban, azok óriási beruházási szükségleteiben: a fejlődő világ nettó tőkeimportja = a fejlett világ nettó tőkeexportja = a fejlett világ folyó fizetési (leegyszerűsítve export-) többlete. Vagyis a fejlettek belső piacának bágyadtságát ellensúlyozná az exporttöbblet, a növekedést az export vezérelné. Ez a gondolat nem meggyőző. Először is: sikeres fejlődő országban – mint azt Kína utóbbi mintegy három évtizede mutatja – gyakran találkozunk exportvezérelt (és ehhez kapcsolódó beruházásvezérelt) növekedéssel, ettől elmaradó fogyasztásbővüléssel, ami inkább növeli, mintsem elszívja a globális megtakarításokat (nagy folyó fizetésimérleg-többlet). Ha viszont fogyasztásvezérelt növekedésbe fog a fejlődő ország, akkor hamar merülnek fel túlzott eladósodási/hitelképességi gondok. A fejlődő országok nettó tőkeimportja csak akkor járulhat hozzá az egyenlőtlenégekből fakadó növekedési problémák megoldásához (érdemi enyhítéséhez), ha a világ tartósan azon a szűk ösvényen halad, ahol a fejlődő országok gyors gazdasági növekedése nagy, de csak akkora tőkeimportot (nem pedig tőkeexportot, mint Kína) involvál, hogy az ne eredményezzen sok országra kiterjedő vagy általános újabb globális adósságválságot.

*A roszs...*

Ha nem számíthatunk arra, hogy gyors gazdasági növekedés lehetővé teszi az államadóssági probléma fájdalommentes kinövését, mit gondoljunk az elképzelhető radikális megoldásokról: az adósság megtagadásáról vagy az infláció hirtelen, meglepetésszerű felpörgetéséről? Az adósság/adósságszolgálat megtagadása (vagy a hitelezők, kötvénybefektetők kényszerítése az adósság jelentős részének elengedésére) drasztikus eszköz, fejlett országok békeidőben (legalábbis a második világháború óta) nem alkalmazzák. Ennek egyik nyomós oka az, hogy a fejlett országok pénzügyi rendszere is fejlett, az államadósságot megtettesítő kötvények a bankok és az intézményi befektetők (nyugdíjalapok, biztosítók, befektetési alapok) legbiztonságosabb és likvid eszközei, ezek nagymértékű értékvesztése megrendítené a pénzügyi és fizetési rendszer egészét. Azt persze nem lehet kijelenteni, hogy adósság megtagadása vagy



újrátárgyalása a jövőben nem (vagy csak a fejlődő, „feltörekvő” gazdaságok esetében) fordulhat elő (például a GDP 200 százalékát közelítő görög államadósságot e nélkül sokan látják kezelhetetlennek), de ezt a lehetőséget itt nem elemezzük, mint ahogy annak lehetőségét sem, hogy a fejlett országok meglepetésinflációval csökkentenék drasztikusan az államadósságot. A meglepetés azért kellene, hogy az infláció felpörgése ellenére ne induljanak be és ne érvényesüljenek a kompenzációra irányuló törekvések a költségvetési kiadások különféle területein, és a nominális kamatok se emelkedjenek, miközben az infláció jelentősen növelné a nominális GDP-t és a költségvetési bevételeket. Ehhez nyilván gyors lefolyású és nagy infláció kellene – hiperinfláció, amire békeidőben szintén nincs példa fejlett országban.

*És a csúf...*

Ha tehát az államadósság kordában tartásának/kezelésének sem a kedvező (gyors gazdasági növekedés révén), sem a drasztikus (az adósságmegtágadás és a hiperinfláció – fejlett országok által inkább csak veszett világháborúk után alkalmazott) módjára nem számíthatunk, akkor maradnak a költségvetési kiigazítások és megszorítások jól ismert gyötrelmes módszerei: *ad hoc* (később tartóssá váló) kiadáslefaragások, adók, rendszerszintű („strukturális”) reformok (a nyugdíjak, az egészségügy és az oktatás finanszírozásában). A gazdaságpolitikai válaszoknak ebbe a körébe tartozónak tekintjük a – *Reinhart–Rogoff* [2013] által külön módszerként említett – pénzügyi repressziót is: amikor a gazdaságpolitika részben a pénzügyi intézményrendszeren, elsősorban a bankokon keresztül, ezek és a megtakarítók rovására (is) mérsékli az államadósságot vagy annak növekedését.

