

Magas István

Megszorítók és keynesiánusok

A válságkezelés fiskális tanulságai az OECD-ben, 2008–2015

Vajon mennyire nevezhető keynesiánusnak vagy éppen megszorítónak (austerity-like) a fejlett országokban a 2006–2013 közötti időszakban alkalmazott költségvetési politika, ha a fiskális szigorítás GDP-hez viszonyított arányát vizsgáljuk? A magyar költségvetési kiigazítás mértékének hasonló vizsgálatából milyen következtetést lehet levonni? Azt, hogy a kiigazítás vajon keynesi ihletésű (típusú) vagy inkább megszorítást mutató beavatkozásnak minősül-e, ebben a tanulmányban annak alapján minősítettük, hogy a vizsgált időszakban az úgynevezett strukturálisan kiigazított mérlegtöbblet (az előjellel ellátott egyenleg) a GDP hány százalékát érintette, és milyen végső előjellel. Ennek függvényében beszélünk ugyanis a válság utáni időszakban megszorító vagy szűkítő, illetve lazító vagy bővítő fiskális politikákról, ahhoz képest, ami előtte volt jellemző. Az OECD-országok mezőnyét tekintve három típusú fiskális alkalmazkodást azonosítunk: állami keresletbővítő; semleges; állami keresletszűkítő – azaz megszorító – jellegűt.

I. Bevezető

„Új megegyezés alakult ki arról, hogyan kell értelmeznünk a gazdaság hullámozását”¹ – így érvelt *Gregory Mankiw*, a Harvard Egyetem professzora, még a válságot megelőző évben. Ehhez képest a 2008–2009-es „nagy recessziót” követően a Nobel-díjas *Robert Lucas* a válság okairól és gyógymódjairól kialakult vitát bővli közgazdaságtannak („Schlock economics”) nevezte, annak nyomán, hogy Barack Obama elnök az USA gazdaságának újraélesztésére egy nagy állami stimulus tervét tette le az asztalra. Egy másik Nobel-díjas, *Paul Krugman* azt állította, hogy *R. Lucas* és a hozzá hasonlók a makroökómia középkori, „sötét időszakát” idézik.²

Ilyen erős szavak a legnagyobb tekintélyű, tudós szerzők tollából bizonytalanságot, sőt, komoly kételyeket ébresztenek a lelkiismeretes kutatóközösségekben, a közvéleményről nem is szólva.

¹ „A new consensus has emerged about the best way to understand economic fluctuations.” (*The Economist*, 2016. január 23., 66. o.)

² E vita általános jelentőségéről és mai vonatkozásáról értekezik a Free Exchange rovatában a *The Economist* (2016. január 23., 66. o.).

Az alábbi tanulmány az elméleti fejtegetéseket nem kívánja tovább mélyíteni, elemezni sem, inkább statisztikai megfigyelésekre támaszkodik. De megfogalmaz néhány, széles körben elfogadott kiindulópontot.

Kiindulásként néhány alapmegállapítást teszünk az üzleti ciklusok természetéről. A későbbiekben arra az alapvető kérdésre igyekszünk választ adni, vajon az elmélet és a korábbi tapasztalatok alapján létezik-e egységes vagy markánsan jó és sikeres válságkezelési gyakorlat – akár keynesiánus, akár megszorító, azaz az állami kiadásokat csökkentő jellegű –, a válaszuk pedig inkább nemleges. Erre a következtetésre jutunk ugyanis, ha megvizsgáljuk a hét vezető OECD-gazdaságot és az Európai Unió 2008–2015 közötti válságkezelési tapasztalatait. Kiemelt figyelmet fordítunk az amerikai gazdaságban végment folyamatokra, mert a fejlett világ leginkább azt fürkészi – teljes joggal –, miként reagálnak a gazdaságpolitika felelősei a világgazdaság e vezető országában.

