

SURÁNYI GYÖRGY

# Adósságleépítés mikro-, makro- és globális megközelítésben

A nagy recesszió a nagy válsághoz hasonlóan a közgazdaság-elméleti és gazdaságpolitikai ismeretek korlátaira figyelmeztet. A 2008-ban kirobbant válság kezelésének módja markánsan eltér az európai és az angolszász országok között. Nem csupán mennyiségi különbségek választják el a kétféle válságmegközelítést, hanem mélyen meghúzódo elvi-elméleti megfontolások. A globális pénzügyi válság nem egyszerűen az átfogó és minden jövedelemtulajdonost érintő túlzott eladósodás következménye, hanem legalább ennyire a „túlzott” megtakarításé, illetve a fenntarthatatlan lokális, regionális és globális egyensúlyhiányoké is. A válság leküzdése aligha lehetséges, ha a gazdaságpolitika csupán a szokásos keynesi vagy liberális-monetarista eszközökkel operál, ráadásul szigorúan nemzeti keretek között. Az elmúlt évek egyik fontos újdonsága, hogy a válság veszteségeinek mérséklése érdekében megjelent az egész világgazdaságra, ezen belül a válság által sújtott összes országra, régióra és ezzel párhuzamosan minden jövedelemtulajdonosra vonatkozó egyidejű és szimmetrikus (megszorító) mérlegalkalmazkodás követelménye. Ezzel szemben az időben és térben is eltérő, de szorosan koordinált, a költségvetési, a monetáris, és a jövedelempolitika hagyományos és új eszközeit bátran kombináló megoldások hozhatnak eredményt.\*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E60, F32, F34.

A gazdasági világválságot megelőző évtizedekben kevesen ismerték fel, hogy a közgazdasági elmélet és a gazdaságpolitikai gyakorlat mennyire keveset mond a világ- és a nemzetgazdaságok valós működéséről (Stewart [1973]). Az 1929–1933-as világgazdasági válság rendszerstabilitást is kiváltó súlyos megrázkódtatása alapvetően új elméleti és gazdaságpolitikai megközelítéseket hívott életre.<sup>1</sup> Kissé leegyszerűsítve a változást a keynesi forradalommal szokás azonosítani. Keynes volt az, aki részben már a válság előtt, de közben is és utána is egyre erőteljesebben hangsúlyozta, hogy a válság egyrészt nem érthető, másrészt szörnyű hatásai nem enyhíthetők, ha azokat egyoldalúan a mikroökómia felől közelítik meg (Keynes [1965] 268–278. o.).

\* Az írás a Reinventing Bretton-Woods Committe felkérésére készült előadás alapján született.

<sup>1</sup> Az egyik legizgalmasabb megközelítés Irving Fisher Chicago-terve (Benes–Kumhof [2012]).

A válság alapvető okai, a drámai visszaesés, a súlyos munkanélküliség, a defláció vagy az infláció, a hatékony kereslet hiánya, a növekedés vagy pénzügyi egyensúly kérdése csak új, makroökonómiai megközelítésben értelmezhetők.

Az 1929–1933-as világgazdasági válság új, makroökonómiai elemzése több oldalról is igazolta, hogy az, ami igaz a mikroökonómiában, nem feltétlenül helytálló a makroökonómiában. Miközben például a mikroszféra szereplőinek pénzügyi megta- karítása egy magánháztartás vagy azok széles köre számára egyértelműen ésszerű, vagy mikroszinten az erőforrásokkal (ezen belül például a munkaköltségekkel) való takaré- kos gazdálkodás alapvető követelmény, ezek nem vezetnek automatikusan az egyen- súly makroszintű kialakulásához vagy a válságok elkerüléséhez. Ha a nemzetgazdaság minden szereplője – benne az állam – mechanikusan és koordinátlanul igazítja ki saját mérlegét, az kereslethiányhoz, illetve mély válsághoz vezethet.