## A pénzügyi represszió

A fejlett országok monetáris politikájában a válság előtt általánosan alkalmazták az úgynevezett indirekt eszközöket, ezen belül a nyílt piaci műveleteknek volt uralkodó szerepük. A válság kezdete óta használt új eszközök – mint a hosszú lejáratú kötvények vásárlása a mennyiségi lazítás keretében vagy az Európai Központi Bank által korábban a bankoknak felajánlott hosszabb lejáratú refinanszírozási lehetőség – szintén indirekt típusúak. Az indirekt eszközök a bankok profitérdekeltségét használják ki: a jegybank megnyit/felajánl valamilyen eladási/vásárlási/hitel-igénybevételi/betételhelyezési lehetőséget meghatározott feltételekkel a kereskedelmi bankoknak, amelyek azután saját érdekeik és döntéseik alapján élnek is ezekkel, vagy sem.

A második világháború után egészen az 1980-as évekig azonban – bár az indirekt eszközökből egyik-másik létezett és használták is – nem ezek, hanem a direkt eszközök használata volt a jellemző a monetáris politikában. A direkt eszközök használata azon alapul, hogy a jegybank mint hatóság kötelező előírásokat hozhat, amelyeket a bankoknak követniük kell, erről nem dönthetnek szabadon, profitérdekeik alapján. Ilyen eszközök voltak: a kötelező tartalékráta, a betét- és hitelkamatok kötelező

előírása vagy maximálása, hitelplafonok (a bank által nyújtható összes hitel) előírása, irányított hitelek, ezen belül a kötelező államkötvény-vásárlás.

A direkt, tehát hatósági kényszeren alapuló eszközök alkalmasak (lehetnek) arra, hogy a monetáris politikai célok helyett időnként költségvetési célokat (is) szolgáljanak, azaz megkönnyítsék és olcsóbbá tegyék a költségvetési deficit finanszírozását és az államadósság kezelését, azaz megvalósítsák a pénzügyi repressziót. Az alacsony hitel- vagy betéti kamatmaximum előírása természetesen kedvez a legnagyobb adósnak, az államnak, de – a jegybanki nyereségre, veszteségre gyakorolt hatásán keresztül – ilyen következményekkel jár a magas, nem kamatozó kötelező tartalékok előírása, az alacsony kamatozású (esetleg nem forgalomképes) államkötvények, kincstárjegyek minimális állományának megkövetelése a bankoktól. Szerény, néhány százalékos „kúszó” infláció mellett az ilyen eszközök alkalmazásával el lehet érni azt, hogy az államadósság reálkamata tartósan és jelentősen negatív legyen. Ennek hatása nagyon jelentős lehet az államadósságra. *Reinhart–Sbrancia* [2011] számítása szerint az 1945–1980-as időszakban az Egyesült Államokban és az Egyesült Királyságban évi átlagban a GDP 3-4 százalékára becsüljük az adósság negatív reálkamat révén elért csökkenését, Ausztráliában és Olaszországban, ahol az infláció magasabb volt (évi 5 százalék körüli), az adósságcsökkentő hatás ennél is nagyobb volt (1. o. és 28. o.).

Ezek a mértékek elég figyelemre méltók ahhoz, hogy felkeltsék az állandó költségvetési kiigazítási kényszerek alatt feszengő gazdaságpolitikusok és politikusok érdeklődését. A negatív (vagy alig pozitív) reálkamat azért is vonzó lehet, mert valamelyes beruházásélénkítő hatás is várható tőle, és azért is, mert az államon kívül más adósok terheit is könnyíti, és ezzel hozzájárul az egyenlőtlenségből adódó növekedési probléma enyhítéséhez. Minden eddigi tapasztalat szerint, a pénzügyi represszió politikájának szüksége van a kézben tartott, „kúszó” inflációra. Azoknak az eddig elképzelt eszközöknek a gyakorlati megvalósíthatósága legalábbis kétséges, amelyek – viszonylagos vagy teljes árstabilitás, netán defláció mellett – jelentős mértékben és huzamos időn át fenntartják a negatív reálkamatokat (*Haldane* [2015] és *Buiter–Rahbani* [2015]).

A pénzügyi represszió politikája – amire tehát kísértés biztosan lesz – persze nem kockázatmentes. Veszélyei közül legelső az infláció kézben tarthatósága: ha újra felélednek és terjednek az inflációs várakozások, akkor egyre nehezebb ellenállni az infláció folyamatos gyorsulásának. Kérdés, hogy az alacsony infláció mintegy két évtizede (nagy mértéktartás – *Great Moderation*) és az utóbbi évek deflációs szorongása után a döntéshozók milyennek látják a mérsékelt infláció kézben tartásának lehetőségét „... vajon magasabbak az infláció nettó költségei 4 százalék mellett, mint a 2 százalékos jelenlegi célsáv mellett? Nehezebb az inflációs várakozások lehorgonyozása 4 százaléknál, mint a 2 százalékos jelenlegi célsávnál?” (*Blanchard és szerzőtársai* [2010] 11. o.)

