



Financializáció és makrogazdasági rendszer a feltörekvő kapitalista gazdaságokban a nagy recesszió előtt és után

Szerzők: Hein, Benjamin Jungmann

Munkadokumentum, 158/2021. sz.

Szerkesztők:

Sigrid Betzelt, Eckhard Hein (vezető szerkesztő), Martina Metzger, Martina Sproll,

Christina Teipen, Markus Wissen, Jennifer Pédussel Wu, Reingard Zimmer.

Financializáció és makrogazdasági rendszerek a feltörekvő kapitalista gazdaságokban a nagy recesszió előtt és után

Ümit Akcay, Eckhard Hein, Benjamin Jungmann

Berlin School of Economics and Law, Nemzetközi Politikai Gazdaságtani Intézet (IPE)

Absztrakt

Az utóbbi években az eltérő keresleti és növekedési rendszerek nagyobb tudományos figyelmet kaptak. Különösen az összehasonlító politikai gazdaságtan különböző változatai és a posztkeynesiánus makroökonómiai elemzések közötti metszéspont kínál ígéretes lehetőséget a különböző növekedési rezsimek fő dinamikájának megértéséhez. E tanulmányok többsége azonban a globális Északra összpontosít. Ebben a tanulmányban ezt az elemzést a globális Délre is kiterjesztjük nyolc nagy feltörekvő kapitalista gazdaság (ECE) - Argentína, Brazília, Kína, India, Mexikó, Oroszország, Dél-Afrika és Törökország - vizsgálatával a 2000-2008 és 2009-2019 közötti időszakban. Ennek során nemcsak az ECE-k fő keresleti és növekedési rendszereit tárjuk fel a két időszakban, hanem ezeket az eredményeket összekapcsoljuk a fejlett tőkés gazdaságok (DCE-k) keresleti és növekedési rendszereinek fő tendenciáival is mindkét időszakban. A kutatásunk egyik fő eredménye, hogy az ECE-k nem ugyanazt az utat követték, mint a DCE-k a nagy recesszió után. Míg a DCE-k keresleti és növekedési rendszereiben egyértelmű elmozdulás volt tapasztalható az exportáló irányába, addig az ECE-kben a fő minta a 2007-2009-es válság előtt már kialakult trend, azaz a belföldi kereslet által vezérelt modellek folytatása maradt. Végezetül néhány észrevételt teszünk a rugalmas, belföldi keresletvezérelt modellek rejtélyével kapcsolatban az ECE-kben.

Kulcsszavak: kereslet és növekedési rendszer, financializáció, feltörekvő kapitalista országok, posztkeynesiánus közgazdaságtan, Argentína, Brazília, Kína, India, Mexikó, Oroszország, Dél-Afrika, Törökország, Törökország.

JEL-kód: E11, E12, E65, F65

Levelező szerző

Dr. Ümit Akcay

Berlin School of Economics and Law

Badensche Str. 52

10825 Berlin

Németország

g

e-mail: Uemit.Akcay@hwr-berlin.de

1. Bevezetés

Az elmúlt évtizedben az eltérő gazdasági növekedési minták és azok főbb tulajdonságai mind a fejletlen kapitalista gazdaságokban (DCE), mind a feltörekvő kapitalista gazdaságokban (ECE) nagyobb tudományos figyelmet kaptak, különösen a 2007-2009-es globális pénzügyi válság és a Nagy Recesszió után. A tőkefelhalmozás dinamikája és az intézményi struktúrákkal való kapcsolatai közötti kölcsönhatás aligha tekinthető új témának az összehasonlító politikai gazdaságtanban (CPE). Valójában a francia szabályozási iskola *felhalmozási rendszerét és szabályozási módját* azért designálták, hogy megértsék a stabilitás gyökereit - legalábbis egy bizonyos időszakban, nevezetesen 1945-től az 1970-es évekig - egy ontológiailag instabil kapitalista rendszerben (Aglietta, 2015, [1979]). E marxista változat mellett a CPE-irodalomban a mainstreamebb kutatási agendák, például a korporatizmus is elérhetőek (Schwartz és Tranøy, 2019). Ugyanakkor a posztkeynesiánus makroökonómiából származó, keresletvezérelt növekedési rendszerek fogalma köré kezdett csoportosulni a CPE-ben az újbóli érdeklődés az olyan osztálypolitikai-gazdasági témák iránt, mint a tőkefelhalmozás fő mozgatórugói, az osztályok közötti és osztályon belüli küzdelmek által alakított különböző növekedési stratégiák, az állam szerepe a különböző növekedési rezsimekben, valamint a nemzetközi gazdasági és pénzügyi egyensúlytalanságok (Baccaro és Pontusson, 2016).¹

Ami a DCE-ket illeti, a kapitalista sokféleségről szóló közelmúltbeli vita a *Varieties of Capitalism* (VoC) megközelítésre válaszul alakult ki, amely a gazdasági növekedés kínálati oldali dinamikáját és mikrohajtóerőit, valamint az ezeket kísérő intézményi komplementaritásokat vizsgálja. A VoC megközelítés összehasonlítja az amerikai és a német gazdasági modellt, és az előbbit liberális, az utóbbit pedig koordinált piacgazdasággként (LME és CME) azonosítja, amelyben a különböző vállalatirányítási stratégiák és a különböző bérkoordinációs struktúrák központi szerepet játszanak (Hall és Soskice, 2001). A VoC megközelítés a Nagy Mérséklés perspektívájának bélyegét viseli magán, ahol a gazdasági és pénzügyi instabilitást többnyire kizárják az elemzésből, a neoinstitucionalizmusra és a mainstream Új Konszenzus makroökonómiára mint két fő építőelemre támaszkodik (Stockhammer, 2020). A CPE és az összehasonlító kapitalizmus (CC) irodalmak ezen stabilitásalapú alapjait azonban a 2008-as globális pénzügyi válság megkérdőjelezte. A válság utáni időszakban a kritikusabb megközelítésekkel, például a *Critical Comparative Capitalism* (CCC) perspektívával foglalkozó tudósok (Bohle és Greskovits, 2009; Bohle, 2018; Jessop, 2014a, 2014b; Bruff et al., 2015; Amable, 2016), valamint a nemzetközi politikai gazdaságtan (IPE) irodalmában a kutatók elkezdtek részt venni a kapitalista sokszínűségről szóló vitában (Bieling, 2014; Blyth és Matthijs, 2017).² Végül a posztkeynesiánus tudósok bevonása is átformálta a kutatási napirendet, mivel szisztematikusan kidolgozta a finanszírozás és a különböző keresleti és növekedési rezsimek közötti kapcsolatokat.³

¹ Baccaro és Pontusson (2016) tanulmányának méltatása, de egyben elemzése néhány hiányosságáról, lásd Hein et al. (2020).

² A VoC, a post-VoC és a CCC megközelítések, valamint a CPE-elemzés három hullámának átfogó szakirodalmi áttekintését lásd Nölke (2016).

³ A következő ~~szak~~ részletesen áttekintjük a keresleti és növekedési rezsimekkel kapcsolatos posztkeynesiánus irodalmat.

A DCE-khez hasonlóan az 1970-es évek válságai fordulópontot jelentettek az ECE-k növekedési modelljei számára.⁴ Az 1980-as és 1990-es években a fejlődés politikai gazdaságtanán belül a fő vitát a fejlesztési állam keretrendszer és az állam kontra piac dichotómiája uralta (Chibber, 2003). Ebben az időszakban jelentek meg a strukturális kiigazítási programok, amelyek célja a globális Dél országainak növekedési pályájának megváltoztatása volt, és amelyeket a Nemzetközi Valutaalap és a Világbank égisze alatt, merev feltételekkel hajtottak végre. Az ezt követő elmozdulás az exportvezérelt iparosítási stratégia felé, amelyet privatizációk, pénzügyi liberalizációk, a Washington konszenzus utáni elveken alapuló, a központi bankok függetlenségére és az inflációs célrendszerekre összpontosító új intézményi struktúrák létrehozása kísérte, uralta az ECE-k növekedési rendszereiről folytatott vitát (Fine et al., 2001).

Bár a Washington utáni konszenzus már régóta a globális Dél fő politikai keretét képezi, az ECE-ken belül még mindig vannak eltérő utak. A CPE-irodalom egyike azon kutatási programoknak, amelyek célja, hogy új tipológiák bevezetésével megértsék az ECE-k eltérő útjait mozgató fő dinamikákat. Míg a "függő piacgazdaságok" fogalma a kelet-európai növekedési rendszerek politikai gazdaságtanára összpontosít (Nölke és Vliegenthart, 2009), addig a "hierarchikus piacgazdaságok" fogalmát a latin-amerikai tapasztalatok magyarázatára dolgozták ki (Schneider, 2013). A közelmúltban a CPE-vel foglalkozó szakirodalomban két további kutatási irányzat jelent meg:⁵ Az előbbi inkább a taxonómiai vitára összpontosít, és a globális Dél országainak új osztályozását igyekszik létrehozni (Fainshmidt et al., 2016), míg az utóbbi az állam növekvő szerepével foglalkozik az ECE-kben (Nölke, 2014) különböző politikai gazdaságtani nézőpontokból, beleértve a "patrimoniális piacgazdaságokat" (Schlumberger, 2008), az "inkorporált kapitalizmust", mint a bürokratikus és patri- moniális piacgazdaságokban (Buhr és Frankenberger, 2014), az "állam által áthatott kapitalizmust" (Nölke, 2018), a "sino-kapitalizmust" (McNally, 2019) és az "államkapitalizmust" (Alami és Dixon, 2020). Mivel azonban ezek a közelmúltbeli kísérletek többnyire az állam szerepére összpontosítottak, általában nem céljuk, hogy összekapcsolják ezeket a törekvéseket a keresleti és növekedési re- gime-ekkel foglalkozó szakirodalommal. Ezért úgy véljük, hogy a DCE-k és ECE-k intézményi változataival foglalkozó CPE-tudomány és a keresleti és növekedési rezsimekkel foglalkozó posztkeynesiánus kutatások közötti szakadék áthidalása mindkét területen új meglátásokhoz vezet.

A jelen tanulmány célja, hogy három dologhoz járuljon hozzá: Először is, leíró szinten meghatározzuk és csoportosítjuk a válság előtti és utáni keresleti és növekedési rendszereket a DCE-kben és nyolc nagy ECE-ben -.

⁴ Az ECE-k növekedési rendszereiről szóló tudományos viták egészen a fejlesztési közgazdaságtan tudományágának kialakulásáig nyúlnak vissza a második világháború utáni időszakban, amikor a növekedési rendszerekről szóló vita elkerülhetetlenül a fejlesztési és iparosítási stratégiák politikai gazdaságtanáról szóló vitává alakult át. A második világháborút követő időszakban a globális Dél nagy részén a helyi iparosokból, állami vezetőkből és multinacionális vállalatokból álló, újonnan létrehozott társadalmi blokkok megkezdték az indikatív tervezés (Lewis, 1966) végrehajtását az importhelyettesítő iparosítási (ISI) stratégia részeként (Hirschmann, 1968). A Economic Com- mission for Latin America strukturalista megközelítése, valamint a dependencia-iskola tudósai kritizálták a modernizációs iskola optimista ígéreteit a DCE felzárkózásáról, és

reálisabb képet adtak a függő fejlődésről az ECE-k iparosodási pályáján (Kvangraven, 2020).

⁵ Részletes áttekintést lásd Schedelik et al. (2020).

Argentína, Brazília, Kína, India, Mexikó, Oroszország, Dél-Afrika és Törökország - a 2000-2008-as és a 2009-2019-es időszakban, amelyeket tehát a globális pénzügyi válság és a nagy recesszió választ el egymástól. Másodszor, elméleti szinten összekapcsoljuk a finanszírozás irodalmát a de- mand és növekedési rendszerek irodalmával mind a DCE-k, mind az ECE-k esetében. Harmadszor, elemzési szinten teljesebb perspektívát nyújtunk a globális egyensúlytalanságokról és a különböző keresleti és növekedési rendszerek közötti globális kölcsönhatásról. Az ECE-k keresleti és növekedési rendszereinek leíró elemzésével és a rendszerváltozások okozati összefüggéseire vonatkozó meglehetősen általános megfigyelésekkel szándékosan korlátoztuk a jelen tanulmány terjedelmét, mivel ezt a tanulmányt háttéranyagként és egy szélesebb kutatási menetrend első lépéseként terveztük.

A tanulmány további része a következőképpen épül fel: A következő szakasz összefoglalja a finanszírozásnak a makrogazdasági keresletre és a növekedési rendszerekre gyakorolt hatásait a 2007-2009-es válság előtt és után a DCE-kben. A 3. szakasz kibővíti a keretrendszerünket azáltal, hogy áttekintést ad az ECE-k finanszírozás tapasztalatainak főbb jellemzőiről és az ezekben az országokban megfigyelhető főbb jövedelemeloszlási tendenciákról. A 4. szakasz átfogó értékelést nyújt a nyolc ECE-ország keresleti és növekedési rendszereiről, és igyekszik feltárni az általános minták változásait ezekben az országokban a 2007-2009-es válság előtt és után. A fejezet a DCE-k és az ECE-k elemzéseit is egyesíti, hogy értékelje a különböző keresleti és növekedési rendszerek közötti globális kölcsönhatást. Végül az 5. szakasz a főbb megállapításaink összefoglalásával zárul.

2. Keresleti és növekedési rendszerek a pénzügyek uralta kapitalizmusban - és a rendszerek változása a fejlett kapitalista gazdaságokban a 2007-2009-es válság után

A posztkeynesiánus makrogazdasági elemzésekben, amelyek főként a DCE-kre összpontosítanak, azt állítják, hogy az 1980-as évek eleje óta a finanszírozás körülményei között különböző makrogazdasági keresleti és növekedési rendszerek alakultak ki (Hein, 2012). Azóta a kapitalista gazdaságokban jelentős változások történtek a pénzügyi szektorban és annak a teljes gazdasággal való kapcsolatában, beleértve a pénzügyi piacok liberalizációját, új pénzügyi eszközök kifejlesztését és a pénzügyek általánosan növekvő szerepét a gazdaságok működésében (Epstein, 2005). Ezek a változások a következő ~~változásokon~~ keresztül befolyásolták a makrogazdasági teljesítményt: (1) a jövedelemeloszlás, (2) a tőkeállományba történő beruházások, (3) a fogyasztás és (4) a folyó fizetési mérleg egyenlegei.⁶

Makrogazdasági szempontból a jövedelemelosztás tekintetében a finanszírozás a bérhányad csökkenésével, a felső jövedelemhányad növekedésével és az egyenlőtlenségek növekedésével jár együtt.

