



Czeczeli Vivien

Az alacsony kamatkörnyezet mellékhatásai – visszatekintés 10 év távlatából

Bevezető

A Covid–19-válság, majd az orosz–ukrán háború nyomán jelentkező inflációs nyomás lezárta a több mint egy évtizedig tartó, ultraalacsony kamatok korszakát. A tervezettnél gyorsabb ütemben megvalósuló monetáris irányváltás ugyanakkor teret adott az elmúlt időszak során felgyülemlett – sok esetben felszín alatt rejtőzködő vagy kevésbé látható – veszélyforrások kibontakozásának. A 2008-as krízist követően az agresszív jegybanki fellépés logikus és indokolt lépés volt. Előbb a pénzügyi rendszerben keletkezett feszültségek enyhítését, később pedig a reálgazdasági folyamatok újraindítását támogatta. Ám a folyamatos pénzbőszéget és az olcsó pénz lehetőségét biztosító nem konvencionális intézkedések idővel állandósultak. A normál gazdasági működés természetes velejárói lettek, számos kockázatot maguk előtt görgetve. Ezek manifesztálódása elsősorban a monetáris szigorítás korszakában történik/történhet.

Jelen tanulmány célja, hogy számba vegye azokat a nem szándékolt mellékhatásokat, amelyeket a 2008-as válságot követő bő 13 év monetáris politikája teremtett. Ezen összefüggések egyúttal arra is felhívják a figyelmet, hogy a gazdasági kudarcokra adott fiskális, monetáris vagy akár szabályozói válaszok által teremtett kedvező feltételek minden esetben átmenetiek. Felelőtlenség ezekre hosszú távú gondolkodásmódot alapozni. Az írás érinti az adósságfenntarthatósági kérdéseket; kitér továbbá a vagyoni és jövedelmi egyenlőtlenségek témakörére, s ehhez szorosan kapcsolódóan pénzügyi instabilitási megközelítésben a túlzott kockázatvállaláshoz kapcsolható következményeket tekinti át.

A jegybanki intézkedések mellékhatásai

A központi bankokat egyre több kritika éri, miközben a rájuk helyeződő nyomás folyamatosan emelkedik – részben a változó gazdasági feltételrendszer, részben megnövekedett feladatkörük nyomán. A jegybankok elsődleges mandátuma jellemzően az árstabilitás biztosítása. Eszköztáruk azonban korlátozott eredményességet biztosít a kínálat oldali infláció esetén. A válaszlépések a monetáris hatóság oldaláról azonban megköveteltek. A témakör kapcsán, ahogy azt Honohan kiemeli, kritikaként jelenik meg egyfelől, hogy a jegybankok miért nem látták előre vagy tudták megelőzni az infláció elszabadulását. Másfelől, a kamatok emelkedésével párhuzamosan a jegybankok jelentős pénzügyi veszteségeket publikálnak az elmúlt évtizedben felhalmozott pénzügyi eszközeiken.¹

Hasonló összefüggések okoztak turbulenciákat 2023 márciusában az amerikai bankszektorban. Az események hátterében a rekordsebességgel megvalósuló kamatemelési ciklus számottevő szerepet játszott. Bár rendszerszintű problémákra utaló jelek nincsenek, a pénzügyi intézmények mérlegében található eszközök értékcsökkenése továbbra is kockázati tényezőként tartandó szem előtt.

A monetáris szigorítás korlátozott sikeressége nyomán a negatív mellékhatások súlya tehát felértékelődik. Ennek egy további aspektusa, hogy a magas adósságszintek, valamint a szigorúbb banki szabályozások visszafogták az expanzív monetáris politika gazdasági növekedési hatását. Az alacsony kamatokkal, alacsony inflációval jellemezhető időszak velejárói a nyomott növekedési ráták.² A kamatok megfordulása csak tovább súlyosbítja e negatív hatásokat.

A fiskális dominancia veszélye

A nulla közeli kamatok az alacsonyabb finanszírozási költségeken keresztül növelik a fiskális mozgásteret, javítva ezzel az adósságfenntarthatóságot. Az alacsony kamatszintek fenntartását a természetes kamatrátá elmúlt évtizedekben megfigyelhető tartós csökkenése³ is elősegítette a 2008. évi krízist követően. E folyamatok lehetővé tették, hogy a kamatlábak és a növekedési ráták különbsége negatívvá váljon.

