

Stagflációt kivédő váltóforgalmazási modell – bemutatás és értékelés

Novák Zsuzsanna¹, Szalay Zsuzsanna²

Összefoglalás

A váltóalapú likviditásteremtést taglaló korábbi cikk folytatásaként a tanulmány bemutatja, hogy a váltóhasználat miként tudja egyidejűleg segíteni az egyes gazdasági szektorokat és az államadósság-kezelést. A *Lautenbach* által javasolt, később *Schacht* által bevezetett pénzügypolitikai intézkedéscsomag nyomán egy fél évtized alatt megszűnt a recesszió és az infláció a német gazdaságban. Tanulmányunkkal egy hazai szakmai hiátust pótlunk: részletesen értékeljük Schacht pénzügyi megoldását, amely a nemzetközi szakirodalomban már számos formában megjelenik.

Az akkori modell a mai gazdasági helyzetben megfontolásra érdemes különösen Fintech megoldásokkal ötvözve. A stagflációt figyelembe vevő, endogén növekedést eredményező alkalmazási javaslatok: (1) megállítják és növekedésbe fordítják a makrogazdasági visszaesést, (2) nem igényelnek külpiaci finanszírozást, (3) enyhítik az államadósság finanszírozási terheit (4) infláció mérséklő hatásúak, és (5) bevezetésre érdemesek többek között az energia-, a környezetvédelmi, a mezőgazdasági, a nagy- és kiskereskedelmi szektorban, a szociális ellátási ágazatban.

KULCSSZAVAK: likviditásteremtés, államadósság, mennyiségi pénz- és hitelemlet, infláció

JEL-KÓD: G18, G21, G32, H63

DOI: https://doi.org/10.35551/PFQ_2023_3_6

Bevezetés

Jelen tanulmányunk épít egy, a közelmúltban megjelent írásra, amely a „Váltóalapú likviditásteremtés” címet viseli, lsd. Szalay és szerzőtársai (2022). Annak folytatásaként arra törekszünk, hogy a tanulmány önmagában is értelmezhető legyen.

1 Ph.D – Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem, egyetemi docens,
email: novak.zsuzsanna@gtk.bme.hu

2 Budapesti Corvinus Egyetem, egyetemi adjunktus

A váltóhasználat a magas államadóssággal küzdő országokban a likviditásteremtésben betöltött szerepén túl az államháztartás terheinek megkönnyítését is szolgálja. Dolgozatunk lényege: a reálgazdaság szolgálatába állítandó váltóhasználat modelljének körvonalazása, annak igazolása, hogy stagfláció idején gazdaságpolitikai eszközt nyújthat az állam számára. A 2009 és 2012 között végbement szuverén válság és a koronavírus által kiváltott állami beavatkozások miatt felmerült a megnövekedett államadósság-állományok problémaköre. Mayer-Schnabl (2021) történelmi példák-ból merítve sorra veszik azon lehetőségeket, amelyeket sikerrel alkalmaztak adósság mérséklésére a megelőző évszázad során. E szerint az államadósságot a korábbi kormányzatok a megszorító csomagok bevezetésével, burkolt adósságsökkentéssel (Isd. adósság elinflálása, inflációs adóbevételek), illetve az államháztartás valutareform-mal összekötve történt szerkezetátalakításával igyekeztek kezelni. Mayer-Schnabl ezek alapján államadóssággal fedezett digitális jegybankpénz forgalomba hozatalát javasolja az euroövezet országai számára. Tanulmányunkban ugyancsak történelmi példán okulva a szerzők digitális váltóforgalmazást javasolnak, amelynek címzettje valamely állami szerv. Így egyszerre támogatható az államadósság finanszírozása és a vállalkozók likviditáskezelése.

Az elméleti alapokat tárgyaló első fejezetben Lautenbach nyomán áttekintjük a gazdaság lehetséges hitelezési folyamatait. Törekszünk arra, hogy a banki szférából kiinduló finanszírozás mellett (amely napjainkban szinte kizárólagos) hangsúlyt kapjon a piaci alapú finanszírozás, vagyis a reálszféra önfinszírozási lehetőségének bemutatása. A banki szféra dominanciája a reálszféra felett, a pénzteremtés monopolpozícióján alapuló buborékgazdaság, amely válságok sorozatát eredményezi, a 21. századra előhívta a körkörös gazdasági modellek, a lokális szintű gazdaságszerveződések, a Matolcsy (2023) munkájában is tárgyalt „új fenntartható közgazdaságtan” szükségességét. Ezek alapján úgy véljük, a vállalkozói kör és az állam, mint gazdaságszervező erővel felruházott szereplő a váltókonstrukció különböző alkalmazásaival hatékonyabb, a szereplők számára kisebb költségekkel járó finanszírozási alternatívákat tudna megvalósítani.

Elméleti háttérként a jelenkor gondolkodását újraformáló közgazdasági nézetek közül Richard Werner megközelítéséből is merítünk. Werner (2014) matematikai alapokon igazolja: a célzott, a termelőszektort támogató hitelezés nemcsak a buborékok kialakulásának megelőzését szolgálja, de reálgazdasági hatása hozzájárul az államadósság mérsékléséhez.

Tanulmányunkban a MEFO-váltó részletes ismertetésével alátámasztjuk, hogy egy jól megválasztott pénzügypolitikai eszköz egyszerre szolgálja a vállalkozói szféra hatékonyságának növelését és az államadósság finanszírozását.

Elméleti alapok

Indulásként megemlítenéd Wilhelm Lautenbach hitelmechanizmus (credit mechanics, Kreditmechanik) elmélete, mint a váltókibocsátást megalapozó érvrendszer.

Az alapgondolat az alábbi: a hitelbővülés folyamatát, annak dinamikáját nem csak a banki mérlegek *Aktíva (Eszköz) oldala*, azaz az aktuálisan kihelyezett hitel mennyisége határozza meg, hanem fontos szerepük van a *Passzív (Forrás) oldali* tételek alakulásának is. A foglalkoztatás, a bértömeg, a megtakarítások és a beruházások változása olyan tényezők, amelyek hitelbővítést igényelnek. Ráadásul számos olyan gazdasági tranzakció is megvalósul adós-adós, adós-hitelező és hitelező-hitelező vonatkozásában, amelyek bár nem érintik a hitelvolumen (Izd. vállalatközi ügyletek), viszont az ennek következtében módosuló részvény- és kötvénypiaci viszonyok már kihatnak a bankhitelek mennyiségére.