Az egyik ma is releváns és kellően modern szemléletű kiinduló gondolkodási keretet a makroökonómia ciklikusságra vonatkozó útmutatásai között érdemes keresni. Ezért áttekintünk néhány ilyen, a ciklikusságra vonatkozó, bevettnek tekinthető propozíciót, és szólunk azok konkrét, a mai válság utáni helyzettel összefüggő relevanciájáról. Hangsúlyozzuk azonban, hogy ez az írás nem elméleti fogantatású. Inkább statisztikai és gazdaságtörténeti tényeket próbál összegyűjteni, valójában válságanatómiát, válságkezelési adalékokat kínálva. De mégis, kezdjük elemzésünket elméleti kiindulópontokkal a II. részben.

Ezt követően, a III. részben áttekintjük az amerikai gazdaságfejlődés néhány jellegzetességét 1965–2015 között, és rámutatunk a ciklikusság és a stabilitás együttes jelenlétére. A IV. részben a vezető OECD-országok válságkezelési tapasztalatait tárgyaljuk, majd az EU-t vizsgáljuk ugyanilyen szemszögből. A tanulmányt – az V. részben – összegzés és a konklúziók zárják.

II. Néhány kiinduló megállapítás

Az alábbiakban néhány olyan kiinduló megállapítást, ha tetszik, fősodornak nevezhető, tehát bevett fogalom szintű propozíciót teszünk, amelyekben a makroökonómia-felfogások lényegében megegyeznek. De rögtön hozzátesszük: ezeken a propozíciójellegű megállapításokon túl a konkrét, számszerűsíthető és tartósan általánosítható összefüggésekben már a főáramban sincs összhang. Ezt erősítik meg mértékadó magyar (*Csaba*, 2009, 2013, *Móczár*, 2010, *Mellár*, 2010, 2015, *Györffy*, 2014) és külföldi (*Meyer*, 2013) szerzők is. Nincs

a kezünkben ugyanis egy olyan időtálló, azaz a megváltozott körülmények függvényében is bizonyítható, kvantitatív makroökonómiai összefüggés, amely pontos előrejelzésre is alkalmas lenne. Ezt jobb, ha az elemzés elején leszögezzük, arra utalván, hogy a 2008–2009-re kialakult válság beköszöntének sem az idejét, sem a visszaesés mértékét; később pedig a visszarendeződés, az outputnövekedés normál állapotának, beállításának idejét, valamint a tartós gazdaság-élénkülés és a teljes „normalizálódás” folyamatának időtartamát nem lehetett pontosan előre jelezni.

– *A trend és ciklus.* Ha az a kérdés, hogy létezik-e kódolható (értsd: előre jelezhető) trend és ciklus, vagyis van-e valamilyen tartós és előrejelzésre is alkalmas közgazdasági összefüggés, olyan, amely a világ legfejlettebb gazdasága, az USA esetében is bevethető, ahol a lehető legmegbízhatóbb statisztikai idősorokkal rendelkezünk, vagy inkább csak indikatív, statisztikus megfigyeléseink vannak, akkor a válasz inkább az utóbbi. Tehát vannak trendre utaló statisztikus megfigyeléseink, de sem a trendek tényleges jövőbeli hossza, sem a kilengések amplitúdója nem kalkulálható valamilyen – a közgazdaságtudomány szerint bizonyítottan – állandó, tehát parametrizálható formulával (*Bernanke, 2009, Bernanke et al, 1999*). A valóságban a teljes kibocsátás és a termelékenységnövekedés sem haladnak együtt, mert inkább eltérő, mint azonos ütemben növekednek. A kibocsátás trendvonalát ezért a hosszú távon simított, azaz a rövid távú ingadozásoktól megtisztított vonallal azonos. Definíció szerint tehát az üzleti ciklus a trendvonal körüli, rövid távú eltérést jelent.