¹ HONOHAN 2023.

² WADE 2023. Európai vonatkozásban a gyenge termelékenység és növekedési ráták és a Covid-19 krízis okozta megnövekedett bizonytalanság kapcsolódó hatásairól részletesen ír HALMAI 2021a.

³ A természetes kamatrátá csökkenését igazolja többek között WILLIAMS 2015; HOLSTON et al. 2017; PERRELLI-ROACHE 2014.

Az államadósság fenntarthatósága szempontjából ez az összefüggés kiemelt szereppel rendelkezik. Amennyiben ugyanis a GDP növekedési rátája meghaladja a kamatláb értékét, a fiskális mozgáster jelentősen bővül. Ha az adósságból növekedést stimuláló intézkedéseket valósítanak meg, akkor elsődleges deficit felhalmozása mellett sem kell az adósság fenntarthatatlanságától tartani. Blanchard szintén amellet érvel, hogy az alacsony kamatkörnyezetben a magasabb államadósság fiskális költsége alacsony, míg a magasabb kiadások, különösen a beruházások magasabb potenciális növekedéshez képesek hozzájárulni.⁴

A kedvező feltételek azonban számos esetben a körültekintő megközelítésmód elmaradásához vezettek. A negatív adta lehetőségek számos esetben a hiány további felfutásához járultak hozzá a lazuló fiskális fegyelem által. Fontos tehát szem előtt tartani, hogy az alacsony finanszírozási költségek negatívan is érinthetik az adósság-fenntarthatóságot, ha magasabb államadóssági szintek felé terelnek. Ekkor ugyanis az új adósság kibocsátása olcsónak és megfizethetőnek tűnik.⁵

A Covid-19-válságot követő időszak növelte az aktívabb fiskális politika, így az emelkedő kormányzati kiadások iránti igényt. A fiskális és monetáris politikák közötti feszültséget e téren az indukálta, hogy az emelkedő kamatkörnyezet révén a megemelkedett adósságállomány utáni kamatterhek ugrásszerű növekedésnek indultak. A restriktív válnó monetáris politika időszakában tehát nőtt a két fő gazdaságpolitikai ág közötti feszültség.

A problémakör súlyosságát igazolja, hogy globálisan a GDP-arányos, magán- és állami szektort érintő adósság az 1999-es 200%-ról 2021-re 350%-ra emelkedett. 2022-ben ez az arány az USA-ban 420%, amely magasabb, mint a nagy gazdasági válság idején vagy a II. világháborút követően volt. A mutatószám értéke a világ második legnagyobb gazdaságában, Kínában 330%.⁶ Nem szabad figyelmen kívül hagyni, hogy a túlzott eladósodás évtizedes folyamat következménye. Ehhez nagymértékben hozzájárult a kormányzatok adócsökkentési tevékenysége, illetve nagylelkű szociális programjaik megvalósítása, amelyekhez nem biztosítottak megfelelő fedezetet az alacsony adóbevételek. Ezt a trendet támogatták a központi bankok ultralaza monetáris és hitelezési politikái, amelyek újabb erőteljes löketet adtak a magán- és az állami szektorbeli eladósodás felfutásának.

További problémát jelent, hogy a túlságosan alacsony kamatlábak a monetáris ösztönzés mozgásterét is korlátozzák.⁷ Amennyiben a monetáris politika korlátozott

⁴ BLANCHARD 2019.

⁵ Európai Bizottság 2022.

⁶ ROUBINI 2022.

⁷ KNOT 2021.

módon képes hatni a növekedési rátákra, akkor az a nevező hatáson keresztül ismét rontja az adósságfenntarthatóságot. Az adósságráták növekedési hatáson keresztül történő javítása tehát korlátokba ütközik. A kamatok emelkedésével párhuzamosan a monetáris politika automatikusan hűti a gazdasági növekedést.

