

BOTOS KATALIN*

FIZETÉSI MÉRLEG: A GAZDASÁGPOLITIKA MOSTOHAGYEREKE

ABSTRACT

Magic triangle, magic four, magic six: there are different conflictic economic policy aims. In contemporary economy the public enemy No1 is unemployment in the developed and emerging countries. To create jobs states support consumption and the housing industry by lowering interest rate. Banking industry also contributed to the booming housing business by expanding crediting, sometimes on external resources. In the USA resources were created by securitization. Here, too, was important capital inflow. Financial investments in the new financial innovation were booming til 2008. The crises led to bust in housing business and the whole world economy. constructing industry the leading economic branch got in troubles, housing prices fell. Only excessive state involvement helped to avoid the Great Depression. One root of the problems is neglecting the balance of payments problems, and the too large reliance on external resources. Balance of payments was a stepchilde of economic policy.

Key words: economic policy unemployment, financial innovation, growth, housing, credit expansion, external resources, balance of payments.

A gazdaságpolitika mágikus négyszöge

Minden ország politikája keresi azt a célkombinációt, amelynek megvalósítását maga elé tűzi. A gazdaságelmélet jól ismeri az összeférhetetlen követelmények dilemmáját. A mágikus *háromszög* fogalmán az infláció, a munkanélküliség és a növekedés kérdéseit értik. A mágikus jelző éppen arra utal, hogy egyszerre az összes cél gyakorlatilag nem valósítható meg. Valamelyik cél sérelme az ára a többi mutató javulásának. Vannak, akik széles értelemben a gazdasági, szociális és környezetvédelmi célokat foglalják mágikus egységbe.¹ Karl Schiller német gazdasági miniszter vezette be a *Magisches Viereck*, azaz, a mágikus *négyszög* fogalmát, amely a növekedés, foglalkoztatottság, pénzürték-stabilitás és a *fizetési mérleg* egyensúlyát tartalmazta.

A svájci gazdaságpolitika *Magic Hexagon*-t, mágikus *hatszöget* emleget. Ez a mágikus négyszöghöz hozzáteszi a szociális egyenlőség és a környezetvédelem követelményét is.

Több célt is maga elé tűzhet egy-egy kormányzat, de bizonyos, hogy egyszerre valamennyit aligha tudja elérni. A globalizáció világában a gazdaságpolitika mágikus négy eleme közül a leginkább mostohagyerek talán a *fizetési mérleg egyenlege*.

Nem tévedünk nagyot, ha közmegegyezés alapján azt tekintjük minden *gazdaságpolitika elsődleges céljának*, hogy a társadalom jóléte növekedjék. Ezt általában a GDP növekedésében mérik. A társadalmi stabilitás akkor valószínűsíthető, ha széles néprétegek érik el a középosztályi jólét szintjét. A GDP növekedésének együtt kell járnia a foglalkoztatottság magas színvonalával, mert nem boldogak a polgárok attól, ha az *átlagos* GDP-adat nő, viszont *csak egyes vagyonos rétegek profitjának emelkedése* révén. Sokak bére ugyanakkor nagyon is alacsony marad. Semmi kifogás a profit, mint a GDP alkotóelemének növekedése ellen, sőt! Csakis a profit magas szintje, pontosabban, a megtakarítások folyamatos képződése biztosítja a tartós növekedéshez szükséges beruházásokat. Azonban, ha az embe-

* Prof. Dr. Botos Katalin, az MTA doktora, professzor emerita.

reknek nincs munkájuk, s nincs abból eredő jövedelmük, *ha a profit a bérek rovására nő*, hamar kiderül, hogy a növekedés agyaglábakon állt, és összezsugorodik. Ugyanis, előbb-utóbb beszűkül a fogyasztás, minden növekedés motorja. *Ezért a foglalkoztatottság magas szintje is kiemelt cél.*

Minden ország megtermelt GDP-jének nagyobbik része a belső felhasználásból, ezen belül is a fogyasztásból származik.

Alapegyenletünk: Profit + bér /+ amortizáció/ = fogyasztás + felhalmozás /beruházás/ + export-import egyenlege.

Vannak időszakok és országok, ahol, és amikor a fogyasztást leszorítva, a beruházásokat erőltetik. Elég visszagondolnunk a szocializmus erőltetett iparosítási szakaszára. Napjainkban gyakran azok a gazdaságok sorolnak ide, amelyek dinamikus exportot valósítanak meg, s az export-import egyenlege játszik náluk jelentős szerepet az egyenletben. Vagyis, a bér és profit az adott exporttöbblettel rendelkező ország teljesítményében jelentős részben a külföldön realizálódik. Attól függ, hogy milyen konkrét termékekben testesül meg az export-többlet, hogy milyen termelő-szolgáltató kapacitásai versenyképesek a gazdaságnak a világpiacon. Ha hozzájut a korszerű technikához, s olcsók a bérek, akkor fogyasztási iparcikk-dömpingről lehet szó (Kína). Ha fejlett felsőoktatása révén sok a magasan képzett informatikusa, akkor lehet az országnak akár szolgáltatás-export többlete is (India). Ha általában magasan képzett és korszerű technológiával dolgozik, akkor akár beruházási javak vagy tartós fogyasztási cikkek termelése egyaránt lehetnek jellemző exportágazatok (Japán). Jelentős természeti kincsrel rendelkező országok értelemszerűen ezeket a javakat viszik a nemzetközi piacra (arab olajországok), hiszen otthon nem is lenne felvevő piacuk az adott volumenekre.

Nagy különbség azonban, hogy a feldolgozó iparban a *versenyképesség* teszi-e lehetővé az export-többletet, *vagy a belső fogyasztás visszafogottsága* (alacsony bérek és a magas megtakarítások miatt) *kényszerűen* áramlik a termelés a nemzetközi piacokra. (Akár árál-dozatok árán is, mert otthon nincs kinek eladni, a beszűkült kereslet miatt.) Akár így van, akár úgy, előbb-utóbb strukturális aránytalanságok jelentkeznek a világgazdaságban. Az exporttöbblettekkel szemben ugyanis egy zárt világban valahol *importtöbbleteknek* kell állniuk. Majdhogynem azt kell mondanunk, hogy a mai világgazdaságban *egyes országok predesztinálva vannak a túlfogyasztásra.*² Azzal tesznek jót, ha többlet fogyasztanak, mint megtermelnek. Első látásra ez kellemes tehernek tűnik. A mai világgazdaságot valóban ez az aránytalanság jellemzi: strukturális adósok állnak szemben strukturális hitelezőkkel. A helyzet tartós fennmaradása mindazonáltal kétséges. Az adós pozíciók nem tarthatók fenn a végtelenségig. Az adósságszolgálat költsége az érintett országokban előbb-utóbb gátat emel az eladósodás folytatásának. (Nem véletlen, hogy 2013-ban a törvényhozás még az USA-ban is hatalmas küzdelmet folytat a rendezés lehetséges útjainak megtalálásáért.)

