

**BUDAPESTI CORVINUS EGYETEM
KÖZGAZDASÁGTANI DOKTORI ISKOLA**

TÉZISGYŰJTEMÉNY

KÜRTHY GÁBOR
GLOBÁLIS EGYENSÚLYTALANSÁGOK
ELMÉLETI ÉS TÖRTÉNETI MEGKÖZELÍTÉS
című Ph.D. értekezéséhez

Témavezető
Bánfi Tamás, DSc

Budapest, 2012.

Tartalomjegyzék

1. A munka előzményei és célja	5
2. Az alkalmazott módszer és annak indoklása	10
3. A dolgozat főbb tudományos megállapításai, eredményei	11
4. Az eredmények hasznosítása, további kutatási irányok	20
5. A disszertáció témakörében megjelent saját publikációk	21
6. A disszertáció Irodalomjegyzéke	22

1. A munka előzményei és célja

Előzmények

Egyetemi szakdolgozatomban a neoklasszikus pénzelmélet elmélettörténeti előzményeivel foglalkoztam, azzal a céllal, hogy megértsem, milyen nehézségek övezik a pénz gazdaságelméletbe integrálását. Akkor az a véleményem alakult ki, hogy a pénz furcsa, a valóságtól elütő jellemzői kellene ahhoz, hogy a jó tulajdonságokkal – unicitás, stabilitás – rendelkező egyensúlyi helyzetek kialakulását bizonyítani lehessen. A pénzelmélet és az gazdasági egyensúly kapcsolatának kutatási szándéka indított a PhD programban való részvételre. Kezdetben a problémát a bankrendszer és a monetáris irányítás gyakorlati oldaláról próbáltam közelíteni, és bár ez az irány végigkísérte a munkámat, rájöttem, hogy meg kell értenem a pénznek (pénzügyi rendszernek) és az államnak a monetáris rendszeren túlmutató kapcsolatát. Emiatt több, az adórendszerrel, az állami szerepvállalással kapcsolatos kutatásban vettem részt, amelyekből – amellett, hogy a konkrét rendszerek működéséről sokat megtudtam – kiderült, hogy bár az állam, a piac és a pénzügyi rendszer egymással szoros kapcsolatban vannak, a közgazdasági tanításunk ezt gyakran nem veszi figyelembe. A gyakorlatban pedig ezt a kapcsolatrendszert a változó világgazdaság folyamatosan kihívások elé állítja.

Ilyen kihívás a globális egyensúlytalanságok problémája, amellyel 2005-ben találkoztam először. Ekkor még kevesen foglalkoztak a kérdéssel, a jelenség kutatása 2007-ben kezdődő válság kitörése után vált intenzívebbé. Kezdetben úgy gondoltam, a globális egyensúlytalanságok és a válság között szoros a kapcsolat, a komolyabb utánajárás azonban arról győzött meg, hogy alaposan meg kell ismerni a globális egyensúlytalanságok természetrajzát a válsággal való összekapcsolás előtt. Így a disszertáció csak a globális egyensúlytalanságokról szól, elsősorban a jelenség megértéséről, annak gazdasági- és társadalmi közelítéséről valamint pénzelméleti magyarázatáról.

A probléma és a kutatási cél

Az USA a nyolcvanas évek elejétől kezdve két negyedév kivételével külső finanszírozási igényt mutatott, az ezredfordulót követően az amerikai hiány legnagyobb finanszírozójává az időközben a második legnagyobb gazdasággá zárkózó Kína vált. A két legnagyobb gazdaság kölcsönösen függ egymástól, mert a kínai tartalékok zöme dollárban denominált amerikai államkötvény, amelynek értéke (mintegy 3000 milliárd dollár 2010-ben az IFS adatai szerint) körülbelül megegyezik az USA GDP-arányos nettó (negatív) beruházási pozíciójával. A kapcsolat ugyanakkor nem csak pénzügyi, mert a kínai exportorientált növekedésből és az USA külkereskedelmi hiányából levezethető.

A közgazdasági szakirodalom a kétezres évek közepe óta intenzíven foglalkozik a jelenséggel, egyrészt magyarázatával, másrészt annak a kérdésnek a megválaszolásával, hogy a folyamat fenn-

tartható-e, ha nem, akkor visszafordulása veszélyezteti-e a világgazdaság működését. A növekvő érdeklődés ellenére még a globális egyensúlytalanságok definíciójában sincs egyetértés a közgazdászok között. A dolgozatban **Bracke et al. [2008]** meghatározásának szűkített változatát használtam, mely szerint a globális egyensúlytalanságok szisztematikusan fontos – azaz nagy világgazdasági súllyal rendelkező – gazdaságok időben tartós külső finanszírozási hiányát és többletét jelentik. A definíció alapján a jelenséget a nyitott gazdaságok *elszámolási azonosságai felől érdemes megközelíteni*. A külső finanszírozási pozíció megegyezik a belföldi megtakarítások és beruházások különbségével; hasonló azonosságok írhatóak föl a külföldi gazdaságra, így a reálgazdaságból kiindulva a külső hiány/többlet elemzésének több útja van:

- a belföldi (nettó) megtakarítások elemzése,
- a külföldi (nettó) megtakarítások elemzése,
- a folyó fizetési mérleg egyenlegének elemzése, amelyet meghatároz:
 - a külkereskedelmi mérleg,
 - a nemzetközi jövedelemegyenleg, amely elsősorban a termelési tényezők jövedelemáramlásainak egyenlegét jelenti.

A klasszikus közgazdasági érvelés szerint a pénzügyi piacok alkalmazkodnak a reálgazdaság finanszírozási igényeihez, emiatt a krónikus hiányok kialakulásának és következményeinek vizsgálata a fönti lehetőségek valamelyikére szorítkozhat. Az elmúlt két évtized kisebb-nagyobb válságai rámutattak arra, hogy a pénzügyi piacok önálló életet is élhetnek, a kapcsolat a reáloldal és a pénzoldal között megfordulhat. Emiatt az elemzéseknek ki kell egészülniük *a befektetői döntéseket meghatározó elemek vizsgálatával*, ide tartoznak:

- a belföldi és külföldi tőkepiacok fejlettsége,
- a pénzügyi eszközök minősége,
- a jogbiztonság, a szabályozás és felügyelet intézményeinek elemzése.

A felsorolt tényezőkre egyesével és együttesen is hatást gyakorol *a kormányzatok fiskális és monetáris politikája*, az adópolitika és a szabályozás. Röviden összefoglalva: a külső egyenleg időbeli alakulásának elemzése komplex feladat, az elemzéseket szükségszerűen egy-egy területre kell szűkíteni.

A szakirodalmi hozzájárulásokat a megközelítés iránya szerint érdemes strukturálni. Az írások egy része az amerikai és az USA-n kívüli *megtakarítási folyamatokat* elemzi. Külön csoportot képeznek azok a tanulmányok, amelyek a fejlett és a fejletlen *tőkepiacok különbségeiből* vezetik le az

egyensúlytalanságokat. Hausmann és Sturzenegger [2006] írása ihlette azokat a hozzájárulásokat, amelyek a *fizetési mérleg statisztikákban megbúvó* esetleges *hiányosságokat* elemzik. *Rendszer-szintűek* azok a megközelítések, amelyek integráltan kezelik a világgazdaságot – rendszert látnak benne – és a rendszer következményének tartják az finanszírozási pozíciók időbeli alakulását. A tanulmányoknak egy része elméleti közgazdasági vagy ökonometriai (esetleg vegyes) *modellek fölírásán keresztül keres magyarázatot* a teljes folyamat leírására vagy egy-egy részterület megragadására. A modelleredményeket egymás mögé rakva látszik igazán a tudomány széttartása, mert az eredmények „heterogenitása” szembeötlő.