– *A politikai üzleti ciklus.* E felfogás szerint a kormányok a költségeikkel és általában a fiskális döntéseikkel képesek befolyásolni a konjunktúrát, abból a célból, hogy a választások előtt a gazdaság állapota kedvezőbbnek tűnjék. Egy kormány saját maga is elindíthat egy új növekedési ciklust, ami lehet ugyan jó szándékú, de ha rosszul időzíti vagy méretezi, akkor sikertelen lesz.

– *A ciklusok hossza.* Az üzleti ciklusok, természetüknél fogva, hosszukat tekintve azért változhatnak, mert kezdetben lassú a makroökonómiai alkalmazkodás az új feltételekhez, mind a fogyasztási, mind a beruházási piacon nagyon nehézkes az időbeli helyettesítés a jelen és jövő között. A ciklus időtartamában a szabályosság néha jelen van, néha nincs. Mind az amerikai fogyasztási, mind a beruházási, illetve a hitelpiacon kiemelt jelentőséget tulajdoníthatunk ennek a ciklusokra vonatkozó egyenetlenségi megfontolásnak (*Krugman, 2009, Reinhart–Rogoff, 2010*).

– *Az úgynevezett multiplikátor–akcelerátor modell.* Ez a modell arra mutat rá, hogy a beruházások a jelenben elvárt, de jövőben képződő profittól függenek. Ez a felfogás azt feltételezi, hogy a jelenbeli várakozások mindenkor tükrözik a múltban ténylegesen keletkezett kibocsátás szintjét is. Az akcelerátor modell önmagában is termel egy ciklust, de jobbra azért, mert azt feltételezi, hogy a vállalatok meglehetősen „ostobák”, miután nem számolják bele saját várakozásaik hatását magára a ciklusra. A pénzügyi beruházások, az ingatlanfejlesztések esetében és főleg a jelzálogpiaci hitelezésben bizony gyakran felmerülhetett a gyanú, hogy erről a „csak saját magamat látom” esetről volt szó (*Bernarke et al, 1999*). De erre, mármint a rendszerszintű kockázatok láthatatlanságára enged következtetni ismert magyar szerzők tanulmánya is (*Király–Nagy–Szabó, 2008*).

– *A teljes kapacitások korlátja felülről, illetve a negatív bruttó beruházás lehetetlensége alulról* limitálja az outputingadozás mértékét. A készletváltozások akkor okoznak ingadozást, ha azok tervezett csökkentést testesítenek meg, tehát ha nem „elszenvedett” készletszint-változásokkal van dolgunk. A készletváltozás ezért általában okozat, tehát nem oka, hanem következménye az ingadozásnak. Ez nagyon fontos megállapítás a 2008–2009-es pénzügyi válság összefüggésében; az amerikai lakásépítés és az egyéb nagy fogyasztói tételek (ház, autó és háztartási berendezések) készletfelhalmozódása (eladatatlansága) sokkal inkább következménynek, mintsem oknak volt tekinthető. A szóban forgó piacokon kialakult és a termelők által valóságként észlelt keresleti igény viszont – és ezt sokan látták – nem volt normálisan tartható, amennyiben viszonylag korán, már 2006-ban jól kivehető módon, aránytalanul nagy lett a rossz vagy fizetéseképtelen adósok száma a legfontosabb termékpiacokon. Ezt a véleményt már többen alátámasztották (*Elmendorf, 2008, Gramlich, 2007, Krisman, 2007*).

– *A reálüzletciklus-felfogás* úgy tartja, hogy a kibocsátás csak ideiglenesen térhet el a potenciálistól, még ellentétes hatású vagy keresztező hitelezési ciklusok esetén is! Alapesetben éppen ezek az eltérések jelentik magukat a ciklusokat. Talán nem szükségtelen elmondani, hogy az aggregált kereslet és kínálat egyaránt, de változó intenzitással befolyásolja a ciklus kilengéseit. Az amerikai ingatlanpiacon bizonyosan jelen volt mindkét hatás, de alapvetően mesterséges kereslet generálta túlköltekezésről volt szó, amelyben a pénzpiaci innovációk indokolatlan mértékben fűjték fel az eladható termékek állományát (*Dynan–Elmendorf–Sichel, 2006, Elmendorf–Dynan–Kohn, 2007 és Király–Nagy–Szabó, 2008*).