Ezért a gazdaságpolitikának nagyon fontos célkitűzése a külső egyensúly biztosítása, amint ezt Karl Schiller is megfogalmazta. (Végül is ő volt az, aki, mint bevezetőnkben idéztük, a fizetési mérleg követelményt a mágikus négyes részévé tette.) Ez a követelmény *a fizetési mérleg hosszú távú egyensúlyát* jelentené. Azaz, *ezt kellene, hogy jelentse.* Mára azonban a strukturális hiányok és többletek valósággal *kettészakítják a világgazdaságot.* Éppen azért adtuk tanulmányunknak a fenti alcímet. Úgy tűnik, a fizetési mérleg-egyensúly kérdését a kormányok egészen napjainkig *mostohagyerekként kezelték.*

A belső egyensúly megtartására a hetvenes évek stagflációját után irányult nagyobb figyelem. Fajsúlyos célként jelentkezett, hogy az *infláció alacsonyan szinten maradjon.*

Az egyik legfontosabb tényező, ami az infláció elszabadulását eredményezheti, a költségvetési kiadások elszaladása, a deficit kialakulása. Ezért vannak olyan szerzők, akik a mágikus háromszöget *a növekedés, foglalkoztatottság és a költségvetési egyensúly* együttesében

látják. Az Európai Unió sem véletlenül helyezte már Maastricht óta olyan nagy hangsúlyt a deficitek leszorítására, az eladósodás csökkentésére. Aligha vitatható ugyanis, hogy az infláció egyik forrása valóban a közfogyasztás túlzott kereslete. A gazdaságpolitikának ezért törekednie kell a költségvetési deficitek lefaragására, ezáltal az infláció féken tartására.

Az árszínvonal azonban más oknál fogva is elszabadulhat egy országban. Nemcsak keresleti, de költség-infláció is létezik. Jó példa erre a hetvenes évek árrobbanása. Az energiaárak növekedése általános árszínvonal-emelést okozott, ami aztán jelentkezett a bérekben is. Azok is emelkednek, s mindez a nemzetközi versenyképesség komoly akadályává vált egyes országokban. Különösen azokban, amely gazdaságok nem adtak adekvát választ az energiaár-robbanásra. (Nem cserélték sürgősen alacsonyabb fogyasztásra technikai eszközeiket.)

Vita tárgya, mi volt előbb: a bérkövetelések miatti emelés, vagy az infláció miatt jelentkezett a bérkövetelés. Mindenesetre az a Keynes-i feltételezés, hogy infláció árán növekedést és foglalkoztatást lehet generálni, megdőlt Stagflációs helyzet jött létre. Ez vezetett ahhoz, hogy az infláció lett az első számú közellenség. Hiszen kára van, haszna viszont nem jelentkezett.

Az infláció hosszú távon mindenképpen káros a gazdaság számára. A magas inflációs ráta szétzilálja a gazdasági kalkulációt, elveszi a megtakarítások reálértékét, így csökkentheti azokat. A valuta is leértékelődik, ha másutt alacsonyabb az infláció, s az áremelkedés miatt az importigényes gazdaságokban a nemzetközi versenyképesség visszaesik. Az inflációra adható monetáris válasz a megtakarítás ösztönzése lenne. Általában ezért emelik a jegybankok az alapkamatot, s ezzel nő a kereskedelmi hitelek kamata is. Ekkor viszont a beruházás válik túl drágává, ami rontja a gazdasági helyzetet. Adott esetben a kamatemelés elkerülhetetlen, de sajnos, valóban visszaveti a gazdasági növekedést.

Az elmúlt húsz évben azonban nem az volt jellemző, hogy a bérek gyorsabban emelkedtek volna, mint a profitok. *Határozottan szétnyílt az ütem a profit javára*, világszerte. Az inflációt tehát ma már semmiképp nem lehet a bérharc számlájára írni. Ellenkezőleg: a bérek relatív szűkösek. Ez beszűkíti a belső piacot, így ezért sem várható növekedés, és következésképpen növekvő foglalkoztatás sem.

Növekedés, foglalkoztatottság, árstabilitás, fizetési mérleg egyensúly a gazdaságpolitika mágikus négyyszöge. Ezeket kellene tehát a gazdaságpolitikának biztosítania a piac szereplői számára, hogy a jólét emelkedését elérje, (romlását elkerülje), s így a társadalmi stabilitást a legnagyobb mértékben megvalósíthassa. Természetesen, nem csupán általános keretfeltételek kialakításáról van szó. A gazdaságpolitikának konkrétabb, ágazati célokat is maga elé kell tűznie. Most azonban koncentráljunk ezekre a fontos általános célokra.

Demokráciákban a különböző kormányprogramok abban térnek el egymástól, hogy a mágikus négyyszög melyik elemét preferálják, melyik problémát tekintik „az első számú közellenségnek”. Az ellene vívott küzdelemben azonban – mint láttuk – a többi cél rendszerint sérül. Ez ismét módot ad politikai erőknél programjaik újrafogalmazására. Németország például hagyományosan az inflációt tekintette a legveszélyesebbnek, s gazdaságpolitikáját az infláció féken tartására kondicionálta. Manapság viszont az Európai Unióban a foglalkoztatottság hiánya a legnagyobb gond, ami a növekedés alacsony szintjében is tükröződik. Ezért jelenleg a növekedés – és legfőképpen a foglalkoztatottság – növelése tűnik legfontosabb célnak. (A németek nem adják fel az infláció első helyi fontosságát, de az ECB politikájában – melyre nagyon meghatározó befolyást gyakorolnak – ebből valamelest engedniük kellett.)

Stratégiai szempontból viszont ma a térség egyes országai számára a legnagyobb kihívást a fizetési mérleg-aránytalanságok, s az ennek következtében felhalmozódott külső adósságok jelentik.

A *külső eladósodás* abszolút világproblémává vált. Éppen negyedszázada megjelent munkámban foglalkoztam első ízben ezzel a témával.³ A 80-as évek adósságválsága egyértelműen a *makroszintű túlköltekezés* eredménye volt. Már akkor rámutattam a tartós és jelentős költségvetési hiányra a világgazdaság szinte valamennyi országában, amely ugyanakkor több gazdaságban a *külső adósságok felhalmozásával* is párosult. Magyarországon is ez volt, s ma is ez az egyik legnagyobb probléma.