Lautenbach (1952) a következőkre hívta fel a figyelmet:

- Ha a többlettel rendelkező cégek nem betétben tartják a többletüket, hanem forráshiányos cégekbe fektetik, akkor ők a banki betétállományukat csökkenteni fogják; míg a forráshiánnyal rendelkező cégek a szerzett pénzüsszeggel bankjukkal szembeni kötelezettségük egy részét visszafizetik, összességében tehát csökken a kihelyezett hitelállomány.
- Új banki hitelnyújtás esetén csak akkor nő a hiteltömeg, ha annak teljes összege nem jelenik meg egy másik szereplő mérlegében, mint hitelintézetekkel szembeni kötelezettség-állomány csökkenés.

Decker-Goodhart (2021) szerint Lautenbach hitelmechanizmus elmélete bizonyítja, hogy adott helyzetben (Izd. a 2007–2009 közötti időszakot) hiába bővítik a monetáris bázist a jegybankok, a bővebb pénzágregátumokban ennek hatása nem feltétlenül jelenik meg.

A hitelmechanizmus elmélet bemutatásának lezárásaként rögzítsük: a hagyományos pénzmultiplikátor-elmélet nem állja meg a helyét olyankor, amikor nem a pénzkínálat volumene, hanem a hitel felhasználási struktúrája a meghatározó. Ehhez kapcsolódik Schacht megközelítése, aki elítélte az inflációval járó pénzügypolitikát, szerinte ez ugyan átmeneti gazdasági virágzást eredményez, de olyan túlzott mértékű fogyasztásra ösztönöz, amely nem a megtakarított tőkéből származó jövedelemre épít. [Schacht (1967) 170. o.]. Modellje a pénz mennyiségi elméletét követi, azzal érvelt, hogy pénzt csak akkor érdemes forgalomba hozni, ha megfelelő árufélelég áll mögötte fedezetként.

Szintén a pénz mennyiségi elmélete a kiindulópontja annak az érvrendszernek, amely a közelmúlt szuverén válságainak tanulságai alapján új adósságkezelési módokatként a váltóhasználat állami célokra történő felhasználását javasolja. Az új pénzügyi megoldásokat alátámasztó elméleti megközelítések közül figyelmet érdemel Richard Werner (2014) javaslata, amit ő „enhanced debt management” (azaz „fokozott fellépést igénylő adósságkezelés”) elnevezéssel vezetett be a szakirodalomba.³ Az adósságkezelés új módzatának ismertetése során Werner (2014) régi technikák felelevenítését szorgalmazza, utalva a jelen tanulmányban kifejtendő Schacht-féle MEFO-váltóra is.

3 Tanulmányában hangsúlyozza, hogy a kifejezés nem ötöle származik, hanem köszönetet mondott a terminológiára vonatkozó javaslatért Max von Lichtenstein hercegnek.

Werner a gondolatmenetét az általa megalkotott mennyiségi hiteleméletre alapozza (Werner 2005). Eszerint a hitelfelvevő a hitelfelvételi aktussal egyidőben lényegében egy saját váltót bocsát ki a hitelnyújtónak. A hitelnyújtással létrejött megnövekedett pénzmennyiség egy része azonban nem reálgazdasági célokat szolgál. Ez utóbbi nagyságot el kell választani attól az összetevőtől, amely ténylegesen hozzájárul a GDP bővüléséhez. Ezt a „reálgazdasági” hitelt (C_R), illetve annak bővülését megszorozva annak forgási sebességével, megkapjuk a pénz mennyiségi elméletét leíró egyenlet jobb oldalát, vagyis a nominális GDP-t, illetve a nominális növekedést.⁴

Az egyenlet viszont nem tartalmazza a hitelezés jelentős részét, vagyis a $C_F V_F$ -et, azt, amely kizárólag pénzügyi vagy más vagyoneszközök cseréjét szolgálja; és gyakran eszközár-buborékok kialakulását eredményezi. Ha a $C_R V_R$ -t (azaz a reálgazdasági célú hitelt és annak forgási sebességét) használjuk a nominális GDP helyett, akkor már a GDP-arányos államadósság is kifejezhető, mint $D/C_R V_R$.

Összefoglalásként elmondható: minél magasabb a kereskedelmi bankok által termelési célú hitelként kihelyezett összeg, annál kisebb lesz a maastrichti adósságmutató, vagyis a kereskedelmi bankokat kifejezetten érdemes ösztönözni termelési célú hitelezésre.

A leírtak az érvelés egyik oldalát jelentik csak. Amennyiben a D-nek, azaz az állam költségvetési jellegű adósságállományának a bővülését vizsgáljuk, az függ az adott évi adók (és egyéb bevételek), valamint a kormányzati költségek különbségétől, valamint a nettó kamatkiadásoktól. Ha válság alakul ki, az állampapírok tőkeköltsége szélsőségesen megnő, messze fölülmúlva azt az alapkamat szintet („prime rate”), amelyet a bankok legjobb adósaiknak számítanának fel. Mivel az állampapírok nemzetközi piacokon cserélnek gazdát, itt a hitelminősítők kedvezőtlen értékelése és a kockázati felárak megnövekedése miatt azok leértékelődnek. Ez költségessé teszi ezekben az időszakokban a magasabb kockázati besorolású szuverén adósok, így az eurozóna kockázatosabb gazdaságainak finanszírozását.

Werner gondolatait felhasználva mondhatjuk, ha a hazai bankrendszer finanszírozná az állam hitelfelvételét, akkor ez *prime rate* mellett is lehetővé válna. A bankok tőkemegfelelése sem lenne veszélyeztetve, míg ha forgalomképes értékpapír vásárlóiként nyújtanak hitelt, a baseli szabályok betartása esetén, hitelportfóliójuk

4 Az eredetileg $MV = PQ$ összefüggés, amelyben a nominális pénz mennyisége és a pénz forgási sebessége adja az egyenlet bal oldalát és a jobb oldalon az árszínvonal és a pénz használata révén megvalósított tranzakciók mennyisége szerepel, Weber (2005) szerint tovább bontható a pénz eredete szerint: $MV = C_R V_R + C_F V_F$, ahol a C_R a GDP-vel kapcsolatos tranzakciókat szolgáló hitelállomány (megszorozva annak forgási sebességével V_R -rel) és a C_F pedig a kizárólag pénzügyi tranzakciókat, de reálgazdasági bővülést nem szolgáló hitelállomány (megszorozva annak forgási sebességével V_F -fel). Ebből a $C_R V_R$ valóban megegyezik a nominális GDP-vel, azaz: $C_R V_R = PY$, miközben $MV \neq PY$ (a korábban említett, kizárólag pénzügyi fogalmat támogató hitelnyújtás miatt)! Ha azonban $C_R V_R = PY$, akkor az államadósság (D) GDP-arányos értéke kifejezhető úgy is, hogy $D/C_R V_R$, azaz a reálgazdasági tranzakciókat finanszírozó hitelállomány bővülése csökkenti a maastrichti adósságmutatót.