Megemlítendő továbbá a jegybanki veszteségek felfutása, amely szintén a kormányzatok költségvetését terheli. A jelenség nem új keletű és a szigorodó monetáris politika természetes velejárója, azonban a mennyiségi lazításon és más intézkedéseken keresztül a bankrendszerbe juttatott óriási mennyiségű likviditás minden eddiginél nagyobb kiadási terhet ró a jegybankokra.⁸

A nulla közeli kamatkörnyezetben megvalósított jegybanki intézkedések tehát, bár pozitívan érintették az adósságfenntarthatóságot, a fiskális dominancia veszélyét is erősítették. A fiskális hatóságok a kedvezőbb finanszírozási feltételek érdekében továbbra is az alacsony kamatokban érdekeltek.

Az alacsony kamatkörnyezet kedvező feltételek mellett biztosította az eladósodás lehetőségét. Ennek mellékhatása a fiskális fegyelem gyengülése és az adósságállományok leépítésének elmaradása lett. Ha a fiskális dominancia nyomán a monetáris politika veszít a hitelességéből és a függetlenségéből, akkor a jegybanki mandátum teljesítése is meghiúsulhat a gazdasági szereplők bizalomvesztése okán.

A társadalmon belüli egyenlőtlenségek növekedése

Az ultralaza monetáris politika mellékhatásaként az egyenlőtlenség témakörét is szükséges aláhúzni. Az elmúlt évtizedekben számos fejlett országban figyelhető meg a vagyoni és jövedelmi egyenlőtlenségek mélyülése. Ahogy arra Piketty is felhívja a figyelmet, az egyenlőtlenség mind társadalmi, mind gazdasági szempontból aggasztó következményeket feltételez.⁹ Utóbbi esetben hangsúlyozni kell a közgazdaságtanban régóta meghatározó felfogást, miszerint a hatékonyság és az egyenlőtlenség között *trade-off* érvényesül. Az egyenlőtlenségi kérdések megfelelő kezelésének hiánya tehát a hatékonyság, ennél fogva a fenntartható növekedés rovására mehet. Ennek egy lehetséges csatornája, ha az alacsonyabb jövedelemmel rendelkező társadalmi rétegek egyre erőteljesebben kényszerülnek adósságokat felhalmozni, s e túlzott tőkeáttétel adósságfenntarthatósági problémákat generál.

⁸ Lásd CZECZEI 2023.

⁹ PIKETTY 2014.

Ma a monetáris politika és a jövedelmi egyenlőtlenségek kölcsönhatását vizsgálva szintén a fenti gondolatmenetet igazolja.¹⁰ A szerző megállapítja, hogy a monetáris politikai sokkok elosztási hatásokkal járnak. Ennek okaként a munkaerő-kínálat rugalmasságában megfigyelhető különbségeket határozza meg. Másfelől az egyenlőbb gazdaságok jellemzően hatékonyabb monetáris politikával asszociálhatók. A BIS tanulmánya pedig arra hívja fel a figyelmet, hogy a makrogazdasági instabilitás fontos hatással lehet az üzleti ciklus ingadozásával összefüggésbe hozható egyenlőtlenségekre.¹¹ Az instabilitás két fő formájaként a magas inflációt és a recessziót jelöli meg. Előbbi esetében elmondható, hogy aránytalanul erodálja a legszegényebb háztartások jövedelmét, míg a recesszió kapcsán jelentkező munkanélküliség szintén elsősorban a szegényeket sújtja. A monetáris politika szerepe ott jelenik meg, hogy az üzleti ciklus természetében az elmúlt évtizedekben bekövetkezett változások korlátozták a monetáris politika azon képességét, hogy ellensúlyozza a makrogazdasági instabilitást és annak az egyenlőtlenségekre gyakorolt hatását.

Aláhúzendó az egyenlőtlenségek kapcsán, hogy hosszú távú trendről van szó, amely elsősorban mély strukturális változások eredményeképpen jött létre.¹² A fő mozgatórugók között a globalizáció, a technológiai haladás, a demográfiai trendek és a munkaerőpiac intézményi változásai tarthatók számon. Hangsúlyozandó továbbá, hogy a monetáris politika nem rendelkezik megfelelő eszközökkel, hogy ellensúlyozza a strukturális tényezők hosszú távú elosztási hatásait. Számos tanulmány¹³ hívja fel a figyelmet ugyanakkor arra, hogy az ultralaza monetáris politika hatással volt a jövedelmi és vagyoni egyenlőtlenségek további mélyülésére, miszerint a központi bankok tevékenysége a gazdagokat részesítette előnyben.

