

Az alacsony inflációs környezet és a visszafogott beruházási aktivitás lehetséges magyarázatai*

Csontos Orsolya – Szalai Zoltán

A cikk a globálisan tapasztalható alacsony infláció okaival foglalkozik, ami az elmúlt időszakban számos vezető közgazdász vagy nemzetközi szervezet figyelmének központjába került. Célunk az eltérő szempontok és vélemények összefoglalása, amelyek a kérdés jellegéből adódóan közvetlenül a fejlett országok szempontjait tükrözik, de közvetve az egész világgazdaság jövője szempontjából meghatározóak. A cikkben áttekintjük, hogy milyen rövid, közép, illetve hosszú távú tényezők húzódnak meg a jelenleg is tapasztalható folyamatok mögött. Ennek során hangsúlyozzuk, hogy a visszafogott beruházási tevékenység magyarázatára az eddig elterjedt reáelemzések nem alkalmasak, mivel abban a pénzügyi struktúra, a vállalatfinanszírozás és a vállalatirányítás olyan változásai is alapvető szerepet játszanak, mint például a megtérülési horizont rövidülése, a hozamelvárások emelkedése vagy a külső hitelek felhasználása. Mindezek alapján megállapítjuk, hogy a reáelemzéseken túlmutató, monetáris és pénzügyi elemzésekből következően olyan makrogazdasági keretre és szerkezeti változásokra van szükség, amelyek megteremtik a „türelmes” finanszírozást az alapkutatásokhoz és a fejlesztésekhez, továbbá hosszabb távon is fenntartható növekedést támogató ösztönzőket alakítanak ki.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E31, E43, E44, E52, G32

Kulcsszavak: infláció, gazdasági növekedés, vállalatirányítás, vállalatfinanszírozás, monetáris politika, monetáris elemzés

1. Bevezetés

A 2008-ban kiteljesedő válság hatására a gazdasági aktivitás és az infláció alacsony maradt a fejlett országokban, és a lassulás jelei tapasztalhatók a válság első éveiben viszonylag jól teljesítő feltörekvő országokban is. A lassú növekedési ütem és a tartósan alacsony infláció a monetáris politika számára új kihívásokat teremt. A megfelelő gazdaságpolitikai válaszok megtalálásának előfeltétele a jelenség okainak feltárása. Az egyik legnagyobb figyelmet 2015 során olyan rövid távú tényezők kapták, mint az olajárak esése. Megállapítható, hogy más nyersanyagok ára hasonló

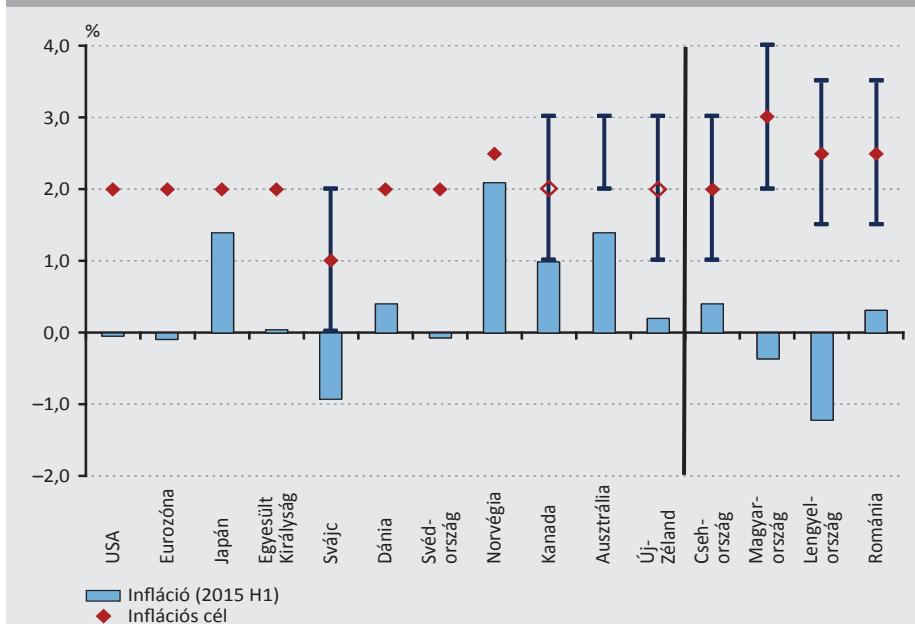
* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Csontos Orsolya a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: csontos@mnbb.hu.
Szalai Zoltán a Magyar Nemzeti Bank vezető közgazdasági elemzője. E-mail: szalai@mnbb.hu.

változékonyságot mutatott az utóbbi években, ami azt valószínűsíti, hogy nem csak az energiapiac sajátosságai okozzák a rövid távú inflációs meglepetéseket. Továbbá az élelmiszer- és energiaárak alakulását kiszűrő maginflációs mutatók is alacsonyan alakultak, ami felveti azt a kérdést, hogy az infláció alakulásában középtávú vagy hosszú távú tényezők játszanak-e meghatározóbb szerepet. Egy lehetséges magyarázat a gyenge reálgazdasági teljesítményre az, hogy a válságot megelőző években a gazdasági szereplők nagymértékű eladósodottsága mellett valósult meg növekedés, így azok az eszközár-buborék kipukkanását követően mérlegkiigazításra kényszerülnek. Ez több évig elhúzódó folyamat, ami középtávon is alacsony inflációt és növekedési ütemet vetít előre. Mások szerint a jelenlegi lassú növekedés egy, már a válság előtt kezdődött évtizedes trend folytatása, amit a válság és az alkalmazkodás csak megszakított. A hosszú távú magyarázatok egyik csoportja reálgazdasági tényezőkkel, azon belül is a megtakarítások és beruházások egyensúlytalanságával magyarázza az elhúzódó kilábalást („secular stagnation” és „savings glut” elméletek). Ugyanakkor egyre többen hangsúlyozzák ezen reálemzések korlátait, és a visszafogott beruházási tevékenységet a pénzügyi struktúra, a vállalatfinanszírozás és a vállalatirányítás változásaival magyarázzák.

A 2008-ban kiteljesedő válságot követő hét évvel a fontosabb fejlett országok monetáris politikája továbbra is divergál, mivel az Egyesült Államok gazdasága relatíve erősödést mutat Japánhoz és az eurozónához képest. Eközben az olaj- és egyéb

1. ábra
Infláció és inflációs célok a fejlett és régiós országokban

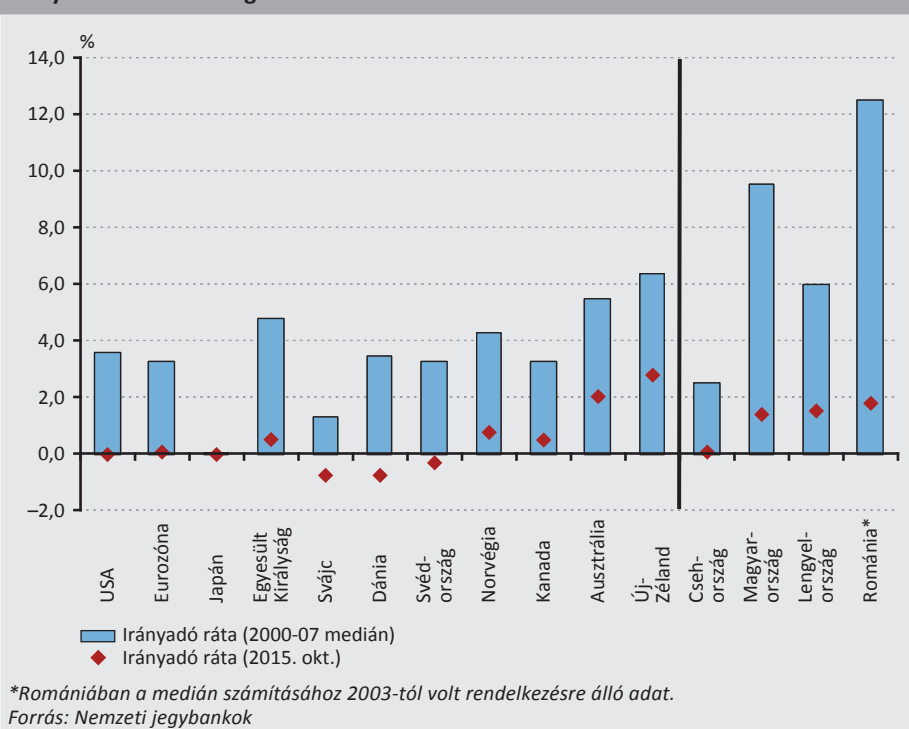


Forrás: Nemzeti jegybankok

nyersanyagárak nagymértékű esése, illetve a gyenge bérdinamika felveti annak kockázatát, hogy az infláció hosszabb ideig elmaradhat a jegybanki céloktól, illetve bizonyos esetekben a defláció kialakulása sem zárható ki (1. ábra).

A lassú gazdasági növekedési ütem és az alacsony infláció miatt historikusan alacsonyok – esetenként negatívak – a kamatok, emiatt a monetáris politika hagyományos – azaz irányadó kamat – eszközének hatékonysága mérséklődik (2. ábra). A monetáris politika számára ez az új környezet új kihívásokat teremt, aminek csak úgy felelhet meg, ha megfelelő diagnózist tud felállítani az alacsony infláció és lassú növekedés magyarázatára, és megtalálja a megfelelő eszközöket, amelyekkel az inflációt a célra emelheti. Az alábbiakban ismertetjük a jelenség közgazdasági vitákban felmerülő legfontosabb lehetséges magyarázatait és a kapcsolódó gazdaságpolitikai kezelési lehetőségeket.

2. ábra
Irányadó ráták a válság előtt és után



2. Rövid távú tényezők: alacsony nyersanyag- és olajárak

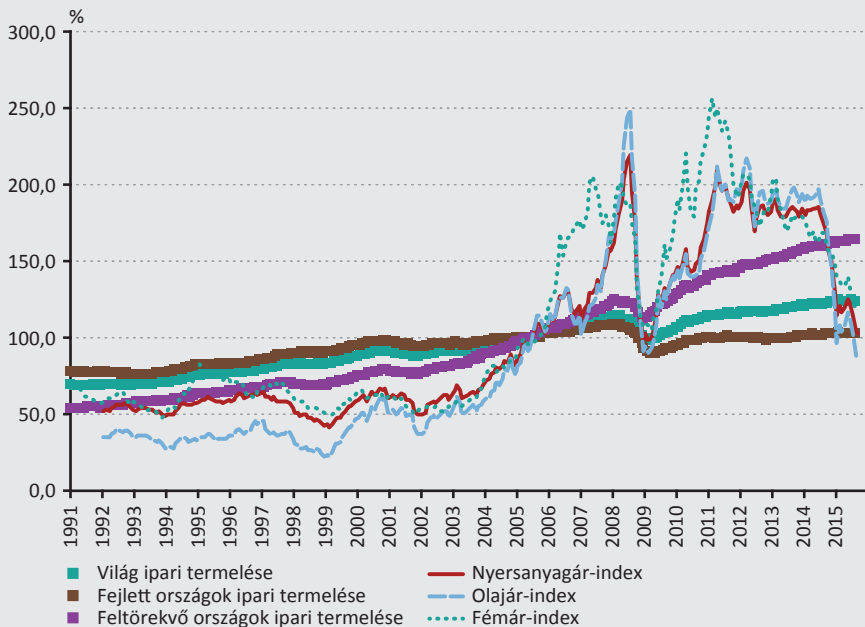
Az utóbbi hónapokban a legnagyobb figyelmet a váratlanul alacsony infláció magyarázatában olyan, rendszerint változókegyen áralakulású termékek kapták, mint az olaj vagy más nyersanyagok. Ugyanakkor az élelmiszer- és energiaárak alakulását

kiszűrő maginflációs mutatók is alacsonyan alakultak, illetve a szokásos előrejelzési horizontokon is várhatóan mérsékeltek maradnak, ami felveti azt a kérdést, hogy az infláció alakulásában középtávú (ciklikus, pénzügyi) vagy hosszú távú (tartós, reál-) tényezők játszanak-e meghatározóbb szerepet.