(beleértve az állampapír-befektetéseket) pl. 10%-os értékvesztése már veszélyeztetheti a tőke megfelelést⁵. A (jelenlegi jogszabályok értelmében tiltott – *a Szerzők megjegyzése*) közvetlen hitelnyújtás⁶ nem fenyegetné a bankrendszert a fenti értelemben, akkor sem, ha kizárólag belföldi forgalomban használt váltókkal, állami elfogadványokkal finanszíroznák az állami kiadásokat. Ez utóbbi megállapításunk visszavezet bennünket a kiindulásként bemutatott hitelmechanizmus elmélethez.

Werner (2014) hangsúlyozza, hogy ha a külső sérülékenység csökkentése érdekében belföldi befektetők bevonásával, de nem a bankszektor segítségével akarjuk finanszírozni az államadósságot, akkor az a magánfogyasztás és -beruházás kiszorításával jár együtt. A bankrendszer forrásnyújtása esetén a kiszorítási hatás nem áll fenn, mert ők nem a megtakarításaikat áldozzák fel az államnak nyújtott hitel folyósításakor, hanem a „semmitől” képesek pénzt teremteni. Tehát az államadósság finanszírozása a GDP (és így az adóbevételek) csökkenése nélkül is megvalósulhat, sőt a termelési célú hitelnyújtással a GDP bővülése is elérhető.

Összegezve: az államadósság-mutató számlálóját és nevezőjét is kedvezően befolyásolja a bankrendszer reálgazdasági célú hitelnyújtása. A makrogazdasági változók fentebb leírt összefüggésrendszerét empirikusan igazolja Werner (2014).

A „fokozott fellépést igénylő adósságkezelés” (enhanced debt management) lényegét⁷ az alábbiakban foglaljuk össze [Werner (2014), 453. o. alapján]:

- olyan állami adósságpapír a legmegfelelőbb finanszírozási forma, amely nem (vagy korlátozottan – *a Szerzők megjegyzése*) forgalomképes, a banki befektetőknek azokat nem kell naponta piaci értéken újra árazni, sőt névértéken is nyilvántarthatóak,
- ez a típusú adósságkezelés olcsó, költsége elmarad a válságok során tapasztalt megnövekedett állampapír-hozamok mértékétől,
- nincs alávetve a nemzetközi hitelminősítők értékelésének, így a leminősítéseknek sem,
- csak hazai piacon érhető el, csökkenti a külső adósságállományt, erősíti a fiskális és pénzügyi stabilitást a nemzetgazdaságban, az eurozónában, ill. az Európai Unióban,
- javítja a hazai bankok jövedelmezőségét, feleslegessé teszi a tőkeemelést, a pótlólagos tőkepufferek képzését,
- hozzájárul a gazdasági növekedéshez, így csökkennek a deficit / GDP és az államadósság / GDP mutatók,
- általa elkerülhetőek a komolyabb fiskális megszorítások, az eszközzeladások és a deflációs hatású strukturális reformok (az adósság elinflálása is mellőzhető – *a Szerzők megjegyzése*).

5 A forgalomképes értékpapírokat a kereskedelmi bankoknak aktuális kereskedési áron (marking to market) kell értékelniük.

6 Az EU szerződés (EUMSZ) 123. cikke értelmében az EKB és a nemzeti bankok közvetlenül nem hitelezhetik az államot (monetáris finanszírozás tilalma)

7 Terjedelmi okokból eltekintünk Werner azon javaslataitól, amelyek a bankoktól átvett nemteljesítő eszközállomány bevezetendő megoldásokról szólnak.

A MEFO-váltó mint mennyiségi lazítás és egy történelmileg korai, de fedezettel bíró helikopterpénz

A MEFO-váltó működése váltóalapú likviditásteremtéssel kezdeményezett gazdaságfejlesztés modelljének tekinthető, amely nem fenyeget inflációval és a költségvetés terhét nem növeli. A konstrukció, ahogy ezt Werner (2014) is hangsúlyozza, megfelel az „enhanced debt management” -tel szemben támasztott, fent részletezett követelményeknek. A Hjalmar Schacht (1877–1970) német gazdaságpolitikus és bankár által, Reichsbank elnökként bevezetett kereskedelmi váltó a német jegybank gazdaságpolitikai célját szolgálta. Egyesek helikopterpénzhez hasonló keresletösztönző intézkedésként, mások nemkonvencionális gazdaságpolitikai eszközként utalnak rá, követendő válságkezelési megoldásként javasolják, mint Bossone-Labini (2016).

Bofinger (2016) a jelenlegi német és részben euroövezeti gazdaságpolitikát bíráló tanulmányában rámutat, a gazdaságpolitikai felfogásunkból hiányzik a teljes foglalkoztatás gondolata. Szerinte túlzott a törekvés a fiskális egyensúlyra, a gazdasági nyitottságból fakadó bővülésre, szemben a keynesi keresletösztönző gazdaságpolitikai megközelítéssel. A jelenlegi gazdasági döntéshozók nem ismerik el a két világháború között alkalmazott német gazdaságpolitika eszköztárát, amelyben jelentős szerepet kapott a fiskális oldali keresletösztönzés. Napjainkban Bofinger szerint a német gazdaság kereskedelmi partnereitől kapja meg a teljes foglalkoztatásra való ösztönzést. Ugyanakkor Bossone-Labini (2016) a következőket hangsúlyozza [Stucker (1953) nyomán]:

- (1) a két világháború közti német gazdaság a keynesi elemeket is ötvöző schachti gazdaságpolitikának köszönheti, hogy pár év alatt a recesszióból kilábalta, és erős gazdasággá vált, miközben
- (2) egyszerre érte el a teljes foglalkoztatottságot és az infláció leküzdését.

A fentiek megvalósítása a Schacht által képviselt pénzügypolitika segítségével vált lehetségessé. Ő újabb állampapír-kibocsátások helyett az állami megrendeléseket teljesítő vállalkozásokra bízta az értékpapírok forgalomba hozatalát. Ezen értékpapírok, mint kereskedelmi váltók, kötelezettség-vállalója a német állam volt, pontosabban a MEFO nevű vállalat, amely így állami megrendelésekre vállalt fizetési kötelezettséget.

Összességében a schachti pénzügypolitika megvalósította a pénzkibocsátással támogatott fiskális ösztönzést, ezen sajátosságánál fogva a helikopterpénzek alkalmazásával mutat hasonlóságot, ha pedig a monetáris politika szempontjából tekintjük Schacht gazdaságpolitikáját, akkor a mennyiségi lazítás (QE) eszközével rokon.