⁶ Lásd például Hein (2012), Hein (2019), Hein és Mundt (2012), Stockhammer (2010, 2012, 2015), van Treeck és Sturn (2012), a Hein et al. (2015, 2016) és számos más szerzők hozzájárulását. A financializáció e makrogazdasági jellemzői a modern kapitalizmus struktúrájában, intézményeiben és hatalmi viszonyaiban az 1980-as évek eleje óta bekövetkezett változásokról szóló széles körű és kiterjedt szakirodalomból származnak. Néhány áttekintés található Guttmann (2016), Palley (2013), Sawyer (2013/14) és van der Zwan (2014) tanulmányaiban.

a háztartások jövedelmei általában.⁷ A finansializáció továbbá a reáltőke-állományba történő beruházások csökkenését okozta, mivel a részvényesek hatalma a vállalatokkal és a munkavállalókkal szemben megnőtt, és a vezetők céljai a vállalat hosszú távú növekedéséről a rövid távú nyereséges pénzügyi tevékenységeken keresztüli növelésére, valamint a részvényárak osztalékfizetéseken és részvény-visszavásárlásokon keresztüli emelésére irányultak.⁸ A pénzügyek uralta kapitalizmus e két jellemzője részben negatívan hatott az aggregált keresletre és a növekedésre, közvetlenül a tőkeállományba történő beruházások csökkenése révén, közvetve pedig azért, hogy a jövedelmet a többnyire béalapú gazdaságokban alacsonyabb fogyasztási hajlandósággal rendelkező csoportok között osztották el.⁹ Ezen a háttéren két szélsőséges rendszer alakult ki. Néhány országban a beruházások és a jövedelemmel finanszírozott fogyasztás elmaradását vagyonalapú és adósságfinanszírozású fogyasztás kompenzálta, amit a pénzügyi szektor deregulációja elősegített.¹⁰ Más országok, amelyek a növekvő jövedelmi egyenlőtlenségekkel és a reálberuházások visszafogásával szembesültek, a nettó exportra támaszkodtak a növekedés generálásában.¹¹ Ez a két ellentétes keresleti és növekedési rendszer egymást kiegészítő külkereskedelmi mérlegpozíciókat eredményezett a két országcsoportban. Az adósságfinanszírozású modell folyó fizetési mérleghiányaival szemben az exportvezérelt növekedési modell folyó fizetési mérlegfölleletei álltak. A finansializáció hozzájárult ezekhez a fejleményekhez, mivel a nemzetközi tőkepiacok és tőkeszámlák deregulációja és liberalizációja lehetővé tette a folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságainak fennmaradását és a hiányok hosszabb időszakokon keresztül történő finanszírozását.¹²

A makrogazdasági rezsimek empirikus vizsgálata és csoportosítása a finansializáció alatt, amelyet jelen tanulmányban is alkalmazunk, a Hein (2011a, 2011b) által eredetileg bevezetett, majd a globális pénzügyi válságot és a nagy recessziót (2007-9) megelőző időszakra vonatkozóan több tanulmányban is alkalmazott eljárást követheti, a rezsimek némileg eltérő címkézésével.¹³ E tanulmányok közül a Hein és Mundt (2012, 2013) által a G20-országokról készített tanulmány a 2000-es évek elejétől 2008-ig tartó időszakra vonatkozóan már lefedte a jelen tanulmányban szereplő nyolc ECE-t.

Ezekben a tanulmányokban a következő rendszereket különböztették meg: (1) egy adósságvezérelt magánkereslet (fellendülés) rendszer, (2) egy exportvezérelt merkantilista rendszer, (3) egy gyengén exportvezérelt rendszer és (4) egy belföldi keresletvezérelt rendszer. Empirikusan ezeket a keresleti és növekedési rezsimeket úgy értékeltük, hogy először a főbb makrogazdasági szektorok pénzügyi egyensúlyát vettük figyelembe: a magánszektor, a háztartási magánszektorral, a pénzügyi és nem pénzügyi vállalati szektorral mint alszektorokkal; a kormányzati szektorral; és a külső szektorral. Az ágazati pénzügyi

⁷ A finansializáció és a jövedelemeloszlás hatásainak empirikus bizonyítékairól lásd Hein (2015) és Köhler et al. (2019) áttekintését.

⁸ A finansializációnak a tőkeállományba történő beruházásokra gyakorolt hatásaira vonatkozó empirikus bizonyítékok közelmúltbeli áttekintését lásd Davis (2017).

⁹ A keresletvezérelt poszt-kaleckiánus elosztási és növekedési modelleken alapuló ökonometriai kutatások kimutatták, hogy a legtöbb DCE általában bérvezérelt, azaz a csökkenő bérhányad visszafogja az aggregált keresletet és a növekedést (Hein, 2014, 7. fejezet; Hartwig, 2014; Onaran és Galanis, 2014).

¹⁰ Lásd például Cynamon és Fazzari (2008, 2013), Kim (2013), Stockhammer és Wildauer (2016), valamint van Treeck (2014) empirikus tanulmányait a finanszírozásról, az egyenlőtlenségről, a háztartások adósságáról és fogyasztásáról.

¹¹ E rezsimek levezetését szimulált készletáramlás-konzisztens modellekben lásd Belabed et al. (2018) és Detzer (2018), egy stilizált kalecki modellhez pedig lásd Hein (2018).

¹² Lásd például Hein (2012, 6. fejezet) és Stockhammer (2015) elemzését.

¹³ Lásd még Hein (2012, 6. és 8. fejezet, 2013, 2013/14) és Hein et al. (2012).

egy ország egyenlegeinek - a statisztikai eltérésektől eltekintve - nullának kell lennie, mivel az egyik szektor pozitív pénzügyi egyenlegéhez egy másik szektor negatív pénzügyi egyenlege is szükséges - a hitelezőnek szüksége van az adószóra és fordítva. Másodsorban a fő keresleti aggregátumok növekedési hozzájárulását vizsgáltuk. Ezek a magánfogyasztás, az állami fogyasztás, valamint a magán- és állami beruházások növekedési hozzájárulása, amelyek együttesen adják a belföldi kereslet növekedési hozzájárulását, és végül az áruk és szolgáltatások egyenlegének, azaz a nettó exportnak a növekedési hozzájárulását. A keresleti aggregátumok növekedési hozzájárulásának az adott ország reál-GDP-növekedését kell eredményeznie. A mutatók e két csoportjának vizsgálata egyrészt a kereslet és a növekedés fő mozgatórugóiról, másrészt a kereslet finanszírozásának módjáról és a kapcsolódó hiánydinamikáról nyújt némi információt.

Az adósságvezérelt magánkereslet (fellendülés) rendszerét a magánháztartások egészének hiánya jellemzi, amelyet egyrészt a vállalati hiányok, másrészt a magánháztartási szektor negatív vagy nullához közeli pénzügyi egyenlege hajt. Ez utóbbi azt jelenti, hogy a magánháztartási szektor jelentős része negatív megtakarítási rátával rendelkezik a folyó jövedelmekből, és ezeket a hiányokat adósságállományuk növelésével vagy eszközállományuk de- kreálásával finanszírozzák. A háztartási magánszektorok hiányát általában a külső szektor pozitív pénzügyi egyenlegei, azaz a hazai gazdaság folyó fizetési mérlegének hiánya tükrözi. A növekedést elsősorban a belföldi magánkereslet, különösen a magánfogyasztási kereslet hajtja, amelyet nagymértékben hitelből finanszíroznak, míg az áru- és szolgáltatási egyenleg negatívan járul hozzá a növekedéshez.

Az exportvezérelt merkantilista rendszer a hazai magánszektorok egészének pozitív pénzügyi egyenlegét mutatja, amelyhez főként a külső szektor negatív pénzügyi egyenlege társul, ami a hazai gazdaság folyó fizetési mérlegének többletét jelzi. Az áruk és szolgáltatások pozitív egyenlegének, és így a növekvő nettó exportnak és a folyó fizetési mérleg többletének nagy a növekedési hozzájárulása, a belföldi de- mandátumnak pedig kicsi vagy akár negatív a növekedési hozzájárulása.

A gyengén exportvezérelt rendszer vagy a hazai szektorok pozitív pénzügyi egyenlegét, vagy a külső szektor negatív pénzügyi egyenlegét, és így folyó fizetési mérlegtöbbletet, de az áru- és szolgáltatási egyenleg negatív növekedési hozzájárulását, és így csökkenő nettó export- és folyó fizetési mérlegtöbbletet mutat. Alternatívaként előfordulhat, hogy a hazai szektorok pénzügyi egyenlege negatív, a külső szektor pénzügyi egyenlege pozitív, és így a folyó fizetési mérleg hiánya, de az áru- és szolgáltatási egyenleg pozitív növekedési hozzájárulása, és így javuló nettó export és csökkenő folyó fizetési mérleg hiánya.

A belföldi keresletvezérelt rendszert a háztartási szektor pozitív pénzügyi egyenlege jellemzi, miközben a kormányzat és bizonyos mértékig a vállalati szektor is deficitesek. A külső szektor általában nagyjából egyensúlyban van, és csak kis hiányt vagy többletet mutat. A belföldi kereslet pozitívan járul hozzá a növekedéshez (anélkül, hogy a hitelek által vezérelt

finanszírozott magánfogyasztás), valamint az áruk és szolgáltatások egyenlegének enyhén negatív vagy pozitív növekedési hozzájárulása.

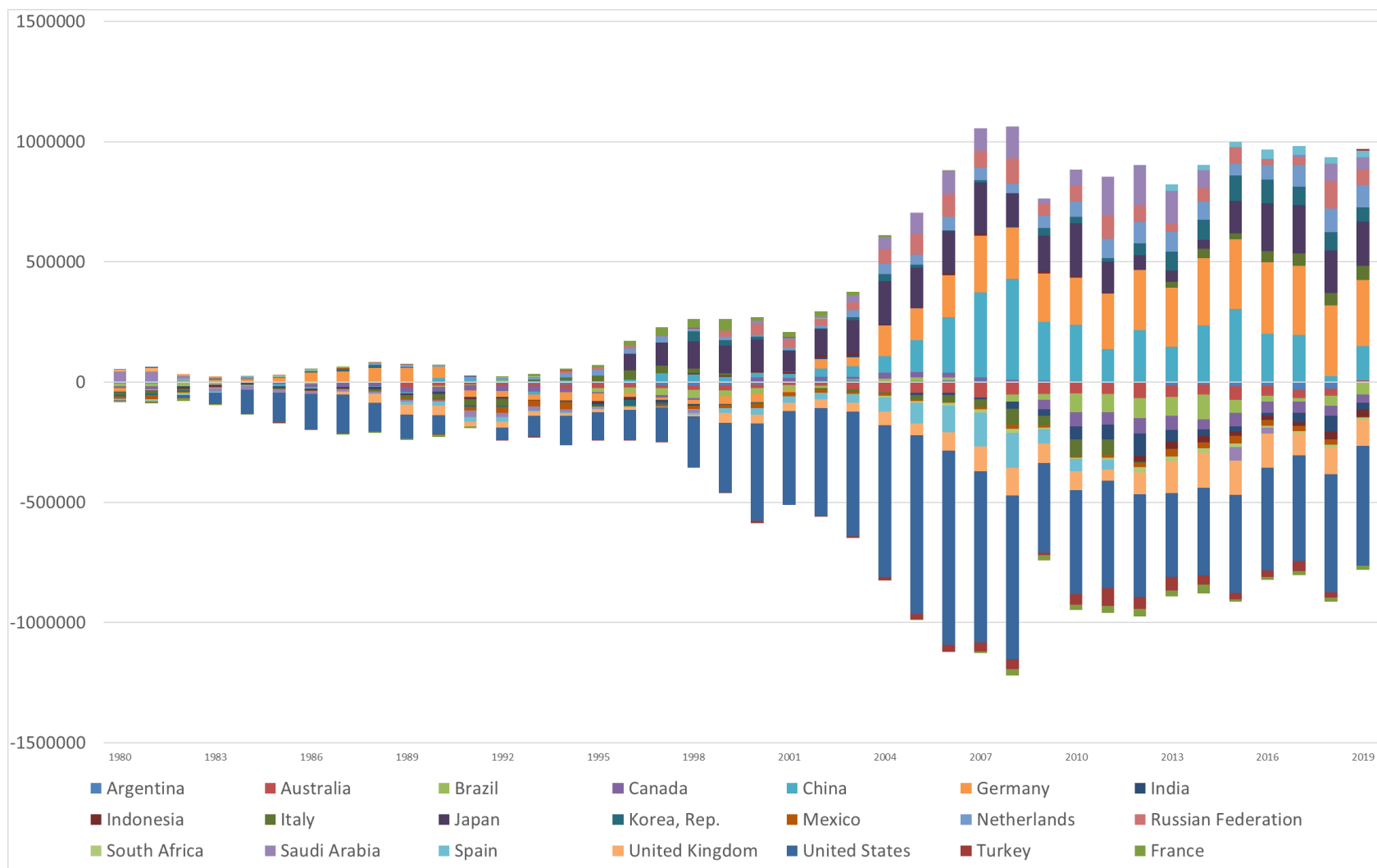
A 2007-2009-es válság előtti időszakban, az "adósságvezérelt magánkereslet fellendülés" rendszerében az adósság által finanszírozott magánfogyasztás és a részben adósság által finanszírozott ingatlanberuházások voltak a növekedés fő hajtóerői, ami a háztartások növekvő, majd fenntarthatatlan adósságdinamikájához, valamint növekvő folyó fizetési mérleghiányhoz, és így egyes országokban fenntarthatatlan külföldi adósságdinamikához vezetett. Az "exportvezérelt merkantilista" országokban a növekvő nettó export és a folyó fizetési mérleg többletei részben ellensúlyozták a finanszírozási folyamatok okozta gyenge belföldi keresletet, és a kereslet és a növekedés fő hajtóerejévé váltak. Ezek a fejlemények globális szinten növekvő folyó fizetési mérleg-egyenlőtlenségekkel (1. ábra) és fenntarthatatlan külföldi adósságdinamikával jártak együtt néhány olyan folyó fizetési mérleghiányos országban, amelyek az "adósságvezérelt magánkeresleti fellendülés" rendszerét követték.

Mint ismeretes, ez a fenntarthatatlan adósságdinamika vezetett a globális pénzügyi válsághoz és a nagy recesszióhoz (2007-2009), amelyet az Egyesült Államokban a másodlagos jelzáloghitel-válság váltott ki, majd a globálisan integrált pénzügyi piacokon a pénzügyi fertőzés csatornáján és a globálisan integrált árupiacokon a nemzetközi kereskedelmi csatornán keresztül terjedt el a világon. Néhány közelmúltbeli tanulmány vizsgálta a rezsimek eltolódását a globális pénzügyi válság és a nagy recesszió (2007-9) előtti időszakról az e válságok utáni időszekekre (1. táblázat):¹⁴ Dodig et al. (2016) 15 OECD-országra, Hein (2019) hat OECD-országra és a kezdeti euróövezetre (EA-12), Dünhaupt és Hein (2019) három balti-tengeri országra, Hein et al. (2020) 30 OECD-országra, valamint Hein és Martschin (2020) 11 kezdeti euróövezeti országra és az EA-12 egészére.