A pénzügyi represszió politikájának egy másik problémája, hogy a bankokat terhelő represszív szabályozásoknak a pénzügyi közvetítő rendszer egészére kell (kellene) kiterjedniük, különben mesterséges versenyelőnyhöz juthatnak a nem banki pénzügyi intézmények. (Annak idején, a hetvenes években az ilyen intézmények,



elsősorban a befektetési alapok térnyerése motiválta a bankszabályozás liberalizálását, a direkt helyett az indirekt monetáris eszközök fokozódó használatát.) Ez sem könnyű probléma, de nem jelentene teljes újdonságot: a banki szabályozásnak a válság kezdete óta bekövetkezett szigorítása (a tőkekövetelmények növelése, a likviditási követelmények bevezetése, a befektetési és kereskedelmi banki tevékenység szétválasztása, az előbbieik korlátozása stb.) már eddig is jelentősen rontotta a bankok más pénzügyi közvetítőkkel szembeni versenyhelyzetét, ami előbb-utóbb megoldást kíván. (Ez legkétszerez akkor lesz, amikor az úgynevezett árnyékbankrendszer egyik vagy másik szegmensében lesznek nagy bukások, hiszen a kockázatok most nagyobb mértékben ott sűrűsödnek.)

Végül, de nem utolsósorban a közvetlen monetáris eszközök széles körű és pénzügyi repressziót kiváltó használata következményekkel jár (járna) a pénzügyi globalizációra is. Nem lehetne fenntartani a nemzetközi tőkeáramlás gyakorlatilag korlátlan szabadságát, hiszen akkor a direkt eszközök könnyen megkerülhetők lennének. A helyzet persze az, hogy a nemzetközi tőkeáramlás szabályozása/korlátozása mellett erős érvek szólnak a belső pénzügyi represszió nélkül is (*Tarafás [2015]*).

## A nemzetközi tőkeáramlás

A nemzetközi tőkeáramlás liberalizálása az 1970-es évek közepétől többé-kevésbé párhuzamosan haladt a belső bankszabályozás liberalizálásával, a direkt monetáris eszközök háttérbe kerülésével az indirektekkel szemben. Ezt megelőzően a legfejlettebb országok is alkalmaztak korlátozásokat a határon átnyúló tőkemozgások különböző fajtáira. A korlátozások bevallottan legfőbb célja a fizetési mérleg védelme volt, valójában azonban gyakran inkább az, hogy súlyos külső egyensúlyhiány esetén se kelljen a valutát le- vagy felértékelni, és a belső gazdaságpolitikában se kényszerüljenek a munkanélküliség növekedésével fenyegető monetáris és/vagy költségvetési restrikcióna, illetve az infláció gyorsulását eredményező expanzióra.

Így a fejlett országok körében is általános volt, hogy előzetes engedélyhez kötötték a külföldi befektetéseket, a külföldre történő hitelnyújtást vagy -felvételt, és szabályozták az importért történő fizetéseket és az export ellenértékének hazahozatalát. Egyes országok (Belgium, Olaszország) időnként úgynevezett kettős devizapiacot vezettek be, az export-import fizetéseket fix árfolyamon kellett lebonyolítani, míg a tőkeműveleteket lebegő árfolyamon. Az Egyesült Államokban a hatvanas évek folyamán új korlátozásokat léptettek életbe a nemzetközi tőkeműveletekre: a Fed „önkéntes hitelkorlátozási irányelvekkel” korlátozta a bankok hitelnyújtását, a pénzügyminisztérium úgynevezett kamatkiegyenlítési adót vezetett be, ami megadóztatta az amerikaiak külföldi kötvénybefektetéseit; a kereskedelmi minisztérium pedig meghatározta az amerikai vállalatok fejlett országokba irányuló működőtőkeberuházásainak és a repatriálendő profitnak a mértékét. A tartósan fizetésimérleg-többlettel jellemezhető országok (elsősorban az NSZK és Svájc) időnként nulla vagy negatív kamatot írtak elő külföldiek bankbetéteire, vagy az ilyen betétek után 100 százalékos tartalékolásra kötelezték bankjaikat.