A feltörekvő gazdaságok tartalékigénye, különösen a kilencvenes évek pénzügyi jellegű válságai óta globális megtakarítási bőséghez vezetett, ami az USA folyó fizetési mérleg pozíciójának romlását finanszírozta (**Bernanke [2005]**). **Gourinchas és Rey [2005]** szerint a helyzetet az teszi fenntarthatóvá, hogy az USA rendelkezik a világ legfejlettebb pénzügyi piacával, ami a beáramló finanszírozást jövedelmező beruházásokra konvertálja. Ezt támasztja alá, hogy az USA külföldi befektetéseinek hozama átlagosan magasabb, mint a külföldiek amerikai befektetéseinek hozamai, ezért a negatív folyó és a romló nettó beruházási pozíció ellenére pozitív külső jövedelemegyenleggel rendelkezik. **Kitchen [2006]** szerint a hozamkülönbséget az okozza, hogy az amerikai befektetők jobb döntéseket hoznak, mint a külföldiek. **Cooper [2006]** úgy érvel, hogy a hozamkülönbséget a várható jövőbeli amerikai termelékenységnövekedés indokolja, az USA egyszerűen ki fogja nőni az adósságát. **Hausmann és Sturzenegger [2006]** szerint viszont az USA nettó külföldi beruházási pozíciója és a pozitív jövedelemegyenleg ellentmondásban vannak egymással, amit úgy lehet föloldani, hogy figyelembe vesszük a hivatalos statisztikákban nem látható amerikai exportteljesítményt („sötét anyagot”).

Ezek a magyarázatok egymásnak ellentmondanak (**Eichengreen [2006]**). Az „új gazdaság” nézet – amely szerint az USA kinövi adósságát – és a sötét anyag megközelítés egyszerre nem lehet igaz, mert előbbi szerint az USA jövedelemegyenlege a termelékenység növekedésével negatívra változik, de akkor nem létezhet sötét anyag, ami ezen egyenleg pozitivitását garantálja. Ha a külföldiek realizálják a hozamokat, akkor csökken a dollár attraktivitása: a helyzet vagy azért fenntartható, mert a dollárbefektetések valódi megtérülést hoznak vagy azért, mert hozamban nem kifejezhető a megtérülés (sötét anyag), de a kettő egyszerre nem állhat fenn. Az „új gazdaság” nézet és Kitchen [2006] jó szimatú befektetője szintén ellentmondanak egymásnak, mert utóbbi érvelés szerint a hozamkülönbség hosszú távon fennmarad, tehát nem várható termelékenységnövekedés. A befektetői viselkedést középpontjába állító magyarázat a sötét anyag hipotézissel sem kompatibilis, mert a hozamkülönbséget nem okozhatja egyszerre a láthatatlan matéria és a jól megfontolt üzleti döntés.

Dooley et al. [2003, 2004, 2009] több írásból álló sorozatban vizsgálták a globális egyensúlytalanságokat. A globális monetáris rendszert Bretton Woods 2-nek nevezték el, mert 1989/90 után ugyanaz a dinamika ismétlődött, ami a második világháború után volt érvényes: akkor Németország (NSZK) és Japán az újjáépítés és fölzárkózás során az exportvezérelt növekedést folytató periféria szerepét töltötték be, gazdaságpolitikájuk sikerességéhez a rögzített árfolyamrendszer járult hozzá. A kilencvenes évek óta a periféria szerepét a közép-kelet-európai régió és döntően az ázsiai gazdaságok vették át. Az árfolyamrendszer nem deklarált, de az egyedileg elhatározott rögzítés és az ennek érdekében folytatott intervenció – hasonlóan az eredeti rendszerhez – az exportvezérelt fölzárkózást szolgálja. *A rendszer fenntartható: a feltörekvő országok gazdasági céljaik érvényesítése érdekében hajlandóak finanszírozni az USA-t.* Ezért a rendszer még a válság után is érvényben maradt: az összeomlás okai alapvetően az elégtelen kockázati menedzsmentben, a hibás szabályozásban és felügyeleti rendszerben keresendők. Nem az USA-t finanszírozó kínai tőke áramlásának hirtelen megállása okozta a válságot, sőt, a továbblépés feltétele a feltörekvő gazdaságok exportvezérelt növekedésének folytatása, amely mindaddig a rendszer válsága nélkül fenntartható, amíg a fölzárkózás teljessé nem válik.

Blanchard et al. [2005] a legtöbbet hivatkozott cikk azok közül, amelyek modellt alkotnak a globális egyensúlytalanságokra és a helyzet fenntarthatatlanságát vizionálják. Modelljük középpontjába árupiaci és tőkepiaci tökéletlenségeket állítanak, majd empirikus adatok segítségével kalibrálják. A modell jól leírja a már megfigyelt történetet, de a fenntarthatatlanság előrejelzésekor nagyon érzékennyé válik a kalibrálásra.

Ferrero [2010] általános egyensúlyi modellje úgy próbálja közelíteni a globális egyensúlytalanságokat, hogy Kínát kihagyja az elemzésből, mert Kína külső pozícióra gyakorolt hatását átmenetinek tekinti. Többen technikai alapon vizsgálják a helyzetet, **Bems et al. [2007]** és **Fratzscher et al. [2010]** egyaránt VAR modelleket használnak, és USA-beli magyarázó tényezőket keresnek, ilyenek a technológiai sokkok, az eszközárak valamint a gazdaságpolitika. **Christopoulos és León-Ledesma [2010]** átfogó ökonometriai modellt alkotnak, csakúgy, mint **Forbes [2010]**, és a tőkepiaci intézményekkel próbálják a globális egyensúlytalanságokat magyarázni.

Sun [2010] modelljében a külső egyensúlytalanságokat a feltörekvő gazdaságok belső folyamataira vezeti vissza. Azért érdemes ezt a cikket megemlíteni, mert a legtöbb megközelítés csak az export vezérelt növekedési stratégiát emeli ki, amikor Kínáról értekezik, a belső társadalmi és gazdasági folyamatokról megfeledkeznek. Bár Sun tanulmánya alapján nem számíthatunk a globális egyensúlytalanságok hirtelen leépülésére, modellje az empirikus megfigyeléseinkkel ellentétes eredményt hordoz, mert a gazdasági növekedés és a folyó egyenleg között negatív irányú kapcsolatot tár föl.

A globális egyensúlytalanságok szakirodalmát áttekintve tehát kiderül, hogy nincs egységes modell, amiben a közgazdászok gondolkodnának / gondolkozhatnának. A megközelítések gyakran parciálisak és – talán éppen ezért – ellentmondanak egymásnak, emellett a szükséges alkalmazkodás terhét (ha megállapítanak ilyet egyáltalán) egy-egy államra mondják ki (az USA-ra vagy Kínára). Ezek alapján abban próbáltam mást, talán újat nyújtani, hogy a globális egyensúlytalanságok átfogó magyarázatait kerestem, három kérdéskör vizsgálatán keresztül:

- a gazdasági- és társadalmi koordinációs mechanizmusok egymás mellett éléséből fakadó konfliktusok vizsgálatával;
- a nemzetközi pénzügyi rendszer szerepének pénzülméleti alapon történő közelítésével;
- annak vizsgálatával, hogy a főutas közgazdaságtan miért nem tud egységes választ adni a globális egyensúlytalanságok fönntarthatósági problémájára.

2. Az alkalmazott módszer és annak indoklása

A disszertáció első fejezetének szakirodalmi áttekintése alapján megállapítható, hogy a globális egyensúlytalanságok kutatásának nincs egységes, elfogadott módszertana. Ennek egyik oka, hogy a neoklasszikus közgazdasági modellek csak nagyon erős föltételek teljesülése mellett „engedik” meg a tőkeáramlást a feltörekvő gazdaságok irányából a fejlettekbe (Lucas [1990]), az pedig különösen nehezen magyarázható, hogy miért finanszírozzák a feltörekvő gazdaságok nettó módon, adósság típusú tőkével a fejletteket. Emiatt a magyarázatok egy része azoknak a piaci tökéletlenségeknek, intézményi különbségeknek a vizsgálatához fordul, amelyek a modellkereteken kívül magyarázhatják a tőkeáramlás irányát. Az elemzések ezért kevés kivételtől eltekintve parciálisak, az egyes részterületek vizsgálatainak eredményei azonban nem állíthatóak egymás mellé, mert sok helyütt el-
lentmondanak egymásnak.