Az ezekben a vizsgálatokban figyelembe vett DCE-k esetében a következő mintázatot találták (1. táblázat): A 2007-2009-es válságot megelőzően a kikötővezető merkantilista országok többnyire fenntartották ezt a rendszert, vagy a válságot követően gyengén exportvezérelté váltak. Az egyetlen kivétel Finnország, amely a belföldi kereslet irányába fordult. A válságot megelőzően gyengén exportvezérelt rendszerek megtartották ezt a rendszert, vagy akár exportvezérelt merkantilista rendszerekké váltak, Kanada volt a kivétel, amely a belföldi kereslet irányába mozdult el, amelyet az államháztartási hiány stabilizált. A válságot megelőzően a belföldi keresletvezérelt rendszerek a válságot követően gyengén exportvezérelt, sőt exportvezérelt merkantilista rendszerek felé mozdultak el. Az egyetlen kivétel Franciaország, amely továbbra is a belföldi kereslet által vezérelt maradt, és Törökország, amely a válságot követően az adósságvezérelt magánkereslet fellendülésére utaló jeleket mutatott. Mivel Törökország a jelen tanulmányban szereplő országok közé tartozik, ezt az esetet a továbbiakban közelebbről is megvizsgáljuk. Végül, a válságot megelőzően az adósságvezérelt magánkeresleti fellendülés országai a válságot követően vagy gyengén exportvezérelt vagy akár exportvezérelt merkantilista rezsimek felé fordultak, vagy pedig a magas államháztartási hiány által stabilizált, belföldi keresletvezérelt rezsimek felé.

¹⁴ A tanulmányok között az országoknak a rezsimekhez való eltérő hozzárendelése a különböző időszakoknak és a kritériumok némileg változó meghatározásának köszönhető.

1. ábra: A folyó fizetési mérleg egyenlege folyó dollárban, 21 fő ország, 1980-2019



Forrás: IMF (2020), a mi előadásunk.

1. táblázat: A keresleti és növekedési rendszerek eltolódása a fejlett tőkés gazdaságokról szóló öt tanulmány szerint

		A 2007-2009-es válság után			
		Adósságvezérelt magánkereslet (fellendülés) (DLPD)	Belföldi keresletvezérelt, magas államháztartási hiányokkal (DDL (PD))	Gyengén exportvezérelt (WEL)	Exportvezérelt merkantilista (ELM)
2007-09 előtt válság	Adósságvezérelt elsődleges kereslet (fellendülés) (DLPD)		Új-Zéland (Hea) Egyesült Királyság (Dea, H, Hea) USA (Dea, H, Hea) Dél-Afrika (Dea)	Ausztrália (Hea) Görögország (Dea, Hea, H/M) Portugália (Hea) Szlovákia (Hea) Spanyolország (Hea)	Észtország (Dea, D/H, Hea) Magyarország (Hea) Írország (Hea, H/M) Magyarország (Dea) Lettország (D/H) Spanyolország (H, H/M)
	Belföldi demandátum vezetett (DDL)	Törökország (Dea)	Franciaország (Dea, H, Hea, H/M)	Olaszország (Dea, Hea) Lengyelország (Dea, Hea) Portugália (Dea, H/M)	EA-12 (H, H/M) Olaszország (H/M)
	Gyengén exportvezérelt (WEL)		Kanada (Hea)	Cseh Köztársaság (Hea) Izland (Hea) Norvégia (Hea)	Dánia (D/H, Hea) Szlovénia (Hea)

Exportvezérelt kereskedő (ELM)		Finnország (Hea, H/M)	Ausztria (Hea) Belgium (H/M) Japán (Dea, Hea) Svédország (Dea, H, Hea)	Ausztria (H/M) Belgium (Hea) Németország (Dea, H, Hea, H/M) Korea (Hea) Luxemburg (Hea) Hollandia (Hea, H/M) Svájc (Hea)
<p>Megjegyzések: Dea: (2016), 2001-08, 2008-14; H: Hein (2019), 1999-2007, 2008-16; D/H: Dühaupt és Hein (2019), 1995-2008, 2009-16; Hea: Hein et al. (2020), 2000-08, 2009-16; H/M: Hein és Martschin (2020), 2001-09, 2010-19. Források: (2016), Hein (2019), Dühaupt és Hein (2019), Hein et al. (2020), Hein és Martschin (2020), saját előadásunk.</p>				

Ahogy Hein (2019), Hein et al. (2020), valamint Hein és Martschin (2020) érvel, a korábban adósságvezérelt, magánkeresletet élénkítő gazdaságok eltolódásának típusa egyrészt a magánszektor pénzügyi válság utáni adósságleépítésének követelményétől, másrészt a hiányfinanszírozott és stabilizáló fiskális politika képességétől és hajlandóságától függött.¹⁵ Az euróövezetben a nemzeti fiskális politikákra rótt intézményi korlátok, az euróövezeti szintű releváns fiskális politikák hiánya, valamint az euróövezeti válság 2010-es kirobbanásakor a megszorító politikák felé való fordulás nagymértékben magyarázza, hogy a globális pénzügyi válságot és a nagy recessziót követően miért váltak különösen az európai, adósságvezérelt magánkeresleti fellendülésben lévő országok gyengén exportvezérelt vagy exportvezérelt merkantilista gazdaságokká. A hazai kereslet összeomlását, amelyet a magánszektoroktól megkövetelt hitelállomány-leépítés okozott, az állami szektor megszorító politikája erősítette, ami miatt az import összeomlott, a nettó export nőtt, és a folyó fizetési mérleg javult, sőt több esetben pozitívvá vált ezekben az országokban. Azok az adósságvezérelt, a válságot megelőzően a magánszektor de- mandációs fellendülése által vezérelt országok, amelyek képesek voltak expanzív, deficitfinanszírozott költségvetési politikát alkalmazni, különösen az Egyesült Királyság és az Egyesült Államok, azonban a magánszektor leépítését az államháztartási hiány növekedésével ellensúlyozták, így stabilizálták az országaikban az aggregált keresletet, és az importcsatornán keresztül a világgazdaságot is.

Az OECD-országok válság utáni rendszereinek ez a polarizációja - egyrészt exportvezérelt merkantilista vagy gyengén exportvezérelt rendszerek, másrészt az államháztartási hiányok által stabilizált belföldi keresletvezérelt rendszerek - gyenge tőkefelhalmozással és növekedéssel, azaz stagnáló tendenciákkal járt együtt, ami a szekuláris stagnálásról és a stagnálási politikáról szóló vita újbóli megjelenéséhez vezetett (Summers 2014, 2015; Cynamon és Fazzari 2015, 2016; Hein 2016, 2019, 2020). A rezsimek e polarizálódása azonban hozzájárult a globális folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságainak megőrzéséhez is (1. ábra), mivel a folyó fizetési mérleg többletét az exportvezérelt merkantilista országok ellenpólusát most a kormányzati hiányok által stabilizált, folyó fizetési mérleghiánnyal rendelkező, belföldi de- mantilista gazdaságok adják. Azonban ha csak a DCE-eket vizsgáljuk, nem kapunk teljes képet a válság előtti és utáni rendszerekről és a kapcsolódó globális kihívásokról. Ezért a következő szakaszokban nyolc nagy ECE-vel foglalkozunk.

¹⁵ A rendszerváltás mozgatórugóinak részletesebb elemzését, a válság utáni rendszerek különböző címkekkel történő megjelölésével lásd Köhler és Stockhammer (2021). A különböző válság utáni rezsimek kialakulásának magyarázata érdekében különösen a pénzügyi boom-bust-ciklus keretében történő hitelkiváltás

követelményeit, a fiskális politikák szerepét és az ár- és nem áralapú versenyképesség jelentőségét vizsgálják az export szempontjából. Hein et al. (2020) a jóléti állam politikáinak, a munkaerő-piaci intézményeknek és a jövedelemelosztásnak a szerepére is összpontosított a rezsimváltás megragadása érdekében. Itt azonban nem ez a helye ezeknek az érdekes kutatási irányvonalaknak a továbbfejlesztésének.

3. Financializáció a globális délen: mutatók és elosztási tendenciák nyolc feltörekvő kapitalista gazdaságban

Az ECE-k financializációs tapasztalatait a világgazdaságban elfoglalt "periférikus helyzetük" (Andrade és Prates, 2013) és a pénzügyi globalizációba való aszimmetrikus integrációjuk jellemzi, ami a financializáció sokféle megnyilvánulását eredményezi a globális délen - ahogy azt a "sokszínű financializáció" fogalma is sugallja (Karwowski et al., 2020). Although though the financialisation experiences of the ECEs have not strictly followed the same route as the DCEs those of the DCEs, the growing literature on the financialisation of ECEs suggest that the ECEs into financial globalisation integrated into financial globalisation has mostly been marked by their external dependency (Becker et al., 2010; Rodrigues et al., 2016). Ezt a sajátos jellemzőt jellemzően az "alárendelt financializáció" (Lapavitsas, 2013; Powell, 2013; Bortz és Kaltenbrunner, 2018), illetve a "függő financializáció" (Becker és Weissenbacher, 2015; Becker, 2016; Gabor, 2013; Akcay és Güngen, 2019; Akcay, 2021) fogalmain keresztül elemzik.

Mielőtt megvizsgálánk a financializáció fő mutatóit, szeretnénk néhány átfogó megállapítást tenni az Európai Gazdasági Térségek függő financializációs tapasztalatairól az elmúlt két évtizedben. A DCE-k főbb tendenciáihoz hasonlóan a financializáció az ECE-kben is alacsonyabb reáltőke-állományba történő beruházásokat eredményezett, mivel az NFC-k beruházási döntései a hosszú távú állóeszköz-beruházási projektekről a rövid távú pénzügyi befektetések felé tolódtak el (Demir, 2009). Ez a tendencia még egyértelműbbé vált a 2007-2009-es válság utáni időszakban, mivel a beruházások növekedési hozzájárulása mind a nyolc ECE-ben csökkent (lásd az 5. táblázatot). A függő financializáció másik jelentős aspektusa az volt, hogy az ECE-k a gazdasági növekedés szempontjából a tőkebeáramlásra támaszkodtak.¹⁶ A tőkebeáramlástól való függés (Guimarães Coelho és Perez Caldentey, 2018) a globális monetáris és pénzügyi rendszer hierarchikus jellegével (Fritz et al., 2018) párosulva okozta az ECE-k strukturális pénzügyi instabilitását. Különösen a posztkeynesiánusok hangsúlyozzák ezt a pontot Keynes likviditáspreferencia-elméletének módosított változata alapján. A függő financializáció "perifériás feltételének" legfőbb jellemzője, hogy az ECE-k valutáinak "alacsonyabb a likviditási prémiuma a kulcsvalutához és más konvertibilis valutákhoz képest" (Andrade és Prates, 2013: 413). A nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszer hierarchikus felépítése így arra kényszeríti az ECE-eket, különösen a hierarchiában alacsonyabb pozícióban lévőköt, hogy a külföldi tőkebeáramlás vonzása érdekében magasabb kamatlábakat kínáljanak, mint a DCE-k (Kaltenbrunner, 2018; Bortz és Kaltenbrunner, 2018). Továbbá a perifériás országok valutáinak alacsonyabb konvertibilitása ösztönző struktúrát hoz létre a gazdasági szereplők számára, hogy kemény valutát követeljenek a nemzeti vagy nemzetközi műveletek felbontása előtt. Ez volt az ECE-kben a dollárizáció/euroizáció fő mozgatórugója (Becker et al., 2010: 230). Végezetül, az ECE-kben a DCE-khez képest strukturálisan magasabb kamatlábak további hátrányt jelentenek a beruházások számára.

¹⁶ A tőkemozgások szerepe a függő financializáció különböző formáinak közös nevezőjeként határozható meg. Ezeket az 1990-es évek végi ázsiai válság óta széles körben tanulmányozzák. Arestis és Glickman (2002: 258)

például egy minszki megközelítést vezetett be az ázsiai válság magyarázatára, azzal érvelve, hogy "a pénzügyi liberalizáció kulcsfontosságú eufória-indukáló tényezőként működött", amely a finanszírozási feltételeket gyorsan elmozdította a spekulatívról a szuperspekulatívra. Kaltenbrunner és Paineira (2015) továbbfejlesztette ezt a minszkiji megközelítést az ECE-k újabb tapasztalatainak bevonásával.

Ezeket a strukturális akadályokat az ECE-kben súlyosbította a pénzügyi integráció növekedése az elmúlt két évtizedben, amelyben a globális pénzügyi ciklusok egyre fontosabb szerepet játszanak.¹⁷ A globális pénzügyi ciklusok megközelítése hangsúlyozza a globális valutahierarchia csúcsán álló szereplőket, azaz az amerikai központi bank, a Federal Reserve által hozott monetáris politikai döntések fontosságát (Bräuning és Ivashina, 2019). A globális pénzügyi ciklusok nemcsak "a központi ország monetáris kondícióihoz kapcsolódnak", hanem "a kockázatkerülés és a bizonytalanság változásaihoz is" (Rey, 2015: 286). Az expanziós-összehúzódsági ciklusok különösen fontosak az ECE-k finanszírozási tapasztalatai szempontjából, a Fed-döntések tovaryűrűző hatásai miatt (Miranda-Agrippino és Rey, 2020).