A liberális közgazdászok már az 1950-es évek elején úgy érveltek, hogy a korlátozások valójában nem a fizetési mérleg védelmét szolgálják, hanem az árfolyam fixen tartását teszik lehetővé. A korlátozások és a nemkívánatos belső restriktió vagy expanzió elkerülésére a lebegő árfolyamokra való áttérést ajánlották (Friedman [1953]). Magyarázatuk szerint a lebegő árfolyamok, amelyek a devizapiaci kereslet-kínálat viszonya alapján szabadon mozognak, automatikusan egyensúlyba hozzák a fizetési mérleget (a deficit következtében leértékelődő árfolyam növeli az exportot, és fékezi az importot, a szufficit pedig fordítva hat), így lehetővé teszik, hogy a monetáris (és a költségvetési) politika kizárólag belgazdasági célokra összpontosítson. Lényeges eleme volt a lebegő árfolyamok ígért működésének, hogy – támogatóik szerint – azok a valóságban igen stabilak lesznek, mert a spekuláció stabilizálja őket. Eszerint a spekulánsok, előre látva, hogy az árfolyam mozgása kiigazítja magát a mozgást előidéző egyensúlyhiányt, a leértékelődő valutát vásárolják arra számítva, hogy a bekövetkező mérlegkorrekció újra felértékeli azt, így kisimítják az árfolyamok rövid távú ingadozását.

A lebegő árfolyamra való áttérés (1973) után nagyon gyorsan, már a hetvenes évek közepén megkezdődött a nemzetközi tőkeáramlás korlátainak felszámolása abból a megfontolásból, hogy ezek fölöslegesek, mert a lebegő árfolyamok ezek nélkül megoldják a külső egyensúly problémáját (és különben is megkerülhetők). Először az Egyesült Államokban, majd az Egyesült Királyságban és sokkal fokozatosabban a nyolcvanas évek végére a kontinentális nyugat-európai országokban, majd a kilencvenes években a legtöbb volt (európai) szocialista országban és a fejlődő országok nagy részében. A korlátozások felszámolását követően gyorsan és töretlenül nőtt a nemzetközi tőkeáramlás. A Nemzetközi Fizetések Bankjának háromévente végzett felmérése szerint 2013-ban a devizapiacok napi forgalma már 5345 milliárd dollár volt (BIS [2013a]). Ehhez képest nem csak a hivatalos devizatartalékok törpültek el (2012 végén a világon összesen nem egészen 11 ezermilliárd dollár – BIS [2013b] 22. o.). Ha a devizapiacok napi forgalmát átszámítjuk éves szintre, azaz megszorozzuk a munkanapok számával (bár a devizapiacok egy része hétvégén is működik), azt kapjuk, hogy a devizapiaci forgalom legalább 50-60-szorosa a külkereskedelmi forgalomnak [az UNCTAD adatai szerint 2012-ben a világexport értéke mintegy 19 ezermilliárd dollár volt (<http://unctad.org/en/Pages/statistics.aspx>)]. Más szóval a devizaforgalomnak csak egy kis töredéke kapcsolódik reálgazdasági tranzakciókhoz, a túlnyomó része tiszta tőkeforgalom. Az egyes valuták iránti kereslet és kínálat csak kismértékben függ az import és export értékétől, sokkal inkább a tőke mozgásoktól. Még akkor is, ha a tőke mozgások meghatározói a fundamentális elemzés hívei (tehát olyan spekulánsok, akik szerint az árfolyamot az érintett ország gazdasági és pénzügyi folyamatai határozzák meg), nehéz elképzelni, hogy ilyen elemzésből mindig olyan piaci döntés születik, amely az árfolyamot hosszabb távú értékéhez közelíti. Nagyon nagy számú makroökonómiai indikátorról van szó, amelyek gyakran ellentétes vagy éppen sokféle következtetés levonására adnak alapot. A piac „figyelme” hol az egyik, hol a másik, hol a harmadik mutatóra összpontosul; adott folyamatokra való gazdaságpolitikai reakció természetete, mértéke és ideje bizonytalan, valamint az is, hogy egy-egy gazdaságpolitikai lépés, ha már megtörtént, milyen (változó) távon

fejt ki hatását stb. Igazán emberfölötti képességekkel kell (kellene) rendelkezniük a spekulánsoknak ahhoz, hogy fundamentális elemzés alapján mindig vagy többnyire az árfolyamot a fizetési mérleget tartósan egyensúlyba tartó szintre korrigálják. És akkor még tegyük hozzá, hogy a fundamentális (tehát közgazdasági összefüggésekre apelláló) elemzés hívei csak a devizapiaci kereslet-kínálat egy (esetenként nyilvánvalóan kis) részét adják, a piaci árfolyamok alakulásában nagy, gyakran meghatározó szerepet játszanak a közgazdasági összefüggéseket már elvből is mellőző „technikai elemzők”, továbbá azok a piaci szereplők, akik a híreket, ezek különféle piaci interpretációit, pletykákat, nyájszellemet követik.