A disszertáció második és harmadik fejezete leíró jellegű, formális megközelítést csak a negyedik fejezetben használtam, többek között azoknak az eredményeknek a közelítésére és kérdések megválaszolására is, amelyek az előző fejezetekben merültek föl. A fölhasznált adatokat az IFS (International Financial Statistics) és a BEA (Bureau of Economic Analysis) honlapjairól töltöttem le.

A disszertáció második fejezetének kiindulópontja szerint a gazdaságokat a piaci logika és az állami redisztribúció együttesen koordinálja, ezért a megfigyelhető gazdasági folyamatok megértéséhez a kétféle mechanizmus kapcsolódási pontjainak föltárására van szükség. Ez különösen Kína esetében igaz, mert a gazdaság még most is folyamatosan átalakul, és az átalakulás az intézményrendszer fejlődésén keresztül érhető meg. Az USA gazdasági folyamatainak megértéséhez is fontosnak tartottam a reálgazdasági, pénzügyi és állami szektorok közötti intézményesült vagy spontán fejlődő kapcsolatok elemzését. A disszertáció harmadik fejezetében a nemzetközi pénzügyi rendszer és a globális egyensúlytalanságok kapcsolatát pénzügyi alapon közelítettem.

A disszertáció negyedik fejezetében egy stock-flow konzisztens modellt használtam a globális egyensúlytalanságok leírására és a lehetséges strukturális változások következményeinek elemzésére. A modell a gazdasági szereplők vagyommérlegein és a gazdasági folyamatok leírásához szükséges tranzakciós és finanszírozási mátrixokon keresztül érhető meg. A modell alapeleme a négyszeres nyilvántartás módszere, mert minden tranzakció legalább két folyó változó mozgásával jár két gazdasági szereplőnél. A négyszeres nyilvántartás elvének betartásán keresztül írható le a gazdasági körforgás, amely elvezet a modell átmeneti és hosszú távú egyensúlyáig. A modell egyensúlyait „kézzel” számoltam ki, az átmeneti dinamikák szimulálásához és ábrázolásához viszont le kellett programozni a modellt.

3. A dolgozat főbb tudományos megállapításai, eredményei

A 2. fejezetben az elmúlt három évtized kínai és az amerikai gazdasági és társadalmi folyamataival foglalkoztam, előzetesen a következő hipotézist fogalmaztam meg.

Hipotézis I

Az állami újraelosztási rendszerek visszaszorulása a nyugati világban hozzájárult a fogyasztási hitelkereslet növekedéséhez, amit a feltörekvő gazdaságok óvatossági, időbeli újraelosztást szolgáló tartalék-kereslete finanszíroz, azaz történetileg kimutatható egy olyan mechanizmus, amely a piaci és redisztributív koordinációs mechanizmusok konfliktusa alapján a globális egyensúlytalanságokhoz vezet.

A fejezet eredményei a következők.

Eredmény I

A kínai gazdasági stratégia bemutatása nem egyszerűsödhet le az exportorientált, árfolyam-támogatott gazdasági növekedés leírására, mert az a társadalompolitikával kiegészülve a hosszú távú társadalmi- gazdasági stabilitást célozza.

Az eredményt részben önállóan tartom, mert a kínai társadalompolitikát és gazdaságpolitikát többben kiválóan leírják, a 2.2-es alfejezetben a két szálát összekapcsoltam.

A kínai gazdasági növekedés – amelyet a pozitív külkereskedelmi mérleg hajt – inkább tekinthető eszköznek, mint célnak, mert utóbbi a gazdasági és társadalmi stabilitás kialakításaként fogalmazható meg. Gazdasági oldalról e célnak rendelték alá az árfolyamot, az '90-es, 2000-es évek óvatos árfolyam-politikai lépéseinek, a konvertibilitás megfontolt és fokozatos bevezetésének végigkövetése még akkor is a stabilitás-orientáltság érzését keltené, ha a mélyebb társadalmi folyamatokat nem vizsgálnánk meg.

Jelentős a jövedelemkülönbség a kínai modern termelési régiók és az elmaradott belső területek között. A munkaerőpiac rugalmasabbá válásával, a belső vándorlás, a városiasodás növekedésével és nem utolsósorban az „egy gyerek” politika következtében a család, a helyi közösségek védelmező szerepe gyöngült. Mivel a gazdasági növekedés hasznai közel sem egyenlően oszlanak meg, ezért a prosperitás ellenére egy esetleges társadalmi elégedetlenség az instabilitás veszélyét hordozza. A 2000-es évek elejétől kezdett el kiépülni a kínai társadalombiztosítási rendszer, de a folyamat korántsem lineáris, óvatos, többször visszatáncoló lépések jellemelik, mert a változások kivitelezé-

se konfliktusokkal jár a központi kormányzat, a nagy állami vállalatok valamint a fejlett régiók nagyhatalmú vezetői között.

A pénzügyi rendszer átalakulásában jelentős az állami jelenlét, amelyen keresztül a szektort gazdasági stabilizációra használják. Ez a megfigyelés ellentmondásban van azokkal az állításokkal, amely szerint a világgazdasági instabilitás egyik oka éppen a kínai tőkepiacok fejletlenségében keresendő. A kínai politika nem szokványos eszközökön keresztül kapcsolja össze a gazdaság- és társadalompolitikát. Ezek közé tartozik a vállalati profitok fiskális ösztönzőként való felhasználása, a jegybanki tartalékok egy részének becsatornázása a kereskedelmi bankok valamint a társadalombiztosítási alapok eszközei közé. Mindebből az a következtetés vonható le, hogy a jegybankban főlhalmozott dollártartalék nem tekinthető csak óvatossági megtakarításnak, a reálgazdaság finanszírozására is fölhasználható.

Eredmény II

Az amerikai gazdasági folyamatok a pénzügyesedés kifejezéssel jellemezhetőek, amelyben szerepet játszott az állami redisztribúció visszaszorulása és a lakossági hitelezés állami nyomásgyakorlásra történő kiterjedése.

Az eredményt részben önállóan tartom, mert a pénzügyesedési folyamatot leírja például Epstein [2001] és Palley [2007], a disszertáció 2.3-as pontja arra mutat rá, hogy a piaci folyamatok az USA-ban sem teljesen függetlenek az állam társadalompolitikájától.

Az USA jövedelemelosztási folyamataiban az elmúlt három évtizedben olyan változások zajlottak le, amelyek a háztartási eladósodáson keresztül hozzájárulhattak a gazdaság külső finanszírozási pozíciójának jelentős romlásához. Az üzleti szektor jövedelmein belül a bérhányad csökkent, miközben az osztalékfizetési ráta, a pénzügyi szektor profitrészesedése és hozzáadott értékhez való hozzájárulása jelentősen növekedett. A háztartások közötti jövedelem-egyenlőtlenség fokozódott, amihez hozzájárulhatott a személyi jövedelemadóztatás progresszivitásának, a felső marginális adókulcsoknak a csökkenése. Mivel a magas jövedelmű háztartások megtakarítási hajlandósága vélhetően magasabb, és a beruházási kedv lanyhult, ezért a gazdasági növekedést a hitelből finanszírozott háztartási fogyasztás biztosíthatta.