A globális pénzügyi ciklus expanziós szakaszában a DCE-k, elsősorban az Egyesült Államok, alacsony kamatlábakat alkalmaznak. Ez ösztönző struktúrát teremt az ECE-k befektetői számára, hogy "nyereséges helyszíneket keressenek" (Bonizzi, 2017: 30). Ez azt is lehetővé teszi az ECE-k döntéshozói számára, hogy csökkentsék kamatlábaikat, ami kulcsfontosságú tényező a hazai finanszírozásban, amelynek során a munkavállalók és az alacsony jövedelmű csoportok bekerülnek a pénzügyi rendszerbe (Becker et al., 2010: 231). Ahogy Karwowski (2019: 1017) hangsúlyozta, "az alacsony kamatlábak az USA-ban mind a DCE-kben, mind az ECE-kben táplálták a finanszírozást". Röviden, a tömeges finanszírozás az ECE-kben, az elit finanszírozással ellentétben, alacsony kamatlábakat igényel az ECE-kben, így az inkább egy esetleges jelenség, mint a függő finanszírozás strukturális összetevője. A liberalizált nemzetek közötti tőkepiacok mellett a bővülések ösztönző struktúrát is teremtenek a befektetők számára, hogy több kockázatot vállaljanak, amíg a kamatlábak alacsonyak, ami fokozza a tőke beáramlását az ECE-kbe, ami viszont arra ösztönzi a hazai bankokat, hogy több hitelt nyújtsanak a háztartásoknak és a nem pénzügyi vállalatoknak (NFC-k). Egyszerűen fogalmazva, a globális pénzügyi ciklus expanziós szakasza lehetővé teszi a függő finanszírozás elmélyülését. Ez azonban új ellentmondásokat teremt az ECE-k számára: Konkrétan a túlértékelt árfolyamok "idő előtti dezindusztrializációt" (Rodrik, 2015), növekvő folyó fizetési mérleghiányt és az NFC-k növekvő devizában denominált adósságát eredményezik (lásd a 2. táblázatot).

Az összehúzódsági fázisban viszont az átviteli mechanizmus megfordul: A Fed emelkedő kamatlábai vagy a határidős iránymutató beavatkozásai és a megnövekedett kockázatkerülés tőkeáramlást indítanak el az ECE-kből - szélsőséges esetben akár *hirtelen le is állhatnak*. Ez az ECE-kben emelkedő inflációt, magasabb belföldi kamatlábakat és hitelszűkületet eredményez (Akcaý és Güngen, 2019), és következésképpen az ECE döntéshozói számára rendelkezésre álló szakpolitikai mozgástér beszűkülését. A függő finanszírozás így "bezárja a DEC-eket [fejlődő és feltörekvő országokat] a globális pénzügyi ciklusok dinamikájába, jelentősen korlátozva a hazai pénzügyi feltételek befolyásolására való képességüket" (Gabor, 2018: 12). Rey (2015) elemzése hasonlóan világít rá. Szerinte a globális pénzügyi ciklusok a nyitott piacgazdaságok hagyományos Mundell-Fleming "trilemmáját" "dilemmává" alakították át. Valójában "a független monetáris politika akkor és csak akkor lehetséges, ha a tőkemérleget közvetlenül vagy közvetve kezelik, függetlenül az ex-változtatási árfolyam-

rendszerő" (Rey, 2015: 287). Össességében ezek a közelmúltbeli tendenciák nem csak elmélyítették

¹⁷ Az ECE-k "nemzetközi sebezhetőségének új formáira" a további pénzügyi integráció eredményeként lásd a brazil (Kaltenbrunner és Paineira, 2015) és a dél-afrikai (Isaacs és Kaltenbrunner, 2018) példát.

az ECE-k pénzügyiesítése, de növekvő külső függőségük miatt válságveszélyesebbé is tette az ECE-ket.

Hat fő mutatót használunk az Európai Gazdasági Térségek válság előtti és a válság utáni, 2007 és 2009 közötti finanszírozási tapasztalatainak leírására, amint azt a 2. táblázat összefoglalja.¹⁸ A háztartások növekvő eladósodottsága viszonylag új keletű jelenség az ECE-kben, így a háztartások adóssága az ECE-kben átlagosan alacsonyabb, mint a DCE-kben. Az első időszakban, 2000 és 2008 között a háztartásoknak nyújtott hitelek GDP-arányos aránya az ECE-k többségében - Brazília és Kína kivételével - 10%-os volt, vagy 10% alatt volt. A második időszakban, 2009 és 2019 között ez az arány változó mértékben nőtt, kivéve Indiát. A 2007-2009-es válság utáni időszakban a háztartások eladósodottsága Kínában, Oroszországban és Törökországban több mint kétszeresére nőtt.

Mivel a jelzáloghitel-szektor az ECE-kben nem olyan fejlett, mint a DCE-kben, a lakóingatlanárak és a háztartásoknak nyújtott hitelek GDP-arányos aránya közötti kapcsolat viszonylag gyenge. A 2007-2009 utáni válságidőszakban a lakóingatlanárak éves növekedési üteme alacsonyabb volt, mint a 2007-2009 előtti válságidőszakban, bár a háztartások adóssága jelentősen nőtt a 2007-2009 utáni válságidőszakban. A viszonylag gyenge jelzáloghitel-szektor a strukturálisan magasabb kamatlábaknak tulajdonítható, amelyeket az ECE-k kénytelenek kínálni.

A háztartások eladósodása mellett a nem pénzügyi vállalatok növekvő eladósodása a finanszírozás egy másik formájának tekinthető. Általános tendenciaként az NFC-k eladósodottsága az első és a második időszak között Argentína kivételével nőtt. Bár az NFC-k eladósodottsága Kínában a legmagasabb, a két időszak között Törökországban nőtt a leggyorsabban, ahol az NFC-knek nyújtott hitelek GDP-arányos aránya több mint kétszeresére nőtt.

Ami a piaci kapitalizációs rátát illeti, Argentína és Brazília kivételével az első és a második időszak közötti növekedés általános mintája figyelhető meg, bár a kapitalizációs ráta a nyolc ECE-nk között változik. Míg Dél-Afrikában a legmagasabb a kapitalizációs ráta a GDP 263%-ával, addig Argentínában a legalacsonyabb a 2007-2009-es válság utáni időszakban.

¹⁸ Különböző mutatókat lehet használni az ECE-k pénzügyiesítési tapasztalatainak megragadására. Itt leginkább a Karwowski (2020) választása. A 2. táblázatban már a következő szakaszban elemzett rendszer típusát szerepeltetjük.

2. táblázat: Főbb finanszírozási mutatók (az adott időszak átlagértékei)								
	Argentína		Brazília a		Kína		India	
Évek	2000-2008	2009-2019	2000-2008	2009-2019	2000-2008	2009-2019	2000-2008	2009-2019
Hitel az NFC-knek mint a GDP százalékában	29.64	13.53	34.66	41.18	98.78	138.84	43.49	48.70
Hitel a háztartásoknak százalékban kifejezve. a GDP kora	4.24	5.71	13.51	25.94	16.10	36.65	10.65	9.85
A lakóingatlanok árainak éves növekedési üteme, per cent	NA	NA	12.02	8.91	NA	8.44	NA	12.30
Piaci kapitalizáció százalékban kifejezve a GDP-hez viszonyítva	19.38	10.88	53.34	47.12	46.31	58.01	71.51	76.15
Éves növekedési ráta a REER (%)	-6.97	-5.64	3.92	-0.95	0.52	2.24	0.91	0.67
Rendszer	ELM	DDL (PD)	WEL	DDL (PD)	ELM	WEL	DDL (PD)	DDL (PD)

Megjegyzések: NFC: nem pénzügyi vállalatok, REER: reál effektív árfolyam, ELM: exportvezérelt merkantilista, WEL: gyengén exportvezérelt, DDL: belföldi keresletvezérelt, DDL (PD): Belföldi keresletvezérelt, magas államháztartási hiány, DLPD: adósságvezérelt magánkereslet.
 Források: (2020a), BIS (2020b), Federal Reserve Economic Data (2020), Világbank (2020), BIS (2020c), saját számításaink és bemutatásunk.

2. táblázat: Főbb finanszírozási mutatók (az adott időszak átlagértékei) folytatás								
Évek	Mexikó		Orosz ország		Dél-Afrika		Törökország	
	2000-2008	2009-2019	2000-2008	2009-2019	2000-2008	2009-2019	2000-2008	2009-2019
Hitel az NFC-knek mint a GDP százalékában	15.08	21.30	34.27	69.12	NA	34.30	24.33	54.42
Hitel a háztartásoknak százalékban kifejezve. a GDP kora	10.15	14.80	4.42	14.46	NA	37.34	5.71	16.77
A lakóingatlanok árának éves növekedési üteme százalék	10.24	8.93	31.88	0.82	17.90	4.41	NA	10.33
Piaci kapitalizáció százalékban kifejezve a GDP-hez viszonyítva	23.15	36.87	NA	40.43	187.88	263.50	25.50	26.48
A REER éves növekedési üteme (%)	0.03	-1.82	8.59	-1.10	-1.10	0.15	3.66	-3.79
Rendszer	DDL	WEL	WEL	ELM	DLPD	DLPD	DDL (PD)	DLPD
Megjegyzések: NFC: nem pénzügyi vállalatok, REER: reál effektív árfolyam, ELM: exportvezérelt merkantilista, WEL: gyengén exportvezérelt, DDL: belföldi keresletvezérelt, DDL (PD): DLPD: adósságvezérelt magánkereslet. Források: (2020a), BIS (2020b), Federal Reserve Economic Data (2020), Világbank (2020), BIS (2020c), saját számításaink és bemutatásunk.								

A 2007-2009-es válságot megelőzően Argentína, Brazília és Oroszország kivételével az adathalmazunkban szereplő többi ország az elosztási trendek 2. szakaszban említett, várt mintázatát mutatja (3. táblázat). A bérhányadok csökkentek, a profithányadok pedig emelkedtek. A legfelső jövedelemrészeselek, itt a legfelső 1 százalék és a legfelső 10 százalék, a válságok előtt minden országunkban emelkedtek, kivéve Törökországot, ahol enyhe csökkenés figyelhető meg. Mexikó esetében erre vonatkozóan nem rendelkezünk adatokkal. A legtöbb olyan országban, ahol a bérhányadok csökkentek és a legfelső jövedelemhányadok emelkedtek, a rendelkezésre álló jövedelem eloszlására vonatkozó Gini-koefficiensek is növekedtek, kivéve Törökországot és Mexikót. Néhány kivételtől eltekintve a nyolc ECE-ország tehát hasonló mintázatot mutat az előző tekintetében, mint amit a válság előtt a főbb DCE-országok esetében is találtunk, azaz csökkenő bérhányadokat, növekvő legfelső jövedelemhányadokat és növekvő Gini-koefficienseket a személyes/háztartási jövedelemeloszlásra vonatkozóan (Hein et al. 2017a, 2017b, 2018).

3. táblázat: A forgalmazás tendenciái				
		Bérhányad	A legfelső jövedelemhányad (Top 1 százalék és top 10 százalék). cent)	Gini-együttható a rendelkezésre álló jövedelemre vonatkozóan
Argentína	2004-2008	+	+	-
	2009-2017	+	NA	-
Brazília	2004-2008	+	+	-
	2009-2017	+	0	0
Kína	2004-2008	-	+	+
	2009-2017	+	-	-
India	2004-2008	-	+	+
	2009-2017	-	+	+
Mexikó	2000-2008	-	NA	-
	2009-2018	-	NA	-
Oroszország	2004-2008	+	+	0
	2009-2017	0	-	-
Dél-Afrika	2004-2008	-	+	0
	2009-2017	+	+	0
Törökország	2000-2008	-	-	-
	2009-2019	+	+	0
Megjegyzések: A "+" a növekedést, a "-" a csökkenést, a "0" a változatlanságot jelzi. A bérhányadok kiegészítettek és nominálértéken szerepelnek. Források: ILO (2020), Európai Bizottság (2020), World Inequality Database (2020) és Solt (2020), saját számításaink és bemutatásunk.				

A 2007 és 2009 közötti válság utáni időszakban az elosztási tendenciák mintázata változatosabbá válik, ahogyan azt a DCE-k esetében is megfigyelték (Hein et al. 2017a, 2017b, 2018). Brazíliában, Argentínában, de most már Kínában, Dél-Afrikában és Törökországban is a bérhányad emelkedő tendenciáját figyelhetjük meg, míg Indiában és

Mexikóban a bérhányad további csökkenésével szembesültünk. A legfelső jövedelemrészeselek emelkedése megállt Brazíliában, Kínában és Oroszországban, de Indiában és Dél-Afrikában tovább nőttek.

Afrikában, és elkezdte ezt tenni Törökországban is. A válság utáni időszakban a rendelkezésre álló jövedelmek Gini-koefficiense csak Indiában nőtt tovább, míg a többi országban a Gini-koefficiens vagy nem változott, vagy csökkent.

4. Keresleti és növekedési rendszerek a 2007-2009-es válság előtt és után nyolc nagy feltörekvő kapitalista gazdaságban

A nyolc ECE keresletének és növekedési rendszereinek vizsgálata és csoportosítása a 2. szakaszban ismertetett eljárást követi. Vizsgáljuk a hazai fogyasztás növekedési hozzájárulását, amely a magánfogyasztás, az állami fogyasztás és a beruházások hozzájárulásából, valamint a nettó export növekedési hozzájárulásából áll. Továbbá megvizsgáljuk gazdaságaink külső, állami és magánszektorának pénzügyi egyenlegét, és ez utóbbi esetében lehetőség szerint megkülönböztetjük a háztartási és a vállalati szektort. A 4. táblázat összefoglalja, hogyan operacionalizáltuk a négy keresleti és növekedési rendszerünkre vonatkozó kritériumokat.

Elemzésünkben két időszakot különböztetünk meg: a 2000-2008 közötti válság előtti időszakot, valamint a 2009-2019 közötti válság és válság utáni időszakot. Az 5. táblázatban mindkét időszakra vonatkozóan bemutatjuk a releváns változók átlagértékeit. Az első időszakra vonatkozóan Argentínában és Kínában exportvezérelt mer- cantalista rendszereket találunk, a nettó export releváns növekedési hozzájárulásával, a GDP-n belüli magas nettó exporthányaddal és a külső szektorok negatív pénzügyi egyenlegével, azaz folyó fizetési mérleg többlettel. Brazíliában és Oroszországban a gyengén exportvezérelt rendszerek domináltak. Brazíliában a nettó export pozitív növekedési hozzájárulása és a GDP-n belüli pozitív nettó exporthányad mellett a külső szektor pozitív pénzügyi egyenlege, azaz a folyó fizetési mérleg hiánya is fennállt az elsődleges jövedelmek nettó kiáramlása miatt. Oroszországban magas volt a nettó export GDP-hez viszonyított aránya és a külső szektor rendkívül negatív pénzügyi egyenlege, azaz magas folyó fizetési mérleg többlet, de a nettó export negatív növekedési hozzájárulása.

Indiában, Mexikóban és Törökországban a belföldi kereslet által vezérelt rendszer érvényesült. A növekedést kizárólag a belföldi kereslet hajtotta, a nettó export kis mértékű negatív növekedési hozzájárulása mellett. A nettó export aránya a GDP-ben negatív volt, akárcsak a folyó fizetési mérleg egyenlege, amit a külső szektorok pozitív pénzügyi egyenlege jelez. A magánszektor pénzügyi egyenlegei továbbra is pozitívak maradtak, az állami szektor pedig jelentős hiányt mutatott, különösen Indiában és Törökországban. Végül Dél-Afrikában adósságvezérelt magánkeresleti fellendülés volt tapasztalható, a belföldi kereslet magas növekedési hozzájárulásával, a nettó export negatív növekedési hozzájárulásával és a magánháztartási szektor negatív pénzügyi egyenlegével, ami azt jelzi, hogy a magánháztartások fogyasztási céllal adósságot halmoztak fel.