Ha a 2008-as válságot nézzük, akkor a közkiadások elfutása mellett jól érzékelhetően a *háztartások szintjén* is jelentkezik a túlköltekezés. Az USA-ban éppúgy, mint nálunk. Most már nem csupán a közszféra, de a *magánszféra* tagjai is túlnyújtózkodtak a takarójukon. Ez a válság egyik további mélyen fekvő oka. Érdemes tehát a kérdés vizsgálatába elmélyedni. Miért és hogyan adósodtak el a háztartások az elmúlt évtizedekben? És (nálunk) miért devizában? Vagy, másként fogalmazva, *miért vált a lakásfinanszírozás fizetési mérleg-problémává?*

A lakásfinanszírozás gazdaságpolitikai jelentősége

A modern gazdaság motorja a hitel. Nem csupán azért, mert a termelő szférának a működéséhez és beruházásaihoz hitelre szüksége van, s mert a fejlesztésekhez a szórt megtakarítások összegyűjtése a pénzközlő szektoron keresztül ily módon lehetséges. Hanem azért is, mert a világ fejlett országaiban – mindenekelőtt éppen a legfejlettebb országban, az USA-ban – *a lakosság folyamatosan többet fogyaszt*, mint amekkora jövedelme van.

A hitelek általában kettős célt szolgálnak: a termelést és a fogyasztást. *A két hiteltípus között alapvető különbség van.*

A lakossági hitel a háztartások jövőbeni jövedelmének számlájára előre hozza a fogyasztást. A *termelői hitel* a vállalkozásoknak (az egyébként ily módon kibővült piacra irányuló) tevékenységét finanszírozza, forgóeszköz-hitelként, beruházási hitelként. Az utóbbi időben előtérbe kerültek a fogyasztói hitelek. A hitelállomány jelentős része ma világszerte lakossági fogyasztási, illetve *jelzáloghitel*. A kétszer akkora fogyasztáshoz azonban nagy valószínűséggel kapacitásbővítés is kell. A fogyasztási hitelek tehát a termelési célú hiteleket is maguk után vonzzák.

A jelzáloghitel kettős természetű. Tekinthejük fogyasztási hitelnek, hiszen a tartós személyes fogyasztást jelenti a lakhatást biztosító ingatlan megszerzése. Ha nem lenne, lakbért kellene munkajövedelmünkből fizetni, mint fogyasztási jellegű kiadást. Akkor tekinthejük a lakásberuházást tőke jellegű befektetésnek, ha kimondottan a bérlők számára kiadandó lakások létrehozását szolgálja, vagy építtetője a lakáspiacon – kellő haszon fejében – értékesíteni kívánja ezt a vagyontárgyat. *A lakossági vagyon (hitelre történő) felhalmozását*, azonban inkább *a fogyasztásba számíthatjuk bele*, hiszen annak igénybe vétele nem termelői (jövedelemtermelési, profittermelési) célra történik. A mindennapi szükségletek kielégítésének részévé válik. Lakni valahol mindenképpen kell. Ugyanakkor, a lakásingatlan mégis csak fontos vagyontárgy. Ha az illető maga lakik benne, megtakarítja a bérlet költségét, így *elszabaduló jövedelme keletkezik*, amely azonban többnyire nem válik tőkévé, hanem egyéb további fogyasztássá alakul. (Mármint ha a lakás vásárlása saját megtakarításból történt.) A hitel segítségével megvalósuló lakásvásárlás természetesen csak olyan mértékben gyarapítja az egyének nettó vagyonát, amilyen mértékben a hitelt már visszafizették. A törlesztő részletek többnyire felemészítik a bérlet elmaradása miatti többletjövédelmet. Így egyéb fogyasztásra nem több, sőt, inkább kevesebb jut, vagyis a fogyasztás szerkezete egyszerűen átrendeződik. A hitelre lakást vásárló „lakhatást” „fogyaszt”. Viszont a törlesztés befejeztével lesz egy értékesíthető, vagy tovább örökíthető

vagyontárgya. És ezt követően jövedelméből nem kell lakhatásra költenie. Ez szerencse is, hiszen az igen hosszú lejáratú lakáshitelek törlesztésének végére lassan a nyugdíjas korhoz kerül közel a polgár, s akkor amúgy is csökken a jövedelme. Ha tehát így nézzük, a lakáshitel-konstrukció a fogyasztás kisimítását szolgálhatja.

A lakáshitel-állomány növekedése természetesen kihat a termelő szférára, méghozzá multiplikatív módon, hiszen maga után húzza számos ágazat termelő tevékenységét, tehát adott esetben azok termelői célú hitelfelvételét is. Nem véletlen, hogy minden kormány szorgalmazza, sőt, valamilyen módon támogatja (az új) lakás vásárlását szolgáló hitelezést. Nem feltétlenül önmagában a lakáshoz jutást – az önmagában csak szociális cél lenne, bár politikai szempontból ez is feltétlenül fontos –, hanem az új lakás vásárlását, mert az közvetetten, az építőipar élénkítését jelenti. S ez már gazdasági célt képez. Az építőipar a gazdaság motorja. Ha a fogyasztási szint (beleértve a lakosság otthonteremtő törekvéseit is) visszaesik, hólabda-effektus szerűen csuklik össze az egész gazdaság. Az extra mértékű fogyasztási célú hitelexpanzió esetében az ilyen visszaesés nagyon is várható fejlemény, hiszen a végtelenségig nem növelhető az eladósodottság, az *adósságszolgálat* növekvő terhei miatt. Ha viszont megtorpan a hitel-felvétel, törvényszerűen visszaesik a fogyasztás. Ekkor megindul a lefelé menő spirál, s nehezen kerülhető el a recesszió.

Magyarországon a lakossági hitelek állománya a hetvenes évektől kezdve folyamatosan növekedett. Döntően lakáscélú hiteleket vettek fel a polgárok a rendszerváltás előtt. Hosszú időn keresztül ezt finanszírozta a háztartások OTP-ben lévő megtakarítása. A rendszerváltás küszöbén azonban már jelentős állami kiadások is jelentkeztek, a számottevő *kamat-támogatás* miatt. A létrejött kétszintű bankrendszerben az OTP-t nem lehetett tovább arra kényszeríteni, hogy az infláció miatt egyre költségesebbé váló forrásokból a lakásépítéseket 3%-os, kedvezményes kamatokkal finanszírozza. A piaci kamat különbözetét az állam megtérítette a banknak. Mivel azonban már akkor is túlfeszített volt a költségvetés, speciális adósság-instrumentumokkal: ún. lakásfedezeti, ill. lakásalap-fedezeti kötvények kibocsátásával teremtett erre a támogatásra forrást. (Amit jelentős részben a Társadalombiztosítási Alappal jegyeztettek le.) A rendszerváltás után egyébként az állam – a kormány – felajánlotta, hogy az adósság felének visszafizetése esetén a másik felét a tulajdonában lévő bank elengedi az adósoknak. Csodálatos módon, az adósok nagy részének volt is ennyi pénze. Ez jól mutatta, mennyire indokolatlan volt korábban is állami pénzből támogatni a háztartások jelentős részének vagyonszerzését. Aki viszont nem tudta visszafizetni, annak 15%-ra megemelkedett a kamata. (Hiába: „Aki szegény, az a legszegényebb...”) Ez a kamat még jócskán elmaradt az akkori piaci szinttől – ennyiben tehát kedvezményes volt –, de súlyos terhet jelentett a háztartások számára. Aki perre vitte a dolgot a bankkal (közvetve: az állammal) szemben, meg is nyerte, hiszen egyoldalú szerződés módosítás volt. A többség azonban nem élt a lehetőséggel, nyilván az ismeretek hiánya miatt.