– *A nemzetközileg ölelkező kibocsátási folyamatok,* mindenekelőtt a világ áru-, munka-, és tőkepiacainak fokozott integráltsága okán, a legtöbb fejlett országot konjunkturális

értelemben is függővé tették a legfőbb partnerektől. Az üzleti ciklusok a fejlett világban nagyfokú együtthaladást, korrelációt mutatnak. Ezt a jelenséget viszonylag régen feltárta a szakirodalom, jó két és fél évtizede ismerjük a nemzetközi konjunkturális függés bonyodalmaait (Kenen, 1989, 447–472. o.). A fejlett országok és velük a világgazdaság egésze, kis (maximum 2–3 hónapos) különbséggel, éves szinten majdnem együtt emelkednek és süllyednek. Ebben az értelemben nincs új a nap alatt, mert a világgazdaság főbb szereplői konjunkturálisan már több mint három évtizede együtt sírnak vagy nevetnek. Ami viszonylag újnak tekinthető, az talán az, hogy a pénzügyi globalizáció egyaránt felgyorsította a pozitív és negatív hatások terjedését (Bernanke et al, 1999).

De megjelentek más, kifejezetten újnak nevezhető felvetések is. Mindenekelőtt a *Kose–Terrones* szerzőpáros összefoglaló munkája, amely már az IMF mértékadó gondolkodását is átfőrmálta (Kose–Terrones, 2015). Ebben egyebek mellett megfogalmazódik, hogy a gazdasági ciklusok elemzési keretét szinte kötelezően „globálissá” kellene tenni. Az IMF vezető kutatói szerint a nemzeti üzleti ciklusok lényegében lassan értelmüket veszítik, amennyiben a nagy és fejlett OECD-országok súlya zsugorodik. A fejlett ipari országok a világgazdaságban már csak körülbelül 60 százalékot tesznek ki, az éves átlagos globális gazdaság bővülésnek pedig alig az egyötödét képviselik. Ezért immáron nem ők adják a globális gazdaság bővülésének húzóerejét, hanem a BRICS, a feltörekvők és a közepes jövedelmű fejlődő országok. Továbbá, e sokat idézett munkájukban demonstrálják, hogy a 2008–2009-es krízisben a visszaesés is egyetemlegesen sújtotta a világgazdaságot, tehát feltehetőleg a nagy nemzeti ciklusok is erősen együtt mozogtak. Mind az előrejelzés, mind a konkrét, helyesnek ítélt gazdaságpolitikai reakciók tekintetében különleges bonyodalom származott abból a körülményből, hogy a pénzügyi közvetítőszektor modellezhető szerepe nem volt világos, és talán a mai napig sem az. A makromodell-építés egyik különös nehézsége, ahogy azt *Mellár* (2015, 183–204. o.) megerősítette, főleg a véletlen jellegű pénzpiaci viselkedés azonosításában, leginkább a döntéshozók számára kiszámíthatatlan jellegében rejlik. A mennyiségi könnyítések outputra gyakorolt hatása is jóval nehezebben volt megítélhető, mert a pénzpiacon kínált eszközök szívták fel annak az élénkítésre szánt, újonnan teremtett jegybanki likviditásnak jelentős részét, ami jegybanki stimulusnak, enyhítésnek nevezhető. A friss jegybankpénzt ugyanis olcsón finanszírozható termelő beruházásokra „találták ki”.