A klasszikus vita a keynesiánusok és a nonkeynesiánusok között sok évtizede – új szereplőkkel, némileg megváltozott érvekkel, de – szakadatlanul tart (*Hayek* [1982] 191–218. o., *Wapshot* [2014]). A keynesi gondolat uralta az 1944-es Bretton Woods-i konferenciát, majd az azt követő három évtized elméletét és gyakorlatát is – sokszor érvényességi körén is túlhajtva, túlzásoktól sem mentesen. A Bretton-Woods-i rend- szer felbomlása, majd a stagfláció megnyitotta az utat a monetáris ellenforradalom- nak, a reagani és thatcheri gazdaságpolitika antikeynesiánusi fordulatának. A gya- korlatban azonban, ha nem is töretlenül, de folytatódott az állam gazdasági szerep- vállalásának növekedése, a költségvetési újraelosztás kiszélesedése, a költségvetési és a monetáris politika szerepének erősödése a gazdasági ciklusok simításában, lényeg-ében valamennyi fejlett és feltörekvő gazdaságban.

Mindezek közepette és különösen a nagy mérséklődés (*Great Moderation*) eufóriá- jában hatalmas sokként érte a világot a 2007–2008-ban kirobbant nagy válság, vagy némileg tompítva a nagy recesszió. A gazdaságpolitika alakítóit – de az akadémiai világot és természetesen az érintett sok száz millió embert is – mély megrázkódtatás, keserű meglepetés érte. Bár az Egyesült Államok 2011-ben elérte, de az Európai Unió még ma is elmarad a válság előtti kibocsátásától, nem is beszélve a foglalkoztatás aggasztó alakulásáról. Bizonyos szempontból úgy tűnik, mintha a világ ugyanott állna, hasonló bizonytalanságok hálójában vergődne, kutatná a recesszióra adható helyes válaszokat, mint az 1929–1933-as világgazdasági válság idején. Az aligha vitat- ható, hogy többek között éppen a keynesi megközelítés felhasználása tette elkerülhe- tővé az 1929–1933-ashoz hasonló pusztító válság megismétlődését. Ez a tény azonban aligha nyugtatja meg azokat a milliőkat, akik tartósan munkanélkülivé váltak, vagy a munkahelyük folyamatosan veszélyeztetett.

Fel kell tenni azt a kérdést, hogy vajon mi az oka annak, hogy az Egyesült Álla- mok eddig láthatóan kisebb veszteségekkel kezelte a nagy recessziót, mint az Euró- pai Unió (ezen belül a Gazdasági és Monetáris Unió) országai. Erre egyoldalú, egy tényezőn alapuló válasz bizonyára nem adható. Többek között azért sem, mert csak az idő, az elkövetkező évtized(ek) igazolhatjá(k) vagy cáfolhatjá(k) az alkalmazott gazdaságpolitikai csomag (*policy mix*) eredményességét. Egyre többen úgy vélik, hogy az amerikai pragmatizmus sikeresebb az európai ortodoxinál. A hagyomá- nyos, valamint az új – unortodox – eszközöket bevető monetáris politika egyfelől,

valamint a rövid távú költségvetési ösztönzés másfelől, a növekedés és a foglalkoztatás középpontba állítása, a mérlegek aszimmetrikus és időben eltolt kiigazítása láthatóan eredményesnek tűnik.

Ezzel szemben a Gazdasági és Monetáris Unió ragaszkodása a szimmetrikus, mindenkire kiterjedő költségvetési megszorításhoz és a megkésett (félszívvel, korlátozottan végrehajtott) monetáris lazításhoz, az infláció felgyorsulásától való beteges félelem, miközben valójában a defláció fenyeget, a bankrendszer konszolidációjának elhúzódása – a bankunió terén elért számottevő előrelépés ellenére – az európai kibontakozást kétségkívül korlátozza.

Ha az európai és az amerikai válságkezelést összevetjük, az eltérés szembeötlő. A különbség nem csupán az intellektuálisan és a cselekvés szintjén is messze bátrabb amerikai megközelítésben ragadható meg. Talán az a legfontosabb, hogy az amerikai gazdaságpolitika nem is próbálkozott a mérlegegyenlőtlenségek egyidejű helyreállításával. Egyértelmű sorrendet (*sequencing*) állított fel az egyensúlyhiányok felszámolásában. A fenntartható növekedési pályára való visszatérésnek és a foglalkoztatás növelésének rendelt alá mindent, például vállalta az államháztartás egyensúlyának rövid távú, három-négy éves romlását. Azonnal és radikálisan lazított monetáris politikáján (jóllehet a pénzmultiplikátor példátlan összehúzódásának ellensúlyozása éppen csak a széles értelemben vett pénzkínálat zsgorodását, azaz a súlyos deflációt előzte meg), szembenézett a bankrendszer stabilizálásának azonnali és igen költséges feladatával.