A négy évig tartó, 100 dollár feletti olajár időszakát követően 2014 közepétől erőteljes áresés indult meg, és a Brent olaj ára 2015 év elején 50 dollár alá zuhant. A leggyakrabban említett magyarázatok között szerepel a kínálati oldalon az amerikai palaolaj-kitermelés felfutása, illetve a gyenge ázsiai és európai növekedés miatt visszaeső olajkereslet. *Sokak szerint azonban a reálgazdasági folyamatok önmagukban nem indokolták a megtapasztalt mértékű árváltozásokat, és azok felnagyításában szerepet játszottak az olaj- és a nyersanyagpiacot érintő pénzügyi piaci tényezők is.*

A 3. ábrán a fejlett, a fejlődő és az egész világ ipari termelésének alakulása látható az egyes nyersanyag- és energiaár-indexekkel együtt. Az ábra arra utal, hogy az olajár alakulásában a reálgazdasági tényezők mellett más tényezők is szerepet játszottak. Észrevehető, hogy noha az utóbbi hónapokban az olajár alakulása kapott figyelmet, hosszabb horizonton tekintve a többi energia és nyersanyag ára is az olajéhoz meglehetősen hasonlóan mozgott. Ez a megfigyelés mérsékli azoknak az

3. ábra
Ipari termelés- és nyersanyagár-indexek
(2005=100)

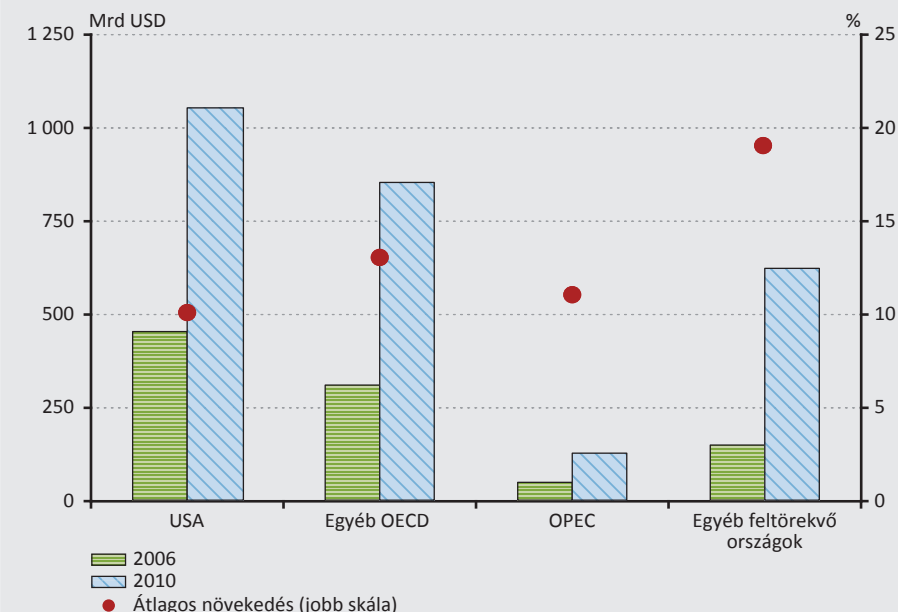


Forrás: IMF (2015c) és Central Planning Bureau (2015)

érveknek a meggyőzőerejét, amelyek olyan olajpiaci tényezőkkel magyarázzák az olajárak alakulását, mint a palaolaj-kitermelés valóban látványos felfutása vagy az olajtároló és -szállító kapacitások sajátosságai. Az is jól látható, hogy a nyersanyag- és energiaár-indexek jóval szélsőségesebben mozognak, mint a felhasználói vagy „reál-” keresletet képviselő ipari kibocsátások. Az olaj- és nyersanyagárak a pénzügyi eszközök árához hasonlóan mind a fellendülés, mind a visszaesés idején túllőnek a saját trendjükhöz képest és az ipari termeléshez képest is. Ez arra utalhat, hogy a nyersanyagok, köztük az olaj árának mozgását nagyban befolyásolják a pénzügyi és spekulatív piacokról ismert várakozások is.

A BIS (2015a) rámutatott arra, hogy 2006-tól kezdve a – jórészt az USA-n kívüli – olajtermelő vállalatok kölcsönfelvétele dinamikusan növekedett, ami alacsony kamatok és gyenge dollár-árfolyam mellett valósult meg. A magas eladósodottság, illetve annak dollár-denominációja és az alacsony olajárak együttesen komoly pénzügyi nehézségeket okozhatnak ezeknek a szereplőknek. Az olajáresés miatt csökken a vállalatok profitabilitása, ami likviditási nehézségeket okoz, így növekszik a csődök és nemteljesítések kockázata. Emellett a dollár erősödése sok vállalat esetében önmagában is növeli az adósságszolgálatot (4. ábra). A kialakult helyzetre a vállalatok többféleképp reagálhatnak. Egyrészt eladhatják meglévő eszközeiket, berendezéseiket, és csökkenthetik tőkekölteiket. Másrészt a jelentősen eladó-

4. ábra
Olaj- és gázvállalatok adósságai



Forrás: BIS (2015a)

sodott kitermelő vállalatok az alacsony olajárak ellenére fenntarthatják, vagy még növelhetik is kitermelésüket a szükséges likviditás és adósságszolgálati kiadások biztosítása érdekében, ami felerősítheti a kezdeti olajáresést és további mérlegal-kalmazkodásra kényszeríthet.

Az olajtermelőkön kívül számos pénzügyi befektető (nyugdíjalapoktól a hedge fundokig) vett fel alacsony kamatok mellett olcsó hitelből finanszírozott pozíciókat az olaj- és más nyersanyag- – határidős és derivatív – piacokon. A Fed kamatemelésére vonatkozó várakozások felerősödésével az így költségessé váló pozíciók zárásába, derivatív kontraktusok eladásába kezdtek, ezzel lefelé nyomva az olaj- és egyéb határidős nyersanyagárakat, így erősítve az azonnal piaci árak esését.¹

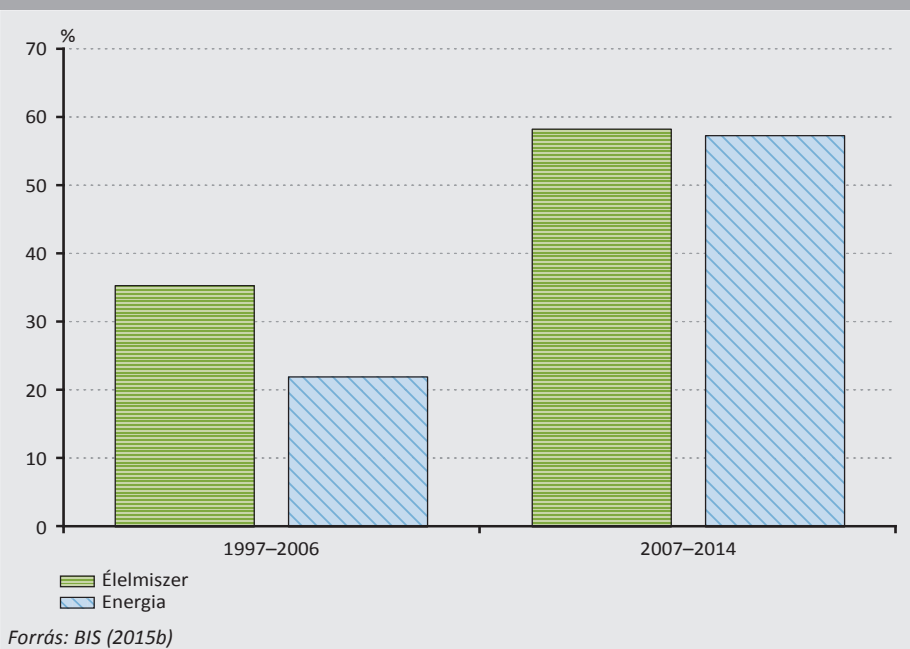
További fontos tényező, hogy országonként ugyan eltérő mértékben, de az energiaárak alakulása jellemzően erős és rövid távon meghatározó szerepet játszik a fogyasztóiár-index alakulásában. Ugyanakkor a nyersanyagárak begyűrzésének mértéke a fogyasztóiár-indexbe időben változhat: az 1970-es és 1980-as években a magas olajár egyéb termékek árát is megnövelte, továbbá a maginflációt és az inflációs várakozásokat is emelte. Az utóbbi két évtizedben – annak ellenére, hogy a nyersanyagárak szerepe a fogyasztóiár-indexben tovább növekedett (5. ábra) – ezek a másodkörös hatások mérséklődtek, ugyanis az energiaárak mozgásai egyre kevésbé jelennek meg a maginflációs mutatókban² (BIS 2015b). Ugyanakkor az élelmiszer- és energiaárak alakulását kiszűrő maginflációs mutatók is alacsonyan alakultak, ami arra utalhat, hogy nem kizárólag a nyersanyagárak alakulása játssza a legfontosabb szerepet az alacsony inflációban (6. ábra).

Össességében az alacsony infláció alakulására az egyik nagy figyelmet kapott magyarázat az olajárak alakulása volt. Azonban az olajárak alakulásában olyan egyedi olajpiacot érintő tényezők is szerepet játszhattak, amelyek hatása várhatóan lassan kifut, és hasonló mértékben aligha ismétlődhet meg. Ugyanakkor megfigyelhető, hogy az alacsony inflációs környezet kialakulásában jelentős szerepet játszanak a tágabban értelmezett, visszafogott nyersanyagárak, amelyeket nem érintenek az olajpiaci sajátosságok. A globális gazdaságot meghatározó pénzügyi piaci kondíciók közvetlenül befolyásolják az – egyre inkább a pénzügyi eszközök piacára jellemző – olaj- és egyéb nyersanyagárak alakulását. Emelkedésük vagy csökkenésük önma-

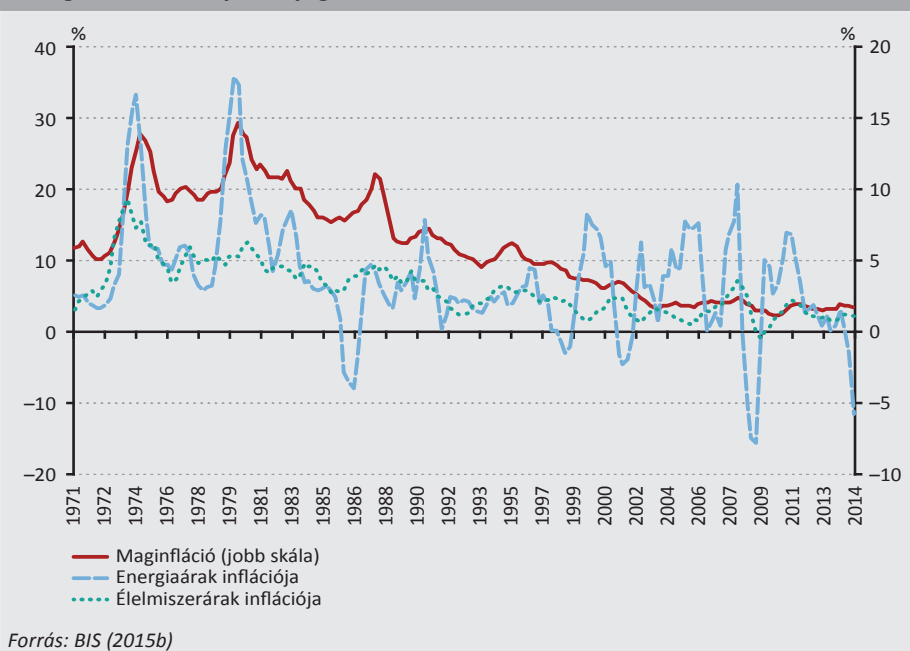
¹ Tovább növeli a nyersanyagárak ingadozását, hogy egyes befektetési bankok fedezetként használták a különféle árukat további hitelfelvételhez, és ezzel nagy mennyiségeket vontak el a fizikai piacokról. Amikor az USA Kongresszusa árrögzítés miatt eljárást kezdeményezett ellenük, akkor ez a fedezet nagy tömegben jelent meg a piacokon, további lefelé ható nyomást gyakorolva az árakra a nyersanyagpiacokon. Azt a folyamatot, amelynek során a nyersanyagárak alakulását egyre inkább a pénzügyi piaci folyamatok határozzák meg és azokra jellemző módon viselkednek, a nyersanyagok „finanszírozottság”-ának („financialisation”) nevezik. Az elnevezést egyes közgazdászok már korábban alkalmazták a modern nagyvállalatokra, a háztartásokra is, sőt, általában a modern gazdaságokra (részletesebben lásd az 4.2 szakaszt).