Tekintsünk ki a világgazdaságba is!

Az *Egyesült Államokban* is a hetvenes években kezdődött a mikroszint eladósodása, párhuzamosan a költségvetés *új* eladósodásával. (A II világháborús államadósság „csúcserékét” a háborút követő kormányzatok jelentősen leszorították). A két adósság, tehát a költségvetési, és a magánadósságok párhuzamos felhalmozódása azonban a jelen pénzügyi válságot megelőző években gyorsult fel az Államokban is. 2012 októberében az USA központi kormányzatának adóssága a hivatalos adatközlések szerint 16,2 ezer milliárd. A helyi hatóságok adósságát beszámítva 20,5 ezer milliárd dollár. (Ebben az összegben nincs benne a Ginie Mae, illetve Fannie Mae és Freddie Mac államilag támogatott óriási jelzáloghitel intézetek tartozása, sem a Medicare és a társadalombiztosítás ún. nem tőkefedezeti programjainak tartozása. Pedig a jelzáloglevelek piaca óriási: ma már nagyobb az USA-ban, mint a részvény és vállalati kötvények piaca!)⁴

A lakossági hitel nagysága 2012-ben 13 ezer milliárd dollár,⁵ amelynek zöme lakásjelzálog hitel. A tartozások nagysága a GDP-hez viszonyítva mintegy 87%-ot ér el. (Volt ez 100% is a válság kitörésekor.) Ezen információkból kirajzolódik a lakásfinanszírozással kapcsolatos eszközpiac jelentősége.

Láthatjuk, hogy a világgazdaság vezető hatalmánál a befektetést kereső profit-tömeg *nem a termelő szektor felé fordul*. Nyilván azért, mert a beruházási kereslet az országban nem kielégítő. .

Raghuram Rajan, az IMF volt vezető közgazdásza, chicagói egyetemi professzor így fogalmaz: a modern gazdaságban nem megtakarítás-többlet (savings glut) van, hanem inkább *beruházás szűke* (investment shortage).⁷ Kevés a kedvező hozamot kínáló beruházási, befektetési lehetőség. Ez fordította a profitmotiváció miatt a bankokat (és egyéb pénzközvetítő intézményeket) a jó hozamokkal kecsegtető *lakáshitelezés felé*. Tulajdonképpen a végső felhasználás (fogyasztás) spektrumának kibővülését jelentette, hogy a lakosság élelmiszer, ruha, rezsi, autó s bizonyos szolgáltatások mellett a *saját lakást* is besorolja elvárásai közé, és *erre költ*. Különösen az USA-ban. (Már J. F. Kennedy elnök első választási beszédében is ez volt az „amerikai álm”.)

Az USA-ban alacsony a megtakarítási ráta, a polgárok hozzászoktak ahhoz, hogy jövőbeni jövedelmeik terhére mielőbb kielégítsék szükségleteiket. Ami természetesen nem ellentétes a profittömegre törekvő vállalatok, és a hitelnyújtók érdekeivel sem. Ezzel szemben Európában az átlagos megtakarítás 10%-ot tett ki évről évre. A lakosság többsége óvatosabb kissé, a „ne nyújtózkodj túl a takaródon” elv alapján.

Európában a portfólió zömét a lakosságnál hagyományosan az ingatlantulajdon képezte, de ingatlan tulajdona csak a valóban tehetősebb háztartásoknak volt. Az amerikai lakosság pénzügyi portfóliójában inkább a pénzügyi befektetések voltak hagyományosan túlsúlyban. Az elmúlt évtizedekben viszont az Újvilágban is nagyobb szerepet kapott a lakossági vagyonok felhalmozásában az ingatlan.

Míg Európában a lakossági hitelek aránya a rendelkezésre álló jövedelmekhez a múlt évtized közepén 93,00%-ot ért el, addig az USA-ban ez az érték már 130,00%-ot tett ki. Ezen belül a jelzáloghitelek aránya az USA-ban 75,00% volt, míg Európában csak 63,0%. Az USA-ban tehát relatíve több alacsony jövedelmű polgár is belevágott saját lakás megszerzésébe. A Greenspan-éra alacsony kamatszintje elérhető közelségbe hozta a lakásvásárlást a szegényebb amerikai rétegek számára is. Az állam ezt a tevékenységet támogatta. Ha már nem tud abba beleszólni, hogy milyen bérekben állapodik meg a magántőkés és a munkavállaló, legalább legyen módjuk az alacsony jövedelműeknek is a saját otthon megszerzésére – kedvezményes hitelekkel. Ez határozottan közérzet-javító politikai lépés. Márpedig a tőke (a menedzsment) nem adott magasabb bért a munkás-alkalmazotti rétegeknek, s ezért érezte az amerikai kormány – s általa a FED – kényszerítve magát, hogy a kamatszint leszorításával stimulálja a gazdaságot.⁷

Az alacsony kamatszint azonban eltorzította a munka-tőke arányt. Ily módon a gazdaságpolitika *nem ért el* valós és tartós hatást, hiszen *éppen azokat a munkahelyeket iktatta ki a gazdaságból, amelyeket létre akart hozni*. A vállalatok ugyanis a relatíve olcsó hitelek segítségével inkább technikával *helyettesítették* a relatíve drága munkaerőt, vagy *kiszervezték* a termelést a jóval alacsonyabb bérű fejlődő országokba. Az elmúlt két évtizedben a bér/profit olló szétnyílása jellemezte az amerikai gazdaságot. A profitok minden esetre befektetést kerestek.

A lakásfinanszírozásra szolgáló jelzáloghitelek nagy része *értékpapír-formában* befektetési eszközzé vált, és kikerült a bankok portfóliójából. Így a bankok hagyományos forrásaikon túl tovább tudták folytatni és növelni hitelezési tevékenységüket. A betétgyűjtésen túl, az eladott értékpapírok is friss forrást jelentettek számukra, új hitelekhez.