Claeys és munkatársai három fő csatornát emelnek ki, amelyen keresztül a laza monetáris politika hatással van az egyenlőtlenségekre: az eszközárakon, a kamatokon és a makrogazdasági folyamatokon keresztül.¹⁴ Az eszközárak emelkedése azért növeli az egyenlőtlenséget, mert jellemzően a gazdagabb társadalmi rétegek azok, amelyek részvények vagy kötvények formájában tartott megtakarításokkal rendelkeznek. A szerzők ugyanakkor arra is felhívják a figyelmet, hogy a kamatok csökkenése az adósok helyzetét is javítja, akik jövedelmük jelentős részét adósságszolgálatra kényszerülnek költeni. Továbbá, mivel jellemzően a középosztály elsődleges eszköze az ingatlan, ezért a lakásárak emelkedése szintén javítja az ő helyzetüket.

¹⁰ MA 2019.

¹¹ BIS 2021.

¹² BIS 2021.

¹³ Például LIOSI–SPYROU 2022; STIGLITZ 2015.

¹⁴ CLAEYS et al. 2015.

A makrogazdasági hatások (például a munkanélküliség csökkenése) ugyancsak kedvezően érinti az alacsonyabb jövedelmű csoportokat. Ez utóbbi hatások jelentőségére hívja fel a figyelmet Jasova és társai kutatása, amely egyértelműen aláhúzza a monetáris politika kedvező foglalkoztatási hatásait és annak munkajövedelmekre kifejtett hatását, ezzel is javítva a munkajövedelemre visszavezethető egyenlőtlenségi problémákat.¹⁵ Hasonló következtetéseket fogalmaz meg Lenza és Slacalek, miszerint a mennyiségi lazítás következtében számos alacsonyabb jövedelmű háztartás vált foglalkoztatottá.¹⁶ Ezzel szemben a monetáris politika csak elhanyagolható hatással van a vagyoni Gini-együtthatójára: míg a magas vagyonú háztartások a magasabb részvényárakból, a közepes vagyonúak a magasabb lakásárakból profitálnak.

A szakirodalom tehát nem foglal egyértelmű állást az ultralaza monetáris politika egyenlőtlenséget érintő kérdéséről. Ahogy Silvo és munkatársai kiemelik, a hatások nagymértékben függenek attól, hogy milyen a munkaerőpiac struktúrája és rugalmassága, illetve kezdeti összetétele, valamint az eszközök tulajdonosi szerkezete a gazdaságban.¹⁷ Ezek miatt az egyes országokat illetően heterogén hatások azonosíthatóak.

Kétségtelen ugyanakkor, hogy a nulla közeli kamatok növelték a kockázatvállalási hajlandóságot, ami a tőzsdeindexek, illetve számos kriptovaluta árfolyamának soha nem látott emelkedését indukálta, számos megtakarítót jelentős jövedelemhez juttatva. A kamatemelések e trendeket szintén megfordították. Szót szükséges ejteni a vagyoni hatás szerepéről, illetve az így realizált potenciális veszteségekről, amelyek ismételten reálgazdasági következményekkel járhatnak.

A kockázatvállalás szintjének változása

A magasabb kockázatvállalás mind az egyének, mind a banki, pénzügyi intézmények szintjén megmutatkozott. Ezt bizonyítja Ariccia és társai kutatása, amelyben amellet érvelnek, hogy a laza monetáris politika elnyújtott időszaka növeli a bankok kockázatvállalási hajlandóságát.¹⁸ Hasonló következtetést fogalmaz meg Peydró és Ongena, akik kiemelik, hogy az alacsonyabb kamatok nagyobb kockázatvállalásra ösztönzik az alacsonyabb tőkével rendelkező bankokat, és nagyobb likviditási kockázathoz vezetnek.¹⁹

¹⁵ JASOVA et al. 2022.