Ebbe beletartozik az is, hogy a Fed nyilván nem szívesen, de széleskörűen alkalmazott – például a lakásfinanszírozásban – kvázi költségvetési eszközöket is. A gazdaság stabilizálása érdekében az állam igénybe vett nem hagyományos (nem ortodox) és nem konvencionális költségvetési eszközöket is, tudatosan vállalta a költségvetés rövid távú romlását, az automatikus stabilizátorok szokásos egyenlegromlását meghaladóan hagyta a költségvetési hiány rövid távú növekedését. Emellett hangsúlyozott szerepet juttatott a közép- és hosszú távú költségvetési pálya fenntarthatóságának, a bizalom megőrzésének.

Két-három év elteltével, amikor a költségvetési és monetáris politika kedvező hatásai kezdtek érvényesülni, a gazdaság (ha nem is robusztus, de) növekedési, a munkanélküliség pedig csökkenő pályára állt, a bizalom és a várakozások stabilizálódtak, az államháztartás hiánya és az államadósság szintje mérséklődni kezdett. A kibocsátás bővülése mellett az is növelte az állami bevételeket, hogy a különböző – nem csak a pénzintézetekre kiterjedő – állami intervenciók során bevetett hatalmas összegek a korábban megszerzett állami tulajdon eladásával kezdtek nemritkán jelentős profittal megtérülni.

A fő jövedelemtulajdonosok mérlegalkalmazkodása, az adósság csökkentése először a lakossági, a bank- és az üzleti szektorban, valamint az alapvető fontosságú külső mérlegekben ment végbe. Ezzel párhuzamosan, de aszimmetrikusan az államháztartásban éppen jelentős adósságnövelést, keresletbővítést hajtottak végre. Csak évekkel később indult el az államháztartás mérlegének látványos konszolidációja, amit a monetáris politika segített (*McCulley-Pozsar* [2012]). Ezáltal egyrészt sikerült elkerülni a deflációt, másrészt – ettől egyáltalán nem függetlenül – az újonnan

kibocsátott állampapírok negatív reákkamatok mellett kerülhettek forgalomba. Ez nem valósulhatott volna meg, ha a piaci várakozások nem az államadósság/GDP ráta hosszú távú hiteles csökkenésén alapulnak.

Némiképp sarkítva, a Gazdasági és Monetáris Unióban ezzel ellentétes folyamat ment végbe. A bankrendszer stabilizálásának folyamata többszöri nekifutás után még mindig tart. Nem bizonyultak túlzottan sikeresnek az egy időben és többnyire szimmetrikusan tett kísérletek az államháztartási, az üzleti szektor és a háztartások, valamint a leginkább válság sújtotta országok külső mérlegeinek kiigazítására. Az egyoldalú, minden országra és valamennyi jövedelemtulajdonosra egyidejűleg kiterjesztett, az adott gazdaság nettó megtakarítói pozícióját figyelmen kívül hagyó restrikció az elkerülhetetlennél is mélyebb, elhúzódóbb visszaeséshez vezetett. A válság körülményeihez képest országonként eltérő mértékben, de szándékában (ha ez sokszor nem is sikerült) a költségvetési politika megszorító volt. A magas pozitív reákkamatok fényében (mindenekelőtt a perifériaországokban és főként a kis- és középvállalatok számára, de az állampapírok magas reálhozama is ezt tükrözi) a monetáris politika is indokolatlan szigorú közvetített, és általában késlekedve – eszközeiben és mennyiségében is indokolatlanul korlátozottan – lazított.