Értékpapírosítás – válság – válságkezelés

Az értékpapírosítás tehát új befektetési eszközöket teremtett. Évről évre növekvő ütemű volt a hitelek értékpapírrá alakítása és kivitele a tőkepiacra. Az USA-ban évente megkétszereződött az értékpapírosítás volumene. Európában csak a GDP 3,00%-át érte el, míg ugyanez az érték az USA-ban a GDP 17,00%-át tette ki a múlt évtized közepére. Közgazdászok azt hangsúlyozzák, hogy a pénzügyi innováció segíti a kockázat porlasztását: olyan befektetők jegyzik le a papírokat, akik saját tőkeerővel *inkább képesek* a kockázatok viselésére, mint a bankok. Ez elég csalóka érvelés. Mindenesetre, tény, hogy aki megveszi az értékpapírokat, az viseli a kockázatot. A jelzálogalapú papírokat többnyire nyugdíjalapok, befektetési alapok tartják a portfóliójukban. Ezen intézményeknek kimondottan kockázatmentes papírokba kell(ett volna) befektetniük, tehát szó sincs arról, hogy *inkább kockázatviselők*, mint a bankok. Az alapok egyszerűen jó, és – alapokmányuk szabályozása szerint – lehetőleg kockázatmentes befektetést kerestek: megvették a papírokat... És ezáltal, természetesen, viselték a kockázatokat! A befektetési alapok egy részénél lehetőség van bizonyos arányban nagyobb kockázatú befektetések vásárlására, mert azok nagyobb hozammal kecsegtetnek. A nyugdíjalapoknál általában nagyobb a hangsúly a biztonságon, de itt is a konkrét szabályozás függvénye, mennyi kockázatot vállalhatnak be. A kölcsönözhetővel bizalmi alapon dolgozó bankoknál mindenesetre sokkal szűkebb lehet a kockázatok felvállalása.

A bankok éppen ezért adták el értékpapírosítva a hiteleiket a befektetőknek. Ugyanakkor, azon voltak, hogy az így szerzett forrásokból újabb hitelfelvevőkre tegyenek szert, tovább „árulták” a lakáshiteleket, hogy aztán azokat ismét értékpapírosítva megint szétteríthessék, és újabb profitszerzésre alkalmas forrásokhoz jussanak. „Originate to distribute”. Keletkeztették a hiteleket, hogy eladják. Ez lett fő profitforrásuk.

Az intenzív hitelmarketing eredményeként megnőtt a lakások iránti kereslet, ennek következtében nőttek a lakásárak. Az amerikai lakástulajdonosok egy része ekkor lecsérélte az eredeti hitelt egy nagyobb összegűre, hiszen a magasabb lakásárak erre fedezetet adtak. *A két hitel különbségét pedig felélték.* A munkavállaló polgárok nem érzékelték kellően, hogy béremelkedési ütemük lemarad a profítnövekedés ütemétől. Hiszen nőtt a fogyasztásuk! Raghuram Rajan professzor szavaival, a gazdaságpolitika jelszava az alábbi lett: „Egyenek hitelt!”... („Let them eat credit!”).⁹ Mindez *látszatkonjunktúrához vezetett*, hiteltől.

A mesterségesen alacsonyan tartott kamatszint azonban *túlzott eladósodást eredményezett*, és ez sebezhetővé tette az amerikai gazdaságot.

Mivel a pénzügyi innovációkat világméretben terítették befektetési eszközként, a kockázat is világszerte szétterjedt. Noha a német piacok szereplői nem követték az amerikai gyakorlatot a jelzáloghitelek értékpapírosításában – láttuk fentebb, hogy lényegesen alacsonyabb ott az értékpapírosítás GDP-hez viszonyított aránya –, a pénz- és tőkepiacok globális jellege következtében mégis alapos tőkevesztést szenvedtek. A német Hypobank, illetve a Landesbankok is bevásároltak ezekből az amerikai termékekből. Az amerikai gazdaságpolitikának így az egész világra kiterjedő kedvezőtlen következményei lettek.

A válság kiváltó oka – úgy tűnik tehát –, *a reálberuházások szűkössége*, amelyet ezekkel a mesterségesen keltett beruházási instrumentumokkal, *értékpapírosított hitelekkel pótoltak.* Ezek azonban – mivel olyan buborékokat eredményeztek a tőkepiacon, amelyek kipukkantak –, nem valós növekedést hoztak a társadalom számára, hanem csupán *a jövedelmek és vagyonok újraelosztását eredményezték.* Az *értéktelemmé* váló papírokba befektetők *elszegényedtek.* Csak az a nagy probléma, hogy közöttük voltak a *nyugdíjalapok* is.

Egy évtizeden belül már másodszor fizettek rá az amerikai nyugdíjpénztárak a tőkepiacokon kialakult buborékok eszközeibe való befektetésekre. (A dot.com válság volt az évtized elején az első, amikor az IT termékek nagy áremelkedése és hirtelen visszaesése miatt mintegy 8000 milliárd dollárt veszítettek a nyugdíjalapok.)⁹ Ezzel szemben a nagy forgalmat lebonyolító pénzközvetítő intézetek vezetői – ha időben kivették a cégből a nekik járó prémiumokat – reális vagyonokhoz jutottak. A pénzügyi szektor tönkremenő intézményeit a 2008-as válság után a megmentő állam végül is talpon tartotta, *de a költségvetés hatalmas eladósodása árán.*

Az innovációk nem kockázatporlasztó, hanem *spekulációs eszközzé* váltak. Elgondolkodtató, hogyan jött létre ez az óriási kockázattömeg. Nem lehet feltételezni a nyugdíjalapokról, hogy tudatosan mentek bele magas kockázatú termékek tartásába. Akkor se, ha tény, hogy ezeket az alapokat is jól fizetett pénzügyi menedzserek irányítják, akiket nyilván a szerint honorálnak, hogy milyen ügyesen forgatják a rájuk bízott pénzt. S nyilván ezért a magasabb hozamokat keresik, *különösképpen, ha azok kockázatmentesnek tűnnek.*

Valójában itt van a probléma. *Kockázatmentesnek tűntek ezek a befektetések.* Az ördög azonban a részletekben van. Ismernünk kell a pénzügyi innovációk technikai részleteit ahhoz, hogy megértsük a folyamatokat, s ne maradjunk a felszínes ítélezés szintjén. Hajlamosak vagyunk arra – mi, polgárok, s adott esetben politikusok is –, hogy e jelenségeket tudatos bünténynek tekintsük. Van is benne valami, hiszen J. Galbraith is körülbelül így fogalmazott a jelzálogpiaci szereplők tevékenységéről: Ha Önöknek úgy tűnik, hogy ez valami bünszövetkezet, az azért van, mert *az is.*¹⁰ Kétségtelen, hogy a „toxic wastes” kifejezés, amit bizonyos eszközökre a pénzközvetítő szféra szakzsargonja alkalmazott, arra utal, hogy a dealerek tudták, mivel van dolguk, s tudatosan hátrították át a kockázatokat a gyanútlan befektetőkre.¹¹ Fel kell azonban tételeznünk, hogy a pénzügyi menedzserek sem mind az ördögtől valók, tehát nem csak bennük, az egyes emberekben, hanem *a rendszerben magában van a hiba.* (Esetleg *maga a rendszer a hiba.*)