Mindez persze nem jelenti azt, hogy lebegő árfolyamok esetén a fizetési mérleg hiánya soha, semmilyen távon nem vált ki egyensúlyhiányt korrigáló árfolyamváltást. De semmi sem utal arra, az egyensúlyhiány korrekciója gyorsabb vagy hatékonyabb lenne a lebegő árfolyamrendszerben, mint korábban volt – éppen ellenkezőleg. 170 ország 1971 és 2005 közötti adatait elemezve egy tanulmány arra a következtetésre jut, hogy „... kifejezetten hiányzik bármilyen erős kapcsolat a *de facto* nominális árfolyamrezsim és a folyó fizetési mérleg kiigazításának sebessége között” (Chinn–Wei [2009] 17. o.). Továbbá a külső egyensúlyhiány mutatói sokkal nagyobbak a lebegő árfolyamrendszerre való áttérés és a nemzetközi tőkemozgások liberalizálása óta: az 1972–2009-es időszakban a folyó mérleg hiánya a GDP százalékában kifejezve átlagban a dupláját tette ki az 1944 és 1971 közötti időszak megfelelő adatának. Ezek a sokkal nagyobb mértékű egyensúlyhiány-értékek azért voltak lehetségesek, mert az 1980-as évtized közepétől és különösen 1995 óta gyorsan nőtt a nemzetközi tőkeáramlás, 2007-ben elérte a világ GDP-jének 17 százalékát (Haldane [2010], Speller és szerzőtársai [2011]).

Az 1990-es évek óta (talán elsősorban az 1997-es délkelet-ázsiai válságot követően) meglehetősen általánossá vált a fejlődő (feltörekvő) gazdaságokat sújtó pénzügyi válság fő tényezőinek elemzése, nagyjából a következő gondolatmenet szerint. Az adott országban laza volt a monetáris és a költségvetési politika, az árfolyam túlértékelt volt, a fejletlen és gyengén szabályozott bankrendszer valóságos hitelorgiát rendezett, rövid lejáratú forrásokból hitelezett a belföldi vállalatoknak és a lakosságnak, gyakran devizában. Több évig tartó ilyen folyamatok után egyszer csak valami belobbantja a válságot – gyakran a külföldi befektetők, akik felismerik a folyamatok fenntarthatatlanságát, ezért gyorsan és masszívan kezdik kivonni a tőkét az adott ország bankjaiból és tőkepiacáról. Az ilyen válságok megelőzésére, elkerülésére készek a receptek: fegyelmezett monetáris és költségvetési politika, szabadon lebegő árfolyam, a bankrendszer fejlesztése és megfelelő szabályozása stb.

Nyilvánvaló, hogy a gazdaságpolitika, a szabályozás, a bankrendszer könnyen tévedhet hosszabb távon követhetetlen utakra, a nemzetközi tőkeáramlástól függetlenül is. Mégis a legkevesebb, ami mondható: a jelenlegi nemzetközi pénzügyi rendszer nem könnyíti meg a kiegyensúlyozott és fenntartható gazdaságpolitikát. A feltörekvő gazdaságok különösen kitétek az olyan nemzetközi tőkeáramlásnak, amelyek eredetére semmilyen hatásuk nincs. Egy nemrég készült tanulmány ötven feltörekvő és fejlett országban az 1980–2009-es időszakban tapasztalt nagymértékű tőkebeáramlást és tőkekiáramlást elemezve, arra a következtetésre jutott, hogy

„... a tőkeáramlási hullámokat elsősorban globális tényezők váltják ki. A kockázatkerülést és a gazdasági bizonytalanságot egyaránt magában foglaló globális kockázat az egyetlen olyan változó, amely következetesen megmagyarázza a tőkebeáramlások minden egyes típusát... belföldi tényezők általában jelentéktelenek a tőkeáramlási hullámok magyarázatában” (*Forbes-Warrock* [2012] 236.o.). Egy másik tanulmány tovább megy: „Létezik egy globális pénzügyi ciklus a tőkeáramlásban, eszközárakban és a hitelnövekedésben...[ami] együtt mozog... a bizonytalanság és a piacok kockázatkerülésének egy mutatójával... A globális pénzügyi ciklus nem alkalmazkodik az egyes országok sajátos makrogazdasági feltételeihez..., a globális pénzügyi ciklus egyik meghatározója a központi ország monetáris politikája” (*Rey* [2013] 1. o.). A „központi ország” monetáris politikája pedig a Fed monetáris politikája (*Ábel* [2015] 288–290. o.).

Olyan időszakban tehát, amikor a piacok alacsonynak látják a globális kockázatot (és különösen, ha a fejlett országok monetáris politikája expanzív), a feltörekvő ország gazdaságpolitikája masszív tőkebeáramlás veszélyével néz szembe, amelyre különböző válaszokat adhat, de mindegyik komoly problémával terhelt. Az egyik válasz az lehet, hogy hagyja a valutája árfolyamát felértékelődni. A felértékelődés azonban (hacsak nem erősen alulértékelt árfolyamról indul) rontja a versenyképességet és a folyó fizetési mérleget, továbbá restriktív hatást gyakorol a belgazdaságra, miközben a valuta egyre inkább kiszolgáltatottá válik a tőkeáramlás hirtelen megfordulásának. Nem jobb a helyzet akkor sem, ha a jegybank csökkenti a (belföldi) kamatokat (azért, hogy kevésbé vonzóvá tegye a valutát a tőkebeáramlás számára), mert a keletkező többletlikviditás eredménye az infláció gyorsulása, a reálárfolyam felértékelődése és a folyó fizetési mérleg romlása lesz, ami idővel tőkekiáramlást vált ki. És ilyenkor a tőkekiáramlás brutális.