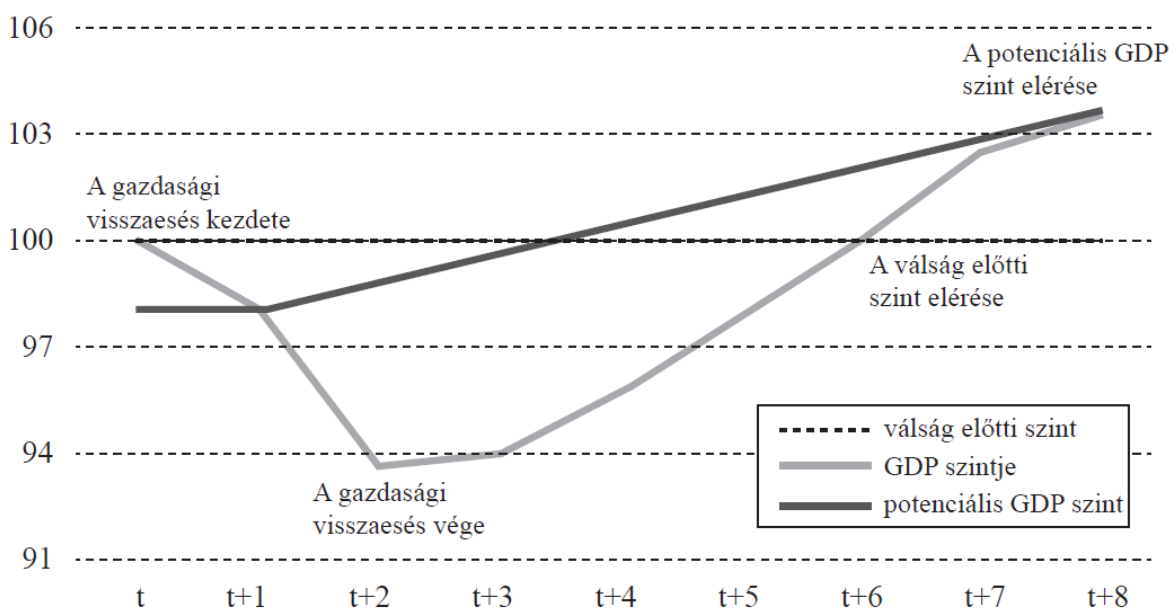
Az IMF és az Európai Bizottság is részben átalakította hivatalos szakmai álláspontját az élénkítés–megszorítás leegyszerűsített, dichotom változatát illetően. Erről győzi meg a külső megfigyelőt az IMF blogján *Nicolas Véron* (Véron, 2016). Eszerint az IMF Finnországban és

Spanyolországban sikeres volt, Görögországban azonban minimum kétértelmű a beavatkozás mérlege, mivel pusztán az IMF tevékenysége – önmagában, azaz az Európai Központi Bank és EU stabilitási alapjaink tényleges szerepe nélkül – reálisan nehezen ítéhető meg. Az IMF elszalasztotta a jó beavatkozás lehetőségét Portugáliában, amennyiben a külső segítséget kért országban a program elhagyása után a fiskális sebezhetőség nem csökkent.

Az EU is új elképzelésekkel találja magát szemben, ami a strukturálisdeficit-szemlélet kizárólagosságát illeti. Ennek, az új mutatószámokat is felvonultató, alternatív fiskális teljesítménymérésnek a kimunkálásában vezető magyar kutatók is hallatják hangjukat (*Clayes–Darvas–Leandro, 2016*).