² A nyersanyagárak mellett az árfolyam alakulása is olyan tényező, amely rövid távon meghatározó szerepet játszik az infláció alakulásában. Ezzel kapcsolatban a tapasztalatok szintén azt mutatják, hogy az elmúlt években az árfolyam-begyűrzés mértéke csökkent (BIS 2015:69–70).

5. ábra
Korreláció a nyersanyagárak és az infláció között



6. ábra
A maginfláció és a nyersanyagárak alakulása



gukban kevésbé tájékoztatnak a reálgazdasági keresleti és kínálati feltételekről, mert az árakat erősen befolyásolják a jövőbeni energia és nyersanyagárakra vonatkozó várakozások. A várakozásokat pedig a reálgazdasági tényezőkön kívül a változékony pénzügyi kondíciók és a monetáris politikai lépésekre vonatkozó várakozások, illetve ezek kölcsönhatása is befolyásolják.³ *Mindazonáltal az élelmiszer- és energiaárak alakulását kiszűrő maginflációs mutatók is alacsonyan alakultak, ami felveti azt a lehetőséget, hogy az infláció alakulásában közép- vagy hosszú távú tényezők játszanak meghatározó szerepet.*

3. Középtávú magyarázat: mérlegválság

Az a tény, hogy az élelmiszer- és energiaárakat nem tartalmazó, úgynevezett maginflációs mutatók is alacsonyan alakultak, erősíti azokat az érveket, amelyek szerint az infláció alakulásában középtávú, ciklikus, pénzügyi folyamatokkal kapcsolatos tényezők is szerepet játszanak. Eszerint a jelenleg tapasztalható, mérsékelt növekedéssel párosuló, alacsony infláció egyik lehetséges magyarázata a mérlegválság, illetve a gazdasági szereplők mérlegkiigazítása.

A mérlegválságok dinamikája a következő: a gazdasági szereplők jövővel kapcsolatos optimista várakozásai mellett túl gyorsan és nagymértékben adósodnak el, ami végül egy eszközár-buborék fújódásához, majd kipukkanásához vezet. Az eszközár-buborék kipukkanása után a gazdasági szereplők jövedelmük nagymértékű visszaesésével és az adósságuk fedezetéül szolgáló eszközök értékének csökkenésével szembesülnek, így felhalmozott adósságaik törlesztése egyre nagyobb kihívást jelent számukra, és megtakarításaik növelésére ösztönzi őket. Ezen mérlegalkalmazkodási folyamat során a hagyományos monetáris politikai élénkítés mindaddig nem lesz hatékony, amíg a magánszektorban nem erősödik meg kellőképpen a hitelfelvételi hajlandósága. Ennek következményeképp a kereslet élénkítésében a megfelelő ideig tartós és jelentős mértékű fiskális stimulus lehet hatékony. Azt követően, hogy a túlzott eladósodástól való félelem oldódik, és a gazdasági szereplőknek élénkülni kezd a forrásigénye, a monetáris politika újra hatékony lehet. Akkor azonban, ha a gazdasági szereplők optimizmusa túlzottá válik, újra pénzügyi buborékhoz vezethet, és újabb válságot okozhat.⁴

Tehát az elhúzódó kilábalást magyarázhatja, hogy az eladósodott gazdasági szereplők mérlegeik kiigazítására törekednek. Ez azt jelenti, hogy a mérlegkiigazítás időszakában a háztartások és vállalatok a többletjövedelmüket adósságaik gyorsabb leépítésére fordítják új hitelek felvétele vagy új beruházások megvalósítása

³ Az ilyen várakozások gyakran csak nagyon áttételes kapcsolatban vannak az úgynevezett fundamentumokkal, amelyeket általában a gazdasági növekedési kilátások által meghatározott fizikai kereslet és a fizikai – termelési és raktár – kapacitások határoznak meg. Lásd röviden például *Thaler (2015)*.

⁴ A mérlegválságok okairól, dinamikájáról és kezeléséről részletesebben ld. *Koo (2014)*, illetve *Csontos–Szalai (2015)*.

helyett, tehát az új forrásokat („flow”-kat) megtakarítják, és mérlegeik helyreállítására, állományi terheik („stock”-ok), adósságuk leépítésére fordítják. Mindezek következményeként minél nagyobb mértékű a mérlegek sérülése, annál tovább tart a tisztítás folyamata. Továbbá, abban az esetben, ha szinkronizált mérlegkiigazítás zajlik – azaz egy gazdaságban több szektor (pl. háztartások, vállalatok, bankok), vagy világgazdasági viszonylatban egyszerre több ország vagy régió törekszik egyidejűleg a mérlegkiigazításra, – az megnehezíti a szereplők ezen törekvését, így az aggregált kereslet nagyobb mértékű visszaeséséhez és a fellendülés további elhúzódásához vezet. A gyenge kereslet végül a kibocsátást is kedvezőtlenül érinti, aminek következményeképp stagnálás közeli állapot alakulhat ki (MNB 2014, I. fejezet).

Koo (2014) szerint ezt a jelenséget mérsékelheti, ha a fiskális politika érdemi szerepet vállal a válságkezelésben, és megfelelő mértékű és ideig tartó fiskális stimulussal – a költségvetés eladósodásának árán – támogatja a gazdasági szereplők jövedelemnövekedését. Ez azért lehet sikeres, mert alacsony kapacitáskihasználtság mellett a fiskális multiplikátor nagyobb, és a magánszektor mérlegkiigazítása miatt nem érvényesül a fiskális politika kiszorítási hatása, illetve az inflációs kockázat is alacsony. Koo hangsúlyozza, hogy a fiskális stimulust még évekkel a mérlegkiigazítás befejezése után is fent kell tartani, mivel annak hirtelen visszavonása újraélesztheti a deflációs kockázatokat. Ez azzal magyarázható, hogy azok a szereplők, amelyek mérlegkiigazításra kényszerültek, még utána is annak pszichológiai hatása alatt állnak, és tartanak az újabb eladósodástól.⁵ Koo mellett Rogoff (2015) is hangsúlyozza, hogy kezdetben a fiskális politika hatékonyan lépett fel a válságkezelésben, de ezt követően idő előtt szigorítává vált, emiatt a fellendülés nem „V”, hanem „U” alakú lett.⁶

Borio (2012:16) elfogadja Koo diagnózisát, azaz az elhúzódó kilábalást ő is a mérlegválság következményének tekinti. Ugyanakkor Borio és a BIS munkatársai⁷ hangsúlyozzák, hogy a pénzügyi válság kitörésében kulcsfontosságú szerepe volt a reálgazdasági és pénzügyi ciklusok kölcsönhatásának. A pénzügyi válságot megelőzően alacsony infláció mellett valósult meg – akkor fenntarthatónak tűnő – stabil növekedés. Ekkor a gazdasági szereplők és a döntéshozók nem azonosítottak túlfűtöttségre utaló jeleket a mérsékelt belföldi infláció és béralakulás következtében, melyeknek emelkedése az új termelők tömeges piacra lépése, illetve az intenzív globális munkaerő-piaci verseny miatt nem következett be. Mindeközben a pénzügyi

⁵ Ezt igazolják a korábbi tapasztalatok. Az 1929-es válságot követően például a mérlegkiigazítást végrehajtó szereplők jellemzően életük során nem vettek fel több hitelt. Egy másik példa Japán esete, ahol azt követően, hogy 2005 körül befejeződött a vállalatok mérlegkiigazítása, még ma sem látszik annak a jele, hogy javulna hitelfelvételi hajlandóságuk, még a jelenleg tapasztalható historikusan alacsony kamatszint mellett sem.

⁶ A legtöbb előrejelző úgy gondolta, hogy ha egyszer megindul a fellendülés, akkor az „V”-alakú lesz. Végül azonban „U”-alakú lett, mint amire több olyan akadémiai közgazdász is számított, akik tanulmányozták a korábbi pénzügyi válságokat és hitelciklusokat.

⁷ Borio (2012:14); BIS (2014:65–68); BIS (2015b: III. fejezet).

eszközök, az ingatlanok és a nyersanyagok ára hiába jelzett túlfűtöttséget, ezeket a változókéony áralakulású termékeket nem tekintették megbízható konjunkturális indikátoroknak. A pénzügyi válság tanulságai rámutattak arra, hogy mind a reál-gazdasági, mind a pénzügyi ciklusok mozgását, különösen azok egymásra gyakorolt hatását figyelembe kell venni a gazdaságpolitikai döntéshozatal során.

Ez azt jelenti, hogy az egyes gazdaságpolitikusoknak figyelembe kell venniük a pénzügyi stabilitási megfontolásokat a stratégiaalkotás, illetve a végrehajtás során, azaz a reál gazdasági és pénzügyi ciklusoknak mind a fellendülő, mind a visszaeső szakaszában szimmetrikusabban kell viselkedniük. Ez a makroprudenciális politika esetében például egyszerűen megvalósítható anticiklikus tőkepuffer vagy adósságfék-szabályok megfelelő alkalmazásával. A jegybankok úgy valósíthatnak meg szimmetrikusabb monetáris politikát, ha a túlfűtöttséget már a fellendülő szakaszban megkezdik visszafogni, illetve ha bekövetkezik a visszaesés, akkor arra nem gyors és nagymértékű lazítással reagálnak. Borio és munkatársai szerint a jelenlegi és a korábbi válságok kialakulásában⁸ jelentős szerepet játszott az aszimmetrikus gazdaságpolitika, ugyanis visszaesés idején a határozott lazító, támogató politikák megszüntették az ösztönzést a rossz hitelek leírására és átütemezésére, ezáltal a pénzügyi ciklus következő, fellendülő szakasza magasabb adósságzintről indult, ami folyamatosan erősítette a ciklikus kilengéseket, és növelte a következő visszaesések költségeit.

A szimmetrikus gazdaságpolitikai reakció a fiskális politika tekintetében azt jelenti, hogy a mérlegválság kezelése nem lehet sikeres egyszerűen önmagában, fiskális expanzióval, ugyanis az – a monetáris politikához hasonlóan – az átmeneti hasznos stabilizációs funkción túl még nagyobb jövőbeni buborékok és pénzügyi válságok előkészítője lesz. Emiatt, ha van még rendelkezésre álló fiskális politikai mozgástér, azt nem az aggregált kereslet általános ösztönzésére kell használni, hanem célzottan a magánszektor mérlegkiigazításának támogatásához, azaz például a bankok mérlegeinek tisztítására, feltőkésítésére, átstrukturálására, míg a nem banki szektor esetében adósságenyhítésre vagy átütemezésre. Borio mellett *Rogoff (2015)* is hangsúlyozza, hogy a gazdaságpolitikai döntéshozóknak nagyobb figyelmet kellett volna szentelniük az adósság leírásra, a bankok átszervezésére és feltőkésítésére.