A második időszakban Argentínában, Brazíliában, Oroszországban és Dél-Afrikában az első időszakhoz képest lényegesen alacsonyabb átlagos reál-GDP-növekedési rátát figyelhetünk

meg, míg Kínában, Indiában, Mexikóban és Törökországban nem történt jelentős változás, bár a növekedési ráták eltérő szintje mellett. Kína kivételével

és Indiában, ebben a második időszakban a beruházások növekedési hozzájárulása jelentősen visszaesett, sőt Argentínában, Braziliában és Oroszországban az időszak átlagában negatívvá vált, hozzájárulva ezzel a 2007-2009-es válságot követő globális stagnáló tendenciákhoz.

4. táblázat: A keresletvezérelt növekedési rendszerek besorolása a finanszírozás alatt	
Exportvezérelt merkantilista (ELM)	<ul style="list-style-type: none"> • a magánszektor és a magánháztartások pozitív pénzügyi egyenlege, • a külső szektor negatív pénzügyi egyenlegei, • az áruk és szolgáltatások pozitív egyenlege, • a nettó export pozitív növekedési hozzájárulása.
Gyengén exportvezérelt (WEL)	<p>Vagy</p> <ul style="list-style-type: none"> • a magánszektor pozitív pénzügyi egyenlege, • a külső szektor negatív pénzügyi egyenlegei, • az áruk és szolgáltatások pozitív egyenlege, • a nettó export negatív növekedési hozzájárulása. <p>Vagy</p> <ul style="list-style-type: none"> • a hazai szektorok negatív, de javuló pénzügyi egyenlege, • a külső szektor pozitív, de csökkenő pénzügyi egyenlege, • negatív, de javuló nettó export, • a nettó export pozitív növekedési hozzájárulása.
Belföldi keresletvezérelt (DDL)	<ul style="list-style-type: none"> • A magánháztartási szektor pozitív pénzügyi egyenlege és a magánszektor egészének pozitív vagy kiegyensúlyozott pénzügyi egyenlege, • a külső szektor kiegyensúlyozott vagy pozitív pénzügyi egyenlege, • a növekedést szinte kizárólag a belföldi de- mand hajtja, • a nettó export nulla körüli növekedési hozzájárulása.
Az adósság által vezérelt magánkereslet fellendülése (DLPD)	<ul style="list-style-type: none"> • a magánszektor negatív vagy egyensúlyközelítő pénzügyi egyenlegei, • a külső szektor pozitív pénzügyi egyenlege, • a belföldi de- mandátum és külső magánfogyasztási kereslet jelentős növekedési hozzájárulása, • a nettó export negatív növekedési hozzájárulása.
Forrás: Dühaupt és Hein (2019: 458).	

5. táblázat: Főbb makrogazdasági változók (az adott időszak átlagértékei)								
	Argentína		Brazília a		Kína		India	
Évek	2000-2008	2009-2019	2000-2008	2009-2019 ¹⁾	2000-2008	2009-2019 ²⁾	2000-2008	2009-2019
A reál-GDP növekedése, in százalék	3.53	0.70	3.78	1.25	10.46	8.02	6.11	6.84
Növekedési hozzájárulás a reál-GDP százalékában								
Belföldi kereslet	3.32	1.06	3.59	1.31	9.41	8.48	6.58	6.83
Magánfogyasztás...	2.08	0.77	2.04	1.29	3.03	3.24	3.12	3.75
A közfogyasztás...	0.38	0.44	0.53	0.20	1.38	1.46	0.50	0.76
Befektetés	0.86	-0.15	1.02	-0.19	5.00	3.77	2.95	2.32
Nettó export	0.46	-0.17	0.19	-0.06	1.05	-0.47	-0.30	0.06
Nettó export mint a GDP százalékában	7.10	-0.04	2.72	-0.15	4.57	2.57	-1.62	-3.04
Szektorális pénzügyi egyenleg a nominális GDP százalékában								
Külső szektor	-2.23	1.79	1.43	2.95	-4.99	-2.21	0.27	2.23
Közszektor	0.07	-4.11	-4.44	-4.83	-1.64	-2.33	-8.61	-6.87
Magánszektor	2.15	2.32	3.01	1.88	6.63	4.54	8.33	4.64
Háztartási szektor	NA	NA	2.19	1.43	NA	NA	NA	NA
Vállalati szektor	NA	NA	0.81	0.45	NA	NA	NA	NA
Rendszer	ELM	DDL (PD)	WEL	DDL (PD)	ELM	WEL	DDL (PD)	DDL (PD)
Megjegyzések: ELM: exportvezérelt merkantilista, WEL: gyengén exportvezérelt, DDL: belföldi keresletvezérelt, DDL (PD): DLPD: adósságvezérelt magánkereslet. 1) Itt az ágazati pénzügyi egyenlegek 2009-2017-re vonatkoznak. 2) Itt a GDP-növekedés és a növekedési hozzájárulások 2009-2018-ra vonatkoznak. Források: (2020), OECD (2020a), ECLAC (2020), IMF (2020) és OECD (2020b), saját számításaink és bemutatásunk.								

**5. táblázat: A legfontosabb makrogazdasági változók (az adott időszak átlagértékei)
folytatás**

Évek	Mexikó		Orosz ország		Dél-Afrika		Törökország	
	2000-2008	2009-2019	2000-2008	2009-2019	2000-2008	2009-2019	2000-2008	2009-2019 ¹⁾
A reál-GDP növekedése, százalékban	2.23	1.96	6.96	1.04	4.17	1.39	4.93	4.89
Növekedés Hozzájárulás a reál-GDP százalékában								
Belföldi kereslet	2.90	1.46	8.15	0.56	5.00	1.59	5.38	4.36
Magánfogyasztás...	2.07	1.13	4.25	0.89	2.69	1.10	2.49	2.79
Közfogyasztás...	0.12	0.23	0.45	0.04	0.87	0.44	0.64	0.74
Befektetés	0.71	0.10	3.45	-0.38	1.44	0.05	2.25	0.83
Nettó export	-0.48	0.46	-0.65	0.58	-0.64	-0.37	-0.45	0.51
Nettó export mint a GDP százalékában	-2.73	-0.41	12.58	8.01	7.34	-0.35	-2.72	-2.03
Ágazati pénzügyi egyensúly a nominális GDP százalékában								
Külső szektor	0.91	1.25	-8.88	-3.62	2.34	3.54	3.16	5.07
Közszektor	-1.35	-2.89	4.25	-1.20	-2.05	-3.61	-5.49	-1.39
Magánszektor	0.44	1.64	4.64	4.82	-0.29	0.07	2.34	-3.68
Háztartási szektor	NA	NA	NA	NA	-0.61	-0.73	NA	0.24
Vállalati szektor	NA	NA	NA	NA	0.32	0.80	NA	-3.92
Rendszer	DDL	WEL	WEL	ELM	DLPD	DLPD	DDL (PD)	DLPD
Megjegyzések: ELM: exportvezérelt merkantilista, WEL: gyengén exportvezérelt, DDL: belföldi keresletvezérelt, DDL (PD): DLPD: adósságvezérelt magánkereslet. 1) Itt az ágazati pénzügyi egyenlegek csak a 2009-2017 közötti időszakra vonatkoznak. Források: (2020), OECD (2020a), ECLAC (2020), IMF (2020) és OECD (2020b), saját számításaink és bemutatásunk.								

Ami a keresleti és növekedési rendszereket illeti, a második időszakban Oroszországban exportvezérelt merkantilista rendszer volt jellemző, a nettó export pozitív növekedési hozzájárulásával és a külső szektor magas ~~deficit~~ így magas és növekvő folyó fizetési mérlegtöbbslettel. Kína és Mexikó gyengén exportvezérelt volt: Kína még mindig jelentős külső szektorbeli pénzügyi hiánnyal és így folyó fizetési mérlegtöbbslettel, de a nettó export negatív növekedési hozzájárulásával és így csökkenő folyó fizetési mérlegtöbbslettel, Mexikó pedig még mindig pozitív külső szektorbeli pénzügyi többslettel és így folyó fizetési mérleghiánnyal, de a nettó export pozitív növekedési hozzájárulásával és így csökkenő folyó fizetési mérleghiánnyal.

India továbbra is a belső kereslet által vezérelt, magas államháztartási hiány és növekvő külkereskedelmi többslet, és ezáltal növekvő folyó fizetési mérleghiány mellett. Ugyanez a rendszer megtalálható Argentínában és Brazíliában is, ahol szintén magas az államháztartási hiány, valamint a magán- és a külső szektor pénzügyi többslete. A nettó export növekedési hozzájárulása csökken, és a folyó fizetési mérleg negatívvá vált Argentínában, Brazíliában pedig tovább nőtt a folyó fizetési mérleg hiánya. Dél-Afrika a 2007-2009-es válságot követően is fenntartotta az adósságvezérelt magánkereslet fellendülését, a háztartási szektor negatív pénzügyi egyenlege és a magánfogyasztás az alacsony reál-GDP-növekedés fő hajtóereje. Végül Törökország az adósságvezérelt magánkereslet fellendülése felé mozdult el. Az első időszak magas államháztartási hiányát felváltotta a magánháztartási hiány, amelyben a 2007-2009-es válságot követően a vállalati szektor hiánya vált dominánssá. A magánháztartási szektor csak csekély többsletet mutat, ami azt jelenti, hogy több háztartás is deficités. Ez a rendszerváltás a külső szektor többsletének jelentős növekedésével, és így a folyó fizetési mérleg hiányának növekedésével járt együtt.

Ami a rezsimeknek a 2007-2009 előtti válságtól a válság és a válság utáni időszak közötti váltását illeti, a 2. szakaszban a DCE-k esetében láttuk, hogy a válság előtti exportvezérelt merkantilista vagy gyengén exportvezérelt rezsimek továbbra is exportvezérelt rezsimek maradtak, és hogy több adósságvezérelt magángazdasági de- mand boom rezsime az exportvezérelt merkantilista vagy gyengén exportvezérelt re- gime felé mozdult el. Ellenpéldaként néhány más, adósságvezérelt, a magánkeresletet élvező gazdaság a magas államháztartási hiányt mutató, belföldi keresletvezérelt rendszerek felé mozdult el. Az 1. táblázatban, amely ezeket az eltolódásokat szemlélteti, az országok a jobb felső sarokban csoportosulnak.

Ilyen mintázat, azaz jobb felső klaszteresedés nem figyelhető meg az itt vizsgált ECE-k esetében a 6. táblázatban. Globális szempontból ez persze aligha lett volna lehetséges, mert globális szinten az exportvezérelt merkantilista országoknak szükségük van a kapcsolódó folyó fizetési mérleghiányt elfogadó ellenországokra, akár magánszektorbeli deficittel, azaz adósságvezérelt magán de- mand boomgazdaságokkal, akár a belföldi keresletvezérelt rendszert stabilizáló államháztartási deficittel.

6. táblázat: A kereslet és a növekedési rendszerek eltolódása 2000-2008 és 2009-2019 között					
		Második időszak (2009-2019)			
		Adósságvezérelt elsőbbségi kereslet (DLPD)	Belföldi demandátumvezérelt, magas államháztartási hiányokkal (DDL (PD))	Gyengén exportvezetésű (WEL)	Exportvezérelt merkantilista (ELM)
Első időszak (2000-2008)	Adósságvezérelt állami kereslet (DLPD)	Dél-Afrika			
	A belföldi demandátumok magas államháztartási hiányokkal vezetve (DDL (PD))	Törökország	India	Mexikó	
	Gyengén exportvezetett (WEL)		Brazília		Oroszország
	Exportvezérelt merkantilista (ELM)		Argentína	Kína	

Ha az első és a második időszak közötti rendszerváltást nézzük, az itt vizsgált nyolc ECE esetében a mintázat változatosabb, mint a DCE-k esetében. Csak Oroszország és Mexikó vált exportorientáltabbá, Oroszország az első időszakban gyengén exportvezéreltből a második időszakban exportvezérelt merkantilista felé, Mexikó pedig a belföldi keresletvezéreltből a gyengén exportvezérelt felé mozdult el. A többi hat ország esetében a rezsimek kevésbé exportorientáltak lettek, azaz a 6. táblázatban a jobb alsó sarokban találhatóak. Dél-Afrika megmaradt adósságvezérelt magánkereslet-boomnak, Törökország pedig a belföldi keresletvezéreltből e rezsim felé fordult. India megmaradt a belső kereslet által vezérelt, államháztartási deficittel stabilizált, és Brazília és Argentína is e rezsim felé fordult, Brazília esetében a gyengén exportvezéreltből, Argentína esetében pedig az exportvezérelt merkantilista rezsimből. Kína az exportvezérelt kereskedelemről a gyengén exportvezérelt felé mozdult el.

Ha ezeket a rendszerváltozásokat a 3. szakaszban a válság előtti és utáni időszakokra

meghatározott elosztási tendenciákkal hozzuk összefüggésbe, akkor figyelembe kell vennünk a becslési eredményeket is, amelyek a kereslet bér- vagy profitvezérelt jellegére vonatkoznak ezekben az országokban (7. táblázat). Ezekben a becslésekben egy országot akkor tekintünk bérvezéreltnek, ha a bérhányad csökkenése visszafogja az aggregált keresletet, és egy országot akkor tekintünk profitvezéreltnek, ha a bérhányad csökkenése növeli az aggregált keresletet. Világosnak kell lennie, hogy ez a megkülönböztetés nem jelenti azt, hogy a bérvezérelt gazdaságokban a bérhányadok valóban emelkednek, és így elősegítik az aggregált kereslet és a GDP növekedését, vagy hogy a profitvezérelt gazdaságokban a profithányadok növekednek, és ösztönzik az aggregált keresletet és a növekedést. Ezért, Lavoie és Stockhammer (2013) megkülönböztetését követve, a bérvezérelt keresleti rezsim nem

nem feltétlenül jelenti azt, hogy munkásbarát politikákat vezetnek be - és a profitvezérelt keresleti rendszer nem jelenti azt, hogy a tőkepárti politikák érvényesülnek. Azt is világossá kell tenni, hogy a kereslet bér- vagy profitvezérelt jellege nem jelenti egyértelműen azt, hogy egy ország adósságvezérelt pri- vátnál keresletboom-rendszert, belföldi keresletvezérelt, gyengén exportvezérelt vagy exportvezérelt mercantilista rendszert követ-e, mivel ezek a kategóriák különböző elemzési szinteken helyezkednek el. Például Indiában és Dél-Afrikában a teljes keresletet egyaránt profitvezéreltnek becsülik, de elemzésünk szerint India magas államháztartási hiányokkal járó, belföldi keresletvezérelt rendszert követett, míg Dél-Afrikát adósságvezérelt magánkeresleti (fellendülési) rendszer jellemezte, mindkettőt a 2007-2009-es válság előtt és után.