Richard Posner, a jeles amerikai jogtudós, a Law and economics „atyja”, látványosan szembefordult korábbi, a piacot igen nagyra tartó nézeteivel.¹² Faliure of capitalism című könyvében elmagyarázza, hogy hogyan tűnhettek fel bizonyos befektetésre alkalmas papírok, eszközök, kockázatmentesnek. Hasonlóan világos magyarázatot kapunk Raghuram Rajan Törésvonalak (Fault lines) c. könyvéből is.¹³ Úgy volt mindez lehetséges, hogy a szakma akkor érvényes szabályai szerint azok a befektetések valóban egyenként kockázatmentesek is voltak. Az egyik a technika, amit az amerikai szakirodalomból megismerhetünk – nálunk ilyen gyakorlat nemigen volt –, részeire bontotta a csomagban értékpapírosított jelzáloghiteleket. Leegyszerűsítve a csomagokat felszeletelték, különböző minőségű (kockázatu) papírokat adva el különböző befektetőknek. Azok az ún. első osztályú befektetési eszközök, amelyeket a kamathozamokra képeztek, gyakorlatilag kis kockázatúak voltak. Közismert, hogy a hitelszerződések tipikusan a kamatrész törlesztésével kezdődnek. Ezeket az eszköztípusokat adták el a „kényes” intézményeknek, amelyeknek fontos volt az alacsony kockázat – természetesen, szerényebb haszon ígéréttel. A nagyobb kockázatot jelentő, a törlesztő-részletekre alapozott papírok viszont magasabb kamatozásúak voltak, ezeket a „kockázat-éheőbb” befektetők vásárolták. (Természetesen, ezek is abban reménykedtek, hogy azért nem lesz sok bukás, ami fenyegetné őket.) Igazán akkor voltak bajban az első osztályú eszközök vásárlói, amikor a forrásáramlat – mint apálykor a tenger – egységesen visszahúzódott. Ennek valószínűségét az adott világgazdasági helyzetben amikor hatalmas dollárkészletek bolyongtak a világban, befektetést keresve, kétségtelenül alacsonyra becsülték. Mégis bekövetkezett, s éppen a már említett olcsó pénz és az emiatti kiszervezések politikája következtében. A szegényebb hitelfelvevők ugyanis egyre nehezebben találtak munkalehetőséget, ha elvesztették állásukat – esetleg éppen a kiszervezé-

sek miatt. Ilyenkor a jelzálogfizetések elmaradtak. A csalódott befektetők nem kapták meg a várt hozamokat. Eladásba kezdtek, s lavinaszerű folyamatok indultak el. Csak a masszív állami beavatkozások, a nagy jelzálog-intézmények visszaállamosítása, a FED drasztikus pénzmennyiség-növelése mentette meg a világot – legalább is rövid távon – a Nagy Válság idején tapasztalt teljes összeomlástól.

A bankok voltak a felelősök? Az értékpapírokat csomagoló és értékesítő cégek? De hiszen csak új termékeket dobtak a piacra!

A magyar szakirodalomban is többen leírják amerikai piac jelenségeit. Itt Bod Péter Ákos válságkezeléssel foglalkozó könyvének Németh Olivérrel közösen írt fejezetére utalnék. A szerzők – nagy nemzetközi szakirodalmat áttekintve – rámutatnak, hogy a *leginkább a minősítő cégek* felelősek a helyzetért.¹⁴ Ha ezek az intézmények kockázatmentesnek tüntettek fel bizonyos befektetési lehetőségeket, nem indokolt elvárni, hogy ezt számos befektető felülbírálja. Egyszerűen örült a kínálkozó lehetőségnek.

Nehéz keresni a folyamatok végső felelőseit. Végső soron mégis csak a profitéhséget találjuk – és nem is csupán a pénzügyi szektorban. Hibáztathatjuk továbbá az államok fundamentalista vakhitét a piac önszabályozásában. Vagy a torzító hatású „piacélénkítő” beavatkozásokat. Ezek a beavatkozások ugyanis *megakadályozták*, hogy azok a korrekciós mechanizmusok – amelyben a piachívó liberális ideológiák egyébként annyira bíznak –, *valóban működjenek...* Az állam a társadalmat sújtó következmények elhárítását ugyan megpróbálja, de azt nem is kísérelte meg, hogy érdemi ráhatást gyakoroljon a munka-tőke alkumechanizmusára. Az, úgymond, „a piac” feladata... Ily módon egyértelműen a tőke oldalára áll, és sokszor egészen jól megfogható személyes anyagi vagy hatalmi érdekek alapján. (Magas rangú hivatalnokok ui. a későbbiekben gyakran a megsegített cégeknél jól fizető állásokban tűntek fel.)¹⁵

Mindez ráirányítja a figyelmet a válság morális gyökereire.

Nem holmi „balos” közgazdasági elméletek állnak a fentiek mögött. Lehetséges éppen ezzel egy konzervatív válasz is a torzítás kérdésére. *Engedjük hatni a piaci mechanizmusokat*, felvállalva, hogy a piacon a siker és bukás párban jár – és ez alól ne legyen kivétel a pénzügyi szektor sem. Igen ám, csak akkor a kisemberek pénze is elvész, a banki túlzott kockázatvállalás miatt! Esetleg a kicsiket mégis megvédve a betétbiztosítás által, a nagyok meg legyenek óvatosabbak. S az ügyfeleik is, velük...¹⁶ A kiigazodás így ugyan megtörténik, de nagy valószínűséggel a kormány megbukik... Emellett még távolról sem biztos, hogy a dolgok gyökerét jelentő bérarányosításokra, amire szükség lenne, szélesebb körben sor kerül. Márpedig, amíg a nemzetközi szabad tőkeáramlás révén az ázsiai verseny leszorítja a béreket, a kiigazítás a bérekben aligha történhet másfelé, mint *lefelé...* E nélkül viszont továbbra is fennáll a veszély, hogy a kínálat beleütközik a relatíve csekély keresletbe.