A megszorító költségvetési és monetáris gazdaságpolitikai csomag (*policy mix*) egyfelől a Gazdasági és Monetáris Unión belül hozzájárult az egyes tagországok lehetségesnél lassúbb, fájdalmasabb külső és belső mérlegalkalmazkodásához, másrészt az euróövezet egészére jellemző recesszióban nem feltétlenül kívánatos *regionális szintű nettó megtakarítói*, azaz *külső szufficites* (kereslethiányos) pozíció fennmaradásához. Napjainkban az euróövezet egészét is fenyegető deflációs veszély, a betéti reákkamatok historikusan alacsony szintje, az euróövezet egészét jellemző permanens fizetésimérleg-többlet, az alig növekvő kibocsátás és a magasan stagnáló munkanélküliség elég egyértelműen az aggregált kereslet hiányára utal. A kétségkívül létező strukturális okok válságban játszott meghatározó szerepe ellenére sem valószínű, hogy az elhúzódó recesszió kezelésének optimális receptje az általános és szimmetrikus restrikció (*austerity*) volna.

Az eltérő válságkezelés hátterét kissé távolabbról elindulva indokolt vizsgálni. 2007–2008-at, a válság kitörését követően szinte teljes egyetértés alakult ki abban, hogy általában a válságot megelőző években túlságosan nagy belső és külső adósság halmozódott fel. Számos országban a kormányzati, a háztartási, az üzleti és a pénzügyi szektor külön-külön és együttesen is túlságosan eladósodott. Nyilvánvalóan nem kevés olyan szereplő akad, amelyek eltérő aggregátumaiban – nemzetgazdasági, államháztartási, magánszektorbeli (üzleti, háztartási, banki stb.) – vitathatatlanul megbomlott a beruházás/megtakarítás egyensúlya. A válság azokat az országokat érintette a leg súlyosabban – euróövezeten belül és kívül –, amelyekben makroszinten a legnagyobb mértékben borult fel a megtakarítás/beruházás egyensúlya, vagyis amelyekben a külső egyensúlyhiány/eladósodás kritikussá vált (*Giavazzi–Spaventa* [2012]). Noha az állami szektor túlzott eladósodása önmagában is veszélyes lehet, de – Görögország kivételével – sokkal inkább a magánszektor mérlegegyensúlyának a megbillenése, semmint pusztán az állami túlköltés vezetett a legkritikusabb helyzethez, azaz a külső egyensúly felborulásához. A magánszektor túlzott eladósodása ugyanúgy veszélyeztetheti a

fenntarthatóságot, mint az államé. Ezért a megbomlott egyensúly helyreállítása során alapvető lenne a válságot kiváltó okok alapos elemzése. Ezzel szemben az euróövezeten belül (talán az ír programtól eltekintve) a hangsúlyt – hasonlóan a maastrichti szerződéshez és a stabilitási és növekedési egyezményhez – tévesen aránytalanul nagy mértékben helyezik a költségvetési kiigazításra.

A kétségkívül sokféle tapasztalható, kezelhetetlennek tűnő adósságfelhalmozódás, illetve egyensúlyhiány, ami természetesen túlzott megtakarítás is lehet (mikro-, mezo-, makro-, illetve globális téren), arra az általános következtetéshez vezetett, hogy ezt az adóssághegyet nem lehet a végtelenségig cipelni, célszerű azt leépíteni. Első pillantásra amilyen egyszerű ez a megközelítés, olyan meggyőzőnek is tűnik. Ha globálisan és/vagy regionálisan és/vagy az államok és/vagy az egyes fő jövedelemtulajdonosok szintjén túlzott eladósodás alakul ki, akkor hasonlóan egy vállalkozáshoz/vagy magánszemélyhez a normál, fenntartható mértéket meghaladó adósságot le kell építeni. Nevezzük ezt elsőre logikusnak látszó, de egyoldalúan mikroszintű megközelítésnek.

Ezen a ponton érdemes visszatérni Keyneshez és a klasszikus vitához. Itt is érdemes szem előtt tartani azt, hogy a mikro- és a makrogazdasági megközelítés nem szükségképpen esik egybe. Még nagyobb lehet az eltérés akkor, ha az egyensúly keresésének, helyreállításának szándéka a globális piacokra is kiterjed. A globális világban a nagy gazdasági központok, az egyes országcsoportok, régiók, integrációk úgy illeszkednek/viszonyulnak egymáshoz, mint az egyes nemzetgazdaságokban a mikro- és a makroszint. Ebből kiindulva, a válság előtt és részben annak során a túlzott mértékű adósságfelhalmozás megfelelő kezelése jóval összetettebbnek tűnik, mint egy egyszerű adóssággleépítési (*deleveraging*) folyamat. Nem csupán azért, mert ez szociálisan és politikailag súlyos áldozatokkal és konfliktusokkal jár (ezzel sokan tisztában vannak), hanem azért is, mert egyáltalán nem magától értetődő a mögötte meghúzódó gazdaságpolitikai logika.