1. ábra

Az üzleti ciklus és válság sematikus megjelenítése a potenciális GDP összefüggésében



Az 1. ábra a válság sematikus, de lényegében még mindig fősodorú illusztrációját mutatja: a teljes ciklust, a recesszió kezdete és vége legelső pontjait, valamint a potenciális GDP-hez való visszatérés pontjait. A világgazdasági válság kitörése óta újraéledt az a vita, amely a makrogazdasági alkalmazkodást általában, különösen pedig a jobbra elkerülhetetlen fiskális konszolidáció esélyeit és a sikeres beavatkozások mérhető eredményeit veszi számba, attól függően, hogy a ciklus mely pontján tartózkodunk (*Baumeister–Benati, 2012, Christodoulakos,*

2015, Krugman, 2012, Györfy, 2014, Halmai, 2014, Mellár, 2015, 207–232. o.). A felhalmozott hatalmas szuverén adósságok mellett a kiigazítások mértéke és időbeni elhúzódása ugyanis önmagában is különös nehézséget kölcsönzött ennek a kérdésnek számos OECD-ország esetében, és még erőteljesebben került állandó viták napirendjére néhány súlyosan eladósodott EU-országban (Reinhart–Rogoff, 2010).

A költési és az adóztatási oldalon az anticiklikus jellegű, vagyis a ciklust tompító, kiegyenlítő-harmonizáló fiskális beavatkozások stabilizáló és felhajtó erejébe vetett hit – alapvetően a korábbi tapasztalatok alapján – jelenleg is változatlanul erős. Ez az elméletileg régről megalapozott tapasztalat (Móczár, 2010) lényegében azt jelenti, hogy a célba vett költségvetési konszolidáció alapelve nem nagyon lehet más, mint a régről ismert anticiklikus propozíció; vagyis az üzleti ciklust és annak egészét figyelembe véve érdemes csak nekifogni a nagyobb lélegzetű kiigazításnak („If the budget is to be balanced, then it is to be balanced over the cycle”, Frank–Bernanke, 2009, 742–762. o.). Más szavakkal: a jelentős outputfelfutási zónákban, a ciklikusan kiigazított trend feletti növekedési szakaszban az állami költségvetéseknek inkább megtakarítóknak, azaz restriktívnek kell lennie, míg a trend alatti szakaszokban ennek pontosan az ellenkezőjét kell tenni, mert ekkor a növekedést támogató, vagyis expanzív költségvetési pozíció, költési/adószedési (fiscal stance) irányvonal kialakítása a kívánatos.

Noha a korábbi, az anticiklikus jelleg erejét hangsúlyozó elméleti megalapozások nem nagyon rendültek meg – legalábbis az általános absztrakció szintjén (Móczár, 2010) –, mégis számos új felvetés és kritikai hang látott napvilágot a tényleges és várhatóan jobb eredménnyel kecsegtető adósságcsökkentési és válságkezelési, válság-modellezési utakat illetően (Reinhart–Rogoff, 2013, Mellár, 2015, 295–313. o.). Az összképet – a lassú és bizonytalan outputnövekedést és főleg a munkapiacok pangását – tekintve a jellemző vélemény inkább a válságkezelési sikerek elmaradását hangsúlyozta, semmint a kiforrott elméletek empirikus diadalát. „A válság nyomán erőteljessé váló állami szerepvállalásnak ma nincs elméletileg megalapozott, a szakma által hitelesített gazdaságpolitikai forgatókönyve.” (Mellár, 2010, 592. o.).

A válságkezelési kudarcok és a növekvő államadósságok szinte sürgették a kötelező átértelmezéseket. A makroökonómiai szakma maga is szinte követelte a revíziót, a szemléleti megújulást, és ha csak részben is megbízható, ám valamilyen reményt keltő iránymutatást várt a tudomány élvonalába tartozó tekintélyektől. Közülük Paul Krugman az egyik legismertebb, aki a leggyakrabban, egyben a leghangosabban és talán a legtisztábban foglalt állást a

válságkezelés azonnali lépéseit illetően, úgy, hogy a távlatos igényeket is kielégítő receptet kínált. A legutóbbi világgazdasági válságról és annak kezeléséről, illetve félrekezeléséről szóló nézeteit magyarul is olvashatjuk (Krugman, 2012).