A reál gazdasági és pénzügyi ciklusok kölcsönhatásának továbbá azért is van kiemelt jelentősége, mert pénzügyi fellendülés során, túlfűtöttség mellett a *reál erőforrásokallokációja tartósan eltérhet az optimálistól, sőt a hosszú távon fenntarthatótól is*. Ekkor a válságból való kilábalást és a fellendülést nemcsak a mérlegkiigazítás fékezi, hanem a reál gazdasági alkalmazkodás is; ugyanis ennek során mind a fizikai tőke, mind a humántőke és a munkaerő újraallokálása időigényes folyamat, így hosszabb

⁸ Borio szerint a mostani válsághoz hozzájárultak a korábbi, kisebb buborékokra adott gazdaságpolitikai válaszok, mint például a dot.com válság idején követett politika (*Borio 2012:23; BIS 2014*).

távú alkalmazkodásra van szükség a válságot megelőző növekedési ütem ismételt eléréséhez⁹.

4. Hosszú távú magyarázatok: lehetséges reálgazdasági és pénzügyi tényezők

4.1. Reálgazdasági magyarázatok: megtakarítások és beruházások egyensúlytalansága

Laurence Summers¹⁰ (2014) nagy figyelmet kiváltó tanulmányában egy második világháború előtti, Hansen által „secular stagnation”-nek nevezett hipotézist eleve-nített fel.¹¹ Az előző szakaszban ismertetett mérlegválsághoz kapcsolódó magyarázat fontosságát ő is elismeri, de azzal csak részben tartja magyarázhatónak az aktuális folyamatokat. *Szerinte a fejlett régiók gazdasági dinamizmusa már a válság előtt megtört, és a válság elmúltával évtizedes távlatban is alacsony növekedéssel kell számolnunk. Summers szerint a jelenleg tapasztalható tartós lassulás szerkezeti, reálgazdasági változások miatt következik be.* A válság előtti években a lassuló növekedést okozó reálgazdasági problémákat elfedte, hogy a növekedés pénzügyi buborék, egyensúlytalanság felépülésével együtt ment végbe, miközben az alacsony infláció alapján nem volt jele túlfűtöttségnek. Summers megállapítja, hogy már 2007 előtt is egyre nehezebbnek bizonyult a kielégítő növekedés és a pénzügyi stabilitás együttes fenntartása a fejlett országokban.

A probléma illusztrálására a kongresszusi számvevőszéki hivatal válság előtt, 2007-ben készített becslését idézte, amely szerint az USA kibocsátásának 2014-re 10 százalékkal magasabb szinten kellett volna lennie. Az elmaradás mintegy felét a válság számlájára lehet írni, míg a másik felét elsősorban az elmaradt beruházásoknak lehetett tulajdonítani, és csak kis részt a technikai haladásként értelmezett „teljes tényezőtermelékenység” csökkenésének.¹² A lassuló potenciális kibocsátás az

⁹ Erről részletesebben ld. MNB 2015.

¹⁰ Volt amerikai pénzügyminiszter és vezető közgazdasági tanácsadó, a Harvard egyetem elnöke és a Világbank vezető közgazdája.

¹¹ Hansen a harmincas években az USA-ban fogalmazta meg tézisét, azonban a rákövetkező évek háborús konjunktúrájának következtében háttérbe szorult.

¹² Summers itt a bevett, termelési függvényen alapuló potenciális kibocsátás-becslések fogalmait használja. Eszerint a kibocsátás változását az alkalmazott tőke és munkaerő változása befolyásolhatja, illetve egy olyan technikai haladásként értelmezett maradvány, ami nem vezethető vissza az előző két termelési tényező külön-külön vett hozzájárulására. Ezt a maradványt a két másik tényező felhasználásának hatékonyságaként szokták értelmezni, és teljes tényezőtermelékenységnek vagy többtényezős termelékenységnek nevezik. Noha elterjedt eljárás és nemzetközi szervezetek, jegybankok, illetve más elemzők is rendszeresen használják, a megközelítést nagyon komoly elméleti és empirikus bírálatok érik már évtizedek óta. Erről hasznos összefoglalót nyújt Felipe and McCombie (2010) cikke, illetve *tanulmánykötete* (2014). Az egyik legfontosabb következtetés az, hogy a teljes tényezőtermelékenységi becslések a termelési függvény koncepcióján alapulnak, amely utóbbi azonban olyan feltevéseket követel meg, amelyek nem teljesülnek a modern gazdaságokban. Ennélfogva az egy főre jutó kibocsátás (munkatermelékenység) felbontása a tényezők pusztán mennyiségi felhalmozása, másrészt a felhasználásuk hatékonyságának hozzájárulására kétséges és sokszor nagyon félrevezető.

egyensúlyi reálkamat¹³ csökkenését eredményezi. Alacsony inflációval párosulva az alacsony kamat megnehezíti a jegybankok dolgát, amelyek amellett, hogy az inflációs cél elérésére törekednek, elő szeretnék segíteni a gazdaság és a foglalkoztatás bővülését úgy, hogy az a pénzügyi stabilitásra se jelentsen fenyegetést. Más megfogalmazásban a cél az, hogy a megtakarítások és beruházások olyan kamat mellett kerüljenek egyensúlyba, amely biztosítja a teljes foglalkoztatást.

Summers szerint a beruházási kereslet hosszú távon el fog maradni a megtakarításoktól, és emiatt tartósan alacsony marad az egyensúlyi kamat, és lassú marad a gazdasági növekedés. *Emiatt az infláció is strukturálisan alacsony maradhat, ami növeli annak kockázatát, hogy negatív inflációs sokkok esetén a jegybankok nem tudnak elégséges mértékű lazítással reagálni. Teulings és Baldwin (2014)* valójában pontosan egy ilyen helyzettel definiálja a tartós stagnálást. Ezt a következő változások magyarázhatják a fejlett országokban (az első három pont a beruházási kereslet visszaesését, míg az utolsó kettő a megtakarítások növekedését magyarázza):

- i. *Lassuló népességnövekedés:* a fejlett országokban, de például már Kínában is csökken vagy stabilizálódik a népesség. Ha csökken a népesség, illetve ezen belül a munkaképes korúak aránya¹⁴, akkor a már meglévő tőkeállomány relatíve nagy lesz a foglalkoztatottakhoz képest. Emiatt csökken a beruházási igény, mert a meglévő tőkeállományt nem kell teljes egészében megújítani. Emiatt mérséklődik a beruházási és hitelkereslet, ami csökkenti a semleges kamatot.
- ii. *Tőkefelhalmozás és beruházások lassulása:* A modern gazdaságban olyan ágazatok súlya növekszik, amelyeknek nincs szükségük nagy tőkeberuházásokra. Ilyenek például az Apple vagy a Google, amely cégek a világ legnagyobb vállalatai közé tartoznak, hatalmas szabad pénzeszközeik vannak, és fejlesztéseik mégsem igényelnek nagymértékű fizikaitőke-beruházásokat, ami szintén csökkenti a beruházási hitelkeresletet.
- iii. *Technológiai innováció és a relatív árak megváltozása:* Részben kapcsolódó okokból – az információs technológia elterjedése miatt – a beruházási javak és a fogyasztási cikkek relatív árára eltolódott. A beruházási javak relatíve olcsóbbá váltak¹⁵, így ugyanazt a kibocsátási szintet kevesebb beruházással (alacsonyabb beruházási hányaddal) is el lehet érni. Az eredmény ismét csökkenő beruházási

¹³ Az egyensúlyi vagy természetes reálkamat az a piaci kamat, amely mellett a gazdaság sem nem túlfűtött, sem nem túlűtött. Más szóval: a természetes kamat biztosítja a kapacitások teljes kihasználását, miközben az infláció a céllal összhangban alakul. Megjegyzendő, hogy ez a fogalom elválaszthatatlan a termelési függvény koncepciótól, így az előző lábjegyzetben megfogalmazott fenntartások ugyanúgy vonatkoznak rá.

¹⁴ Ha pedig a képzettséget is figyelembe vevő mutatót vesszük alapul (pl. humántőke), akkor is véget érni látszik a magasabb képzettséget elérő korosztályok sora. Emellett a nők aktivitásának növekedése is hamarosan véget érhet, aminek következményeképp nem növekedhet a korábbi dinamikával a munkaképesek aránya.

¹⁵ Egyes becslések szerint az utóbbi harminc évben a beruházási javak ára csaknem húsz százalékkal csökkent a fogyasztási cikkekéhez képest. Ha figyelembe vesszük a minőségi változásokat is, akkor a relatív árcsökkenés még nagyobb. Lásd: *Eichengreen (2015:68)*.

hitelkereslet. Igaz, ezek a cégek többet költenek olyan tényezőkre, mint a „humántőke” vagy szellemi termékek (szoftverek, kutatás és fejlesztés), amelyek nem vagy csak részlegesen számítanak bele statisztikailag számított beruházásokba.

- iv. Jövedelemegyenlőtlenségek növekedése:* A jövedelemelosztás eltolódik a magasabb jövedelműek irányába, akiknek nagyobb a megtakarítási hajlandóságuk. Ezzel növekszik a gazdaságban a strukturális megtakarítások aránya, ami csökkenti a semleges kamatot.
- v. Idősödés:* A társadalom elöregedésével növekszik a nyugdíjas korban töltött évek száma, ami miatt növelni kell a megtakarításokat, ez pedig csökkenti a semleges kamatot. (Emellett mivel idősebb korban alacsonyabb a fogyasztási hajlandóság, a jelenség a beruházási keresletre is mérséklően hat.)
- vi. Bizonytalan makrogazdasági politika:* A gazdaságpolitikai döntések gyenge kiszámíthatósága is a megtakarítások növelésére ösztönözheti a gazdasági szereplőket.

A felsorolt tényezők miatt¹⁶ a fejlett országokban a megtakarítások strukturálisan magasabbak, mint a beruházások, ami alacsony semleges (reál)kamatot eredményez. Alacsony inflációval párosulva beszűkült a monetáris politika mozgástere, ami végül negatív reálkamatokhoz (esetenként negatív nominális irányadó kamatokhoz is) vezetett. Azonban a Fed és más vezető jegybankok jelenlegi laza monetáris politikája pénzügyi stabilitási problémákat hordoz. Summers a tartósan lassú növekedésre az alábbi megoldási lehetőségeket látja:

- i. Elképzelhetőnek tart olyan megközelítést, amely szerint nincs különösebb tennivaló, mert idővel a kínálati oldal is alkalmazkodik a csökkenő kereslethez. Summers szerint Japán ehhez hasonlóan viselkedett sok éven át, és az USA is az utóbbi három-négy évben. Pontosán ez tükröződik a potenciális kibocsátás becslésekben, amikor annak mérséklődése nagyrészt a tőkeállomány csökkenésére vezethető vissza. Az összehasonlíthatóság miatt, illetve a társadalmi jólét értékeléséhez az egy főre jutó tőkeállomány megfelelőbb mutató, habár az átmenet egy stabil, de kisebb népességgel rendelkező gazdasághoz így sem feltétlenül zökkenőmentes (például a nyugdíjrendszer módosítására lehet szükség).¹⁷*
- ii. Egy másik megoldás a piaci kamatok hozzáigazítása a mérséklődött semleges kamathoz. A Fed válságban folytatott politikájának pontosan ez az egyik értelmezése. Summers ezt a politikát ésszerűnek tartja bizonyos ideig, de figyelmeztet*

¹⁶ Ezekről részletesebben ld. *MNB (2015)*.