Lényeges, hogy nem tisztán piaci folyamatokról van szó. Az állam szerepe aszimmetrikus, mert egyrészt az újraelosztás csökkent, másrészt viszont az állami lakásügynökségeken keresztül a hitelnyújtási lehetőségek – többször kvázi kötelező jellegű – kiterjesztésével az eladósodási folyamatot inspirálta. Emiatt árnyalható az érvelés, mely szerint a globális egyensúlytalanságok kialakulásához a fejletlen, állami befolyás alatt álló kínai tőkepiac járult hozzá, ahonnan a kiáramló megtakarításokat a világ legfejlettebb, szabad pénzügyi rendszere természetes módon szívta föl. E megfigyelés

kapcsán (is) fontosnak tartom megérteni és hangsúlyozni, hogy a tiszta piaci koordináció az állami újraelosztás nélkül instabilitást hordozhat, mert a verseny (rivalizálás) nyomán kialakuló egyenlőtlenségek visszavethetik a gazdasági növekedést. Továbbá: mindeddig a kínai társadalmi és intézményi szerkezet szükségessé tette a külső finanszírozási többletet okozó megtakarításokat, ami finanszírozhatta az amerikai háztartások fogyasztását és az USA külső hiányát. A kínai népesség öregedése, és a fogyasztási hányad vélelmezhető növekedéséhez vezető egyéb strukturális folyamatok (pl. a városiasodás) hosszabb távon nem teszik fönntarthatóvá ezt a helyzetet.

A 3. fejezetben nemzetközi pénzügyi rendszer alapvető vonását, a dollár világpénz szerepét kapcsolatban össze a globális egyensúlytalanságok kialakulásával; előzetesen a következő hipotézist fogalmaztam meg.

Hipotézis II

Az endogén pénz, ami szimultán eszköz és forrás, illetve a növekvő világgazdaság növekvő pénzkereslete lehetővé és szükségessé teszi legalább egy gazdasági szereplő tartós külső egyensúlyhiányát és eladósodását, emiatt a jelenlegi pénzügyi rendszer és a globális egyensúlytalanságok összhangban vannak egymással.

A fejezet eredményei a következők.

Eredmény III

A kínai jegybank tartalékolási politikája és az USA monetáris expanziója együttesen vezetnek a külső finanszírozási pozíciók egyirányú, azaz pozitív vagy negatív, tartósságához, mert az amerikai államkötvények tökéletesen helyettesítik a dollárvalutát a fölhalmozási funkcióban.

Az eredményt részben önállóan tartom, mert az ötletet hozzá Costabile [2009] írása adta, illetve megértéséhez szükségesnek érzem azokat a pénzügyi gondolatokat, amelyeket a disszertáció 3.1-es pontjában írtam le.

A piaci logika, azaz a cserék láncolata által működtetett gazdaság szükségszerű jellemzője a pénzhasználat, véleményem szerint a pénz lényegének megértése és gazdasági gondolkodásba emelése nélkül nem lehetséges a monetizált gazdaságok elemzése. A fejezetben a funkcionális pénzdefinió használatán keresztül próbáltam ezt az állítást igazolni, röviden rámutatva azoknak a modellezési technikáknak a hátulütőire, amelyek a pénz teremtését (keletkezését) és annak gazdaságban betöltött szerepét túlzottan leegyszerűsítve kezelik. A megközelítések többsége zárt nemzetgazdasági keretben gondolkodik, miközben a világpénz léte éppúgy rekvizituma a globális gazdaságnak, mint a nemzeti valuták. Ezt a szerepet 1944 óta az amerikai dollár tölti be, amely szerep, mivel a dollár nemzeti pénz is, a kezdetektől fogva ellentmondást hordoz, amit a Bretton Woods-i rendszer működésének áttekintésével próbáltam megérteni. Mivel a dollár a Bretton Woods-i rendszer összeomlását követően is világpénz maradt, több aszimmetria konzerválódott: az USA importjának finanszírozásának nincs technikai korlátja, nem kell tartalékeszközt fölhalmoznia, laza (másoknál lazább) fiskális és monetáris politikát folytathat, miközben a dollárt használó gazdaságokra ezeknek az ellentéte igaz.

A világpénz forgalmi és fölhalmozási funkciói ellentmondást hordoznak, mert előbbi nem erősödő, utóbbi nem gyengülő dollárárfolyamot kíván meg. Ez érthetővé teszi a kínai gazdaságpolitika

két jellemzőjét, valutaárfolyamának dollárhoz rögzítését és a tartalékok között a dollárvaluta folyamatos dollárkötvényre cserélését. Utóbbi tranzakció azonban az importot finanszírozó világpénzt visszajuttatja kiindulási helyére, az USA-ba, ami így újabb importot finanszírozhat. Így a tartalékolási politika függvényében – a dollárkötvény megcélzott aránya szerint – a tankönyvi pénzmultiplikációhoz hasonlatos folyamat mutatható ki. A kínai jegybank dollárvásárlásán keresztüli monetáris bázis teremtése egy második, a nemzetközi dollárlikviditás egy részének befektetési piacokra áramlása és ott a tőkeáttételes ügyletek finanszírozása egy harmadik sokszorozódási folyamat kialakulásához vezet.

Eredmény IV

A lehetséges alternatív pénzügyi rendszerek mindegyike olyan pénzügyi vagy pénzügytechnikai nehézséggel küzd, amely alapján nem várható a jelenlegi – a dollár világpénz szerepére alapozott – monetáris rendszer sikeres kiváltása.

Az eredményt részben önállóan tartom, mert végiggondolása és megértése mások pénzügyi munkásságán alapult.

Többen fölvetették a nemzetközi monetáris rendszer spontán átalakulásának vagy elhatározást és aktív cselekvést kívánó átalakításának lehetőségét. Az alternatívákat pénzügyi és technikai szempontból elemeztem. Ahhoz, hogy az euró (vagy más nemzeti valuta) világpénz vagy a dollár hatásos vetélytársa legyen, az euróövezet külső egyensúlyi pozíciójának negatívba fordulására lenne szükség, hiszen csak így láthatná el a világot a tranzakciók és az óvatossági tartalékolás kivitelezéséhez szükséges valutával. Az Európai Unió törekvései, a költségvetési és háztartási megtakarítások ösztönzése nem erősítik meg ezt a lehetőséget. Ha ez esetleg megváltozna, akkor sem található olyan mechanizmus, amely garantálná, hogy a maihoz hasonló aszimmetriák ne alakuljanak ki.

A nemzeti valutát szupranacionális pénz, klíringrendszer vagy egymással versengő magánpénzek is kiválthatnák világpénz pozíciójából. Ezek azonban olyan korlátozásokat jelentenének, amelyek a piaci tranzakciók zökkenőmentes lebonyolítását gátolnák, ami viszont ellentmondana a pénzhasználat alapvető okának.

A 4. fejezetben azt vizsgáltam, hogy a főutas (neoklasszikus) közgazdaságtan modelljei miért nem tudják kezelni a globális egyensúlytalanságokat, a kritikák megfogalmazása után egy stock-flow konzisztens, (poszt)-keynesi ihletésű modell segítségével közelítettem a korábbiakban bemutatott folyamatokat. Előzetesen a következő hipotézist fogalmaztam meg.

Hipotézis III

A neoklasszikus modellkeretben nem lehet eldönteni, hogy a globális egyensúlytalanságok fönntarthatóak-e, azaz konzisztensek-e a modellegyensúllyal.

A fejezet eredményei a következők.

Eredmény V

A neoklasszikus közgazdaságtan egyensúlyi modelljei koncepcionális önellentmondást hordoznak, mert föltételezik a döntéshozói szabadságot, ugyanakkor az egyensúly kialakításához olyan külső intézményre van szükségük, amelyek a szabad döntéshozó cselekedeteit vezérlik.

Az eredményt önállónak tartom, de csak annyiban segít hozzá a globális egyensúlytalanságok jobb megértéséhez, amennyiben segítségével elfogadhatóvá válik az érvelés, amely szerint a terület modell-szintű vizsgálata az ab ovo egyensúlyra törekvő megközelítések segítségével nem lehetséges.