A MEFO-váltók gazdaságpolitikai előzményei

A korábban említett W. Lautenbach már a MEFO-váltók bevezetése előtt javasolta az állami beruházások rövid távú finanszírozására a váltók kibocsátását. Az ún. Lautenbach-memorandum 1931-ben a német jegybank felé leszámítható, vagyis

diszkontképes váltók kibocsátását kezdeményezte. Ez több tanulmány (Feld és szerzőtársai 2021) és (Decker–Goodhart 2021) szerint munkahelyteremtő, termelékenységet növelő állami beruházások rövid távú finanszírozását szolgálta volna. A javaslat akkor nem talált kedvező kormányzati fogadtatásra. A német gazdaságpolitika, ha nem is közvetlenül Lautenbach sugalmazására, de alkalmazott már korábban is váltókonstrukciót a gazdaság helyreállítására. Megemlíthetők azon területek, ahol a váltóforgalmazás a gyakorlatban megvalósult és stabilizáló hatást fejtett ki a német gazdaságra:

- A váltókkal történő exportösztönzés szerepet kapott az újjáépítésben a Golddiskontbank (DEGO) által, amely olcsóbban diszkontálta a váltókat, mint a Reichsbank.
- A Deutsche Gesellschaft für öffentliche Arbeiten AG (Oeffa), vagyis a Német Közmunka Társaság Rt. néven 1930-ban megalapított vállalat a posta és a vasút finanszírozásában vállalt szerepet: a hitelszűke oldása érdekében közszolgáltatóknak nyújtott hitelt váltó ellenében. A bankok elfogadták ezeket a többségében három hónapos lejáratú váltókat (a jegybank diszkontpolitikájának megfelelően), melyeket ők aztán a jegybanknál viszont-leszámíltathattak.
- A munkahelyteremtés jelentős része 1933 és 1935 között munkahelyteremtő váltók kibocsátásával valósult meg. Többségében ezek Oeffa váltók voltak, de a finanszírozásba a hitelintézetek széles köre bekapcsolódott.

Gazdaságtörténeti előzmények és a schacht MEFO-váltó működtetése a gyakorlatban

Dolgozatunk lényege: a reálgazdaságot szolgáló váltóhasználat modelljének körvonalazása. A következőkben Hjalmar Schacht gazdaságpolitikájának vázlatos gazdaságtörténeti áttekintésével ismertetjük, miként járult hozzá ez Németország az első világháború utáni visszaesésből való kilábalásához. Bemutatjuk, miként állt talpra a háborús jóvátételi kötelezettségek által is depresszióba és államcsődbe sodródó német gazdaság a nagy gazdasági világválságot követő években. Schacht éppen ebben az időszakban meghozott intézkedéseiért volt elismert közgazdász, ugyanakkor őt tekintették a II. világháborúra készülő német hadigazdaság kétes hírű megalapozójának is.

A munkanélküliség leküzdését célzó, két világháború közti német gazdaságpolitikát Keynes nevéhez szokás kötni, de Schacht intézkedései megelőzték Keynes „Általános Elmélet”-ét. Keynes nem foglalkozott a schacht pénzügyi eszközök alkalmazásának lehetőségével (Pentzlin, 1980), viszont helyesnek tartotta szükség esetén a gazdaságösztönző állami hitelfelvételt. Giatrakis szerint ez összhangban volt Németország 1933 előtti hitelexpanziójával, amit később újabb banki szereplőkkel kötött megállapodások követtek (Giatrakis 2012).

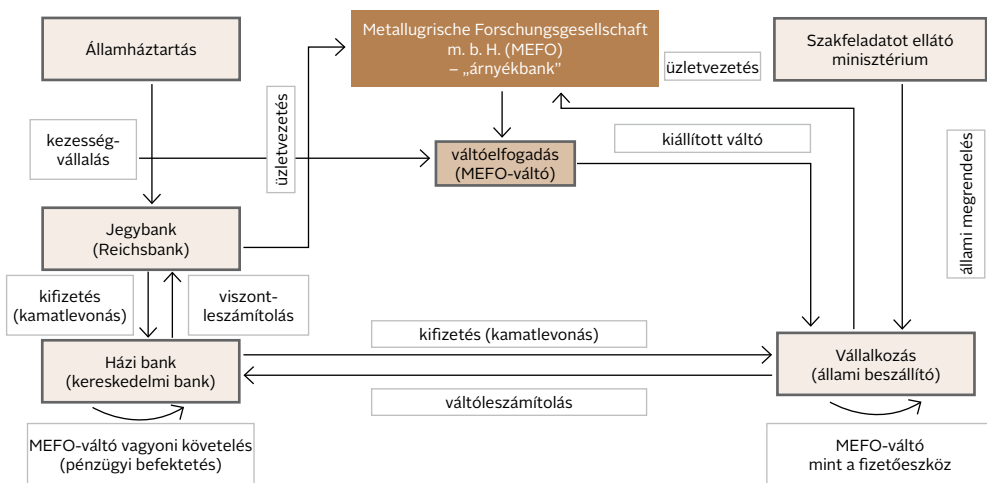
Schacht gazdasági, ezen belül pénzügypolitikai intézkedéseinél, a termelészférához kapcsolódó váltóra, mint pénzügyi instrumentumra támaszkodott. Megfontolása szerint a kiállított kereskedelmi váltó mögötti fedezet mindig árutömegben testesül meg. A kereskedelmi váltó fejében nyújtott banki hitel így nem

vált ki inflációt, szemben egyéb hitelnyújtási formákkal, mert azok árstabilitás szempontjából kevésbé biztonságosak.

A schachti modell, a munkahelyteremtésre épülő gazdaságpolitika 1933-tól kezdődően három fő formában valósult meg: (1) lakóház- és gyárépítés, valamint -javítás és gépbeszerzés hitelprogrammal támogatva, (2) autópályaépítés, (3) védelmi program. [Schacht, (1967) III. o.]

Schacht programjaként került sor a német fémkutatási cég, a Metallforschung GmbH (MEFO) megalapítására, négy német nagyvállalat tőkéjének bevonásával. Az állami megrendeléseket teljesítő beszállítók 1934-től (idegen) váltókat bocsátottak ki, ezeken a címzett, a kötelezett a MEFO volt. A váltókat nem a német állam, és nem állami, hanem az állami megrendeléseket teljesítő magáncégek bocsátották ki. A MEFO-váltó név abból adódott, hogy a MEFO volt a váltók elfogadója, amely kötelezettséget vállalt az állam nevében az állami megrendelések kifizetésére. A MEFO tulajdonképpen nem volt más, mint egy pénzügyi alap vagy mérlegentitás (balance sheet entity), mai szóhasználattal élve nevezhetnénk „árnyékbanknak” ezen belül SPV (special purpose vehicle)⁸-nek is [Pfeffer (2011) és Roselli (2014)].