¹⁶ LENZA–SLACALEK 2022.

¹⁷ SILVO et al. 2022.

¹⁸ ARICCIA et al. 2010.

¹⁹ PEYDRÓ–ONGENA 2011.

Claeys és Darvas megfogalmazza, hogy az ultralaza monetáris politikák támogathatják a gazdaságot azáltal, hogy fokozzák a kockázatvállalást, amikor annak szintje a pénzügyi rendszerben alacsonyabb a társadalmilag kívánatosnál.²⁰ A túlzott kockázatvállalás azonban a pénzügyi instabilitás magvait is elvetheti. A 2008. évi krízist követő években a becslések alapján a laza monetáris politika nyújtotta előnyök meghaladták a pénzügyi stabilitást veszélyeztető kockázatok nagyságát. Ahogy azonban a szerzőpáros is kiemeli, a jegybankoknak figyelemmel kell kísérniük ez utóbbi összefüggéseket is. Ugyanezt erősíti a FED hivatalnokainak 2020-as azon felhívása, amelyben a szigorúbb pénzügyi szabályozások szükségességére hívják fel a figyelmet. Céljuk annak elkerülése volt, hogy az alacsony kamatok túlzott kockázatvállaláshoz és esetlegesen eszközárbuborékok kialakulásához vezessenek az amerikai bankszektorban. E gondolatok egyúttal arra is rávilágítottak, hogy a FED szerint a pénzügyi rendszer továbbra is sebezhető lehet az új sokkhatásokkal szemben, annak ellenére, hogy a jegybank a világiárvány idején a piacok és a gazdaság stabilizálása érdekében jelentős beavatkozást eszközölt.²¹

A növekvő kockázatokat igazolja továbbá, hogy a kriptoeszközök piaca nagyon gyors fejlődést mutatott az elmúlt években. Ez egyúttal felvetette annak lehetőségét, hogy bizonyos pont után a globális pénzügyi stabilitásra is veszélyt jelentsenek méretük, strukturális sérülékenyséjük, illetve a hagyományos pénzügyi rendszerrel való egyre szorosabb összekapcsoltságuk miatt.²² A bankrendszer sokkal stabilabb, mint 2008-ban, illetve az azt megelőző időszakban volt, illetve a szigorúbb szabályozás csökkentette a bankszektor kockázatait.²³ Ez azonban úgy történt, hogy közben a kockázatok a pénzügyi rendszer más területein halmozódtak fel. Az emelkedő kamatlábak például hatalmas nyomást gyakoroltak a magántőke-társaságokra, amelyek jelentős kölcsönt vettek fel ingatlanvásárlás céljából. Most, amikor a lakások és a kereskedelmi ingatlanok éles, tartós visszaesés küszöbén állnak. Az érintett cégek egy része nagy valószínűséggel csődbe megy.²⁴ A csökkenő eszközárak nem várt hatásait jól mutatja a 2023-as év első hónapjaiban bekövetkező amerikai banksődök sorozata, amelynek a Credit Suisse révén európai áldozata is lett.²⁵

²⁰ CLAEYS–DARVAS 2015.

²¹ POLITI 2020.

²² Financial Stability Board 2022.

²³ Az európai bankszektor szintén fontos szabályozási folyamaton ment keresztül, amely stabilabbá és ellenállóbbá tette az eurózóna pénzügyi rendszerét. Lásd SZEGEDI 2020.

²⁴ ROGOFF 2023.

²⁵ Megjegyzendő ugyanakkor, hogy a 2023. évi bankválságok részben menedzsmentproblémákra és más kockázati tényezőkre is visszavezethetők, így téves volna pusztán a jegybanki lépésekre visszavezetni a turbulens hatásokat.