Az adóssággleépítés (*deleveraging*) folyamatát célszerű a modern pénz (*fiat money*) keletkezésének/teremtésének keretei között értelmezni. A modern pénz belső érték nélküli pénz, hitelpénz (Erdős [1974]). Klasszikusan hitelnyújtás és -visszafizetés útján jön létre és szűnik meg. Vagyis a pénztömeg különféleképpen definiált aggregátumai mögött hitelviszony húzódik meg. Egy zárt gazdaságban tehát a széles értelemben vett pénztömeg, azaz a pénzbeli megtakarítás éppen egyenlő a pénzben felhalmozott adóssággal. Feltéve, hogy az inflációs várakozások az árstabilitás körül stabilan horgonyoztak, akkor egyensúlyi pálya mentén *ex ante* a pénzkereslet (a pénzbeli megtakarítás) megegyezik a pénzkínálattal, vagyis a pénzügyi egyensúly ebben a dimenzióban fenntarthatónak látszik. A feltételeket kibővítve, ha zárt helyett nyitott gazdaságot feltételezünk, akkor az árstabilitás mellett (amely önmagában, a nyitottság arányában nem független a külső folyamatok, illetve külső egyensúly alakulásától) az egyensúly megőrzésének legfontosabb tényezője a külső számlák fenntartható egyensúlya (illetve az egyensúly hiánya). Ha tehát a külső és az árstabilitás is adott, vagyis a makroszintű megtakarítás/beruházás egyenlege megfelelő, akkor éppen annyi pénzbeli adósság halmozódik fel, amennyi a pénzbeli megtakarítás.

Ezért egy adott nemzetgazdaságon belül akkor lehet indokolt az adósság egészének mérséklése (*deleveraging*), ha megbomlik a megtakarítás/beruházás

fenntartható egyensúlya. Vagyis ha olyan túlkereslet jön létre, amely a külső egyensúly megbomlásában és/vagy az infláció, illetve az inflációs várakozások emelkedésében ölt testet. Az *ex ante* kialakuló túlkereslet/kereslethiány, a külső egyensúly és/vagy az árstabilitás felbillenése (a defláció is ilyen) egyaránt következhethet az állam és/vagy a magánszektor mérlegegyensúlyának kedvezőtlen alakulásából. Természetesen mérlegalkalmazkodás az egyes szektorok között akkor is indokolt lehet, ha makroszinten fennáll a beruházás/megtakarítás egyensúlya. Az egyes mikroszintű szereplők, így a háztartások mindennapjainak tipikus jelensége a mérlegek kiigazítása, az adósság tömeges fel- és leépítése.

A mikrovilág szereplőitől a nagyobb egységek felé – az egyéntől, a vállalkozástól, a közszférától, a nemzetgazdasági keretektől az országcsoportokig vagy régióig és végül a világ gazdaság egészéig, azaz globális léptékben – elmozdulva azonban csak egyre szigorúbb peremfeltételek mentén és egyre kevésbé magától értetődő az adósság-leépítés (*deleveraging*) szükségessége. Globális szinten a beruházás/megtakarítás ráta *egyenlő*. Amennyiben az árstabilitás sem sérül, a természeti környezet sem károsodik visszafordíthatatlanul, akkor a beruházás/megtakarítás nem csak *ex post*, de *ex ante* is egyensúly körüli lehet. (Miközben definíció szerint a külső mérleghiány és -többlet is kiegyenlítődik.)