1. ábra: A MEFO-váltó intézményrendszere



Forrás: Golla (2008), 181. o. közli: DeBrock – James (2019) alapján saját szerkesztés

8 Az árnyékbanki működés bankrendszeren kívüli hitelközvetítést jelent, ilyen volt a MEFO tevékenysége. Az árnyékbankok csoportján belül az SPV-k speciális pénzügyi szolgáltatás céljából létrehozott leányvállalatként vagy mérlegen kívüli tételként határozhatók meg. lásd: (FSB 2017).

Ezeknek a MEFO-váltóknak a fedezetét áruféleségek biztosították (commodity bill, Handelswechsel). Mind a MEFO vállalat kötelezettségeit, mind pedig ezekben a MEFO-váltókban foglalt kötelezettséget teljes mértékben garantálta a német költségvetés, azaz aválváltókként működtek. A MEFO-váltók viszontleszámítolására a német jegybank vállalt kötelezettséget. A váltókra vonatkozó hármas kötelezettségvállalás (a kibocsátóé, a címzetté és az államé) lehetővé tette, hogy a német jegybank vállalja a visszleszámítolást, ezáltal a kereskedelmi bankrendszer szempontjából is vonzóvá vált a váltók diszkontálása (lásd I. ábra).

A német jegybank tisztviselői pénzpoltikai szempontok miatt fontos szerepet töltek be a MEFO vállalat menedzsmentjében (ld. az I. ábra üzletvezetés nyilat.). Minden egyes váltót szigorúan ellenőriztek, hogy megfelelő árufedezet áll-e mögötte, pl. kölcsönre vonatkozó váltót nem ismertek el. Ezzel a konstrukcióval a munkahelyteremtést is megfinanszírozták. (Pentzlin 1980).

Új megoldást jelentett, hogy az eredetileg hat hónapos lejáratú váltókban foglalt követelésekre a jegybank engedélyezte – a termelés előrehaladásától függően – a futamidő összességében öt évvel való meghosszabbítását. A meghosszabbítások mindig újabb és újabb három hónapos időtartamra történtek. A jegybank elfogadott és pénzre váltott minden MEFO-váltót azok névértékétől, számától, lejárat dátumától függetlenül. Egységesen 4%-os diszkontrátát alkalmazott, ez a hasonló befektetésekhez képest kedvező⁹ kamatmértéknek minősült (Preparata 2002). Jegybankpénzre válthatóságuk miatt a MEFO-váltók az egyéb pénzhelyettesítőkhöz hasonlítottak. Érdemes volt azokat tartani, a bankok felhalmozták az általuk diszkontált váltókat széfjeikben, mert kedvezőbb feltételeket biztosítottak számos hosszú lejáratú értékpapírhoz képest.

A váltókat 1938-ig forgalomban tartotta az azt kibocsátó vállalati szektor, így kisebb részük került csak pénzüzetekhez, többségük nem került leszámítolásra, bankjegykibocsátás nélküli többletlikviditást vittek a gazdaságra (Ritschl 2012).

Négy évet ölelt fel, azaz 1938-ig zajlott a MEFO-váltók forgalomba hozatala, a teljes állomány elérte a 12 milliárd márkát, ami évi átlagos 3 milliárd márka kibocsátásnak felelt meg [Schacht (1967), 113. o.]. A kibocsátott mennyiségnek igazodnia kellett a jegybanki pénz- és valutapolitikához. Schacht már a bevezetéskor rendszerparaméterként határozta meg a 12 milliárd márkás plafont. A jegybanki pénzszabályozást egyszerűsítette, hogy a kibocsátott váltók értéktömegének felét a piac fokozatosan felszívta, viszont ez 1937-től megváltozott, mert megvalósult a teljes foglalkoztatottság. A német jegybank az infláció szempontjából ekkor már kockázatosként értékelte beváltásukat, így a MEFO-váltókkal kapcsolatos tranzakciókat 1938-ban leállította.

Schacht szerint a további, váltón keresztüli pénztömeg-növelés a teljes foglalkoztatás elérése után nemkívánt árszínvonal-emelkedést idéz elő. Hangsúlyt fektetett arra, hogy a váltókban foglalt követelések teljesítése ne ütközzön akadályba, összhangban legyen a gazdaság teljesítményével. Az ötéves türelmi idő azt szolgálta, hogy

9 A diszkontkamat kereskedelmi váltók esetén indokolt, hiszen számolni kell a mögöttes áru amortizációjával is, emellett a váltó nulla százalékos kamatozásának tekinthető.

az állam kellő adóbevételhez jusson a jövedelmek fokozatos bővülése következtében, lehetővé váljon a váltóban foglalt követelések kifizetése.

Schacht (1967) hangsúlyozta, hogy az általa képviselt pénzügyi rendszer az I. világháború utáni Németország gazdasági helyzetére jellemző körülmények közepette volt működőképes, vagyis nyersanyaghiány, üres áruházak, leállt gyáripari termelés, magas munkanélküliség idején. A kihasználatlan kapacitások újbóli beindításához hatalmas mennyiségű hitelre volt szükség, olyanra, amely úgy előlegezte meg a hiányzó tőkét, hogy mögötte tényleges vállalkozói kezdeményezés, végrehajtott munka, termelés vagy szolgáltatás állt. Az 1933–39 között működő MEFO váltórendszer utóéletét már nem a schachti politika határozta meg. Schacht 1939. január 20-ával feladta jegybankelnöki posztját. A háborús készülődés következtében 1939-től a váltók visszafizetése már fedezetlen pénzkibocsátás útján, a német pénzügypolitika közvetlen jegybanki hitelezésének engedélyezése révén történt – felborult az egyensúly az áruk és a pénz mennyisége között, ami a MEFO-modell lényegét jelentette. (Ritschl 2012)

A MEFO-váltók gazdaságpolitikai és elmélettörténeti értékelése még nem teljes, figyelemre méltó a keynesi elmélettel való párhuzama.¹⁰ A MEFO-váltó sikereként emlegetik, hogy Keynes elméletét még annak ismertté válása előtt megvalósították a németek, azt Schacht egészítette ki megfelelő pénzügypolitikai megfontolásokkal és sikeres gyakorlati eszközzé tette [Ritschl (2001), Giatrakis (2012), Vigvári (2003)].

Ezt az értékelést Pentzlin (1980) cáfolja, mert szerinte csupán a MEFO-váltók forgalmának mértéke volt meglepő és csak ezért válhatott annyira hatásos eszközzé. Schacht 1935-től nem alkalmazta a már korábban bevezetett munkahelyteremtő, írássunk 3. fejezetében részletezett váltókat, hanem teljesen átállt a MEFO-váltók használatára. Ezzel a költségvetési hiány további bővülését kívánta megakadályozni.