¹⁷ Pradhan a Goodharttal készített tanulmányuk eredményeit ismertette egyenesen arról beszél, hogy véget ért az évtizedek óta tartó munkaerő-túlkínálat, ami számos csatornán keresztül mérsékelte az árakat és az inflációt. Előrejelzésük szerint a jövőben munkaerőhiánnyal kell majd szembenézniük a vállalatoknak, ami a jövedelemelosztás visszafordulását fogja eredményezni a tőkejövdelemtől a munkajövedelmek felé, inflációs nyomás válthatja fel a deflációt és a munkaerőhiány termelékenységnövelést fog kikényszeríteni (*Pradhan 2015*).

a hátulütőkre is: az eszközárakban megjelenő buborékok veszélyére, a jövedelem- és vagyoneelosztásra gyakorolt hatásra, illetve arra a veszélyre, amit az okoz, hogy az életképtelen cégek is könnyen életben maradnak a könnyű refinanszírozási feltételek miatt.

iii. A lehetséges gazdaságpolitikai válaszok közül Summers azokat támogatja, amelyek az aggregált kereslet növelésére irányulnak. Ebből a célból például megengedhetőnek tartja a költségvetési deficit növelését is az USA-ban, miközben a költségvetési megszorításokat károsnak ítéli. Az aggregált kereslet támogatásának több módja lehet, például az export elősegítésének különféle eszközeitől kezdve az infrastrukturális közberuházásokig. *Summers (2014:72)* a Fed modelljével végzett szimulációra hivatkozva azt állítja, hogy egy öt éven át fenntartott egy százalékos költségvetési deficitnövelés tartósan növelné a kibocsátást és a kezdeti növekedést követően mérsékelné az adósságrátát.

Summers diagnózisát alapvetően átvette az IMF 2015 tavaszi World Economic Outlookja, és a legfontosabb magyarázó tényezőkkel is egyetértett. Hasonló szellemben nyilatkozott Oliver Blanchard a kiadványt bemutató sajtótájékoztatón. Ugyanakkor mások a tartós stagnálás veszélyét a fejlett országokkal kapcsolatban elvetik.

Bernanke (2015a; 2015b) korábbi Fed-elnök a kiinduló kérdést, a túl alacsony kamatok problémáját nem tartja meggyőzőnek. Logikailag kizártnak tartja, hogy tartósan negatív maradjon a reálkamat, mert ilyen esetben még a nagyon alacsony hozamú beruházási projektek is megtérülnek, és ezért végtelen lesz a hitelkereslet. Bernanke emellett felveti, hogy ha az USA-ban nincs elég beruházási lehetőség, akkor a vállalatok figyelme a külföld felé fordulhatna, főként a kialakult nagyon alacsony kamatok mellett. Tehát az egyik fő különbség, hogy Summers tézisének magyarázatai alapvetően az USA-ra és a fejlett országokra szorítkoznak, és figyelmen kívül hagyják a globális szempontokat. Bernanke szerint a mostani alacsony kamatok a mérlegválság átmeneti utóhatásának tekinthetők, nem tartós stagnálásnak.

A megtakarítások és beruházások egyensúlytalansága Bernanke szerint a megtakarítások túlzott nagyságából – „savings glut” – fakad, nem pedig az elégtelen beruházásokból. Ennek megfelelően, ha a túlzott megtakarítások mérsékelhetők, akkor a túl alacsony kamatok problémája megoldódik. Bernanke szerint a túlzott megtakarítások egyik fő oka egyes országok túlzott folyó fizetési mérleg többlete. A válság előtt Kína rendelkezett a legnagyobb exporttöbblettel, jelenleg pedig Németország, amelyhez társul több kisebb európai ország. Bernanke már látni véli a kiigazodás jeleit. Kína többlete már sokat csökkent, és ezzel párhuzamosan az amerikai dollárban kibocsátott értékpapírok kereslete is mérséklődött. Az euróövezet megnövekedett külső többlete pedig ciklikusnak tekinthető: nagyrészt a piaci nyomás alá került országok kényszerű kiigazításának köszönhetően ugrott meg, ami mérséklődik a kilábalás következtében.

4.2. A reálemelés korlátai: a pénzügyi struktúra, vállalatfinanszírozás és vállalatirányítás változásaihoz köthető magyarázatok

A tartós stagnálásról szóló vitában mind Summers, mind Bernanke a megtakarítások és beruházások egyensúlyi követelményéből indult ki, amelyet az egyensúlyi kamat biztosít. Feltételezik, hogy a szereplők döntéseiket az inflációtól megtisztított reálváltozók alapján hozzák meg. A bankszektor a reálváltozóként felfogott megtakarításokat közvetíti a beruházni szándékozó hitelfelvevőkhöz. Az előző szakaszban ismertetett lehetséges magyarázatok között a vita abban van, hogy az egymáshoz viszonyítva magas megtakarítások vagy alacsony beruházások miatt alacsonyak a kamatok.

Ezt az elterjedt megközelítést az utóbbi években egyre erőteljesebben vitatják már a gazdaságpolitika főáramához tartozó közgazdászok is (*Borio–Disyatat 2011; Nealy et al. 2014*). A bankokat az előzetesen meglévő és általuk összegyűjtött megtakarítások nem korlátozzák a hitelezésben, ennek korlátai máshol keresendők (*Nealy et al. 2014*). A kamatok sem a reálértelemben felfogott megtakarítások és beruházások egyensúlyát biztosítják, hanem a likviditás iránti preferenciát, illetve a hitel- és piaci kockázatok vállalásával kapcsolatos bizonytalanságot tükrözik (*Tily 2012; Szalai 2014*). Ennek a felismerésnek a nemzetközi gazdaságra való kiterjesztéseként a globális egyensúlytalanságok sem vezethetők vissza pusztán vagy akár csak elsősorban a megtakarítások és beruházások, illetve a folyó fizetési mérlegek egyensúlytalanságaira.¹⁸ Mindezek fényében a már a válság előtt is megfigyelt, visszafogott beruházási tevékenységre vonatkozóan a tartós stagnálás, illetve „savings glut” mellett érvelők által hangsúlyozottaktól eltérő magyarázatok is születtek, amelyek jellemzően a pénzügyi struktúra és vállalatirányítás változásaihoz köthetőek.

4.2.1. A megtérülési horizont rövidülése („short-termism”)

A válság bizonytalanságai közepette megnövekedett az igény a likviditásra – a hosszú távú pénzügyi elkötelezettséget jelentő beruházásoktól való tartózkodás viszonylag könnyen magyarázható. Azonban már a válságot megelőzően is megfigyelhető volt, hogy a vállalatok – elsősorban a nagyvállalatok – jelentős mennyiségű likvid eszközzel, vállalati megtakarítással rendelkeztek¹⁹, mert a nyereségük csökkenő részét forgatták vissza a saját fizikai és humán képességeik fejlesztésére és kutatás-fejlesztési tevékenységek finanszírozására. Ehelyett a források növekvő részét fordították pénzügyi piaci tevékenységre, részvényesi osztalékfizetésre, illetve drámaian megnövekedtek a vállalati menedzserek javadalmazását szolgáló

¹⁸ A modern világgazdaságban a tőkeáramlások már nem egyszerűen „passzívan” ellentételezik a folyó fizetési mérleg hiányokat, hanem azoktól függetlenül, vagy éppen azokat meghatározó módon aktív szerepet játszanak, azaz a bruttó áramlások legalább annyira befolyásolják a finanszírozási kondíciókat (*Borio–Disyatat 2011; MNB 2014*).

¹⁹ *IMF (2006)* hozzátette, hogy 2003–2004-ben a G7-országok vállalati megtakarításai a kétszeresét tették ki a kevésbé fejlett országok által felhalmozott folyó fizetési mérleg többleteknek, ami „paradox” tőkeáramlás képviselt a kevésbé fejlettektől a fejlettek irányába.

részvény-visszavásárlásokra fordított összegek is.²⁰ Ez azt mutatja, hogy önmagában nem a pénzügyi források hiánya magyarázza az innovációk visszafogott alakulását és a lassuló beruházásokat. Mind az amerikai, mind az európai nagyvállalatok egy trillió dollárt, illetve eurót meghaladó likvid eszközöket tartanak nagyon alacsony – esetenként negatív kamatot – biztosító bankbetétekben és hasonló, kevésbé kifinomult befektetési eszközökben.²¹

A kockázati tőketársaságok, amelyek az USA-ban fontos szerepet játszanak az innovációk finanszírozásában, egyre kevésbé vállalják a korai fázisban lévő kutatási projektek finanszírozását, és inkább a kevésbé kockázatos, a piacra vitelhez közelebbi fejlesztési fázisokra szorítkoznak (*Mazzucato–Wray 2015*). Így egyre nagyobb szerep hárul az államra mint az innováció finanszírozójára és mint a fejlesztési irányok meghatározójára. A fejlett országokban a fejlesztési bankok azonban fokozatosan megszűntek, vagy szűkítették a tevékenységüket. Az államok a fiskális kiigazítások során gyakran éppen a kutatás-fejlesztési és egyéb, hosszú távú versenyképességet befolyásoló beruházásokat fogják vissza, miközben a magánszektor jelentős forrásai ellenére sem vállalja a korábbi évtizedekhez hasonló mértékben a legkockázatosabb fázisok finanszírozását. *Mazzucato* számos tanulmányban bemutatja, hogy a legsikeresebbnek tartott innovatív termékek kifejlesztésében az államok – főleg az USA – döntő szerepet játszott, és jelentős forrásokat áldozott rájuk²², miközben a sikeres vállalatok adóterheik minimalizálására törekednek. Amikor azonban egyes termékek piaci sikert érnek el, akkor az államok aránylag kevésbé részesülnek a pénzügyi eredményekből. *Mindezek következményeként a szükségesnél kevesebb fejlesztési forrás képződik, mivel a korábbi innovációk piaci hasznosításának eredményeiből nem forgatnak vissza eleget az új alapvető kutatásokra, ami összességében visszafogott beruházási teljesítményhez vezet.*

4.2.2. Az „aktív befektetők” szerepe a vállalatirányításban

Lazonick (1992) nevéhez fűződik az úgynevezett „részvényesi érdek” (shareholder value) menedzsmentkoncepció legkorábbi bírálata, amelyet ma már egyre többen osztanak.²³ *Jensen (1991)* és követői optimizmusát cáfolva adatokon mutatta be, hogy a menedzsment ösztönzése részvényopciókkal nem eredményezte a menedzs-

²⁰ *Lazonick (2014a; 2014b), Mazzucato–Wray (2015)*. Az S&P 500-ba tartozó 449 kilenc vállalat, amelyek 2003 és 2012 között a tőzsdén szerepeltek, az összes nyereségük 54 százalékát fordították nyílt piaci részvény-visszavásárlásra és 37 százalékát osztalékfizetésre. Így nem sok nyereség maradt a fejlesztések finanszírozására. Lásd még az angol jegybank főközgazdászának, *Haldane-nek (2011; 2015)* a megszólalásait a piacok rövid horizontjával kapcsolatban.

²¹ A nagyságrend érzékeltetéséhez megemlítjük, hogy az EKB a banki hitelezés és a vállalati beruházások élénkítése érdekében nagyjából éppen egy trillió euró értékű értékpapír-vásárlással kívánja a mérlegét 2016 szeptemberéig megnövelni kibővített eszközvásárlási programmal. Lásd: *Tett (2015), Long (2015), Association of Financial Professionals (2015)*. (Megjegyzendő, hogy a kis- és közepes vállalatoknak – amelyeknek a pénzügyi helyzete nagyon eltérő lehet – a foglalkoztatásban fontos szerepük van, de a beruházások esetében ez nem jellemző.)

²² A számos cég között találjuk a leginnovatívabbnak tartottakat is, mint a Google, Amazon, Apple, Facebook stb.