Az amerikai monetáris politika 2013 nyarán kilátásba helyezett szigorodásának feltörekvő országokra gyakorolt hatását elemezve, *Eichengreen-Gupta* [2013] arra a következtetésre jut, hogy „... azok a feltörekvő országok szenvedték el a legnagyobb valutaleértékelődést, devizatartalék-veszteséget és tőzsdéi árfolyamesést..., amelyek a megelőző időszakban eltúrték valutájuk reálárfolyamának legnagyobb felértékelődését és a legnagyobb deficitnövekedést a folyó fizetési mérlegben”. Aligha vigasztaló, hogy „... a gazdaságpolitika és gazdasági teljesítmény indikátorai (költségvetési deficit, államadósság, a tartalékok szintje, a GDP növekedési üteme) nem azt mutatják, hogy a jobb teljesítmény jobban megvédett” (i. m. 15. o.).

A belgazdaság csak két módon lehetne megvédhető a nemkívánatos tőkebeáramlástól. Az egyik a sterilizált intervenció. A devizapiaci intervenció elejét veheti az árfolyam felértékelődésének, a sterilizáció pedig megakadályozhatja, hogy az így keletkező többletlikviditás az infláció gyorsulásához, a reálárfolyam felértékelődéséhez és a folyó fizetési mérleg romlásához vezessen. Masszív tőkebeáramlás masszív intervenciót tenne szükségessé, ami (ha egyáltalán lehetséges a feltörekvő gazdaság viszonylag szerény tőkepiacán) nagyon költséges dolog (a tőkeáramlás bármikor lehetséges megfordulása miatt nagy devizatartalékokra lenne szükség, amelyek alacsony kamatozásúak). A Világbank egy jelentése szerint „rendezetlen kiigazítás esetén” az olyan feltörekvő országok, amelyek devizatartalékai „csak”

a dupláját érik el a rövid lejáratú tartozások plusz a folyómérleg-deficit összegének (*Gross External Financing Requirement*), veszélybe kerülnek (Financial Times, 2014. január 16. 1. és 24. o.).

A másik lehetőség a nemkívánatos tőkebeáramlás elleni védekezésre a nemzetközi tőkeműveletek szabályozása: ezek lehetnek „adminisztratív” jellegű korlátozások és/vagy áralapú szabályok (például a rövid lejáratú külföldi bankbetétek kamatának maximálása). Ezek a korlátozások sem problémamentesek: „... minél erősebben integrált a feltörekvő gazdaság a világgazdaságba (folyómérleg-tranzakciókkal, hosszú lejáratú tőkeáramlással és működőtőke-befektetésekkel), annál kevésbé hatékony a rövid lejáratú tőke be- és/vagy kiáramlás korlátozása” (*Lamfalussy* [2000] 132. o.).

Ezzel együtt is, ha makrogazdasági eszközök nem állnak rendelkezésre a tőkebeáramlás mérséklésére (az árfolyam nem alulértékelt, nincs lehetőség további monetáris lazításra vagy költségvetési szigorításra), ha a szabályozott pénzügyi körben (gyakorlatilag a bankrendszerben) bevezethető prudenciális szabályok nem elegendők (mert a tőkebeáramlás nagy része a nem szabályozott pénzügyi körökön vagy a nem pénzügyi szektoron keresztül történik), akkor a tőkekorlátozások elkerülhetetlenek (*Ostry és szerzőtársai* [2012] 3. o.). A probléma persze sokkal kezelhetőbb lenne, ha a tőkebeáramlás forrásánál (gyakorlatilag a nagy fejlett gazdaságokban) korlátoznák a tőkekiáramlást, különösen annak erős növekedése esetén, így részben „internalizálnák” annak kockázatait (uo. 1. és 20–21. o.).

Egyelőre semmi jele nem mutatkozik annak, hogy a nagy fejlett országok hajlandók lennének tőkekorlátozásokra a rendezettebb nemzetközi pénzügyi viszonyok érdekében. Annak ellenére sem, hogy a szabad nemzetközi tőkeáramlás korántsem mindig problémamentes, vagy következményei korántsem mindig elhanyagolhatók a nagy fejlett gazdaságok esetében sem.