A két világháború közötti német gazdaságpolitika közgazdaságtanát értékelő svájci Erbe (1956) idézi (Pentzlin 1980) érvelése szerint Schacht nem tekinthető keynesiánusnak. Schacht ugyanis korán felismerte a túlzott deficit kialakulása mögött rejlő veszélyeket, így akár az 1960-70-es évek gazdaságpolitikai jelenségeit előrejelző közgazdászoként is értékelhető. Továbbá, míg Keynes az infláció mértékét nem tartotta elsődleges gazdasági szempontnak, addig Schacht (okulva a német gazdaság 1920-as évek eleji hiperinflációs korszakából) rendkívüli jelentőséget tulajdonított az árstabilitásnak (Giatrakis 2012). Vigvári (2003) elismeri a német közmunkaprogramok, a tőkekorlátozás, a klíringmegállapodások és a keynesi elképzelések közti párhuzamot, de rámutat: a magas adókulcsok és egyéb kötelező költségvetési befizetések ellensúlyozták a fiskális expanziót, így a kiadási multiplikátorhatás elmaradt. A német állam kartellesztő, monopolizációs törekvései és tervgazdasági megoldásai sem álltak összhangban a keynesi gazdaságpolitikával.

¹⁰ Keynest állítólag a német vezetés fel is kérte munkahelyteremtő program kidolgozására a két világháború között, de a híres közgazdász a felkérésnek végül nem tett eleget. (Pogány 2019)

Schacht gazdaságpolitikájának kritikája

A schacti gazdaságpolitikát és annak a MEFO-váltóban megnyilvánuló innovatív szemléletét számos közgazdasági gondolkodó cáfolta, illetve értékelte kritikusan. Abt (2017) szerint egyrészt az egész nemzetiszocialista gazdaságpolitika fenntarthatatlan rendszerként működött, másrészt a MEFO-váltót sem tartotta az árstabilitás szempontjából megfelelő megoldásnak. A nagy állami beruházások ugyan lehetővé tették a teljes foglalkoztatást, de megnyilvánultak a külső államadósság negatív jóléti hatásai is. A németek igyekeztek előnyös szerződéseket kötni az élelmiszerhiány megszüntetésére és más nélkülözhetetlen erőforrások beszerzésére egyenlőtlen klíringmegállapodások keretében, elsősorban a közép-kelet-európai országokkal. Mindez, sőt Ausztria bekebelezése sem segített a nemzetközi tartalékok állományának feltöltésében.

A német gazdaságpolitika a fentiekén túl jelentős tőkekorlátozásokat is alkalmazott, többek között német termékek vásárlásához kötötték a törlesztések folyósítását. (Kern-Seddon 2020) Kern-Seddon szerint a MEFO-váltó kibocsátása a jegybanktörvény megkerülését jelentette, amely pedig tiltotta a költségvetés közvetlen finanszírozását. Az importkorlátozások csorbították a befektetési bankok mozgásterét, így azok a MEFO-váltók letéti őrzőjévé degradálódtak, miközben a jegybank ellenőrzése alá tudta vonni a pénzteremtés elsődleges intézményeivé váló takarékbankokat. (Abt 2017) Sőt, egyes közgazdászok a MEFO-váltót és a 30-as évek monetáris és költségvetési elszámolásait a valós gazdasági folyamatok leplezése érdekében megtett statisztikai és könyvelési trükkként értékelték (Ritschl 2001).

A MEFO-váltók leszámítolásának halasztása csak elodázta az inflációt, de nem gátolta meg – vélekedik Abt (2017). Az árstabilitás fenntartását nagyban elősegítette, hogy a nemzetiszocialista gazdaságpolitika szigorú ár- és bérkorlátozásokat vezetett be. (Abt 2017) Hasonlóképp a rendszer fenntarthatóságát kérdőjelezte meg a jólét növekedésének elmaradása (Izd: Vigvári 2003), az erőforrások fokozatos kimerülése miatt, ami a német államot expanzióra kényszerítette.

Az állami kereslet bővülése nem járt együtt a klasszikus keynesi keresletbővüléssel az alacsony fogyasztási hajlandóságnak és a mérsékelt multiplikátorhatásnak köszönhetően, de jelentős kiszorítási hatással járt a magánbefektetések vonatkozásában Ritschl (2001) értékelése szerint. Szerinte a gazdaság bővülését a 30-as években (legalábbis 1938-ig) a monetáris politika sem ösztönözte számottevő mértékben, mivel a pénzmennyiség bővülése rendre elmaradt a jövedelem emelkedésétől, pedig Németország 1933-ban kilépett az aranystandard rendszerből. Ritschl (2001) összességében a gazdaságpolitikától függetlennek tartja a 30-as évek látványos fellendülését Németországban (Pogány 2019). A jegybanki függetlenség követelménye szempontjából bírálja Kern-Seddon (2020) a két világháború közti német gazdaságpolitikát és azon belül is a schacti koncepciót. Szerintük Németországban a külföldi hitelezők közötti egység felbomlása vezetett el oda, hogy a fiskális és monetáris politika szétválasztása nem valósult meg maradéktalanul és a jegybanki függetlenség fokozatosan

erodálódott.¹¹ A MEFO-váltó konstrukciót Kern-Seddon (2020) a jelenkor PPP (public-private partnership) programjaihoz hasonlítja.

Összességében a fenti kritikák kiemelik, a schacti gazdaságpolitika csak átmeneti megoldásként értékelhető. Hosszú távon megnyilvánultak az ellentmondásai. Itt érdemes azonban megjegyeznünk, hogy amennyiben Németország nem fokozta volna a háborús kiadásait és maradt volna a mérsékelt schacti úton, akkor elkerülhető lett volna az árstabilitás feladása és a fogyasztási cikkek hadigazdaságra jellemző adagolása.

A MEFO-modellhez hasonló, állami szerepvállalással egybekötött váltóforgalmazás értelmezhetősége a hazai gazdaságpolitikában

A két világháború közötti német gazdaság finanszírozási megoldásai – a fenti kritikák ellenére – több szempontból is tanulsággal szolgálhatnak. A szomszédban háború dúl, járványok után és előtt vagyunk, az infláció és a stagnálás egyidejűleg jelentkezik a gazdaságban. Így a párhuzam – bármennyire szélsőségesnek is tűnik – nem alaptalan.

Az újjáépítés, a munkahelyteremtés mindig újabb és újabb költségvetési kiadással jár együtt, ami nyilvánvaló módon a már meglévő, különösen a koronavírus miatti kiadások következtében újból magas mértékre szökő államadósság további bővülését eredményezheti.

Az államadósságot jelenleg a magas inflációs környezetnek köszönhetően negatív reálkamat mellett finanszírozhatja az állam, ami a reálkamat-reálnövekedés különbözetét negatív értéken tartva, a GDP-arányos államadósság mérséklődéséhez vezet. A burkolt adósságcsökkentés inflációs adó révén azonban (lásd: Mayer-Schnabl 2021) nem jelenthet megoldást gazdasági visszaesés, stagfláció esetén. Továbbá, a Szalay és szerzőtársai (2022) által már felvetett, küszöbön álló energetikai és környezetvédelmi beruházások várhatóan jelentős államadósság-bővülést is eredményeznek majd.