²³ *Aglietta (1995), Mazzucato–Petta (2014), Mazzucato–Wray (2015), Haldane (2015)*.

ment hosszú távú szemléletének erősödését (Lazonick 1992; 2015). Ellenkezőleg, a menedzsmentnek számos eszköze van a saját cége részvényárfolyamának befolyásolására olyan módszerekkel, amelyek a vállalat hosszú távú érdekeivel akár ellentétesek is lehetnek. A menedzsment javadalmazása a saját vállalatra szóló részvényopciókkal sokkal inkább a menedzserek nyugdíjazását finanszírozta, és nem eredményezte a beruházások növelését, a menedzsmentnek a vállalat hosszú távú életképességében való érdekeltiségének erősödését.

Az OECD (2015) idej, vállalati kilátásokkal foglalkozó jelentése külön fejezetet szentelt a témának. Eszerint elvben az „aktív részvényesek” vagy „türelmetlen” befektetők (nyugdíjalapok és más intézményi befektetők) folyamatos jövedelmezőséget várnak el, így pozitív szerepet játszhatnak a túlzottan elkényelmesedett, az üzleti lehetőségeket megragadni képtelen vállalatvezetéssel szemben. Hozzáteszik azonban, hogy az esetek egy részében ugyanezek az aktív részvényesek a hozamelvárásaikkal magasabb „megtérülési küszöböt” (hurdle rate) állíthatnak a beruházások megtérülésével szemben. A menedzserek olyan alacsony finanszírozási költségekkel jellemezhető környezetben, mint a mostani, hajlandók engedni a rövid távú hozamelvárásokra irányuló nyomásnak, és osztalékot fizetni akár még hitelből, a hosszú távú versenyképességet biztosító beruházások rovására is. Ezt az OECD az effektív kockázati prémium emelkedésével egyenértékű mechanizmusnak tekinti, ami emeli a beruházásokkal szemben elvárt megtérülést, azaz a megtérülési küszöböt. Kimutatják, hogy a vállalatok működési profitjának („operating cash flow”) nagy részét az aktív részvényesek javadalmazására, részvény-visszavásárlásra fordítják, ami kedvezőtlen a beruházási aktivitásra nézve (7. ábra).

Az OECD szerint jelenleg az egyik legfontosabb talány, hogy a válságot követő laza monetáris kondíciók következményként a befektetők a pénzügyi piacokon alacsony kockázatokat, míg a vállalatok beruházási döntéseik meghozatalakor magas kockázatokat érzékelnek. Emiatt az új beruházásokhoz kapcsolódó hozamelvárások (hurdle rate) olyan magasak, hogy a historikusan alacsony kamatok ellenére is több régióban visszafogott a gazdasági növekedés a beruházások hiánya miatt.²⁴ A gazdaságpolitikusok számára jelenleg az egyik legnagyobb kihívást az jelenti, hogy miként érhetik el a beruházások növekedését, és eközben miként kerülhetik el a pénzügyi instabilitások, buborékok kialakulását.

4.2.3. Vállalati hitelfelvételek felhasználása

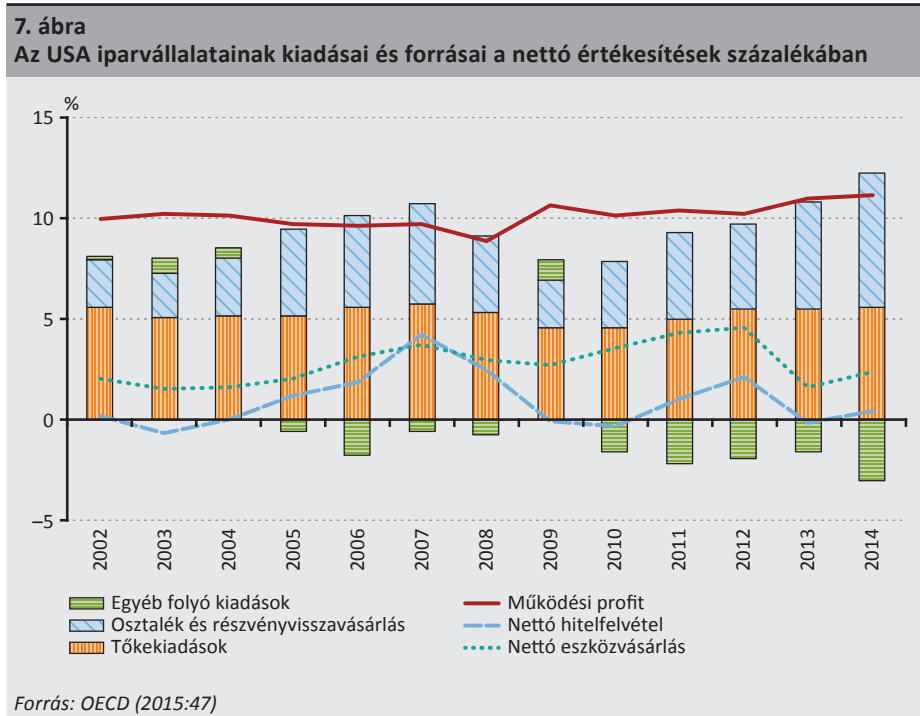
Az OECD jelentése megállapítja azt is, hogy az USA és Európa vállalatai a beruházásokat képesek lennének nettó bevételeikből (nettó működési profit) finanszírozni, emellett azok osztalékfizetésre és részvény-visszavásárlásra²⁵ is elegendőek (7. ábra)²⁶.

²⁴ OECD (2015:31).

²⁵ A részvény-visszavásárlások különösen nagyok az USA-ban, az Egyesült Királyságban és Svájcban, de Európában többi országában is jelentős tételt képviselnek.

²⁶ Hasonló tendencia érvényes az európai nagyvállalatokra is, ld. OECD 2015:48, 2.12. ábra.

A problémát az jelenti, hogy a vállalati hitelfelvételek – amelyek a válságban jelentősen visszaestek, és csak fokozatosan indulnak ismét növekedésnek – *nem elsősorban a kapacitások bővítését szolgáló beruházásokat finanszírozták, hanem további osztalékfizetést és részvény-visszavásárlást.* Az amerikai nagyvállalatok pénzügyeinek vizsgálatát hosszabb időszakra elvégezve Mason (2015) is arra az eredményre jutott, hogy a korábbi évtizedekhez képest a vállalatok a külső hiteleket egyre kevésbé beruházások finanszírozására, és egyre inkább osztalékfizetésre és részvény-visszavásárlásra fordítják, illetve veszik fel.



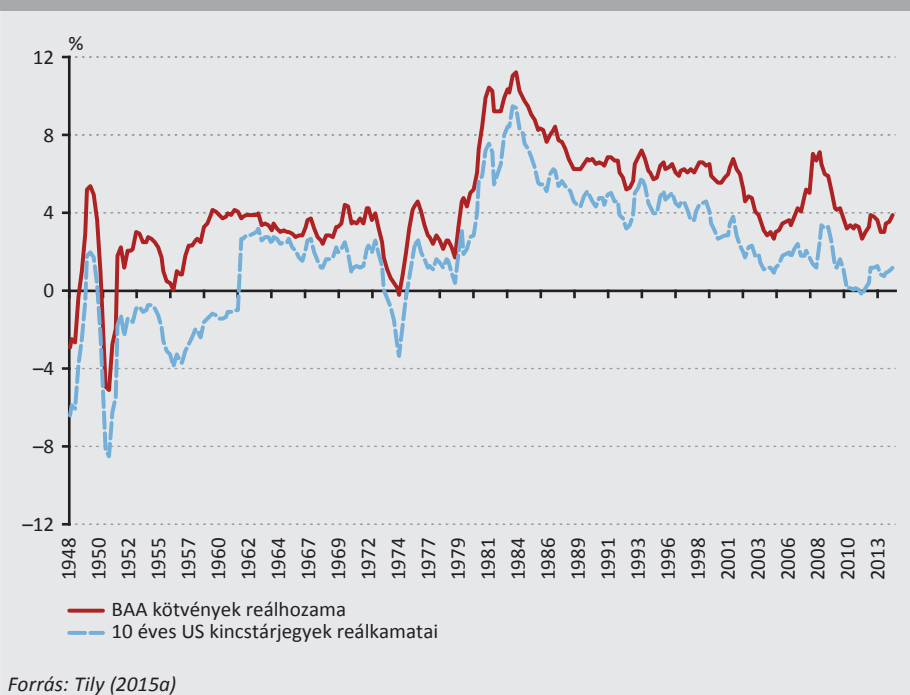
4.2.4. Magas vállalati reál hitelkamatok

Tily arra hívja fel a figyelmet, hogy *ha a nem a legjobb besorolású vállalati kötvények reálkamatait nézzük, akkor egyáltalán nem beszélhetünk kivételesen alacsony tőkeköltségekről.* Számításai szerint még jelenleg is, a historikusan alacsony kockázatmentes nominális kamatok és zéró közeli vagy esetenként negatív irányadó kamatok mellett is, például az USA BAA minősítésű vállalati kötvényeinek reálkamatai 2–3 százalék között vannak, és ezzel csak mostanában tértek vissza a második világháborútól a hetvenes évekig terjedő növekedési „aranykor” maximumához, azaz az „aranykori” gyors gazdasági növekedés időszakát ennél alacsonyabb reálkamatok jellemezték (8. ábra). Ezzel szemben a válságot megelőző években mind a reálkamatok, mind a nominális kamatok magasabbak voltak. Közelebbről megvizsgálva,

a deregulációval, liberalizációval és privatizációval jellemezhető időszakokban voltak magasak a reálkamatok, ami pontosan az ellentéte annak, amit az intézkedésektől vártak.²⁷

8. ábra

A reálkamatok historikus alakulása



A nyolcvanas években a deregulációtól, liberalizációtól és privatizációtól azt várták, hogy elősegíti a reálerőforrások, illetve a pénzügyi kockázatok optimális allokációját, a verseny növelésével és a forrásköltségek csökkentésével erősíti a motivációt a versenyképesség javítására és a beruházások növelésére. *Visszatekintve azonban látható, hogy a dereguláció, liberalizáció és a privatizáció önmagában, a makrogazdasági politika megfelelő alkalmazkodása nélkül komoly kockázatokat hordoz: a reálgazdaság számára rendelkezésre álló, beruházások finanszírozására fordítható források nem lettek feltétlenül olcsóbbak, és az allokációs hatékonyság is elmaradt a várttól, ami szerepet játszott a 2008-as pénzügyi válság kialakulásában.*²⁸ A fejlett gazdaságok mérséklődő növekedési ütemét ezek az elemzések összefüggés-

²⁷ Tily idézi az IMF 1985. évi rendszeres kiadványát, amely a leginkább megütközést keltő rejtélynek nevezi, hogy a vállalati rövid és hosszú lejáratú reálkamatok az intézkedések ellenére historikusan magas szinten alakultak. (Tily 2015a, 5. lábjegyzet, valamint Tily 2007/2010:293).

²⁸ Cecchetti–Kharroubi (2015); Cournède et al. (2015); Zingales (2015).

be hozzák ezzel az átalakulással.²⁹ A korábbiakban bemutattuk (*IMF 2015b*), hogy a nagyvállalati szektor ma is nagyon jelentős likvid forrásokkal rendelkezik, miközben a beruházási aktivitás még a válság előttitől is elmarad. Ez azonban csak részben írható a mérlegkiigazítás számlájára, mert a magas reálkamatok miatt a válságot megelőzően is jellemző volt az alacsony beruházási aktivitás. *Tily hangsúlyozza, hogy a válság előtti időszakban a magas reálkamatok nem biztosítottak kellő ösztönzést a robusztus beruházási tevékenységhez, miközben a magas nominális kamatok az adósságállományok folyamatos bővüléséhez is hozzájárultak.*

Tily hivatkozik a saját kutatómunkájára (*Tily 2007/2010*), amelyben bemutatja, hogy Keynes a később jellemző interpretációkkal szemben nagyon fontosnak tartotta a monetáris politikát is, és nem csak a fiskális politikára összpontosított. Ez vonatkozik a Keynes-korabeli, stagnálással jellemezhető időszakra, amikor maga *Keynes is olyan monetáris politikai stratégiai keret kialakítására törekedett, amely támogatja a magas beruházási aktivitást. Ehhez a monetáris politikai kereteknek tartósan és kiszámítható módon kell biztosítaniuk az alacsony nominális és reálkamatokat.* Keynes monetáris elemzési keretében a megfelelő monetáris politika képes a reálkamatokat is tartósan befolyásolni. A mai elemzési keretektől – mint például a fentebb ismertetett, tartós stagnálás elméletéről szóló vitákból – ez a megközelítés jellemzően hiányzik, mert ezek szerint a reálkamatokat pusztán reáltényezők határozzák meg (pl. a tőke határtermelékenysége).