Következtetések

Az ultralaza monetáris politikák mellékhatásainak számos aspektus van, ezek közül jelen tanulmány hármát emelt ki. Ezek mindegyike felhívja a figyelmet arra, hogy sohasem adott a „*free lunch*”, azaz az „ingyenebéd” lehetősége. Minden esetben az óvatosság, a körültekintő megközelítésmód, a reziliens struktúra és a bizonytalanságok szem előtt tartása szükséges.²⁶ E rövid tanulmányban felvázolt szempontok egyúttal a következő időszak egyes rövid (és hosszú) távon megoldandó problémáit is megfogalmazzák. A globális gazdaság egyelőre nem élt át rendszerszintű pénzügyi válságot, ám ennek elkerülése továbbra is fegyelmezett gazdaságpolitikákat igényel. A helyzetet a geopolitikai feszültségek is árnyalják, ami ugyancsak a fenti összefüggések fontosságát húzza alá.

²⁶ A reziliencia hangsúlyos szerepét húzza alá HALMAI 2020, 2021b, 2021c.

Felhasznált irodalom

- ARICCIA, G. D. – LAEVEN, L. – MARQUEZ, R. (2010): *Monetary Policy, Leverage, and Bank Risk-Taking*. Paris: Paris School of Economics. Online: <https://doi.org/10.5089/9781455210831.001>
- BIS (2021): *The Distributional Footprint of Monetary Policy*. *BIS Annual Economic Report 2021*. Online: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2021e2.pdf>
- BLANCHARD, O. (2019): 19-4 Public Debt and Low Interest Rates. *NBER Working Paper*, no. 25621. Online: <https://doi.org/10.3386/w25621>
- CLAEYS, G. – DARVAS, Z. (2015): *The Financial Stability Risks of Ultra-Loose Monetary Policy*. Bruegel Policy Contribution. Online: https://www.bruegel.org/sites/default/files/wp_attachments/pc_2015_03_.pdf
- CLAEYS, G. – DARVAS, Z. – LEANDRO, A. – WALSH, T. (2015): *The Effects of Ultra-Loose Monetary Policies on Inequality*. Online: https://www.bruegel.org/sites/default/files/wp_attachments/pc_2015_09-.pdf
- CZECZELI V. (2023): Az olcsó pénz egy újabb mellékhatása: a jegybanki negatív tőke és annak társadalmi ára. *Portfolio.hu*, 2023. március 7. Online: <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230307/az-olcsó-penz-egy-ujabb-mellekhatasa-a-jegybanki-negativ-toke-es-annak-tarsadalmi-ara-600802>
- European Commission (2022): *Fiscal Sustainability Report 2021*. Online: <https://doi.org/10.2765/12529>
- Financial Stability Board (2022): *Assessment of Risks to Financial Stability from Crypto-assets*. Online: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P160222.pdf>
- HALMAI P. (2020): *Mélyintegráció*. Budapest: Akadémiai. Online: <https://doi.org/10.1556/9789634545569>
- HALMAI P. (2021a): A Gazdasági és Monetáris Unió rendszerének egyes sajátosságai. In HALMAI P. (szerk.): *A Gazdasági és Monetáris Unió jövője*. Budapest: Ludovika, 197–283.
- HALMAI P. (2021b): *A gazdasági növekedés strukturális jellemzői az Európai Unióban. A COVID-kriszís hatásai*. Online: https://www.parlament.hu/documents/126660/39139635/A+gazdas%C3%A1gi+n%C3%B6veked%C3%A9s+struktur%C3%A1lis+jellemz%C5%91i+COVID_kr%C3%ADzis_21_f_.pdf/d93f4080-a4b9-3b57-54df-e5d55903b74b?t=1632304316511
- HALMAI P. (2021c): Központban a reziliencia. A Gazdasági és Monetáris Unió mélyülésének egyes mechanizmusai. *Pénzügyi Szemle*, 66(1), 7–31. Online: https://doi.org/10.35551/PSZ_2021_1_1
- HOLSTON, K. – LAUBACH, T. – WILLIAMS, J. (2017): Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants. *Journal of International Economics*, 108, S59–S75. Online: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2017.01.004>
- HONOHAN, P. (2023): Central Banks are Incurring Losses, but Critics' Concerns are Overblown. *PIIE.com*, 2023. január 18. Online: <https://www.piie.com/blogs/realtime-economics/central-banks-are-incurring-losses-critics-concerns-are-overblown>
- JASOVA, M. – MENDICINO, C. – PANETTI, E. – PEYDRÓ, J.-L. – SUPERA, D. (2022): *Monetary Policy, Labor Income Redistribution and the Credit Channel: Evidence from Matched Employer-Employee and Credit Registers*. *Washington Center for Equitable Growth*. Online: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3930286>
- KNOT, K. (2021): Speech Klaas Knot – „The Case for Fiscal Stabilization in a Low Interest Rate Environment”. *DNB.nl*, 2021. június 11. Online: <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/speech-2021/speech-klaas-knot-the-case-for-fiscal-stabilization-in-a-low-interest-rate-environment/>
- LENZA, M. – SLACALEK, J. (2022): *How Does Monetary Policy Affect Income and Wealth Inequality? Evidence from Quantitative Easing in the Euro Area*. Online: <http://slacalek.com/research/lMPinequality/lMPinequality.pdf>