A válságkezelés alapkilemmáit világosan és feltűnő határozottsággal értelmező krugmani meglátások nem hétköznapiak. A követendő utat is markánsan kijelölő érveléseit, az írás hangulatát is jól jellemző megfogalmazását néhány, alapvetően a 2008–2011-es évekről szóló, kiragadott idézet igyekszik visszaadni:

„Még csak nem is rejtélyes a katasztrófa természete. A nagy gazdasági világválságban a vezetőknek volt mentségük: igazából senki nem tudta, hogy mi történik, és hogyan kellene kezelni a válságot. A mai vezetőknek azonban nincs mentségük, mert tudjuk, mi történik, és rendelkezésre állnak az eszközök, amelyekkel véget vethetnénk a gyötremnek. Mégsem teszünk semmit.” (Krugman, 2012, 33. o.).

„Amikor sok adós igyekszik spórolni és visszafizetni a tartozását, nagyon fontos, hogy valaki ennek pont az ellenkezőjét tegye, azaz költsön, és adjon kölcsön, és az a valaki nyilvánvalóan az állam. Az állami kiadások növelése a szükséges válasz arra a típusú válságra, amellyel manapság szembesülni vagyunk kénytelenek.” (Krugman, 2012, 71. o.).

„Bolond az, aki a rövid távú deficitre fókuszál. (...) A kiadások visszavágása ugyan csökkenti a jövőbeni adósságot, de csökkenti a jövőbeli bevételeket is, ezért adósságkezelő képességünk valójában csökkenhet.” (Krugman, 2012, 178.o.).

„A mostanihoz hasonló időkben a költségvetési megszorítások hozadéka csekély, talán nem is létezik, míg az ár, amit fizetünk érte, nagyon magas. Most tényleg nem olyan idők járnak, hogy mániásan a deficitrel kellene foglalkoznunk.” (Krugman, 2012, 178–179. o.).

A 2010–2011-es években ez a felfogás, amely az államot költésre buzdítja, a válság utáni, súlyos szuverén adósságoktól terhelt fiskális környezetben egyáltalában nem volt általános. Sőt, inkább az evvel ellenkező értelmezés volt jellemző. [Az állami adósságnövelési lépések elmarasztalásáról a kérdésben mértékadónak tekintett, és a megjelenése óta „agyonidézett” írás (Reinhart–Rogoff, 2010) tartozik ebbe a sorba, amely önmagában is nagyon heves, helyenként személyeskedő vitát váltott ki világhírű szerzők között, lásd: (Meyer, 2013)]. De a korábbi mechanikus modellt továbbfejlesztő, sztochasztikus – és így elkerülhetetlenül statisztikai teszt-alapú – makroökonómiai gondolkodás okozta munkapiaci károkat taglaló munkák (Zillak–McClosky, 2008) is inkább az állam torzító fiskális beavatkozásáról beszéltek.

Krugman a szűkebb szakmai közönségnek is szánt saját blogjában³ egy sokakat meglepő állításban foglalta össze a fokozott állami fiskális stimulust támogató meglátásainak statisztikai lényegét, amikor a megszorítások jelentős növekedésllassító, output- és munkahelyi áldozatokat követelő jellegét hangsúlyozta. E túlzott növekedési áldozat kialakulásának tényét erősítették meg mások is, és így osztják *Krugman* költésre buzdító meglátását (*Tamborini*, 2013, *Rodionov*, 2013 és *Chinn*, 2013). *Krugman* a blogon közzétett írásában azt állította, hogy az eurózónában 2009–2013 között a fiskális konszolidációnak nagyon súlyos ára volt, a tartós növekedési áldozat. Az a legfőbb mondanivalója, hogy a fiskális konszolidációért, vagyis a megszorításért nagyon drágán kellett fizetni, mégpedig elmaradó gazdaság bővülés és beragadt munkapiacok formájában, számos, főleg a leginkább eladósodott perifériális országok esetében.