Ezen a ponton válik, válhat megfontolandóvá és gondolatébresztővé a schacti megközelítés és a MEFO-modell, mert stagflációs környezetben mutatja meg a lehetséges kiutat. Az infláció nem hathatós eszköze az államadósság kezelésének, különösen inflációs célkövetés esetén, még ha egy-egy évben az adóbevételek növekedése révén előny is származhat belőle. A Werner által javasolt, fenntartható adósságkezelési szempontok érvényesülésére van szükség: belföldi megtakarítások felhasználására, lehetőség szerint minél kisebb mértékű kiszorítási hatás mellett.

A MEFO-modell váltója olyan állami garanciával és árufedezettel ellátott pénzügyi eszköz, amely a megcélzott gazdasági szereplők számára forrasszerzést tesz lehetővé magas államadósság mellett is, úgy, hogy közben értékálló kifizetést biztosít

11 A jegybank függetlenségét hivatalosan 1937-ben vonták vissza rendeletileg, amikor a jegybanki hitelhez történő korlátlan hozzáférést hirdetett meg a német állami vezetés.

a befektetők számára. Belföldi forgathatósága révén hozzájárul a hazai gazdaság élénkítéséhez, ezáltal endogén, vagyis külpiazi forrásoktól független gazdasági növekedést tesz lehetővé.

Gazdaságpolitikai megfontolások alapján a következő területeken tartjuk elképzelhetőnek a váltóhasználat és -forgalmazás fellendítését, illetve célzott bevezetését. A „fellendítés” kifejezés értelmét az adja, hogy sok esetben a hitelezés, a faktorálás meglévő gyakorlatát (amely a termelő számára igen költséges) javasoljuk váltóhasználatlal kiváltani. Az alábbi lista nem teljes, csupán ötletadó felsorolásnak tekintendő:

- A közraktárjegyek ne csupán hitelfedezetként, hanem forgatható értékpapírként is működjenek.
- A kiviteli tilalom alá eső termékek (építőanyag, agártermékek) felvásárlói kötelesek legyenek váltót kiállítani.
- A harminc napos fizetési határidő lejárta után az élelmiszerkereskedők, mint vevők állítsanak ki váltót.
- A külföldi vevő sok esetben váltó elfogadására kényszeríti az importáló magyar vállalkozást. Ilyenkor, ha a vevő bankjának van magyarországi leánya, akkor azt ő köteles legyen a vevő székhelyén szokásos diszkontrátával beváltani.
- A multinacionális vállalatok magyar beszállítói a fizetési határidők vonatkozásában ne kerüljenek hátrányba, az egyéb viszonylatban, vagy az anyaországi határidő lejárta után váltót állítson ki a vevő.
- A Visegrádi Együttműködés kohéziós szintjét növelné, ha megvalósulhatna a váltóhasználat kölcsönös elfogadása azon vállalatok körében, ahol magas importhányad mellett valósul meg a viszonylag magas export.
- A magas importhányadú vállalati körben exportösztönző és / vagy import-kiváltó programok indítása váltóként forgatható utalványok segítségével
- A Gyármentő Program váltó alapú kiterjesztése a kkv szektor számára
- A Széchenyi Kártya Program kiegészítése váltóhasználati és -forgalmazási lehetőségekkel
- A szociális támogatások esetén, ha azok valamely fogyasztási cikk (pl. tűzifa) kedvezményes megvásárlását célozzák, akkor a vásárlási utalványok digitális kifizetését javasoljuk (pl. a meglévő Széchenyi Kártyák adott zsebében keresztül). Az eladó a kapott utalványt váltóként forgathassa.
- Az országos villanyhálózati kapacitás bővítésére a váltóhasználaton alapuló program ideális lenne, ezzel megoldódhatna a napelemek további terjedésének gátat szabó szűk kapacitás.

A fenti váltóalkalmazási javaslatokat állami garancia mellett és / vagy valamely állami szervre (például „állami árnyékbank”) mint címzettre kibocsátott formában javasoljuk megvalósítani. A viszontleszámítolásukat a jegybank vagy más, ezzel a feladattal megbízott állami hitelintézet végezhetné. A kor technológiai követelményeinek megfelelően a váltók forgalomba hozatala, nyilvántartása elektronikus úton történne. (Szalay és szerzőtársai 2020) A digitalizációval kiküszöbölhető számos jogi nehézség, megelőzhető a felek közti félreértés, a rendszer a benne résztvevők számára teljeskörű nyomon követést biztosítana, az egyéb technikai előnyök mellett.

Következtetések

A váltóforgalmazás makrogazdasági összefüggéseinek kimutatása, Lautenbach hitelmechanizmus elméletének és Werner új adósságelméletének megismerése után meggyőződésünkbe vált: a váltóalapú likviditásteremtés a buborékgazdaság kialakulása ellen hat, mert a kereskedelmi váltóhasználat mögött mindig valós árutömeg áll fedezetként. A váltó gazdaságélénkítő szerepe a válságkezelés sikeres eszközeként történelmileg igazolt gazdaságpolitikai megoldás, amely napjainkban ismét időszerűvé vált a fokozott figyelmet igénylő államadósság-kezelés (enhanced debt management) fényében. Ez a megközelítés egy a szóba jöhető alternatívák közül, amely egyszerre ötvöz magában számos makrogazdasági előnyt és technikai-innovációs lehetőséget. A hitelezés termelési célzatú bővülése növeli a hozzáadott értéket, elősegíti a munkahely-teremtést, egyben magasabb adóbevételek beszedését teszi lehetővé. A hitelviszonyt megtestesítő eszköz áruval fedezett, így pénzre váltása nem okoz többletinflációt a gazdaságban. Amellett, hogy felerősíti a bankok hitelezői szerepvállalását, finanszírozásában részt vehetnek a gazdaság mindazon szektorai, amelyek átmeneti megtakarítástöbblettel jellemezhetők. ■