A 7. táblázatból látható, hogy a funkcionális jövedelemelosztás változásainak a belföldi keresletre, azaz a fogyasztásra és a beruházási keresletre gyakorolt hatására vonatkozó becslési eredmények egyediak: Úgy tűnik, hogy a belföldi kereslet minden olyan országunkban, amelyre vonatkozóan becslési eredményekkel rendelkezünk, bérvezérelt - Oroszországra vonatkozóan még nincsenek eredmények. Ha az újraelosztás export- és importkeresletre, azaz a nettó exportra gyakorolt hatását is figyelembe vesszük, a teljes keresletre vonatkozó eredmények kevésbé egyértelműek. Argentína, Brazília, Kína és Mexikó esetében egyes tanulmányok szerint a teljes keresletet továbbra is a bérek irányítják, míg mások az újraelosztás nettó exportra gyakorolt hatásának dominanciáját állapítják meg, és így arra a következtetésre jutnak, hogy ezekben az országokban a teljes keresletet a profit irányítja. Indiáról és Dél-Afrikáról csak olyan tanulmányok állnak rendelkezésünkre, amelyekben a teljes keresletet a profit irányítja, míg Törökországban a keresletet kizárólag a bér irányítja.

Ezekből az eredményekből arra következtethetünk, hogy a bérhányad növekedése (és az általános egyenlőtlenség csökkenése bizonyos mutatók szerint) Brazíliában és Argentínában hozzájárult ahhoz, hogy ezek az országok a második időszakban a belföldi kereslet által vezérelt rendszer felé mozdultak el, mivel javította a belföldi kereslet relatív jelentőségét a nettó exporttal szemben. Ugyanezen okból a bérhányad növekedése és az egyenlőtlenség csökkenése Kínában hozzájárult ahhoz, hogy Kína rendszere az exportvezérelt merkantilista rendszerről a gyenge exportvezéreltrendszerre változott, a nettó export negatív növekedési hozzájárulásával. Mexikó esetében a bérek arányának csökkenése, amely visszafogja a belföldi keresletet, hozzájárult ahhoz, hogy ez a gazdaság gyengén exportvezérelt rendszerre vált. A többi ország esetében az elosztás hatása kevésbé egyértelmű. Indiában, amely az ökonometriai becslés szerint profitvezérelt gazdaság, a bérhányad csökkenésének a magánkeresletet kellett volna növelnie, ami visszafogta a fogyasztási keresletet, de a nettó exportot még inkább növelte. Azonban nem pontosan ez történt, és a rendszert továbbra is a hiányból finanszírozott kormányzati kiadások uralták. Dél-Afrikában, amely a becslések szerint szintén profitvezérelt gazdaság, a második időszakban a bérhányad kismértékű növekedése mellett a gazdaság továbbra is az adósságvezérelt magánkeresleti rendszerben maradt, a magánháztartási szektor hiányával. Törökországban pedig, amely a becslések szerint bérvezérelt gazdaság, a bérhányad növekedése a második időszakban az adósságvezérelt magánkereslet fellendülési rendszerével járt együtt, magas deficittel a

vállalati szektorban, de a magánháztartási szektor több részében is, mivel a magánháztartási szektor egészének pénzügyi egyenlege közel volt a nullához.

7. táblázat: Bér- vs. profitvezérelt kereslet: becslési eredmények				
Ország	Belföldi kereslet		Teljes kereslet	
	Bérvezérelt	Profitorientált	Bérvezérelt	Profitorientált
Argentína	Onaran és Galanisz (2014): 1970s-2007			Onaran és Galanisz (2014): 1970s-2007
	Alarco Tosoni (2016): 1950-2012		Alarco Tosoni (2016): 1950-2012	
	Reyes (2019): 1970-2017		Reyes (2019): 1970-2016	
Brazília	Araujo et al. (2012): 2002-2008			Araujo et al. (2012): 2002-2008
	Alarco Tosoni (2016): 1950-2012		Alarco Tosoni (2016): 1950-2012	
	Reyes (2019): 1970-2016			Reyes (2019): 1970-2017
	Tomio (2020): 1956-2008		Tomio (2020): 1956-2008	
Kína	Molero Simarro (2011): 1978-2011. Az átlagos és a 1979-es szint	Molero Simarro (2011): 1978-2011. A 2007-es szint		Molero Simarro (2011): 1978-2011
	Onaran és Galanisz (2014): 1970s-2007			Onaran és Galanisz (2014): 1970s-2007
	Jetin és Reyes (2020): 1982-2016		Jetin & Reyes (2020): 1982-2016	
India	Onaran és Galanisz (2014): 1970s-2007			Onaran és Galanisz (2014): 1970s-2007
Mexikó	Onaran és Galanisz (2014): 1970s-2007			Onaran és Galanisz (2014): 1970s-2007
	Alarco Tosoni (2016): 1950-2012		Alarco Tosoni (2016): 1950-2012	
	Reyes (2019):1970-2017		Reyes (2019):1970-2017	
Dél-Afrika	Onaran és Galanisz (2014): 1970s-2007			Onaran és Galanisz (2014): 1970s-2007
Törökország	Onaran és Galanisz (2014): 1970s-2007		Onaran és Galanisz (2014): 1970s-2007	
			Kurt (2020): 1988-2017	

Forrás: Jimenez (2020), a mi kiterjesztéseink és bemutatásunk.

Végezetül értékelhetjük a nyolc ECE-ünk számára globális kontextusban talált rendszereket. Az első időszakban Kína és Oroszország jelentős folyó fizetési mérlegtöbblettel járult hozzá a globális egyensúlytalanságokhoz a 2007-2009-es válság előtt, míg a többi hat ország folyó fizetési mérlegének hiánya csekély maradt (2. ábra). A második időszakban Kína többletei csökkentek a gyengén exportvezérelt gazdaság felé való elmozdulással összefüggésben, míg Oroszország többletei nagyjából fennmaradtak, az exportvezérelt mer- cantalista rendszer felé haladó gazdaság részeként. A többi ország folyó fizetési mérlegének hiánya azonban

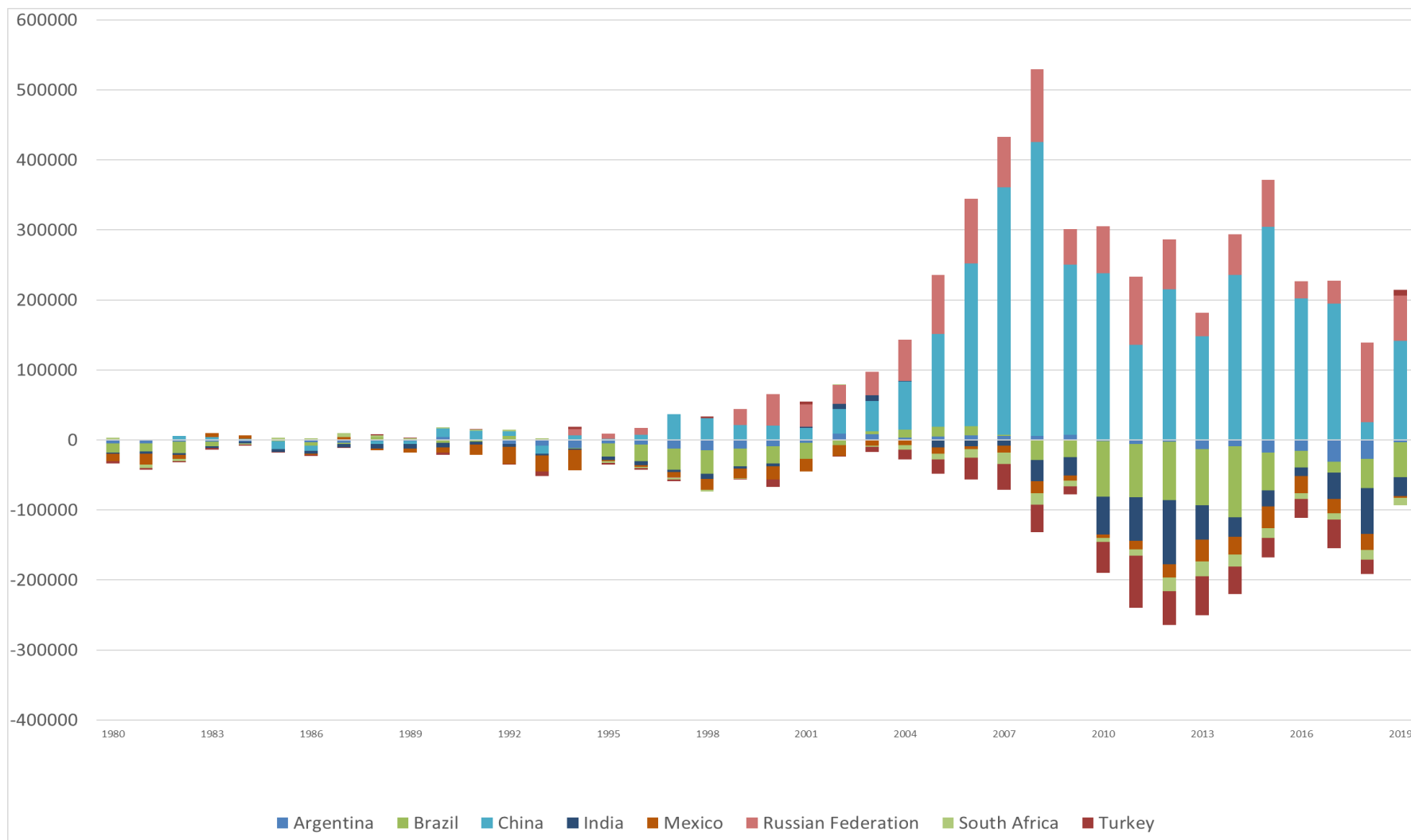
nótt.

jelentősen csökkent a válság előtti időszakhoz képest, különösen Brazíliában, Indiában és Törökországban, és kevésbé Argentínában és Dél-Afrikában, sőt még Mexikóban is. Ezeknek a feltörekvő kapitalista gazdaságoknak az adósságvezérelt magánkeresleti fellendülés és az államháztartási hiányok által stabilizált belső keresletvezérelt gazdaságok folyó fizetési mérleghiányai így Ausztrália, Franciaország, az Egyesült Királyság és az Egyesült Államok folyó fizetési mérlegének globális megfelelőivé váltak (1. ábra) az exportvezérelt gazdaságok, azaz a feltörekvő kapitalista gazdaságok közül Kína és Oroszország, valamint Németország, Japán, Olaszország, Korea, Hollandia, Szaúd-Arábia és Spanyolország folyó fizetési mérlegtöbbleteivel együtt (1. ábra).

Ez a globális mintázat összefüggésbe hozható a 3. szakaszban említett globális pénzügyi ciklus megfigyelésével, és így különösen a DCE-knek a globális pénzügyi válságra és a nagy recesszióra adott politikai döntéseivel. Az első időszakban a 2007-2009-ig néhány DCE-ben az adósságvezérelt magánkereslet fellendülése az ECE-k számára is keresletet generált, és kiegyensúlyozott, sőt exportvezérelt bővülést tett lehetővé. A második időszakban azonban az euróövezetben és egyes más DCE-kben uralkodó politikai válaszlépések, azaz a megszorítások több DCE-ben az exportvezérelt irányba történő rendszerváltást eredményeztek, ami viszont az ECE-k exportpiacaira is hatással volt. Az alacsony kamatláb-politika és a DCE-országok központi banki mérlegének bővülése ezután számos ECE-országban lehetővé tette az adósságvezérelt növekedést. Ezt a tendenciát elősegítette ezekben az országokban a 3. szakaszban vázolt számos finanszírozási mutató növekedése, és megerősítette a "függő finanszírozás" növekedését.

A globális szintű rendszerváltozások és a globális folyó fizetési mérlegek egyensúlytalanságának fennmaradása számos súlyos kockázatot rejt magában. Először is, az exportvezérelt merkantilista rendszerek felé való elmozdulás a fejlett tőkés világ nagy részein, különösen az euróövezetben, a globális kereslettermelés kompresszióját jelenti, és így hozzájárul a globális stagnálási tendenciákhoz. Másodszor, a növekvő folyó fizetési mérlegtöbblettel járó exportvezérelt rendszerek irányába mutató tendencia a világgazdaság más részein növekvő folyó fizetési mérleghiányok elfogadását követeli meg. Pénzügyileg ez nem jelent problémát azon országok számára, amelyek saját valutájukban bocsátanak ki adósságot, mint például az USA és az Egyesült Királyság. A magas és tartós folyó fizetési mérleghiányok elfogadásának azonban még ezekben az országokban is lehetnek gazdasági és politikai korlátai, például a foglalkoztatási lehetőségek elvesztése. Sőt, ami még aggasztóbb, a feltörekvő kapitalista, folyó fizetési mérleghiányos országoknak pénzügyi korlátai is vannak, mivel nem tudnak saját valutájukban adósságot kibocsátani. Itt felmerülnek a látens devizában történő túladósodás problémái, valamint a tőkebeáramlás hirtelen leállításának és a tőkemenekülésnek a veszélye - ahogyan az már a jelenlegi, 2020 elején kezdődött Covid-19 válságban is megfigyelhető (Európai Bizottság, 2020).

2. ábra: folyó fizetési mérleg egyenlege folyó dollárban, Argentína, Brazília, Kína, India, Mexikó, Oroszország, Dél-Afrika és Törökország, 1980-2019.



Forrás: IMF (2020), a mi előadásunk.

5. Következtetések

Az elmúlt évtizedben az eltérő keresleti és növekedési rendszerek kulcsfontosságú dinamikájának megértése mind a DCE-kben, mind az ECE-kben vonzó kérdéssé vált a CPE-kutatók és a heterodox közgazdaságtan körében. A klasszikus politikai gazdaságtan témái iránti megújult figyelem a különböző tudományos diszciplínák közötti új kapcsolódási pontokat is magasra emeli, bár e tanulmányok többsége a DCE-kre összpontosít. Ebben a tanulmányban az elemzést kiterjesztettük a globális Délre, és nyolc nagy ECE-re vonatkozóan vizsgáltuk a válság előtti és utáni keresleti és növekedési rendszereket a 2009-es válság előtt és után. Az ECE-kben a finanszírozás hatásait is összekapcsoltuk a keresleti és növekedési rezsimekkel.