Magyarországon meglepően hasonló folyamatok mentek végbe.¹⁷

Nálunk is ösztönözni kívánta a kormány a lakásépítést. A hazai megtakarítások relatív szűkösségét – ami, bár más okokra volt visszavezethető, de hasonlított az amerikai helyzetre –, döntően külföldi forrásbevonással enyhítették. A hazai vállalkozásélénkítés kamatcsökkentéssel nem volt lehetséges, hiszen a jelentős államadósság újrafinanszírozásához, s a keletkezett új adósságok fedezéséhez a külföldi tőkét be kellett csalogatni az országba. A magas kamatszint tehát a jegybank által ösztönzött hitelnövekedést akadályozta. A tőke vonzását csak jelentős kamatszint-különbséggel lehetett elérni. Sajnos, a magyar forint nem világvaluta, amely alacsony kamatszint mellett is képes lenne a pénzügyi befektetéseket a hatalmas amerikai állampapír-piacra vonzani. Így nálunk maradt a magas kamat, s a lakáscélú forinthitelek sem lehettek vonzóan olcsók. Az első Orbán-kormány lakáshitel-kamattámogatással próbált ezen a helyzeten enyhíteni. Az azt követő szociál-liberális kormányzatok felszámolták a kamattámogatást, rámutatván, hogy túlzott megterhelést jelent a

költségvetésnek. Mivel Magyarországon is nagyon fontos volt az építőipar húzószerepe – s ma is az lenne –, így a szociál-liberális kormányok jó néven vették az *olcsó külső források bevonásával devizaalapú hitelezésbe kezdő bankok akcióit*.

Hazánkban kialakult a drága forint hitel–olcsó devizahitel egymás mellett élése. Világos, hogy az utóbbi kockázataival nem kellően tisztában lévő lakosság tömegesen választotta a devizaalapú hiteleket. (Más kérdés, hogy nem hagyhatjuk szó nélkül ezt a tájékoztatatlanságot.) A piaci mechanizmusok működésének feltétele lenne a szimmetrikus információ. Köztudott, hogy ez nem így van az üzleti életben. A fogyasztó sokkal kevésbé tájékozott a termékek paramétereiről, mint a gyártó, szolgáltató. Hol maradtak tehát a felügyeltek, a fogyasztóvédelmi hatóságok? Lengyelországban például betiltották az ilyen hiteleket. Nálunk hol volt az állam? Amelynek nem egyes szektorok profitérdekeit, hanem valamennyi polgár jólétét kellene szolgálnia? Nyilván nem állt feladata magaslatán. S az a legkevésbé sem vigasztaló, hogy utólag, kárenyhítési céllal, kénytelen „aktivizálni magát”, közpénzek – és a bankok – terhére (is) különböző konstrukciókat működésbe hozva, a bajbajutott devizahitelek megsegítésére. Csak megjegyezzük: az állami akciót lehet bírálni, hogy nem jókor, nem jól, nem *jókon* (ti. inkább a relatíve gazdagabbakon) és nem eleget segített (különösen a legszegényebbeknek), de látni kell, hogy állami lakáshitelek mentőakciói máshol, másutt is voltak. Az USA-ban, már a Nagy Válság idején, vagy pl. a jelen válságban, Izlandban.¹⁸

Egyébként, hasonlóan az USA-hoz nálunk is elterjedtek – a lakás-jelzáloghitelek mellett – a fogyasztási célú devizaalapú hitelek is. Az úgynevezett szabad felhasználású devizahitelek jelentős része ilyen volt. A jelzálogalapú hitelek fogyasztásra való felhasználása, ami az amerikai pénzügyi rendszer sajátossága, *vagyonfelélést jelentett*.

Hogy valóban mennyire vagyonfeléléssé vált a devizahitel-felvét, az akkor derült ki, amikor a törlesztő részletek elmaradásakor a jelzálogfedezetet érvényesítették. (Számos esetben ráadásul a személyes hitelfelvétel – mert csak erre volt olcsó konstrukció – gyakorlatilag kisvállalkozások finanszírozását szolgálta. Ráment a mama háza a devizaalapon finanszírozott vállalkozási kísérletre, ilyen módon.)

Eldöntöködtató továbbá a vakhit hazánkban az árfolyam stabilitásában. Nem csoda, hogy a polgárok bíztak árfolyam szilárdságában, hiszen az elmúlt évtizedekben a beáramló külföldi tőke folyamatosan *felülértékelt*en tartotta a magyar valutát. A lakosság ezért nem számolt – a csak kevesek által jósolt – forintárfolyam-esésével, a külföldi valuták megdrágulásával, s így a hitelek növekvő terheivel.²⁰ Az árfolyam viselkedésének ez az abszurditása átvezet a fizetési mérleg alakulásához.

A fizetési mérleg torzulása

Magyarország külföldi adósságállománya a 90-es évek elején a GDP 80,00%-a körül volt. Ez az ezredfordulóra 135,00%-ra emelkedett. 2007 végén már elérte a 180,00%-ot.²⁰

A privát és közösségi fogyasztás 7–9%-át az elmúlt években külföldi forrásokból finanszíroztuk. Vagyis hazánkra teljességgel igaz az állítás, amit „Allokáció a civilizátumban” c. tanulmányomban megfogalmaztam az egyén, a nemzetgazdaság és a világ gazdaság szintjén való *túlfogyasztás* jelenségéről.²¹ Nem csak az államháztartás külső hitelfelvétele volt számottevő.

A bankszektor is egyre nagyobb arányban támaszkodott hitelezésében külföldi forrásokra. 2005-ben a bankok forrásai között a devizaforrások aránya 30–35% volt. Ez két év alatt 40%-ra emelkedett 2010 után csökkenésnek indult, de még mindig a legmagasabb (Romániával egy szinten) a közép-európai országok között. 1995-ben a bankok külföldi

tartozása az összes külföldi tartozásának csak 6,38%-át tette ki, 2000-ben már 9,95%-át, 2009-ben pedig 18,42%-át érte el.²²

Ha a külső források más devizában vannak, nem tudja őket a nemzeti gazdaságpolitika elinflálni sem. A betét-hitel arány egyre romlott. A Bankszövetség elnöke 2012 szeptemberében, a Közgazdasági Társaság jubileumi konferenciáján kifejtette, hogy a jövőben arra kell berendezkedni, hogy hazánkban a betét-hitel arány jelentős, a *teljes fedezettséget közelítő* emelésére kerül majd sor. Azaz, hazai fejlesztést hazai betétforrásokból kell majd finanszíroznunk. Úgy tűnik, a nemzetközi tőke bizalmatlansága miatt az a korábbi előny, hogy a nagybankok hazai leánybankjai révén hitelvonalakhoz juthatunk – ami a bankprivatizációban a külföldieknek történő értékesítés fő motívuma volt –, lassan elenyésczik.