- LIOSI, K. – SPYROU, S. (2021): The Impact of Monetary Policy on Income Inequality: Evidence from Eurozone Markets. *Journal of Economic Studies*, 49(3), 522–540. Online: <https://doi.org/10.1108/JES-07-2020-0328>
- MA, E. (2020): Monetary Policy and Inequality: How Does One Affect the Other? *LSU Working Paper*, no. 2020-02. Online: https://www.lsu.edu/business/files/economics-files/working-papers/pap20_02.pdf
- PERRELLI, R. – ROACHE, S. (2014): Time-Varying Neutral Interest Rate – The Case of Brazil. *IMF Working Paper*, no. WP/14/84. Online: <https://doi.org/10.5089/9781484385210.001>
- PEYDRÓ, J.-L. – ONGENA, S. (2011): Loose Monetary Policy and Excessive Credit and Liquidity Risk-Taking by Banks. *CEPR.org*, 2011. október 25. Online: <https://cepr.org/voxeu/columns/loose-monetary-policy-and-excessive-credit-and-liquidity-risk-taking-banks>
- PIKETTY, T. (2014): *A tőke a 21. században*. Budapest: Kossuth.
- POLITI, J. (2020): Federal Reserve Debates Tougher Regulation to Prevent Asset Bubbles. *FT.com*, 2020. október 17. Online: <https://www.ft.com/content/5c2b7d15-7e37-475a-8d42-1e8e0a3b8708>
- ROGOFF, K. (2023): The Looming Financial Contagion. *Project-Syndicate.org*, 2023. január 2. Online: <https://www.project-syndicate.org/commentary/looming-financial-crisis-2023-rising-interest-rates-by-kenneth-rogoft-2023-01?barrier=accesspaylog>
- ROUBINI, N. (2022): The Unavoidable Crash. *Project-Syndicate.org*, 2022. december 2. Online: <https://www.project-syndicate.org/commentary/stagflationary-economic-financial-and-debt-crisis-by-nouriel-roubini-2022-12>
- SILVO, A. – KILPONEN, J. – MÄKI-FRÄNTI, P. – GULAN, A. (2022): The Impact of Monetary Policy on Income and Wealth Inequality. *CEPR.org*, 2022. február 11. Online: <https://cepr.org/voxeu/columns/impact-monetary-policy-income-and-wealth-inequality>
- STIGLITZ, J. (2015): New Theoretical Perspectives on the Distribution of Income and Wealth Among Individuals: Part IV: Land and Credit. *NBEC Working Paper*, no. 21192. Online: <https://doi.org/10.3386/w21192>
- SZEGEDI L. (2020): Jogharmonizáció a pénzügyi területen: szabadulhat-e az európai bankhatóság a hatáskör-átruházás korlátjainak fogságából? *Állam- és Jogtudomány*, 61(2), 114–131.
- WADE, K. (2023): Regime Shift: The Return of „Fiscal Activism”. *Schroders.com*, 2023. február 9. Online: <https://www.schroders.com/en-bm/bm/professional/insights/regime-shift-the-return-of-fiscal-activism/>
- WILLIAMS, J. (2015): The Decline in the Natural Rate of Interest. *Business Economics*, 50, 57–60. Online: <http://dx.doi.org/10.1057/be.2015.11>