Kutatásunk egyik fő megállapítása az, hogy az ECE-k nem ugyanazt az utat követték, mint a DCE-k a 2007-2009 utáni időszakban a keresleti és növekedési rendszerüket tekintve. Míg a legtöbb DCE-ben a kereslet és a növekedési rendszerek egyértelműen az exportorientáltság irányába mozdultak el, addig az ECE-kben inkább a belföldi demándátumvezérelt, államháztartási hiány által stabilizált rendszerek, sőt az adósságvezérelt magánkereslet fellendülése felé mutató tendenciát, illetve azok folytatását találjuk. A nyolc fő ECE-ország közül csak Oroszország követett exportvezérelt merkantilista rendszert a válság után, és még Kína, a válság előtt az egyik legnagyobb exportvezérelt merkantilista rendszer is a gyengén exportvezérelt felé fordult, zsugorodó nettó exporttal és folyó fizetési mérleg többlettel.

Elemzésünk szerint az ECE-kben e fejlődés fő oka egyrészt az volt, hogy egyes országokban javult a jövedelemeloszlás, ami hozzájárult a jövedelemfinanszírozott belső kereslet stabilizálásához. A bérek mérséklésével vagy akár csökkentésével megvalósuló belső leértékelés, amelyet a válság után számos exportvezérelt, merkantilista DCE követett, nem volt a választott stratégia az ECE-kben, legalábbis eddig. Másrészt viszont több ECE-ben a függő pénzügyi irányítás további növekedését láttuk, ami az alacsony kamatláb-politikával és a mennyiségi lazítási programok több hullámával együtt a DCE-kben több ECE-t is adósságvezérelt rendszer követésére készítetett a válság után. A globális Észak nagy részén stagnáló exportpiacokkal együtt ez számos ECE-t a globális Észak exportvezérelt merkantilista országainak globális megfelelőjévé tette, természetesen az olyan globális északi országokkal együtt, mint Ausztrália, Franciaország, az USA és az Egyesült Királyság.

Végezetül azzal érveltünk, hogy ez a globális rendszerintázat és a globális folyó egyensúlytalanságok fennmaradása magában hordozza a jövőbeli instabilitás gyökereit, mind az adósságvezérelt ECE-k, mind a világgazdaság egésze számára.

Hivatkozások

- Aglietta, M. (2015): *A kapitalista szabályozás elmélete: The US experience* (D. Fernbah, Trans.), London és New York: Verso. (Az eredeti mű 1979-ben jelent meg)
- Akçay, Ü. (2021): *Kortárs Politika*, 27(1), 79-104.
<https://doi.org/10.1080/13569775.2020.1845920>
<https://doi.org/10.1080/13569775.2020.1845920>
- Akçay, Ü., Güngen, A.R. (2019): The making of Turkey's 2018-2019 economic crisis, Institute for International Political Economy (IPE), Working Paper 120/2019. https://www.ipe-berlin.org/fileadmin/institut-ipe/Dokumente/Working_Papers/ipe_working_paper_120.pdf
- Alami, I., Dixon, A. D. (2020): *Political Geography*, 82, 102237.
<https://doi.org/10.1016/j.polgeo.2020.102237>
<https://doi.org/10.1016/j.polgeo.2020.102237>
- Alarco Tosoni, G. (2016): Distribución factorial del ingreso y regímenes de crecimiento en América Latina, 1950-2012, *Revista Internacional del Trabajo*, 135(1), 79-103.
- Amable, B. (2016): *Journal of Institutional Economics*, 12(1), 79-103.
<https://doi.org/10.1017/S1744137415000211>
<https://doi.org/10.1017/S1744137415000211>
- Andrade, R. P., Prates, D. M. (2013): *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(3), 399-416.
<https://doi.org/10.2753/PKE0160-3477350304>. <https://doi.org/10.2753/PKE0160-3477350304>.
- Araújo, E., Gala, P., Bruno, M. (2012): *Estudos Avançados*, 26 (75), 41-56.
- Arestis, P., Glickman, M. (2002): *Cambridge Journal of Economics*, 26(2): 237-260.
<https://doi.org/10.1093/cje/26.2.237>. <https://doi.org/10.1093/cje/26.2.237>.
- Baccaro, L., Pontusson, J. (2016). Az összehasonlító politikai gazdaságtan újragondolása: The Growth Model Perspective, *Politics & Society*, 44(2), 175-207. <https://doi.org/10.1177/0032329216638053>
<https://doi.org/10.1177/0032329216638053>
- Belabed, C., Theobald, T., van Treeck, T. (2018): *Cambridge Journal of Economics*, 42 (1), 47-94.
- Becker, J., Jäger, J., Leubolt, B., Weissenbacher, R. (2010): Perifériás finanszírozás és a válsággal szembeni sebezhetőség: A Regulationist perspective, *Competition & Change*, 14(3-4), 225- 247. <https://doi.org/10.1179/102452910X12837703615337>.
<https://doi.org/10.1179/102452910X12837703615337>.
- Becker, J., Weissenbacher, R. (2015): Changing development models: Nemzetközi konferencia: Recherche & Regulation 2015, Párizs, 10.06.-12.06.
- Becker, J. (2016): *Journal Für Entwicklungspolitik*, XXXII(1/2), 84-113.
- Bieling, H.-J. (2014): *Capital & Class*, 38(1), 31-43.
<https://doi.org/10.1177/0309816813513086>.
<https://doi.org/10.1177/0309816813513086>.
- Blyth, M., Matthijs, M. (2017): *Review of International Political Economy*, 24(2), 203-231.
<https://doi.org/10.1080/09692290.2017.1308417>. <https://doi.org/10.1080/09692290.2017.1308417>.
- Bohle, D. (2018): *New Political Economy*, 23(2), 239-253.
<https://doi.org/10.1080/13563467.2017.1370448>.
<https://doi.org/10.1080/13563467.2017.1370448>.

- Bohle, D., Greskovits, B. (2009): *Euro-pean Journal of Sociology*, 50(3), 355-386.
<https://doi.org/10.1017/S0003975609990178>
- Bonizzi, B. (2017): *Economic and Political Studies*, 5(1): 21-40.
<https://doi.org/10.1080/20954816.2016.1274517>.
<https://doi.org/10.1080/20954816.2016.1274517>.
- Bortz, P. G., Kaltenbrunner, A. (2018): *Development and Change*, 49(2), 375-393.
<https://doi.org/10.1111/dech.12371>. <https://doi.org/10.1111/dech.12371>.
- Bräuning, F. Ivashina, V. (2019): U.S. monetary policy and emerging market credit cycles, *Journal of Monetary Economics*, 112, 57-74. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2019.02.005>.
- Bruff, I., Ebenau, M., May, C. (2015): Fault and fracture? A kom-paratív kapitalizmus-kutatás új irányzatainak hatása a tágabb területre, in: M. Ebenau, I. Bruff, C. May, (szerk.), *New directions in comparative capitalisms research: critical and global perspectives*, Basingstoke: Palgrave Macmillan, 28-44.
- Buhr, D., Frankenberger, R. (2014): Az inkorporált kapitalizmus kialakulóban lévő változatai. Elméleti megfontolások és empirikus bizonyítékok, *Business and Politics*, 16(3), 393-427. <https://doi.org/10.1515/bap-2013-0020>. <https://doi.org/10.1515/bap-2013-0020>
- Chibber, V. (2003): *Locked in place: Oxford és Princeton: State-building and late industrialization in India*: Princeton University Press.
- Cynamon, B.Z., Fazzari S.M. (2008): A háztartások adóssága a fogyasztói korszakban: a növekedés forrása.
 az összeomlás kockázata, *Capitalism and Society*, 3(2), 1-30.
- Cynamon, B.Z., Fazzari, S.M. (2013): Levy Economics Institute of Bard College, 752. sz. munkadokumentum.
- Cynamon, B.Z., Fazzari, S.M. (2015): Rising inequality and stagnation in the US economy, *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 12(2), 170-172.
- Cynamon, B.Z., Fazzari, S.M. (2016): Inequality, the Great Recession and slow recovery, *Cambridge Journal of Economics*, 40(2), 373-399. <https://doi.org/10.1093/cje/bev016>.
<https://doi.org/10.1093/cje/bev016>.
- Davis, L.E. (2017): *Journal of Economic Surveys*, 31(5), 1332-1358.
- Demir, F. (2009): Pénzügyi liberalizáció, magánbefektetések és portfólióválasztás: Financialization of real sectors in emerging markets, *Journal of Development Economics*, 88(2), 314-324.
<https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.04.002>.
<https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.04.002>
- Detzer, D. (2018): Inequality, emulation and debt: the occurrence of different growth regimes in the age of financialisation in a stock-flow consistent model, *Journal of Post Keynesian Economics*, 41, 284-315.
<https://doi.org/10.1080/01603477.2017.1387499>.
<https://doi.org/10.1080/01603477.2017.1387499>.
- Dodig, N., Hein, E., Detzer, D. (2016): Financialisation and the financial and economic crises: theoretical framework and empirical analysis for 15 countries, in: Hein, E., Detzer, D. és Dodig, N. (szerk.), *Financialisation and the Financial and Economic Crises: Country Studies*, Cheltenham: Edward Elgar, 1-41.
- Dünhaupt, P., Hein, E. (2019): *Journal of Baltic Studies*, 50(4), 435-465.
- Epstein G. A. (2005): Bevezetés: In: Epstein E. Epstein, A. Epstein: A pénzügyek és a világgazdaság: A pénzügyek és a világgazdaság: G. A. Epstein (szerk.): *Financialization and the World Economy*, Cheltenham: *Financialization and the World Economy*:

Edward Elgar, 3-16.

- Európai Bizottság (2020): Európai gazdasági előrejelzés, 2020 tavasza, Brüsszel: Európai Bizottság, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/spring-2020-economic-forecast-deep-and-uneven-recession-uncertain-recovery_en (hozzáférés dátuma: 2021.03.18.).
- Fainshmidt, S., Judge, W. Q., Aguilera, R. V., Smith, A. (2018): Az intézményrendszerek változatai: A contextual taxonomy of understudied countries, *Journal of World Business*, 53(3), 307-322. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2016.05.003>
- Fine, B., Lapavistas, C., Pincus, J. (2001): *Fejlesztési politika a 21. században: Túl a Washington utáni konszenzuson*, London és New York: Routledge.
- Fritz, B., Paula, L.F., Prates, D.M. (2018): Global currency hierarchy and national policy space: a framework for peripheral economies, *European Journal of Economics and Economic Policies*, 15(2), 208-218. <https://doi.org/10.4337/ejeep.2018.02.11>. <https://doi.org/10.4337/ejeep.2018.02.11>.
- Gábor, D. (2013): Gábor Gábor: A román gazdaság finanszírozása: A központi bank által irányított finanszírozástól a függő finanszírozásig (5. szám). FESSUD Tanulmányok a pénzügyi rendszerekről (Finanszírozás, gazdaság, társadalom és fenntartható fejlődés).
- Gábor, D. (2018): *A nemzetközi fejlesztés finanszírozásának megértése 11 GYIK segítségével*, Washington, DC: Heinrich Böll Stiftung North America.
- Guttman R. (2016): *Pénzügyi irányítású kapitalizmus: Basingstoke: Shadow banking, re-regulation, and the future of global markets*: Palgrave Macmillan.
- Guimarães Coelho D., Perez Caldentey E., (2018): Neo-Kaleckian modellek pénzügyi ciklusokkal: A center-periphery framework, *PSL Quarterly Review*, 71(286): 309-326. https://doi.org/10.13133/2037-3643_71.286_3. https://doi.org/10.13133/2037-3643_71.286_3
- Hall, P. A., Soskice, D. W. (szerk.) (2001): *A kapitalizmus változatai: The institutional foundations of comparative advantage*, New York: Oxford University Press.
- Hartwig J. (2014): *International Review of Applied Economics*, 28(4), 419-435.
- Hein, E. (2011a): Újraelosztás, globális egyensúlytalanságok és a pénzügyi és gazdasági válság - a keynesiánus New Deal mellett szóló érvek, *International Journal of Labour Research*, 3(1), 51-73.
- Hein, E. (2011b): Kalecki perspektívája, in: Financialisation, re-distribution, and the financial and economic crisis - a Kaleckian perspective: Niechoj, T., Onaran, Ö., Stockhammer, E., Truger, A., van Treeck, T. (szerk.): *Stabilising an unequal economy? Államadósság, pénzügyi szabályozás és jövedelemelosztás*, Marburg: Metropolis, 35-62.
- Hein, E. (2012): Cheltenham: *The Macroeconomics of Finance-dominated Capitalism - and its Crisis*: Edward Elgar.
- Hein, E. (2013): Hein: A pénzügyek uralta kapitalizmus, az újraelosztás és a pénzügyi és gazdasági válság: európai perspektíva, in: DeJuan, O., Febrero, E., Uxo, J. (szerk.), *Post-Keynesian Views of the Crisis and its Remedies*, Abingdon: Routledge, 15-45.
- Hein, E. (2013/14): *Journal of Post Keynesian Economics*, 36(2), 325-354.
- Hein, E. (2014): Cheltenham: *Distribution and Growth after Keynes: A Post-Keynesian Guide*: Edward Elgar.
- Hein, E. (2015): *Cambridge Journal of Economics*, 39(3), 907-934. <https://doi.org/10.1093/cje/bet038>
- Hein, E. (2016): Szekuláris stagnálás vagy stagnálási politika? Steindl after Summers, *PSL Quarterly Review*, 69(276), 3-47.