Az euro-övezetben is a külső eladósodottságon van a hangsúly. Végső soron a megtakarítások szűkössége miatt a mediterrán országokban is *más országokból származó* finanszírozási források finanszírozták a túlköltekezést. A görög probléma abból ered, hogy nemzetközi pénzügyi körök nem látják biztosítottnak Görögország adósságainak visszafizetését, a magas államadósság-szint miatt. Így itt is a *külső* adósság a fő gond. Mivel az euro a valutánem, amelynek értékére az ECB igyekszik figyelni, az elinflálás itt sem (vagy nemigen) jöhet szóba – hiszen az valamennyi euro-övezeti országra hatással lenne... Ezért az adott ország a belső egyensúlytalanságait kell, hogy kiigazítsa, mindenképpen. Az egyensúly-hiánynak a megjelenési formája a *költségvetési hiány és az államadósság*. Ennek leszorítása a cél, Európa-szerte, a többi hasonló helyzetben lévő országban is. Ami, a keresletcsökkenés miatt, recesszióban tartja a régiót.

Fokozottan jelentkezik éppen ezért Európa egészében a *munkanélküliség*, Most ez lett az *első számú közellenség*. (De egyébként az amerikai republikánus elnökjelölt is azt hangsúlyozta választási nagygyűlésén 2012-ben, hogy amire az USA-nak szüksége van, az „jobs”, vagyis a foglalkoztatottság növelése. Hangsúlyozom: ezt egy republikánus mondta... Vagyis a foglalkoztatottság növelése pártoktól független első számú prioritás. Most már csak az lesz a kérdés, milyen út vezet hozzá?)

Mégis az adósság-leszorítás Európában (is) az elsődleges probléma, hiszen nem az a helyzet, amit Krugman mond. Szerinte az államadósság olyan adósság, ahol magunk tartozunk magunknak...²³ Sajnos, nem magunknak, hanem külső hitelezőknek tartozunk, akik korántsem toleránsak „magunkkal”.

Látunk kell, hogy a nemzeti gazdaságpolitika szintjén döntő fontossága van a *tőke szabad áramlásának*. Ez nemcsak eszköze a gazdaságpolitikának, de adott esetben ellehetetlenítője is. A korábbiakban egyszerűbben kezelt problémák megoldásának gyakran éppen az tesz keresztbe, hogy a tőke beáramlik az országba, és mégiscsak megnöveli a pénzmennyiséget. Olyan bonyolult technikákra van szükség, mint a jegybanki beavatkozás, majd az azt követő neutralizáció. Míg az első az árfolyam-eltorzulást van hivatva megakadályozni, a neutralizáció az inflációhoz vezető pénzmennyiség-növekedést.

A fizetési mérleg, a „mostohagyerek” egyre inkább odafigyelést követel. A tőke szabad – és szabályozatlan – nemzetközi áramlását egyre több kritika kíséri.²⁴ Nem csoda, hogy Tarafás Imre is ezzel a költői kérdéssel zárja a „Bankok és környezetük” című cikkét: „Nem kellene a bankok szabályozásáról folyó diskurzust kiegészíteni a nemzetközi tőkeáramlásról folyó diskurzussal?”²⁵

JEGYZETEK

1. Karsten Stahmer (2000): The Magic triangel of Input-output tables. 13. International Conference of Input Output Techniques, 2000 Italy (www.iioa.org/23th).
2. Raghuram Rajan (2010): Fault Lines Touchstone Books, Princeton USA.

3. Botos Katalin (1987): Világméretű pénzügyi egyensúlyhiány, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó.
4. Forrás: Buro of Public Debt. (www.publicdebt.treas.gov).
5. Reuters, 2012. szept. 20. (www.reuters.com).
6. Raghuram Rajan (2005): Has financial development made the world riskier? (www.kansascityfed.org/publications/2005/pdf/rajan2005pdf).
7. Raghuram Rajan (2010): i. m.
8. Raghuram Rajan (2010): i. m.
9. Josph Stiglitz (2003): The Roaring Nighties. W. W. Norton and Company, New York, London.
10. K. Galbraith (2009): The Predator State Simon and Schuster, Free Press, New York.
11. Botos Katalin (2011): Pénzügypolitika, Gazdaságpolitika. Tarsoly Kiadó, Budapest.
12. Richard Posner (2009): Failure of capitalism.
13. Raghuram Rajan (2010): i. m.
14. Bod Péter Ákos (2011): Gazdaságpolitikai döntések válságos időkben. Századvég.
15. Raghuram Rajan (2010): i. m.
16. Raghuram Rajan (2010): i. m.
17. Bod Péter Ákos (2011): i. m.
18. World Economic Outlook: Dealing with household debts. (www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/pdf/c3.pdf).
19. Botos Katalin (2008), (2011): i. m.
20. Magyarország pénzügyi számlái. Elemzések, MNB, 2008. (www.mnb.hu)
21. Botos Katalin (2011): i. m.
22. Szepesi György (2009): A világgazdasági válság néhány tanulsága. Közgazdaság, 2009/3.
23. World Bank (2012).
24. Lámfalussy (2008); Raghuram Rajan (2005): Has financial development made the world riskier? (www.kansascityfed.org/publications/2005/pdf/rajan2005pdf)
25. Hitelintézeti Szemle, 2012. 515.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Bod Péter Ákos (2011): Gazdaságpolitikai döntések válságos időkben. Századvég.
- Botos Katalin (1987): Világméretű pénzügyi egyensúlyhiány, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó.
- Botos Katalin (2011): Pénzügypolitika, Gazdaságpolitika. Tarsoly Kiadó, Budapest.
- Szepesi György (2009): A világgazdasági válság néhány tanulsága. Közgazdaság, 2009/3.
- Karsten Stahmer (2000): The Magic triangle of Input-output tables. 13. International Conference of Input Output Techniques, 2000 Italy (www.iioa.org/23th).
- Heinz Welsh: The magic triangle of macroeconomics: how do European economies score? Oxford Economic Papers (oep.oxfordjournals.org/content/early/2010/09/01/oep.gpqo20).
- Damian Tylla (2008): Die Globalsteuerung nach Karl Schiller München, Grin Verlag GMB.
- Buro of Public Debt. (www.publicdebt.treas.gov).
- Reuters, 2012. szept. 20. (www.reuters.com)
- Raghuram Rajan (2005): Has financial development made the world riskier? (www.kansascityfed.org/publications/2005/pdf/rajan2005pdf)
- Raghuram Rajan (2010): Fault Lines Touchstone Books, Princeton USA.
- Josph Stiglitz (2003): The Roaring Nighties. W. W. Norton and Company, New York, London.
- K. Galbraith (2009): The Predator State Simon and Schuster, Free Press, New York.
- Richard Posner (2009): Failure of capitalism.
- Magyarország pénzügyi számlái. Elemzések, MNB, 2008. (www.mnb.hu)
- World Economic Outlook: Dealing with household debts. (www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/pdf/c3.pdf)