Ha tehát globálisan nem fenyeget az infláció felgyorsulása, akkor éppen úgy bővült a pénz kínálata, mint a kereslete, a rendszer éppen annyi pénzt teremtett, amennyire szükség volt. Minél gyorsabb a világ gazdaságainak növekedése – hangsúlyozottan lehorgonyzott inflációs várakozások mellett –, annál több pénzre, annál nagyobb pénzkínálatra van szükség. De ez a modern pénz természete szerint azt is jelenti, hogy egyre több adósság halmozódik fel. Néhai professzoromat, Riesz Miklóst idézve (a peremfeltételeket kissé szigorítva: globális árstabilitás és fenntartható külső számlák a régiók és országok esetében): minél fejlettebb, gazdagabb a világ/régió/ország, annál magasabb a felhalmozott adósság/pénztömeg/pénzügyi megtakarítás (Riesz [1980], [1982]). A globális gazdaság szintjén mindezek fényében akkor van szükség az adósság leépítésére vagy az adósság növekedési ütemének fékezésére, ha globálisan alakul ki túlkereslet. Olyan többletkereslet, amely az emberi erőforrásoktól a tőkejavakig, a természeti erőforrásoktól a környezet fenntarthatóságának veszélyeztetéséig tart. Ennek következtében pedig többek között globális szinten is veszélybe kerül az árstabilitás (Blanchard–Milesi–Ferretti [2007]). E nélkül nem pusztán arról van szó, hogy a globális adósság-leépítés indokolatlan, de természetéből adódóan arról is, hogy ez együtt jár a pénzügyi megtakarítások ekvivalens, abszolút vagy relatív megsemmisülésével. Úgy tűnik, azok, akik az adósság generális leépítését szorgalmazzák, mintha megfelelkeznenek ennek a folyamatnak a másik oldaláról. Globálisan adósságcsökkenés nem létezik a megtakarítások csökkenése nélkül. Egyfelől a pénzügyi megtakarítások túlzott voltáról senki sem beszélt, noha e nélkül túlzott eladósodás sem lehet. Másfelől a (reál)megtakarítás csökkentése, részbeli megsemmisülése inflációt vagy más pusztító eseményt (például háborút) feltételezne. Mintha erről sem esne szó.

2007–20068 előtt, ha nem is mindenre kiterjedően, de a nyers- és alapanyagok, az energiahordozók, az élelmiszer-alapanyagok világpiacán olyan árfolyamatok

bontakoztak ki, valamint számos országban olyan árbuborékok alakultak ki, amelyeket lehetséges globális keresleti többletként (*overhang*) azonosítani. A válság kirobbanása és a nyomában kialakuló átrendeződés a pénzkínálati többletet, az inflációs nyomást s ezzel a buborékokat szinte azonnal eltüntette. Ebben a helyzetben nem tűnik ésszerűnek általános, egész világgazdaságra, ezen belül az összes válság által sújtott országra, régióra és ezzel párhuzamosan minden jövedelemtulajdonosra azonnali és egyirányú mérlegalkalmazkodás előírása. A reáladósság globális, átfogó mérséklése önmagában nem lehetetlen, de az elkerülhetetlennél is elhúzódóbb krízist okoz az, ha a *fájdalmas mérlegalkalmazkodás* az egyes régiók, országok, jövedelemtulajdonosok szintjén és között *nem aszimmetrikusan*, időben eltolva megy végbe, illetve globálisan, regionálisan stb. is *nem koordináltan* zajlik. (Ennek egy izgalmas, vitát provokáló megoldási javaslatát adja *Paris–Wyplos* [2014].) Ha globális, régiós, országos vagy jövedelemtulajdonosi szinten az adósságleépítéssel (*deleveraging*) *egyszerre* nincs adósságfelépítés (*leveraging*) is, akkor a világban és a kisebb egységekben is *egyébként elkerülhető veszteségek, elmaradt növekedés, elhúzódó helyreállítás, még magasabb munkanélküliség és ennek következtében súlyos szociális és politikai feszültségek alakulnak ki.*

Általánosságban, a keynesi analógiát felhasználva talán megfogalmazható: ami igaz, logikus és helyes gyógy mód lehet egy-egy ország esetében, az nem jelent szükségszerűen helyes terápiát globálisan. *Ha a mérlegek kiigazításában minden ország/régió egy irányban halad, és ez mindenre kiterjedő és egyidejű megszorítás, akkor azok az országok, amelyek bizonyos keretek között megengedhetnék a további adósságfelépítést* (például belföldi élénkítés hatására jelentős külső többletek mérséklését), *és ezt elmulasztják, akaratuk ellenére is tovább mélyítik a válságot.* Egyúttal szándékaikkal végképpen ellentétesen *korlátozzák saját maguk és egyúttal a globális növekedést is.*