Adam Smith Nemzetek gazdagsága című munkájának egyik fő törekvése az volt, hogy megmutassa, a kötöttségektől mentes, fölülről nem kormányozott polgári társadalomban is léteznek olyan mechanizmusok, amelyek egyensúlyt, átlátható és működőképes rendszert alakítanak ki. Smithnél még nem volt hangsúlyos a „láthatatlan kéz” koncepció, tény azonban, hogy munkájában az embert annak szándékain fölül, tudatán kívül vezérlő intézménynek nevezi azt meg. A 20. század deduktív közgazdaságtanában a „láthatatlan kéz” és leszármazottai – a walrasi árverező, a tökéletes előrelátás vagy tökéletes racionalitás – már központi szereplővé váltak, mert ezek garantálják az (modell)egyensúlyi helyzetek kialakulását. Ugyanakkor ellentmondásban vannak az önérdékkövető gazdasági szereplő szimultán föltételezésével.

Eredmény VI

A globális egyensúlytalanságok, mint elszámolási egyensúlyhiányok konzisztensek lehetnek azoknak a közgazdasági megközelítéseknek a modellegyensúlyaival, amelyek haszonmaximalizáló reprezentatív háztartásra és végtelen időhorizontra építenek.

Az eredményt önállóan tartom, és fontosnak, mert végiggondolása segített annak fölismeréséhez, hogy az empirikus elszámolási jegyzékek nem lesznek alkalmasak a főutas közgazdasági modellek egyensúlyának ellenőrzésére.

Az általános egyensúlyi modellek levezetésében az egyensúly feltétele a piactisztulás, az intratemporális és intertemporális elszámolási egyensúlyok együttes teljesülése. Az időhorizont végén a gazdasági szereplők nem „hagyhatnak benn” követelést (így adósságot), mert az nem lenne összhangban a feltételezett haszonmaximalizálással. Az intertemporális költségvetési (elszámolási) feltétel teljesülése azt jelenti, hogy a folyó finanszírozási pozíciók a nulla körül hullámoznak. Mivel azonban nem tudjuk, hogy milyen távoli a modell időhorizontja, ezek a hullámok elméletben bármilyen hosszúságúak és amplitúdójúak lehetnek. A globális egyensúlytalanságok fönntarthatósági kérdése, hogy az empirikusan megfigyelt tartósan egyirányú finanszírozási pozíció, azaz elszámolási egyensúlyhiány (imbalance), konzisztens-e a hosszú távú modellegyensúllyal (equilibrium). Mivel a modellek nem adnak támpontot az egyoldalú kilengés elfogadható időtartamára vonatkozóan, ezért ezt a kérdést az egyébként rendelkezésre álló elszámolási rendszerek (fizetési mérlegek, tőkeáramlási mátrixok) segítségével nem tudjuk megválaszolni.

Az empirikus elszámolási jegyzékek összeállítási gyakorlata és a neoklasszikus közgazdasági modellek között további inkonzisztenciák is kimutathatóak, mert az exogén pénzt tartalmazó modelleket nem lehet a kétszeres vagy négyszeres nyilvántartási elv segítségével számba venni. A teljes, azaz pénzt teremtő pénzügyi szektort is tartalmazó elszámolási rendszer segítségével bemutathatóak olyan tranzakciós körök, amelyek nélkül generálnak finanszírozási igényt, hogy a reálgazdasági pozíció változna. Ha lehetőségünk lenne a tőkeáramlási mátrixokat vagy a fizetési mérlegeket az elméleti modellek ellenőrzésére fölhasználni, akkor is nehézségekbe ütköznénk. Ennek oka, hogy az adóelkerülési technikák (offshore, transzferárazás) valamint a származtatott, nem piaci alapon árazott pénzügyi ügyletek jelentősen torzíthatják a statisztikai hivatalok és jegybankok által összeállított adatbázisokat. A torzulások megjelenhetnek mind az áru-, mind a tőkeforgalmi tételekben és a jövedelemáramlásoknál is.

Eredmény VII

Godley és Lavoie stock-flow konzisztens modelljének egy módosított változatával a globális egyensúlytalanságok néhány vonása sikeresen leírható.

Az eredményt önállóan tartom, az eredeti modell megoldása, annak átalakítása és értelmezése saját munka.

Godley és Lavoie [2007, pp.: 170-186] eredeti modellje egy kétszektoros nemzetgazdaságot mutat be, amelyben a háztartási és termelési egységek mellett egy jegybank és egy kormány van. A modellt úgy alakítottam át, hogy az új változatban a déli szektor önálló gazdaságot alkot jegybank és kormány nélkül, amelyek az északi gazdasághoz tartoznak. Önálló munka az eredeti modell megoldása, mert az a könyvből hiányzik, ennek levezetését, mivel alapvetően technikai jellegű, a disszertáció F1 Függelékében helyeztem el. Az átalakított modellben az északi gazdaság jegybankja teremti a (világ)pénzt, amely forgalmi és felhalmozási funkciót is betölt, a pénzmenyiség endogén módon, a háztartások megtakarítási és vagyontartási döntései alapján alakul ki. A pénzt felhalmozási funkciójában helyettesíti a kamatozó államkötvény, amely az északi gazdaság adóssága. A rendszer a kormányzat vásárlásai hozzák működésbe, a tranzakciók a poszt-keynesi körforgást követik, lebonyolításukhoz pénzre van szükség. A modellnek kétféle egyensúlya van: egy rövid távú, átmeneti és egy hosszú távú, amely a rövid távú egyensúlyok sorozatával közelíthető. Az állományi (stock) és folyó (flow) változók csak a hosszú távú egyensúlyban konzisztensek egymással, az esetleges meg nem felelés gyors vagy lassú, de semmiképpen nem azonnali alkalmazkodást indukál.

A háztartások fogyasztási és vagyontartási paramétereinek, az importhányadoknak és a gazdaságpolitikai változóknak a megfelelő megválasztásával az átalakított modell leírja a globális egyensúlytalanságok néhány fontos, a disszertáció első három fejezetében tárgyalt vonását:

- a déli gazdaság (Kína) fölzárkózó, amelyet az export segít elő;
- a déli gazdaság (Kína) követelést halmoz föl, amelynek a nagy része az északi gazdaság (USA) jegybankja által teremtett világpénzben denominált északi államkötvény, kisebb része világpénz;
- az északi gazdaság (USA) külkereskedelmi egyenlege hiányt mutat, de jövedelemegyenlege pozitív, mert a kiáramló kamatjövedelmen fölüli tényezőjövédelmet realizál.

Eredmény VIII

A modell fenti vonásai részben alkalmassá teszik azt néhány várható strukturális változás lehetséges következményeinek vizsgálatára a hosszú távú egyensúlyok közötti összehasonlítás illetve az átmeneti dinamika szimulációs elemzésével.

Az eredményt önállóan tartom, nehéz, de hálás feladatnak bizonyult a modell leprogramozása, anélkül az átmeneti dinamikát nem tudtam volna elemezni.

A modell paramétereit a szimulációk során úgy változtattam meg, hogy azok tükrözzék azokat a strukturális változásokat, amelyek a kínai és az amerikai gazdasági folyamatok elemzése alapján joggal várhatóak. Ezek: a kínai fogyasztás növekedése és a kötvénytartási hajlandóság csökkenése, az amerikai fogyasztás csökkenése, a fiskális politika szigorodása és az import (a kínai export) csökkenése. Ezek alapján az új, hosszú távú egyensúly abban az esetben lesz jobb az eredeti helyzetnél, ha az USA termelékenysége növekszik vagy fogyasztási hajlandósága csökken. Minden más lehetőség, az amerikai fiskális politika szigorodása (adóemelés, kiadás csökkentés), Kína fogyasztásának növekedése vagy a tartalék-portfólióban a kötvények arányának csökkentése negatív hosszú távú következményekkel, a két gazdaság recessziójával és Kína leszakadásával jár. Ez csak a hosszú távú egyensúlyok közötti különbség, a modell nem tudja megmondani, milyen időtartamon áll elő az új egyensúly. Az átmeneti pályák vizsgálata éppen ezért sokkal fontosabbnak tűnik.