A tartós stagnálásról szóló vitában résztvevők által alkalmazott, reálemzésen túlmenő monetáris elemzések – amint a fentebbi, korántsem teljes körű ismertetés is mutatja – további megfontolásokat ajánlanak a tartós és fenntartható növekedés elősegítésére. Olyan szerkezeti változásokat javasolnak, amelyek megteremtik a „türelmes” finanszírozást mind az alapkutatásokhoz, mind ezek piaci terméké fejlesztéséhez és piacra viteléhez, amiben az államnak meghatározó szerepet kell játszania. Továbbá a vállalati profitoknak az alaptevékenységből kellene származniuk, és a vállalati menedzserek ösztönzési rendszerét is úgy kellene átalakítani, hogy az a fenntartható és gyors növekedést eredményező magatartást ösztönözze. A vállalatoknak nem pusztán a részvényesi értéket kellene maximalizálniuk, hanem a többi érdekelt (pl. munkavállaló, vásárló, beszállító stb.) jólétének hosszú távú növekedését is biztosítaniuk kellene.

Jelen cikknek nem lehetett célja, hogy ilyen átfogó változtatásokra fogalmazzon meg javaslatokat.³⁰ Arra akartuk felhívni a figyelmet, hogy már a válság előtt is voltak nem csak reálgazdasági, de pénzügyi és monetáris téren is olyan folyamatok, amelyek a tartósan lassú növekedés vagy akár a stagnálás irányába mutattak. *Ezért*

²⁹ Lásd például *Lazonick (2014a)* és *Mazzucato–Penna (2014)*.

³⁰ Az érdeklődő olvasó ízelítőt kaphat ezekből a javaslatokból többek között *Mazzucato és szerzőtársai, Lazonick és Haldane* hivatkozott munkáiból.

az egyszerű visszatérés a válság előtti liberalizált pénzügyi és bankrendszerhez, az akkor jellemző pénzügyi ösztönzőkhöz nem jelent garanciát a lassulás vagy stagnálás elkerülésére.

Bár a historikusan laza monetáris kondíciók biztosítása és a nemkovencionális eszközök alkalmazása hasznosak a válság költségeinek mérséklésében, a kielégítő növekedési ütem elérésében csak részleges sikereket képesek felmutatni. *Amint láttuk, a gyenge beruházási tevékenység fő oka makrogazdasági szinten aligha a vállalati pénzügyi források önmagukban vett hiánya. Sokkal inkább a gyenge növekedési kilátásokkal, illetve az alacsony nominális és reálkamatokkal jellemezhető környezet tartós fennmaradásába vetett bizalom hiányával magyarázható a jelenleg tapasztalható visszafogott beruházási aktivitás és a túlzottan alacsony infláció.*

Ez az elemzési keretrendszer olyan átalakulása felé mutat, amelyben a pénzügyi szektor működésének, szereplői magatartásának alapvető jelentősége van a makrogazdasági folyamatokban. Így a pénzügyi válság előtt elterjedt, és még jelenleg is gyakran alkalmazott – alapvetően – reálmodellek nem lehetnek hatékonyak a gazdasági folyamatok leírásában (Buiter 2009; Haldane 2012). Bár a válságot követően egyre elfogadottabbá válik a pénzügyi szektor szerepe, önmagában annak reálmodellekbe való beépítése nem jelenthet megoldást. Az így modellezett súrlódások csupán azt magyarázzák meg, hogy a nem banki magánszektor miért jut kevés hitelhez. Fentebb azonban bemutattuk, hogy a fejlett országok nagyvállalatai gyenge beruházási tevékenységének nem a pénzügyi források hiánya a fő oka. A megoldást a Wicksell, Schumpeter és Keynes nevével fémjelzett monetáris elmülethez való visszatérés jelenthetné, amely elemzési keretben a pénzügyi szektor kölcsönhatásban működik a – nem feltétlen egyensúlyra törekvő – reálszektorral.³¹

5. Összefoglalás

A monetáris politika számára a válságot követő környezet új kihívásokat teremt, aminek csak úgy tud megfelelni, ha megfelelő diagnózist állít fel az alacsony infláció és lassú növekedés magyarázatára, és megtalálja a megfelelő eszközöket az inflációnak a célra emeléséhez. A cikk áttekinti, hogy milyen rövid, közép, illetve hosszú távú tényezők húzódnak a jelenleg is tapasztalható folyamatok mögött.

2015 során nagyobb figyelmet kaptak az olajárak eséséhez köthetően a rövid távú magyarázatok. 2014 közepétől erőteljes áresés ment végbe a Brent olaj árában, amelyet a leggyakrabban például az amerikai palaolaj-kitermelés felfutásával, illetve a visszafogott globális keresleti környezettel magyaráztak. Ugyanakkor többen rámutattak, hogy a reálgazdasági folyamatok önmagukban nem indokolták a megtapasztalt mértékű árváltozásokat, és azok felnagyításában szerepet játszottak az

³¹ Részletesebben: Aglietta (1995/2005), Borio et al. (2011), Borio (2012), Minsky (1986).

olaj- és a nyersanyagpiacot érintő pénzügyi piacitényezők is. Rámutatunk, hogy a nyersanyagok, köztük az olaj árának mozgását nagyban befolyásolják a pénzügyi és spekulatív piacokról ismert várakozások is. Emellett megállapítjuk, hogy más nyersanyagok ára hasonló változékonyságot mutatott az utóbbi években, ami szintén azt valószínűsíti, hogy nem csak az energiapiac sajátosságai okozzák a rövidtávú inflációs meglepetéseket. Továbbá az élelmiszer- és energiaárak alakulását kiszűrő maginflációs mutatók is alacsonyan alakultak, ami felveti azt a kérdést, hogy az infláció alakulásában középtávú vagy hosszú távú tényezők játszanak-e meghatározóbb szerepet.

A középtávú tényezőkhez kötődő megközelítés szerint a 2008-at követő mérlegválság, illetve a gazdasági szereplők azt követő mérlegkiigazítása magyarázza a jelenleg tapasztalható, mérsékelt növekedéssel párosuló alacsony inflációs környezetet. Ez a nézet azt hangsúlyozza, hogy a válságot megelőző években a gazdasági növekedés a szereplők nagymértékű eladósodásával párosult, akik az eszközár-buborék kipukkanását követően mérlegeik mielőbbi kiigazítására törekednek, és a többletjövedelmeket adósságaik leépítésére fordítják, miközben tartózkodnak attól, hogy új hitelek felvétele vagy saját forrásaik felhasználása révén új beruházásokat valósítsanak meg. Koo szerint ezt a jelenséget az mérsékelheti, ha a fiskális politika érdemi szerepet vállal a válságkezelésben, és megfelelő mértékű és ideig tartó fiskális stimulussal – a költségvetés eladósodásának árán – támogatja a gazdasági szereplők jövedelemnövekedését. A BIS munkatársai ezt kiegészítik azzal, hogy a pénzügyi válság kitörésében kulcsfontosságú szerepe volt a reálgazdasági és pénzügyi ciklusok kölcsönhatásának, amelyet ezért a jövőben szisztematikusan figyelembe kell venni a stratégiaalkotás, illetve a gazdaságpolitika végrehajtása során. Ez a gyakorlatban azt jelenti, hogy az egyes szakpolitikáknak a reálgazdasági és pénzügyi ciklusoknak mind a fellendülő, mind a visszaeső szakaszában szimmetrikusabban kell viselkedniük.

A hosszú távú magyarázatok egyik csoportja reálgazdasági tényezőkkel, azon belül is a megtakarítások és beruházások egyensúlytalanságával magyarázza az alacsony inflációt és az elhúzódozó kilábalást. Bár a Laurence Summers nevével fémjelzett tartós stagnálás elmélete a mérlegválság Koo-féle koncepciójának fontosságát elismeri, ezt csak részben tartja alkalmasnak az aktuális folyamatok magyarázatára. Szerinte a fejlett régiók gazdasági dinamizmusa már a válság előtt megtört, és a válság elmúltával évtizedes távlatban is alacsony növekedésre lehet számítani. Summers szerint számos tényező (pl. lassuló népességnövekedés, technológiai fejlődés, stb.) szerepet játszhat abban, hogy a fejlett országokban a megtakarítások strukturálisan magasabbak, mint a beruházások, ami alacsony semleges (reál)kamatot eredményez. Ekkor növekszik annak a kockázata, hogy negatív inflációs sokkok esetén a jegybankok nem tudnak kellő mértékű lazítással reagálni és ezzel élénkíteni a gazdaságot. Summers

szerint a tartós stagnálásra adható egyik lehetséges gazdaságpolitikai válasz az aggregált kereslet élénkítése a költségvetési deficit növelésén keresztül. Summersszel szemben Bernanke nem fogadja el a tartós stagnálás hipotézisét: szerinte logikailag kizárt, hogy tartósan negatív maradjon a reálkamat. Szerinte a megtakarítások és beruházások egyensúlytalansága a megtakarítások túlzott nagyságából fakad, és ha a túl magas fizetési mérleg többletek mérséklődnek, akkor a túl alacsony kamatok problémája megoldódik.

Egyre többen hangsúlyozzák ugyanakkor ezen reálelemzések korlátait. Ezek a megközelítések is arra mutatnak rá, hogy az alacsony beruházási aktivitás már a válság előtt is jellemző volt, azonban azt pénzügyi tényezőkkel, például a pénzügyi struktúra, a vállalatfinanszírozás és a vállalatirányítás változásaival magyarázzák. Egyrészt a vállalatok jelentős mennyiségű likvid eszközzel és megtakarításokkal rendelkeznek, annak azonban csak kis részét forgatják vissza kutatás-fejlesztési vagy beruházási tevékenységbe (megtérülési horizont rövidülése). Ennek fényében egyre nagyobb szerep hárul az államra, mint az innováció finanszírozójára és mint a fejlesztési irányok meghatározójára. Másrészt megváltozott az „aktív befektetők” szerepe a vállalatirányításban, akik ugyan elvárják a folyamatos jövedelmezőséget, azonban hozamvárásaikkal magasabb küszöböt állíthatnak a beruházások megtérülésével kapcsolatban, ami szintén a beruházások elmaradásához vezet. Emellett már a válság előtt is egyre inkább jellemző volt, hogy amikor a nagyvállalatok külső hitelt vettek fel, ezek egyre kevésbé szolgálták a beruházások finanszírozását és növekvő mértékben fordítottak osztalékfizetésre és részvény-visszavásárlásra. Végül rámutatunk arra, hogy bár a nominális kamatok historikusan alacsonyak, a vállalati kötvények reálkamatai mégis relatíve magasak, ami szintén a beruházások bővülésének egyik korlátja.

Összességében elmondható, hogy a reálelemzéseken túlmutató, monetáris és pénzügyi elemzésekből következően olyan makrogazdasági keretre és szerkezeti változásokra van szükség, amelyek megteremtik a „türelmes” finanszírozást az alapkutatásokhoz és a fejlesztésekhez, továbbá hosszabb távon is fenntartható növekedést támogató ösztönzőket alakítanak ki. Ez az elemzési keretrendszer olyan átalakulása felé mutat, amelyben a pénzügyi szektor kölcsönhatásban működik a reálszektorral. A tapasztalatok azt mutatják, hogy elsősorban nem vállalatok pénzügyi forrásainak hiánya fogja vissza a beruházási tevékenységet, hanem a gyenge növekedési kilátások és az alacsony nominális, illetve reálkamatokkal jellemezhető környezet tartós fennmaradásába vetett bizalom hiánya magyarázza az elhúzódozó kilábalást és az alacsony inflációs környezetet.