Itt vissza kell utalni a 2008-as pénzügyi válságot megelőző (és megalapozó) amerikai ingatlanpiaci hitelbuborékra. Van olyan nézet, hogy ennek oka a túl laza monetáris politika volt, az indokoltnál sokkal alacsonyabb jegybanki kamat (*Taylor* [2009]). A másik (jegybanki) megközelítés viszont azt hangsúlyozza, hogy a hitelezési buborékban nagy (döntő?) szerepe volt magas hitelminőségű amerikai értékpapírok (államkötvények és jelzálogalapú eszközfedezetű kötvények) iránti erős külföldi keresletnek:

„... az amerikai devizabelföldiek által 2003 és 2007 között kibocsátott magas hitelminőségű értékpapírok egy jelentős részét (55 százalékát) külföldieknek adták el” (*Bernanke* [2011] 22. o.), részben többletmeztakarítással rendelkező feltörekvő gazdaságoknak, részben pedig más fejlett országoknak, elsősorban európaiaknak [európai: euróövezet plusz az Egyesült Királyság]. „A pénzügyi válság kitörése után kiderült, sok európai pénzügyi intézet nagyrészt amerikai befektetők által vásárolt rövid lejáratú dollárkötelezettségekkel – mint például kincstárjegyekkel és bankbetétekkel – finanszírozta az amerikai eszközök vásárlását.” (Uo. 25. o.) „Tekintettel a biztonságos amerikai eszközök iránti élénk keresletre, meglepő lett volna, ha nem jelenik meg az ilyen eszközök megfelelő kínálata... a biztonságos eszközök iránt a külföldi befektetők által támasztott keresletre való válasz döntő tényezőnek bizonyult a kockázatos hitelek jó hitelminőségű értékpapírokká történő átalakításnak

folyamatában. ... Ez segíthet megérteni, miért csak kicsit nőtt a jó minőségűnek tekintett amerikai eszközök hozama a monetáris politika szigorítása és a kibocsátott jelzáloghitelek nagy volumene ellenére.” (Uo. 26. o.)

Más szavakkal: a nemzetközi tőkemozgás részeként a külföldi bankok által közvetített belföldi megtakarítások olyan erősek voltak, hogy közömbösítették a világ leghatalmasabb jegybankja monetáris szigorításainak hatását (2004 és 2006 között a jegybanki kamat 1 százalékról 5,25 százalékra emelkedett), és összeomlásig táplálták a buborékot. Túlzás-e az a következtetés, hogy lebegő árfolyamok esetén is „önálló monetáris politika csak szabályozott tőkeáramlás esetén lehetséges” (Rey [2013] 1. o.)?

### Hivatkozások

- ÁBEL ISTVÁN [2015]: A monetáris politika globális tendenciái és a stabilitási kockázatok. *Közgazdasági Szemle*, 62. évf. 3. sz. 284–304. o.
- BERNANKE, B. S. [2011]: Les flux internationaux de capitaux et le repli vers les actifs surs aux États-Unis 2003–2007, Banque de France. *Revue de la stabilité financière*.
- BIS [2013a]: Triennial Central Bank Survey of foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results. Bank for International Settlements, <http://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf>.
- BIS [2013b]: 83rd Annual report. Bank for International Settlements, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2013e.htm>.
- BIS [2015]: Quarterly Review. Bank for International Settlements, [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1512.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1512.htm).
- BLANCHARD, O.–DELL’ARICCIA, G.–MAURO, P. [2010]: Rethinking Macroeconomic Policy. IMF Staff Position Note, <http://dx.doi.org/10.5089/9781455224982.004>.
- BUIER, W.–RAHBARI, E. [2015]: High Time to Get Low: Getting Rid of the Lower Bound On Nominal Interest Rates. *Global Economics View*, Citi Research, <http://willembuiet.com/ELB.pdf>.
- CECCHETTI, S. G.–MOHAUTY, M. S.–ZAMPOLLI, F. [2010]: The future of public debt: prospects and implications. Bank for International Settlements Working Paper, No 300.
- CHINN, M. D.–WEI, S. J. [2009]: A Faith-based Initiative Meets the Evidence: Does the Flexible Exchange Rate Regime Really Facilitate Current Account Adjustment? NBER Discussion Paper, No. 14420. <http://www.nber.org/papers/w14420>.
- EC [2009]: 2009 Aging Report: Economic and budgetary projections for the EU 27 member states (2008–2060). European Commission, *European Economy*, 2. [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication14992\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication14992_en.pdf).
- EICHENGREEN, B. J. [2014]: Secular stagnation. A review of the issues. Megjelent: *Teulings, C.–Baldwin, R.* (szerk.): *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. Centre for Economic Policy Research Press, London, 41–46. o. [http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox\\_secular\\_stagnation.pdf](http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf).
- EICHENGREEN, B. J.–GUPTA, P [2013]: Tapering Talk: The Impact of the Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets. Policy research working paper, The World Bank, Washington D.C.
- FAWLEY, B. W.–NEELY, CH. J. [2013]: Four Stories of Quantitative Easing. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 95. No. 1. 51–88. o.