A paraméterek megváltoztatását követően a külkereskedelmi és a folyó fizetési mérleg egyenlegeknek, az északi gazdaság (USA) külső eladósodottságának, a déli gazdaság (Kína) tartalékszerkezetének, a jövedelmek (GDP) alakulásának valamint a jövedelmi aránynak (azaz a fölzárkózásnak) a dinamikáját vizsgáltam. Az elemzésekből az derült ki, hogy a globális egyensúlytalanságok mértékét – amit a modellben Észak (USA) külső adóssága jelenít meg – a déli (kínai) jövedelemre és vagyona vonatkozó fogyasztási együtthatók növekedése valamint a kötvénytartási hajlandóság csökkenése mérsékelné jelentősebben.

Teszteltem az összes paraméter együttes megváltoztatásának hatását: ebben az esetben a globális egyensúlytalanságok drasztikusan csökkennek, ez azonban a kínai gazdaságot mély recesszióba (depresszióba) taszítja. Az amerikai gazdaság is visszaesik, de jóval csekélyebb mértékben. Ennek az esetnek a vizsgálata modell-alapon igazolja az óvatos kínai gazdaságpolitikát, mert a hirtelen, egyszerre történő változ(tat)ások súlyos kárt okoznak.

4. Az eredmények hasznosítása, további kutatási irányok

A dolgozatban nem foglalkoztam a globális egyensúlytalanságok és a 2007 óta tartó gazdasági válság kapcsolatával. A két folyamat nem független egymástól, a dolgozatban bemutatott amerikai pénzügyesedési folyamat és a dollárlikviditás eszközár-növelő hatása kapcsolódási pontot jelentenek. Ugyanakkor a gazdasági válság nyomán a globális egyensúlytalanságok nem mérséklődtek. Bár az amerikai folyó fizetési mérleg hiánya csökkent, ahogyan a kínai külső többlet is, de egyik sem fordult meg, ami azt jelenti, hogy a külső állományi pozíciók továbbra is halmozódnak.

Ígéretes folytatásnak tartom akár a globális egyensúlytalanságok, akár a válságfolyamatok stock-flow konzisztens elemzésének bővítését, amit össze kell kapcsolni az empirikus elszámolások, a tőkeáramlási mátrixok és vagyonmérlegek alaposabb vizsgálatával. Az ezekből kiolvasható tendenciák segítségével a modellek pontosíthatóak lesznek, predikciós erejük várhatóan növekedni fog. Ezt a kijelentést támasztja alá Bezemer [2009] cikke, amelyben akkurátusan megvizsgálja, hogy azok a közgazdászok, akik a válságra elméleti alapon figyelmeztettek, milyen módszert használtak. A közös bennük, hogy mindegyikük az elszámolási rendszerek adatait és a vagyoni dinamikákat elemezte.

Későbbi vizsgálat tárgya lehet, hogy az Európai Unió és az euróövezet miként kapcsolódik a globális egyensúlytalanságokhoz. Ezzel kapcsolatban megjegyzendő, hogy a dolgozatban használt modell eredeti változata alkalmas lehet a monetáris övezet folyamatainak elemzésére, mert struktúrájában – különböző régiók közös jegybankkal – hasonlít hozzá.

5. A disszertáció témakörében megjelent saját publikációk

Tanulmányok

Kürthy Gábor [2003]: Közgazdasági gondolkodás, harmónia. in: In: *Tudományos Füzetek 1589-2697. Evolúció és közgazdaságtan. (szerk. Meyer Dietmar – Solt Katalin)*. Széchenyi István Egyetem Gazdaság- és Társadalomtudományi Intézet, Győr. 139-157. oldal.

Kürthy Gábor [2004]: A pénzfogalom elméletttörténeti fejlődése az egyszerű mennyiségi pénzelmélettől a pénzsemlegességig. in: *Fordulat*. 2004 tavasz: 51-63.

Kürthy Gábor [2010]: Monetáris politikai tendenciák I. – Eszközárak. in: *Köz-gazdaság*, 2010. Vol. 5. No 3.: 13-28.

Kürthy Gábor [2011]: A globális egyensúlytalanságok lokális vizsgálata: Kína gazdasági fejlődése. In.: *Lázár Endre (szerk.): Gazdasági és üzleti kihívások a Kárpát-medencében*. Státus Kiadó, Csíkszereda.

Bánfi Tamás – Kürthy Gábor – Bánfi Attila [2011]: Pénzügyi szabályozás a válság(ok) után (között). In: *Pénzügyi Szemle*. Vol. 56, No. 2.: 191-210.

Konferencia előadások

Financiális dichotómia, 2007. december 14., BCE, A Közgazdasági Doktori Iskola III. Éves Konferenciája

A pénzügyi felügyelet és ellenőrzés szerepe a makroszabályozásban, 2008. október 31., BCE, A Közgazdasági Doktori Iskola IV. Éves Konferenciája

Globális egyensúlytalanság? 2009. október 30. BCE, A Közgazdasági Doktori Iskola V. Éves Konferenciája

Egy zárt gazdaság egyensúlytalanságai pénzelméleti szempontból. 2010. április 27. BCE, A Közgazdaságtudományi Kar 2010. évi konferenciája

Egyéb

A disszertációban használt modell megoldása a hasonló megközelítéssel foglalkozó kutatók honlapján:

http://sfc-models.net/models/from-gabor-kurthy/attachment/model-reg-_-solution-_-g_kurthy/

A modellre írt programok, amelyekkel a szimulációk elvégezhetőek:

http://sfc-models.net/models/from-gabor-kurthy/attachment/sfc_modelreg_g_kurthy/

6. A disszertáció Irodalomjegyzéke

- Ahlers, A. L. – Schubert, G. [2009]: “Building a New Socialist Countryside” – Only a Political Slogan? In: *Journal of Current Chinese Affairs*. Vol. 38., No. 4.: 35-62
- Alfaro, L. – Kalemli-Ozcan, S. – Volosovych, V. [2005]: Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation. *NBER Working Papers No 11901*.
- Allen, F. – Qian, J. – Qian, M. [2005]: China's Financial System: Past, Present, and Future. Finance Department, Wharton School, University of Pennsylvania.
Interneten: fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/05/0517.pdf
- Allen, F. – Qian, J. – Zhang, C. – Zhao, M. [2012]: China's Financial System: Opportunities and Challenges. *NBER Working Papers, No.: 17828*.
- Andor László [1998]: Pénz beszél. Aula Kiadó, Budapest.
- Artus, P. [2008]: The limits of the “reverse Bretton Woods” system. *Natixis, Flash Economics No. 490*. *Interneten: <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=43254>*
- Árvai Zsófia – Vincze János [1998]: Valuták sebezhetősége – pénzügyi válságok a kilencvenes években. In: *Közgazdasági Szemle*. Vol. 45: 509-533.
- Bagnai, A. [2009]: The role of China in global external imbalances: Some further evidence. In: *China Economic Review*. Vol. 20, No. 3.: 508-526
- Bácskai Tamás – Bánfi Tamás [1990]: A századforduló vitái a drágaságról. In: *A drágaságról. Tőzsdeelméleti tanulmányok*. Szerk.: Bácskai Tamás. Magyar Tőzsdealapítvány, Budapest 1990.
- Bánfi Tamás [1974]: Nemzetközi likviditás a tőkés monetáris rendszerben. In: *Pénzügyi Szemle*, Vol. 18., No. 12.: 1028-1040.
- Bánfi Tamás – Hagelmeyer István [1984]: Pénzelmélet és pénzügypolitika. Tankönyvkiadó, Budapest.
- Bánfi Tamás – Kürthy Gábor – Bánfi Attila [2011]: Pénzügyi szabályozók a válság(ok) után (között). In: *Pénzügyi Szemle*. Vol. 56., No. 2.: 191-210.
- Bell, S. K. – Chao, H. [2010]: The Financial System in China: Risks and Opportunities Following the Global Financial Crisis. Promontory Financial Group, LLC and O'Melveny & Myers, LLP.
Interneten: www.omm.com/files/upload/China-White-Paper.pdf
- Bems, R. – Dedola, L. – Smets, F. [2007]: US imbalances: The role of technology and policy. In: *Journal of International Money and Finance*. Vol. 26, No. 4.: 523-545.
- Bernardo, J. L. [2012]: Godley – Lavoie Models in Excel.
Interneten: <http://sfc-models.net/models/gl-models-excel-4/>