Felhasznált irodalom

- Aglietta, M. (2005): *Macroéconomie financière*, Editions La Découverte, Paris, (első kiadás 1995).
- Association of Financial Professionals (2015): *AFP 2015 Liquidity Survey Report*, <http://www.afponline.org/press/2015-AFP-Liquidity-Report/>
- Bernanke, B. (2015a): *Why are interest rates so low? Part 2: Secular stagnation*, March, <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/03/31-why-interest-rates-low-secular-stagnation>
- Bernanke, B. (2015b): *Why are interest rates so low? Part 3: The Global Savings Glut*. <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/04/01-why-interest-rates-low-global-savings-glut>
- BIS (2014): *84th Annual Report*. <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2014e.pdf>
- BIS (2015a): *Box: Oil and debt*. (February), http://www.bis.org/statistics/gli/glibox_feb15.htm
- BIS (2015b): *85th Annual Report*. <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015e.htm?m=5%7C24>
- Blanchard, O. (2015): *An assessment of the state of the world economy*. WEO Press Conference, May, <http://www.voxeu.org/print/58898>
- Borio, C. (2012): *The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?* BIS Working Papers No 395., <http://www.bis.org/publ/work395.htm>
- Borio, C. – Disyatat, P. (2002): *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*. BIS Working Papers 114, <http://www.bis.org/publ/work346.pdf>
- Borio, C. – Disyatat, P. (2011): *Global Imbalances and the financial crisis: Link or no link?* Appendix, www.bis.org/publ/work346.pdf
- Buiter, W. H. (2009): *The unfortunate uselessness of most 'state of art' academic monetary economics*. Maverecon Blog, Financial Times, 3 February. <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/58407/>
- Buttiglione, L. – Lane, Ph. R. – Reichlin, L. – Reinhart, V. (2014): *Deleveraging, What Deleveraging? The 16th Geneva Report on the World Economy*. <http://www.voxeu.org/content/deleveraging-what-deleveraging-16th-geneva-report-world-economy>
- Cecchetti, S. G. – E. Kharroubi (2015): *Why does financial sector growth crowd out real economic growth?* BIS Working Papers No. 490, February, <https://www.bis.org/publ/work490.htm>

- Central Planning Bureau (2015): *CPB World Trade Monitor*, <http://www.cpb.nl/en/number/cpb-world-trade-monitor-including-march-2015>
- Cournède, B. – Denk, O. – Hoeller, P. (2015): *Finance and Inclusive Growth*. OECD Economic Papers, No. 14, http://www.oecd-ilibrary.org/economics/finance-and-inclusive-growth_5js06pbhf28s-en;jsessionid=4h2jppbvo5qgf.x-oecd-live-03
- Cúrdia, V. (2015): *“Why So Slow? A Gradual Return for Interest Rates”*. Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 12 October, <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2015/october/gradual-return-to-normal-natural-rate-of-interest/>
- Csortos, O. – Szalai Z. (2015): *A globális pénzügyi válság kezelésének nehézségei: elméleti és gazdaságpolitikai tanulságok*. Hitelintézeti Szemle, 14. évf. 3. szám.
- Domanski, D. – Kerns, J. – Lombardi, M. – Shin, H. S. (2015): *Oil and debt*. BIS Quarterly Review, March. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503f.pdf
- Eichengreen, B. (2015): *„Secular Stagnation: The Long View”*. American Economic Review: Papers & Proceedings, 105(5):66–70. <http://dx.doi.org/10.1257/aer.p20151104>
- Felipe, J. – McCombie, J. (2010): *“On Accounting Identities, Simulation Experiences and Aggregate Production Functions. A Cautionary Tale for (Neoclassical) Growth Theorists*. In: M. Setterfield, (ed.), *Handbook of Alternative Theories of Economic Growth*, Cheltenham: Edward Elgar, pp. 189-208., http://www.landecon.cam.ac.uk/research/real-estate-and-urban-analysis/centres/ccepp/copy_of_ccepp-publications/wp01-10.pdf
- Felipe, J. – McCombie, J. (2014): *The Aggregate Production Function and the Measurement of Technical Change ‘Not Even Wrong’*, Cheltenham, UK and Massachusetts, USA: Edward Elgar Publishing. ISBN: 978-1-84064-255-1
- Frankel, J. (2014): *„Why are commodity prices falling?”* Project Syndicate, 15, December, <http://www.project-syndicate.org/commentary/commodities-oil-falling-prices-by-jeffrey-frankel-2014-12>
- Haldane, A. (2011): *The Short Long*. Speech by Andrew G. Haldane, Executive Director, Financial Stability, and Richard Davies 29th Société Universitaire Européenne de Recherches Financières Colloquium: NewParadigms in Money and Finance? Brussels, <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2011/speech495.pdf>
- Haldane, A. (2012): *What have the economists ever done for us?*, <http://www.voxeu.org/article/what-have-economists-ever-done-us>

- Haldane, A. (2015): *Who owns a company?* Speech Given at the University of Edinburgh Corporate Finance Conference on Friday 22 May 2015, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/2015/833.aspx>
- Hamilton, J. (2014): *Oil prices as indicators of global economic conditions*. <http://econbrowser.com/archives/2014/12/oil-prices-as-an-indicator-of-global-economic-conditions>
- IMF (2006): „*Awash with Cash: Why are corporate savings so high?*”. World Economic Outlook, Spring Chapter IV, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/01/pdf/c4.pdf>
- IMF (2015a): „*Lower Potential Growth: A New Reality*”. In: World Economic Outlook, Ch. 3. IMF, Washington, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/c3.pdf>
- IMF (2015b): „*Private Investment: What’s Hold Up?*” In: World Economic Outlook, Ch. 4. IMF, Washington, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/>
- IMF (2015c): *Primary Commodity Price Index*. <http://www.imf.org/external/np/res/commod/index.aspx>.
- Koo, R. (2014): *Balance sheet recession is the reason for secular stagnation*, in *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. VOX.EU.org e-book, http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf
- Jensen, Michael C. (1991): „*Corporate Control and the Politics of Finance*”. Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 4, No. 2, pp. 13-33, Summer, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.350421>
- Lazonick, W. (1992): „*Controlling the Market for Corporate Control: The historical significance of the managerial capitalism*”. Industrial and Corporate Change, 1 (3):445-488. <http://web.uconn.edu/ciom/CorpControl92.pdf>
- Lazonick, W.(2013): “*The Financialization of the U. S. Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained*”. Seattle University Law Review, Vol. 36:857, 2013, pp. 857-909., <https://www.conference-board.org/retrievefile.cfm?filename=The-Financialization-of-the-US-Corporation.pdf&type=subsite>
- Lazonick, W.(2014a): „*Profits without prosperity*”. Harvard Business Review, September, <https://hbr.org/2014/09/profits-without-prosperity>
- Lazonick, W. (2014b): „*What Apple should do with its profit*”. Harvard Business Review, October, <https://hbr.org/2014/10/what-apple-should-do-with-its-massive-piles-of-money>
- Long, K. (2015): *Corporates hold on to cash in low-yield environment*. Euromoney, 27 August. <http://www.euromoney.com/Article/3483613/ChannelPage/8959/AssetCategory/9544/Corporates-hold-on-to-cash-in-low-yield-environment.html?copyrightInfo=true>

- Mason, J. W. (2015): *Disgorge the Cash: The disconnect between corporate borrowing and investment*. Roosevelt Institute, <http://rooseveltinstitute.org/disgorge-the-cash-the-disconnect-between-corporate-borrowing-and-investment-1/>
- Mazzucato, M. – Penna, C. (2014): *Mission-Oriented Finance for Innovation: New ideas for investment-led growth*. <http://missionorientedfinance.com/>
- Mazzucato, M. – Wray R. (2015): *Financing the Capital Development of the Economy: A Keynes-Schumpeter-Minsky Synthesis*. Jerome Levy Institute of the Bard College, Working Paper No. 837, May, http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_837.pdf
- MNB (2014): *Növekedési Jelentés*. 1. fejezet, <http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/novekedesi-jelentes>
- MNB (2015): *Növekedési Jelentés*.
- Nealy M., A. Radia – R. Thomass (2014): „*Money Creation in the modern economy*”. Bank of England Quarterly Bulletin, Q1:1-14., <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q1prereleasemoneycreation.pdf>
- OECD (2015): *Business and Finance Outlook 2015*, http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-business-and-finance-outlook-2015_9789264234291-en
- Pradhan, M. (2015): „*Ageing economies will grow old with grace*”. Financial Times, 13 October, <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2015/october/gradual-return-to-normal-natural-rate-of-interest/>
- Rogoff, K. (2015): *Debt supercycle, not secular stagnation*. <http://www.voxeu.org/article/debt-supercycle-not-secular-stagnation>
- Sandbou, M. (2015): “*Free Lunch: Super cycle suspicions. Are banks behind energy and metals price swings?*” Financial Times, 29 September. <http://www.ft.com/intl/cms/s/3/7893be18-668e-11e5-a57f-21b88f7d973f.html#axzz3nrLTKFs1>
- Summers, L. H. (2014): „*U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound*”. Business Economics, Vol. 49. No. 2., February, <http://larrysummers.com/wp-content/uploads/2014/06/NABE-speech-Lawrence-H.-Summers1.pdf>
- Szalai Z. (2014): *Globális pénzügyi válság és kilábalás: beruházások és megtakarítások*. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/befektetesekmegtakaritasok/Szalai_Zoltan_Globalis_penzugyi_valsg_es_kilabalas_beruhazasok_es_megtakaritasok.pdf
- Teulings, C. – Baldwin, R. (eds, 2014): *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. VOX. EU.org e-book, http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf

- Thaler, R. (2015): "Keynes's 'beauty contest' ". Capital Ideas, 2 September 2015, <http://www.chicagobooth.edu/capideas/magazine/fall-2015/keyness-beauty-contest?cat=business&src=Magazine>
- Tett, G. (2015): *The US economy is infested with zombie corporate cash*. Financial Times, 13 August, http://www.ft.com/intl/cms/s/0/00f5849e-41b4-11e5-b98b-87c7270955cf.html?ftcamp=published_links%2Frss%2Fmarkets_gillian-tett%2Ffeed%2F%2Fproduct#axzz3jzW0CUKI
- Tily, G. (2007, 2010): *Keynes Betrayed. The General Theory, the Rate of Interest and 'Keynesian' Economics*. Palgrave, McMillan
- Tily, G. (2012): "Keynes' Monetary Theory of Interest" In: Threat of Fiscal Dominance? BIS Papers, No. 65, May, pp. 51-81, http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap65c_rh.pdf
- Tily, G. (2015a): "US Council of Economic Advisers gets dynamics of long-term interest rate wrong". Prime Economics, 2 September, <http://www.primeeconomics.org/articles/dynamics-of-the-long-term-rate-of-interest-the-us-council-of-economic-advisers-gets-it-wrong>
- Tily, G. (2015b): "The long-term rate of interest: contrasting the Council of Economic Advisers and Keynes". Prime Economics, 14 September, <http://www.primeeconomics.org/articles/the-long-term-rate-of-interest-contrasting-the-council-of-economic-advisers-and-keynes>
- Yglesias, M. (2015): *Ben Bernanke and Larry Summers are in a blog war over secular stagnation*. <http://www.vox.com/2014/10/28/7078167/secular-stagnation>
- Zingales, L. (2015): *Does Finance Benefit Society?* 2015 Presidential Address, American Finance Association, <http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/Finance.pdf>