- FORBES, K. J.–WARNOCK, F. E. [2012]: Capital Flow Waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics*, Vol. 88. No. 2. 235–251. o. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jinteco.2012.03.006>.
- FRIEDMAN, M. [1953]: *The Case for Flexible Exchange Rates*. Megjelent: *Essays in Positive Economics*. University of Chicago Press, Chicago.
- GORDON, R. J. [2014]: The turtle's progress: Secular stagnation meets the headwinds. Megjelent: *Teulings, C.–Baldwin, R. (szerk.): Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. Centre for Economic Policy Research Press, London, 47–59. o. [http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox\\_secular\\_stagnation.pdf](http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf).
- HALDANE, A. G. [2010]: Global Imbalances in retrospect and prospect. Speech, Bank of England, Global Financial Forum, Chatham House Conference on “The New Global Economic Order”. november 10. <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2010/speech468.pdf>.
- HALDANE, A. G. [2015]: How low can you go? Speech, Bank of England, Portadown Chamber of Commerce, Northern Ireland, szeptember 18. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2015/speech840.pdf>.
- KUMHOF, M.–RANCIÈRE, R. [2010]: Inequality, Leverage and Crises. IMF Working Paper WP/10/268. International Monetary Fund, <http://dx.doi.org/10.5089/9781455210756.001>.
- LAMFALUSSY, A. [2000]: *Financial crises in Emerging Markets. An Essay on Financial Globalization and Fragility*. Yale University Press, New Haven–London.
- OECD [2014]: *Shifting Gear: Policy Challenges for the Next 50 Years*. Organisation for Economic Cooperation and Development Economics Department Policy Note, No. 24. <https://www.oecd.org/eco/growth/Shifting%20gear.pdf>.
- OSTRY, J. D.–GHOSH, A. R.–KORINEK A. [2012]: Multilateral Aspects of Managing the Capital Account. IMF Staff Discussion Note, No. 12/10. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1210.pdf>.
- PIKETTY, T. [2015]: *A tőke a 21. században*. Kossuth Kiadó, Budapest.
- RAJAN, R. G. [2010]: *Fault Lines. How hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton University Press, Princeton–Oxford.
- REINHART, C. M.–ROGOFF, K. S. [2009]: *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press, Princeton–Oxford.
- REINHART, C. M.–ROGOFF, K. S. [2013]: Financial and Sovereign Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten. Megjelent: *Classens, S.–Kose, M. A.–Laeven L.–Valencia, F. (szerk.): Financial Crises. Causes, Consequences, and Policy Responses*. International Monetary Fund, <http://dx.doi.org/10.5089/9781475543407.071>.
- REINHART, C. M.–SBRANCIA, M. B. [2011]: The Liquidation of Government Debt. Peterson Institute for International Economics. Working Paper Series, No. 10–11. <http://dx.doi.org/10.3386/w16893>.
- REY, H. [2013]: Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. VOX CEPR's Policy Portal, <http://www.voxeu.org/article/dilemma-not-trilemma-global-financial-cycle-and-monetary-policy-independence>.
- SPELLER, W.–THWAITES, G.–WRIGHT, M. [2011]: The future of international capital flows. Bank of England, Financial Stability Paper, No. 12.
- SUMMERS, L. H. [2014]: Reflections on the “Secular Stagnation Hypothesis”. Megjelent: *Teulings, C.–Baldwin, R. (szerk.): Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. Centre for Economic Policy Research Press, London, 27–38. o. [http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox\\_secular\\_stagnation.pdf](http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf).

- SUMMERS, L. H. [2015]: The case for expansion. *Financial Times*, 2015. október 8. 9. o.
- SURÁNYI GYÖRGY [2015]: Adósságleépítés mikro-, makro- és globális megközelítésben. *Közgazdasági Szemle*, 62. évf. 7–8. sz. 811–818. o.
- SWISS RE [2015]: Financial repression: The unintended. consequences. <http://www.terrygrennon.com/wp-content/uploads/2015/04/Financial-Repression-The-Unintended-Consequences.pdf>.
- TARAFÁS IMRE [2015]: Exchange Rates and Capital Flows. *Periodica Polytechnica*, Vol. 23. No. 1. 1–6. o. <http://dx.doi.org/10.3311/PPso.7965>.
- TAYLOR, J. B. [2009]: The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong. NBER Working Paper, No 14631. <http://www.nber.org/papers/w14631.pdf>.