- Bernanke, B. S. [2005]: The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. *Internet*: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>
- Bezemer, D. J. [2009]: “No One Saw This Coming”: Understanding Financial Crisis Through Accounting Models. *MPRA Paper No. 15892*
- Blanchard, O. – Giavazzi, F. – Sa, F. [2005]: The U.S. current account and the dollar. In: *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 1-49.
- Bofinger, P. [2001]: *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies and Instruments*. Oxford University Press, New York.
- Borio, C. – Lowe, P. [2002]: Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus. *BIS Working Papers, No. 114*
- Bracke, T. – Bussiere, M. – Fidora, M. – Straub, R. [2008]: A Framework for Assessing Global Imbalances. *ECB Occasional Paper Series No 78*.
- Buiter, W. [2006]: Dark Matter or Cold Fusion? *Goldman Sachs, Global Economics Paper No 136*.
- Calvo, A. G. – Mishkin, F. S. [2003]: The Mirage of Exchange-Rate Regimes for Emerging Market Countries. In: *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 1., No. 4.: 99-118.
- Calvo, A. G. – Talvi, E. [2006]: The resolution of global imbalances: Soft landing in the North, sudden stop in the emerging markets? In: *Journal of Policy Modeling*, Vol 28., No. 6.: 605 – 613.
- Cheung, Y. – Qian, X. [2010]: Capital Flight: China’s Experience. *CESINFO Working Paper No. 2931*
- Chinn, M. – Frankel, J. [2008]: Why the Euro Will Rival the Dollar. In: *International Finance*. Vol. 11, No. 1.: 49-73.
- Choi, J. J. [2005]: Extrapolative Expectations and the Equity Premium. *Internet*: <http://www.stanford.edu/group/SITE/papers2005/Choi.05.pdf>
- Christopoulos, D. – León-Ledesma, M. A. [2010]: Current account sustainability in the US: What did we really know about it? In: *Journal of International Money and Finance*. Vol 29., No. 3.: 442-459.
- Cooper, R. N. [2006]: Living with global imbalances: A contrarian view. In: *Journal of Policy Modeling*. Vol. 28, No. 6.: 615-627
- Costabile, L. [2009]: Current Global Imbalances and the Keynes Plan. In: *Structural Change and Economic Dynamics*. Vol. 20, No. 2.: 79-89.
- Coudert, V. – Couharde, C. [2007]: Real equilibrium exchange rate in China: is the renminbi undervalued? In: *Journal of Asian Economics*. Vol. 18, No. 4.: 568-594.

- Csaba László [2006]: A stabilitási és növekedési egyezmény új politikai gazdaságtanáról. In: *Közgazdasági Szemle*. Vol. 53: 1-30.
- Danne, C. – Schnabl, G. [2008]: A Role Model for China? Exchange Rate Flexibility and Monetary Policy in Japan. In: *China Economic Review*. Vol. 19, No. 1.: 183-196.
- Davidson, P. [1972]: Money and the Real World. In: *The Economy Journal*. Vol. 82. No. 325.: 101-115.
- Deane, P. [1997]: A közgazdasági gondolatok fejlődése. Aula Kiadó, Budapest
- Denoon, D. B. H. [2012]: The Evolution of China's Financial System. In: *CHINA US Focus*.
 Interneten: <http://chinausfocus.com/slider/the-evolution-of-china%E2%80%99s-financial-system/>
- Dooley, M. P. – Folkerts-Landau, D. – Garber, P. [2003]: An Essay on the Revived Bretton Woods System. *NBER Working Paper No. 9971*
- Dooley, M. P. – Folkerts-Landau, D. – Garber, P. [2004]: The US Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Swap. *NBER Working Paper No. 13197*
- Dooley, M. P. – Folkerts-Landau, D. – Garber, P. [2009]: Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System. *NBER Working Paper No 14731*.
- Eichengreen, B. [2006]: Global Imbalances: The new economy, the dark matter, the savvy investor, and the standard analysis. In: *Journal of Policy Modeling*. Vol. 28, No. 6.: 645-652.
- Epstein, G. [2002]: Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy. University of Massachusetts, Amhurst.
 Interneten: http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/financial/fin_Epstein.pdf
- Faruqee, H. – Laxton, D. – Muir, D. – Pesenti, P. [2008]: Would protectionism defuse global imbalances and spur economic activity? A scenario analysis. In: *Journal of Economic Dynamics & Control*. Vol. 32, No. 8.: 2651 – 2689.
- Ferrero, A. [2010]: A structural decomposition of the U.S. trade balance: Productivity, demographics and fiscal policy. In: *Journal of Monetary Economics*. Vol. 57, No. 4.: 478 – 490.
- Forbes, K. J. [2010]: Why do foreigners invest in the United States? In: *Journal of International Economics*. Vol. 80, No. 1.: 3-21.
- Fracasso, A. – Schiavo, S. [2009]: Global imbalances, exchange rates adjustment and the crisis: Implications from network analysis. In: *Journal of Policy Modeling*. Vol. 30., No. 5.: 601-619.
- Fratzscher, M. – Luciana, J. – Sarno, L. [2010]: Asset prices, exchange rates and the current account. In: *European Economic Review*. Vol. 54, No. 5.: 643-658
- Gábor Tamás – Kiss Gábor Dávid – Kovács Péter [2012]: A monetáris sterilizáció hatékonysága és költségei Kínában. In: *Közgazdasági Szemle*. Vol 59.: 164-188.

- Gerschenkron, A. [1962]: Economic backwardness in historical perspective. Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- Glick, R. – Hutchinson, M. [2009]: Navigating the Trilemma: Capital Flows and Monetary Policy in China. In: *Journal of Asian Economics*. Vol. 20., No. 3.: 205-224.
- Godley, W. – Lavoie, M. [2007]: Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth. Palgrave, MacMillan, New York.
- Goldberg, L. [2010]: Is the International Role of the Dollar Changing? In: *Current Issues in Economics and Finance*. Vol. 16, No. 1.: 1-7.
- Goodhart, C. [2001]: The Endogeneity of Money. In: *Desai, M. – Dow, S. – Arestis, P. (ed.): Money, Macroeconomics and Keynes. Essays in Honour of Victoria Chick, Volume I*. Routledge, London.
- Gordon, M. J. [2003]: Is China's financial system threatened by its policy loans debt? In: *Journal of Asian Economics*. Vol. 14., No. 2.: 181-188.
- Gourinchas, P. – Rey, H. [2005]: From world banker to world venture capitalist: US external adjustment and the exorbitant privilege. *NBER Working Papers No 11563*.
- Gros, D. [2006]: Why the US current account is not sustainable. In: *International Finance*, Vol. 9, No. 2.: 241-260.
- Haan, A. [2010]: The Financial Crisis and China's "Harmonious Society". In: *Journal of Current Chinese Affairs*. Vol. 39., No. 2.: 69-99.
- Hampton, M. P. – Christensen, J. [2002]: Offshore Pariahs? Small Island Economies, Tax Havens, and Re-configuration of Global Finance. In: *World Development*. Vol. 30., No. 9.: 1657-1673
- Hansakul, S. [2004]: China's financial sector: Institutional framework and main challenges. In: Deutsche Bank Research.
Interneten: www.dbresearch.in/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000072461/China's+financial+sector%3A+Institutional+framework+and+main+challenges.pdf
- Hausmann, R. – Sturzenegger, F. [2006]: Global Imbalances or Bad Accounting? The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations. *CID Working Paper No 124*.
- Hayek, F. A. [1976]: Denationalization of Money. The Institute of Economic Affairs, London.
- Howard, D. H. [1977]: The Denationalization of Money: A Review.
Interneten: <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1977/102/ifdp102.pdf>
- Hubbard, R. G. [2006]: The U.S. current account deficit and public policy. In: *Journal of Policy Modelling*. Vol. 28, No. 6.: 665-671.
- IMF [2011]: Articles of Arrangement. *Interneten: www.imf.org/external/pubs/ft/aa*