Irodalom

1. Ábel István (2019). Pénz és kamat: A monetáris politika megújítása. Prosperitas monográfiák. Budapesti Gazdasági Egyetem, Online: <http://publikaciotar.repo-zitorium.uni-bge.hu/id/eprint/1106>
2. Abt, P. (2017). The Nazi Fiscal Cliff: Unsustainable Financial Practices before World War II. The Gettysburg Historical Journal, Vol. 16(5). Online: <https://cupola.gettysburg.edu/ghj/vol16/iss1/5>
3. Bofinger, P. (2016). German macroeconomics: the long shadow of Walter Eucken. Megjelent: Bratsiotis, G., Cobham, D. (szerk.): German macro: how it's different and why that matters. European Policy Centre
4. Bossone, B., Labini, S. (2016). "Macroeconomics in Germany: The forgotten lesson of Hjalmar Schacht." VOX EU CEPR, July 1. Online: <https://voxeu.org/article/macroeconomics-germany-forgotten-lesson-hjalmar-schacht>
5. Botos Katalin (2016). Pénzelméleti kihívások a modern gazdaságban. In: Társadalmi és gazdasági folyamatok elemzésének kérdései a XXI. században. pp 11-22. <https://doi.org/10.14232/tgfe21sz.1>
6. Decker, F., Goodhart, C. A. E. (2021). Wilhelm Lautenbach's credit mechanics – a precursor to the current money supply debate. EUROPEAN JOURNAL OF THE HISTORY OF ECONOMIC THOUGHT, pp 1-25. doi: [10.1080/09672567.2021.1963796](https://doi.org/10.1080/09672567.2021.1963796).
7. DeBrock, M., James, H. (2019). Germany in the interbellum: camouflaging sovereign debt, in: DABLA-NORRIS, E. ed. (2019). Debt and Entanglements Between the Wars. pp 205-239. Washington, International Monetary Fund.

8. Feld, L. P., Koehler, E. A. & Nientiedt, D. (2021). The German Anti-Keynes? On Walter Eucken's Macroeconomics. JOURNAL OF THE HISTORY OF ECONOMIC THOUGHT, 43(4), pp 548–563. doi: [10.1017/S1053837220000279](https://doi.org/10.1017/S1053837220000279).
9. Financial Stability Board (FSB) (2017). Assessment of shadow banking activities: risks and the adequacy of post-crisis policy tools to address financial stability concerns. Online: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P300617-1.pdf>
10. Giatrakis, E. (2012). Employment, the Keynesian Theory and the Phenomenon of Nazism. International Journal of Humanities and Social Sciences, 2(13). pp 257-266. Online: http://www.ijhssnet.com/journals/Vol_2_No_13_July_2012/29.pdf
11. Juhász Katalin (2022). Zöld fordulat szükségessége az elméletben és a gyakorlatban – Erőforrásaink tegnap, ma és holnap. In: Baksay, G., Matolcsy, Gy., & Virág, B. (szerk.) (2022): Új fenntartható közgazdaságtan – globális vitairat. Magyar Nemzeti Bank. pp 113-122.
12. Kern, A., Seddon, J. (2020). The Political Economy of Independent Central Banks. Working paper prepared. for the American Political Association's Annual Meeting 2020. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3687144>
13. Lautenbach, W. (1952). Zins, Kredit und Produktion, Tübingen, J. C. B. Mohr, XIV 220 o., Bulletin de l'Institut de recherches économiques et sociales; 19(01), 93 p. ISSN 1373-9719. doi: [10.1017/s1373971900100617](https://doi.org/10.1017/s1373971900100617).
14. Matolcsy György (2023). Az idő mintázatai. Az 1940-es és az 1970-es évek újraélése. Pallas Athéné Könyvkiadó Kft, ISBN: 9789635731695
15. Mayer, T., Schnabl, G. (2021). How to Escape from the Debt Trap: Lessons from the Past. CESifo Working Papers, No. 9078. Online: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3848340
16. MNB (2019). Versenyképességi program 330 pontban. Online: https://www.mnb.hu/letoltes/versenykepességi_program.pdf
17. MNB (2021) (szerk.: Banai, Á., Nagy, B.). Egy új kor hajnalán – Pénz a XXI. században. A Magyar Nemzeti Bank tanulmánykötete a digitális jegybankpénzről. Online: <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/mnb-szakkonyvsorozat/egy-uj-kor-hajnalan-penz-a-21-szazadban>
18. Pentzlin, H. (1980). Hjalmar Schacht: Leben und Wirken einer umstrittenen Persönlichkeit. Ullstein Verlag
19. Pogány Ágnes (2019). Kiútkeresés a világgazdasági válságból, a költségvetési politika szerepe a harmincas évek válságkezelésében. In: Eszmék – történetek – elméletek. Tanulmányok Madarász Aladár tiszteletére. MTA KRTK Közgazdaság-tudományi Intézet, Budapest, pp 196-212. Online: <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/4067/1/Madarasz-70p196.pdf>
20. Preparata, G. (2002). Hitler's money. The Bills of Exchange of Schacht and Rearmament in the Third Reich. American Review of Political Economy, 1(1). pp 15-27. Online: <http://www.arpejournal.com>
21. Ritschl, A. (2001). Deficit Spending in the Nazi Recovery, 1933–1938: A Critical Reassessment. Zurich IEER Working Paper No. 68, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.259264>

22. Ritschl, A. (2012). Reparations, Deficits, and Debt Default: The Great Depression in Germany. London School of Economics. Economic History Department Working Papers, No. 163/12. a chapter prepared for: Crafts, N., Fearon, P. (eds.) (2013). The Great Depression of the 1930s: Lessons for Today, Oxford: Oxford University Press. DOI:10.1093/acprof:oso/9780199663187.001.0001
23. Roselli, A. (2014). Money and Trade Wars in Interwar Europe. The Palgrave Macmillan
24. Schacht, H. (1967). The Magic of Money. Oldbourne, London.
25. Stucken, R. (1953). *Deutsche Geld- und Kreditpolitik. 2. Auflage. Tübingen, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), VI. p. 271 o.*, In: Bulletin de l'Institut de recherches économiques et sociales, 20(01), pp 128-129.; ISSN 1373-9719; Cambridge University Press- <https://doi.org/10.1017/s1373971900103993>
26. Szalay Zsuzsanna, Vértesy László & Novák Zsuzsanna (2020). A kis-és középvállalkozási szektor erősítése váltóra váltással. Pénzügyi Szemle/Public Finance Quarterly, 65(3). pp 413-429. https://doi.org/10.35551/PSZ_2020_3_6
27. Szalay Zsuzsanna, Novák Zsuzsanna & Szathmáry Géza (2022). Váltó alapú likviditásteremtés. KÖZGAZDASÁGI SZEMLE, 69(9). pp 1091-1047. <http://doi.org/10.18414/KSZ.2022.9.1031>
28. Vigvári Gábor (2003). Nemzetiszocialista keynesiánusok? Fordulat, tavasz. pp 61-72.
29. Werner, R. A. (2005). New Paradigm in Macroeconomics. Solving the Riddle of Japanese Macroeconomic Performance. New York: Palgrave Macmillan.
30. Werner, R. A. (2014). Enhanced Debt Management: Solving the eurozone crisis by linking debt management with fiscal and monetary policy. Journal of International Money and Finance, 49, pp 443-469. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.06.007>