- Hein, E. (2018): Egyenlőtlenség és növekedés: Marxi és posztkeynesiánus/kaleckiánus perspektívák az elosztási és növekedési rezsimekről a nagy recesszió előtt és után, in: Arestis, P., Sawyer, M. (szerk.): *Egyenlőtlenség: Egyenlőtlenség: Tendenciák, okok, következmények, releváns szakpolitikák*. International Papers in Political Economy, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Hein, E. (2019): *Cambridge Journal of Economics*, 43(4), 975-999.
- Hein, E. (2020): Institute for International Political Economy (IPE), Working Paper 149/2020. https://www.ipe-berlin.org/fileadmin/institut-ipe/Dokumente/Working_Papers/IPE_WP_90.pdf.
- Hein, E., Detzer, D., Dodig, N. (szerk.) (2015): *A pénzügyek uralta kapitalizmus bukása: Explaining the Financial and Economic Crises*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Hein, E., Detzer, D., Dodig, N. (szerk.) (2016): *Financialisation and the Financial and Economic Crises: Country Studies*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Hein, E., Dühaupt, P., Alfageme, A., Kulesza, M. (2017a): Financialisation and distribution before and after the crisis: patterns for six OECD countries, in: Arestis, P., Sawyer, M. (szerk.), *Economic Policies since the Global Financial Crisis*. International Papers in Political Economy, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Hein, E., Dühaupt, P., Alfageme, A., Kulesza, M. (2018): A Kaleckian perspective on financialisation and distribution in three main Eurozone countries before and after the crisis: Franciaország, Németország és Spanyolország, *Review of Political Economy*, 30(1), 41-71.
- Hein, E., Dühaupt, P., Kulesza, M., Alfageme, A. (2017b): Financialisation and distribution from a Kaleckian perspective: the United States, the United Kingdom and Sweden compared - before and after the crisis, *International Journal of Political Economy*, 46(4), 233-266.
- Hein, E., Martschin, J. (2020): The Eurozone in Crisis - A Kaleckian Macroeconomic Regime and Policy Perspective, *Review of Political Economy*, 32(4), 563-588 <https://doi.org/10.1080/09538259.2020.1831202>.
- Hein, E., Mundt, M. (2012): ILO Working Paper, Conditions of Work and Employment Series, No. 37, 2012, Genf: Nemzetközi Munkaügyi Szervezet.
- Hein, E., Mundt, M. (2013): M. Munt, M. Munt: Financialisation, the financial and economic crisis, and the requirements and potentials for wage-led recovery, in: Lavoie, M., Stockhammer, E. (szerk.): *Wage-led Growth: An Equitable Strategy for Economic Recovery*, Basingstoke: Palgrave Macmillan, 153-186.
- Hein, E., Paternesi Meloni, W., Tridico, P. (2020): Welfare models and demand-led growth regimes before and after the financial and economic crisis, *Review of International Political Economy*, advance access, <https://doi.org/10.1080/09692290.2020.1744178>.
- Hein, E., Truger, A., van Treeck, T. (2012): Az európai pénzügyi és gazdasági válság: alternatív megoldások (poszt)keynesiánus perspektívából, in: Arestis, P., Sawyer, M. (szerk.), *The Euro Crisis, International Papers in Political Economy*, Basingstoke: Palgrave Macmillan, 35-78.
- Hirschman, A. O. (1968): *The Quarterly Journal of Economics*, 82(1), 1-32. <https://doi.org/10.2307/1882243>. <https://doi.org/10.2307/1882243>.

- Isaacs, G, Kaltenbrunner, A. (2018): Financialization and liberalization: *Competition & Change*, 22(4): 437-463. <https://doi.org/10.1177/1024529418788375>
<https://doi.org/10.1177/1024529418788375>
- Jetin, B., Reyes, L. (2020): *Journal of Post Keynesian Economics*, 43(3), 341-366.
<https://doi.org/10.1080/01603477.2020.1774392>.
<https://doi.org/10.1080/01603477.2020.1774392>.
- Jessop, B. (2014a): Variegated Capitalism, das Modell Deutschland, and the Eurozone Crisis. *Journal of Contemporary European Studies*, 22(3), 248-260.
<https://doi.org/10.1080/14782804.2014.937410>.
<https://doi.org/10.1080/14782804.2014.937410>.
- Jessop, B. (2014b): Capitalist diversity and variety: Variegation, the world market, compossibility and ecological dominance, *Capital & Class*, 38(1), 45-58.
<https://doi.org/10.1177/0309816813513087>.
<https://doi.org/10.1177/0309816813513087>.
- Jimenez, V. (2020): Institute for International Political Economy (IPE) Working Paper, forthcoming.
- Kaltenbrunner, A. (2018): *Cambridge Journal of Economics*, 42(5), 1315-1341.
<https://doi.org/10.1093/cje/bex081>. <https://doi.org/10.1093/cje/bex081>.
- Kaltenbrunner, A., Paineira, J.P. (2015): *Cambridge Journal of Economics*, 39(5), 1281-1306. <https://doi.org/10.1093/cje/beu038>. <https://doi.org/10.1093/cje/beu038>.
- Karwowski, E. (2019): *Cambridge Journal of Economics*, 43(4), 1001-1027.
<https://doi.org/10.1093/cje/bez023>. <https://doi.org/10.1093/cje/bez023>.
- Karwowski, E. (2020): in Mader, P., Mertens, D, van der Zwan, N. (szerk.), *The Routledge International Handbook of Financialization*, London: Routledge, 162-176.
<https://doi.org/10.4324/9781315142876-14>.
<https://doi.org/10.4324/9781315142876-14>
- Karworwski, E., Shabani, M., Stockhammer, E. (2020): A finanszírozás dimenziói és meghatározó tényezői: Comparing OECD countries since 1997, *New Political Economy*, 25 (6), 957-977.
- Kim, Y.K. (2013): Household debt, financialization, and macroeconomic performance in the United States, 1951-2009, *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(4), 675-694.
- Köhler, K., Guschanski, A., Stockhammer, E. (2019): The impact of financialisation on the wage share: a theoretical clarification and empirical test, *Cambridge Journal of Economics*, 43(4), 937-974.
- Köhler, K., Stockhammer, E. (2021): Másképp növekszik? Financial cycles, austerity, and competitiveness in growth models since the Global Financial Crisis, *Review of International Political Economy*, megjelenés alatt.
- Kurt, O. (2020): Funkcionális jövedelemeloszlás, kapacitáskihasználás, tőkefelhalmozás és termelékenységnövekedés Törökországban: A post-Kaleckian analysis, *Metroeconomica*, 71(4), 734-766. <https://doi.org/10.1111/meca.12300>.
<https://doi.org/10.1111/meca.12300>
- Kvangraven, I. H. (2020): Túl a sztereotípiákon: Restating the relevance of the dependency research programme, *Development and Change*, 52(1), 76-112.
<https://doi.org/10.1111/dech.12593>. <https://doi.org/10.1111/dech.12593>.
- Lewis, W.A. (1966): London: *Development Planning*, London: Allen & Unwin (Publishers) Ltd.: London: Development Development, London: George Allen & Unwin (Publishers) Ltd.
- Lapavitsas, C. (2013): A kapitalizmus finanszírozása: "Profitálás termelés nélkül", *City*, 17(6), 792-805. <https://doi.org/10.1080/13604813.2013.853865>.

<https://doi.org/10.1080/13604813.2013.853865>

- Lavoie, M., Stockhammer, E. (2013): Bérvezérelt növekedés: koncepció, elméletek és politikák, in: Lavoie, M., Stockhammer, E. (szerk.), *Wage-led Growth: An Equitable Strategy for Economic Recovery*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- McNally, C. A. (2019): Chaotic mélange: Neoliberalizmus és neostatizmus a kínai kapitalizmus korában, *Review of International Political Economy*, 27(2), 281-301. <https://doi.org/10.1080/09692290.2019.1683595>.
- Molero-Simarro, R. (2015): Functional distribution of income, aggregate demand, and economic growth in the Chinese Economy, 1978-2007, *International Review of Applied Economics*, 29 (4), 420-435.
- Miranda-Agrippino, S. és Rey, H. (2015): National Bureau of Economic Research, Working Paper 21722. <https://doi.org/10.3386/w21722>. <https://doi.org/10.3386/w21722>
- Nölke, A. (szerk.) (2014): *Multinacionális vállalatok a feltörekvő piacokról: Állami kapitalizmus 3.0*, Basingstoke: Palgrave Macmillan
- Nölke, A. (2016): Nölke: Az euróövezeti válság gazdasági okai: The analytical contribution of Comparative Capitalism, *Socio-Economic Review*, 14(1), 141-161. <https://doi.org/10.1093/ser/mwv031>. <https://doi.org/10.1093/ser/mwv031>.
- Nölke, A. (2018): Független kontra állam által áthatott kapitalizmus: Two basic options for emerging markets, *International Journal of Management and Economics*, 54(4), 269-282. <https://doi.org/10.2478/ijme-2018-0026>. <https://doi.org/10.2478/ijme-2018-0026>.
- Nölke, A., Vliegenthart, A. (2009): A kapitalizmus fajtáinak bővítése: The emergence of dependent market economies in East Central Europe, *World Politics*, 61(4), 670-702. <https://doi.org/10.1017/S0043887109990098>. <https://doi.org/10.1017/S0043887109990098>
- Onaran, Ö., Galanis, G. (2014): *Környezet és tervezés A: Gazdaság és tér*, 46(10), 2489-2513. <https://doi.org/10.1068/a46265>. <https://doi.org/10.1068/a46265>
- Palley T.I. (2013): *Financialization: Basingstoke: Financialization: The economics of finance capital domination*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Powell, J. (2013): Powell Powell, Powell Powell: Alárendelt finanszírozás: A study of Mexico and its nonfinancial corporations [PhD Thesis, SOAS, University of London]. <http://eprints.soas.ac.uk/17844>.
- Rey, H. (2015): Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence, National Bureau of Economic Research, Working Paper 21162. <https://doi.org/10.3386/w21162>.
- Reyes, L. (2019): Regímenes de crecimiento en América Latina: un análisis empírico. A szemináriumon bemutatott munkadokumentum: Estructura Productiva y Política Macroeconómica: Enfoques Heterodoxos desde América Latina.
- Rodrigues, J., C. Santos, A., Teles, N. (2016): *Review of International Political Economy*, 23(3), 480-510. <https://doi.org/10.1080/09692290.2016.1143381>. <https://doi.org/10.1080/09692290.2016.1143381>.
- Rodrik, D. (2015): National Bureau of Economic Research, Working Paper 20935. <https://doi.org/10.3386/w20935>. <https://doi.org/10.3386/w20935>
- Sawyer M. (2013/14): *International Journal of Political Economy*, 42(4), 5-18.
- Schedelik, M., Nölke, A., Mertens, D., May, C. (2020): Összehasonlító kapitalizmus, növekedési modellek és feltörekvő piacok: The development of the field, *New Political Economy*, online megjelent. <https://doi.org/10.1080/13563467.2020.1807487>.
- Schneider, B. R. (2013): *Hierarchikus kapitalizmus Latin-Amerikában*: Cambridge, UK: Cambridge University Press.

- Schlumberger, O. (2008): Strukturális reform, gazdasági rend és fejlődés: Patrimonial capitalism, *Review of International Political Economy*, 15(4), 622-649. <https://doi.org/10.1080/09692290802260670>.
<https://doi.org/10.1080/09692290802260670>
- Stockhammer E. (2010): Stockhammer: Jövedelemeloszlás, a pénzügyek által dominált felhalmozási rendszer és a jelenlegi válság, in: Dullien, S., Hein, E., Truger, A., van Treeck, T. (szerk.), *The World Economy in Crisis - the Return of Keynesianism?*, Marburg: Metropolis.
- Stockhammer E. (2012): *Investigación Económica*, 71(279), 39-70.
- Stockhammer E. (2015): *Cambridge Journal of Economics*, 39 (3), 935-958.
- Stockhammer, E. (2020): Post-Keynesian macroeconomic foundations for Comparative Political Economy, Post Keynesian Economics Society, Working Paper 1809, <http://www.postkeynesian.net/downloads/working-papers/PKWP2022.pdf>.
- Stockhammer, E., Wildauer, R. (2016): Adósságvezérelt növekedés? Wealth, distribution and demand in OECD countries, *Cambridge Journal of Economics*, 40(6), 1609-1634.
- Summers, L.A. (2014): *Business Economics*, 49(2), 65-73.
- Summers, L.A. (2015): *American Economic Review: Demand side secular stagnation: Papers and Proceedings*, 105(5), 60-65.
- Schwartz, H. M., Tranøy, B. S. (2019): Thinking about thinking about thinking about Comparative Political Economy: From macro to micro and back, *Politika és Társadalom*, 47(1), 23-54. <https://doi.org/10.1177/0032329218796197>
- Tomio, B.T. (2020): A brazil keresleti rendszer megértése: A Kaleckian approach, *Review of Keynesian Economics*, 8(2), 287-302.
- van der Zwan N. (2014): *Társadalmi-gazdasági Szemle*, 12(1), 99- 129.
- van Treeck T., Sturn S. (2012): A jövedelemegyenlőtlenség mint a nagy recesszió oka? A survey of current debates, *Conditions of Work and Employment Series No. 39*, Genf: ILO.
- van Treeck, T. (2014): *Journal of Economic Surveys*, 28(3), 421-448.

Adatforrások

- BIS (2020a): <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm> (a felmérés időpontja: 2020.09.22.).
- BIS (2020b):. Részletes lakóingatlan-árstatisztika. https://www.bis.org/statistics/pp_detailed.htm (hozzáférés dátuma: 2020.09.22.).
- BIS (2020c): <https://www.bis.org/statistics/eer.htm> (hozzáférés dátuma: 2020.09.22.).
- ECLAC (2020): CEPALSTAT. Adatbázisok és statisztikai kiadványok. https://estadisticas.cepal.org/cepalstat/WEB_CEPALSTAT/estadisticasIndicadores.asp?idioma=i (a hozzáférés időpontja: 2020.10.16.).
- Európai Bizottság (2020): AMECO adatbázis. https://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm (hozzáférés: 2020.09.16.).
- Federal Reserve (2020): Federal Reserve economic data. <https://fred.stlouisfed.org/tags/series?t=nim> (hozzáférés dátuma: 2020.10.05.).

ILO (2020): ILO: Munkaügyi jövedelemrészeseések a GDP százalékában. ILOSTAT adatbázis. <https://ilo-stat.ilo.org/data> (hozzáférés dátuma: 2020.10.03.).

IMF(2020):Worldeconomicoutlook.https://www.imf.org/external/datamapper/BCA_NGDPD@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD?year=2020 (hozzáférés dátuma: 2020.09.16.).

OECD (2020a): Nettó hitelezés/hitelfelvétel szektorok szerint, OECD-adatok. <https://data.oecd.org/> (hozzáférés dátuma: 2020.09.17.).

OECD (2020b): OECD: Statistics National accounts. <https://stats.oecd.org/> (hozzáférés dátuma: 2020.07.21.).

Solt, F (2020): A jövedelmi egyenlőtlenségek mérése az országok között és az időben: The standardized world income inequality database, *Social Science Quarterly*, 101(3), 1183-1199.

WorldBank(2020):Worlddevelopmentindicators. <https://data-bank.worldbank.org/home.aspx> (hozzáférés dátuma: 2020.10.05.).

World Inequality Database (2020): <https://wid.world/data/> (hozzáférés dátuma: 2020.10.03.).

Impresszum

Szerkesztők:

Sigrid Betzelt, Eckhard Hein (vezető szerkesztő), Martina Metzger, Martina Sproll,
Christina Teipen, Markus Wissen, Jennifer Pédussel Wu, Reingard Zimmer.

ISSN 1869-6406

Nyomtatta:

HWR Berlin

Berlin március 2021