- Kaplan, S. B. [2006]: The Political Obstacles to Greater Exchange Rate Flexibility in China. In: *World Development*. Vol. 34, No. 7.: 1182-2000.
- Kitchen, J. [2007]: Sharecroppers or Shrewd Capitalists? Projections of the US Current Account, International Income Flows, and Net International Debt. In: *Review of International Economics*. Vol. 15, No. 5.: 1036 – 1061.
- Kiyotaki, N. – Wright, R. [1989]: On Money as Medium of Exchange. In: *Journal of Political Economy*. Vol. 97. No. 4.: 927-954.
- Kotz, D. M. – Zhu, A. [2008]: China's Growth Model: Problems and Alternatives.
Interneten: www.networkideas.org/ideasact/jan09/PDF/Andong.pdf
- Krugman, P. [2007]: Will there be a dollar crisis? In: *Economic Policy*, Vol. 22, No. 7.: 437-467.
- Lin, G. – Schramm, R. M. [2003]: China's foreign exchange policies since 1979: A review of developments and an assessment. In: *China Economic Review*. Vol. 14., No. 3.: 246-280.
- Liu, Y. P. [1998]: The Social Security System in China. In: *Area Studies – China: Regional Sustainable Development Review*. Vol. 3.
- Lucas, R. E. [1990]: Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? In: *The American Economic Review*, Vol. 80, No. 2.: 92-96.
- Marxsen, C. [2010]: Did Dark Matter Prevent a Big Bang in the Recent Financial Crisis?
Interneten: [http://www.unk.edu/uploadedFiles/facstaff/profiles/marxsenc/MarxsenDarkmatter Wgraphs.pdf](http://www.unk.edu/uploadedFiles/facstaff/profiles/marxsenc/MarxsenDarkmatter%20Wgraphs.pdf)
- Mattlin, M. [2011]: Whose Money? The Tug-of-War over Chinese State Enterprise Profits. *FIIA Briefing Paper 79*
- Mátyás Antal [1999]: A korai közgazdaságtan története. Aula Kiadó, Budapest.
- Mises, L. von [1953]: *The Theory of Money and Credit*. Yale University Press, New Haven.
- Minsky, H. P. [1964]: Longer Waves in Financial Relations: Longer Waves in the More Severe Depressions. In: *The American Economic Review*. Vol. 54., No. 3.: 324-335.
- Nishigaki, H. [2009]: How will the related variables change if global imbalances unwind? In: *Economic Modelling*. Vol. 26., No. 1.: 206-212.
- Palley, T. I. [2007]: Financialization: What it is and Why it Matters. *Levy Institute Working Paper No.: 525*
- Péli Éva [2011]: Offshore helyett nemzeti adózás. In: *Adózó munkaadók és adózó munkavállalók a korrupciómentes gazdaságban*. Szerk.: Bánfi Tamás. Tanszék Kft., Budapest 2011.

- Pepper, G. T. – Oliver, M. J. [2006]: Money, Bubbles and Crashes: Should a Central Bank Target Asset Prices? In: *Issues in Monetary Policy. The Relationship between Money and Financial Markets*. Szerk.: Matthews, K. – Booth, P. John Wiley & Sons, Ltd.
- Polányi Károly [1957]: A pénzhasználati módok szemantikája. In: *Fejezetek a magyar pénzügyelmélet-pénzügytörténeti irodalomból*. Szerk.: Bánfi Tamás. Tanszék Kft., Budapest 2001.
- Polányi Károly [2004]: A nagy átalakulás. Korunk gazdasági és politikai gyökerei. Napvilág Kiadó, Budapest.
- Polgár Éva Katalin [2006]: Monetáris politika és konvergencia. Ph.D. disszertáció. Budapesti Corvinus Egyetem, Budapest.
- Posen, A. [2008]: Why the Euro Will not Rival the Dollar? In.: *International Finance*, Vol 11., No 1.: 75-100.
- Rajan, R. G. [2010]: Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy. Princeton University Press, Princeton, Oxford.
- Razmi, A. [2009]: Bretton Woods II and the Emerging Economies: Lazarus, Phoenix, or Humpty Dumpty. *University of Massachusetts Amherst, Working Paper, No. 2009-02*
- Rose, A. K. [2007]: A stable international monetary system emerges: Inflation targeting is Bretton Woods, reversed. In: *Journal of International Money and Finance*. Vol. 26., No. 5.: 663-681.
- Roubini, N. – Setser, B. [2004]: The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances.
Interneten: <http://people.stern.nyu.edu/nroubini/papers/Roubini-Setser-US-External-Imbalances.pdf>
- Roubini, N. – Setser, B. [2005]: Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006.
Interneten: <http://www.frbsf.org/economics/conferences/0502/Roubini.pdf>
- Saccone, D. [2012]: Income Concentration in China: What Role for Education. Università di Torino. Working Papers No.: 02/2012
- Samuelson, P. A. [1977]: A Monetary Theorist's Vindication of Adam Smith. In: *The American Economic Review*. Vol. 67., No. 1.: 42-49.
- Sander, A. – Schmitt, C. – Kuhnle, S. [2010]: Towards a Chinese welfare state? Tagging the concept of social security in China. *ISSA, 6th International and Research Conference on Social Security*. Luxembourg.
- Smith, A. [2008]: *Wealth of Nations*. Oxford University Press, New York.
- Stepan, M. [2008]: The development of the Chinese Welfare State and the prospects of EU Policy Diffusion. Tanulmány, Rotterdam, Erasmus University.
Interneten: http://www.eucss.org.cn/fileadmin/research_papers/policy/Unemployment_Insurance/090902_Stepan_The_Development_of_the_Chinese_welfare_State.pdf

- Sun, Y. [2011]: Structural change, savings and current account balance. In: *International Review of Economics and Finance*. Vol. 20, No. 1.: 82-94.
- SSPTW (Social Security Programs Throughout the World) [2010]: Asian and the Pacific, 2010. China.
Interneten: http://www.ilo.org/dyn/travail/docs/364/SSPTW_%20Asia%20and%20the%20Pacific%202010%20-%20China.pdf
- The Economist [2012]: Big Mac index. (2012. január 24.)
Interneten: <http://www.economist.com/node/21542808>
- Weeks, J. [1998]: A neoklasszikus közgazdaságtan kritikája. Aula Kiadó, Budapest.
- World Bank [2011]: Financial Sector Assessment Program: China.
Interneten: <http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/WBChinas-Financial-Sector-Assessment-Report.pdf>
- Wray, R. L. [1998]: Modern Money. *Levy Institute Working Paper No.: 252*
- Wray, R. L. [2011]: What is a Sovereign Currency?
Interneten: neweconomicperspectives.org/2011/07/mmp-blog-6-what-is-sovereign-currency.html
- Xafa, M. [2007]: Global imbalances and financial stability. In: *Journal of Policy Modelling*, Vol 29., No. 5.: 783-796.
- Xu, Y. [2008]: Lessons from Taiwan's Experience of Currency Appreciation. In: *China Economic Review*. Vol. 19., No. 1.: 53-65.
- Zeza, G. [2011]: EViews macros for building models in Wynne Godley and Marc Lavoie Monetary Economics.
Interneten: <http://gennaro.zezza.it/software/eviews/gl2006.php>
- Zhang, Y. [2011]: China's Long-Term Strategy for the Elderly. *EAI Background Brief No. 668*