A nemzetgazdaságon, illetve a régióon belül is a sikeres, a legkisebb veszteség melletti mérlegalkalmazkodásnak alapfeltétele a szigorú koordináció a költségvetési, a jövedelem- és a monetáris politika között, illetve amennyire a helyzet (főként a külső számlák helyzete) engedi, az aszimmetrikus és időben késleltetett kiigazítás a fő jövedelemtulajdonosok között (vö. az Egyesült Államok és a Gazdasági és Monetáris Unió kiigazítását). A mai globalizált világban nagyon hasonló követelményeknek kellene megfelelni: a konjunktúra simítása, a válságok/visszaesések kárainak enyhítése nem egyszerűen globális koordinációt követel, ami önmagában is roppant belátást, erőfeszítést igényel az egyébként versengő és érdekeikben is eltérő országoktól. De a globális mérlegalkalmazkodást, a fenntarthatatlan globális hiányokat is együttműködve, aszimmetrikusan és időben eltolt (*sequencing*) módon, a külső és a belső adósságot folyamatosan fel- és leépítve kellene végrehajtani. Így minimalizálva a veszteségeket. Végül is ez volt a Bretton Woods-i konferencia egyik fontos célja 1944-ben is.

### Hivatkozások

BENES, J.–KUMHOF, M. [2012]: The Chicago Plan Revisited. IMF Working Paper, WP/12/202, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12202.pdf>.

- BLANCHARD, O.–MILESI-FERRETTI, G. M. [2007]: *Global Imbalances: Past, Present and Future*. IMF.
- ERDŐS PÉTER [1974]: *Adalékok a mai tőkés pénz, a konjunktúraingadozások és a gazdasági válságok elméletéhez*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- GIAVAZZI, F.–SPAVENTA, L. [2010]: *Why the Current Account May Matter in a Monetary Union. The Euro Area and the Financial Crisis*, Bratislava, szeptember, [https://www.bancaditalia.it/publicazioni/altri-atti-seminari/2010/Spaventa\\_Cobham\\_10\\_24.pdf](https://www.bancaditalia.it/publicazioni/altri-atti-seminari/2010/Spaventa_Cobham_10_24.pdf).
- HAYEK, F. A. [1982]: *New Studies*, Routledge and Kegan Paul, London.
- KEYNES, J. M. [1965]: *A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- MCCULLEY, P.–POZSAR, Z. [2012]: *Does Central Bank Independence Frustrate the Optimal Fiscal-Monetary Policy Mix in a Liquidity Trap? The Global Interdependence Center's Society of Fellows rendkívüli konferenciájára készített tanulmány*. Banque de France, Párizs, március 26. <https://www.interdependence.org/wp-content/uploads/2012/03/Paul-McCulley-Fellows-Paper.pdf>.
- PÂRIS, P.–WYPLOSZ, CH. [2014]: *PADRE Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone*. International Center For Monetary and Banking (ICMB) Studies, Geneva Reports on the World Economy Special Report, 3. International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Párizs – Centre for Economic Policy Research, London, [http://www.voxeu.org/sites/default/files/Geneva\\_Special\\_Report\\_3.pdf](http://www.voxeu.org/sites/default/files/Geneva_Special_Report_3.pdf).
- RIESZ MIKLÓS [1980]: *Pénzforgalom és hitel*. I–II. fejezet, Tankönyvkiadó, Budapest.
- RIESZ MIKLÓS [1982]: *Pénzteremtés és pénzmegsemmisülés*. Megjelent: *A szocialista gazdaság pénzügyei*. Tankönyvkiadó, Budapest, 13–34. o.
- STEWART, M. [1973]: *Keynes and After*. I. rész, Penguin Books.
- WAPSHOT, N. [2014]: *Keynes és Hayek. Az összecsapás, amely meghatározta a modern közgazdaságtant. A nagy válságtól a nagy recesszióig*. Napvilág Kiadó, Budapest.