A helyes válságkezelési lépések kialakításban természetesen erősen ideologikus elhajlások is voltak. Ezekkel itt nem foglalkozunk. Inkább a statisztikák felé fordulunk.

A legtöbb és kimerült statisztikákkal is alátámasztott válságkezelési tapasztalat azonban – a heves viták ellenére – az USA-ban halmozódott fel történetileg és az akadémiai irodalomban egyaránt. Ezért az érdemi, immáron empirikus áttekintést az amerikai tapasztalatokkal kezdjük.

III. Konjunktúrakövetési tapasztalatok az USA-ban, 2007–2016

Azzal a meglepő állítással kell kezdenünk az elemzést, hogy az amerikai gazdaságfejlődést igazán hosszú, fél évszázadosnak nevezhető történeti perspektívában, jelesül 1965–2015 között a stabilitás és a ciklikusság egyszerre és tartósan jellemezte. Az 1965-öt követő fél évszázados időszakban a gazdasági aktivitás hőfoka gyakran változott. Ezt mutatja a CFNAI (Chicago Fed National Activity Index), amely a hivatalosan regisztrált havi konjunktúra „hőfokának” elfogadott mutatója. E mutató alapján a 2008 végére, 2009 elejére kialakult recessziós helyzet, legalábbis a megelőző hét évtizedes történelmi perspektívát tekintve, mégsem volt annyira drámai, mint azt sokan állítják. Az USA gazdasága öt évtizedes (1965–2015) perspektívában kifejezetten kiegyensúlyozott teljesítményt mutatott, legalábbis, ha a normál trend körüli ingadozást és az összességében realizált reál-GDP alakulást tekintjük. Ez azonban nagyon sommás megállapítás, de ha a CFNAI jelentését vizsgáljuk, meggyőzőnek mondható.

³ *Krugman* [2013], *NY-Timesblog*, 480.

A CFNAI olyan havi index, mutatószám, amely az USA gazdaságának aktuális konjunkturális állapotát méri, 85 különböző mérésponton beáramló adatsorból. Az adatokat négy csoportra gyűjtik: termelés és jövedelmek; foglalkoztatás-munkanélküliség, a végzett munkaórák; lakossági fogyasztás és házépítés; árumegrendelések és készletek. Az indexet úgy konstruálták meg, hogy jól mutassa a gazdaságban tapasztalható aktivitási szinteket, úgy, hogy egyúttal a kialakuló inflációs nyomás nagyságára vonatkozóan is útbaigazítást adjon. Az index olyan állapotváltozást mutat, mint amilyen az úgynevezett Goldilocks-mutató, azaz mindig egy trend körüli ingadozás mértékét jelöli. Ráadásul olyan trend körül, amelynek várható értéke nulla, és szórása egységnyi (1). Ebben a felfogásban a nulla jelentése az éppen kívánatos, a „normál” állapot, amely azt jelenti: lényegében a trendvonalon vagyunk, tehát az empirikusan kialakult vonalon és a tartható növekedési pályán. A negatív előjel pedig azt jelenti, hogy a mutató „hideget” jelez, ekkor a növekedés a trend – vagyis az átlag – alatt van. Ha ellenben pozitív (vagyis „meleg”) az előjel, akkor az aktivitási hőmérő átlag feletti állapotot jelez.

Maga a CFNAI igen nagy volatilitást tud mutatni. Ez önmagában nem túl biztató (a havi kilengések jelentősek), ezért inkább a háromhavi mozgó átlagot érdemes figyelni, mert ez „kisimítja” a nagyobb ingadozásokat, jobban mutatja a gazdasági teljesítmény tartható szintjét. Minden olyan esetben, amikor túl „forróvá” válik a mutató, az inflációs veszély nagyobb lesz, túlmelegedés állapota veszélyeztet, de csak az esemény valószínűsége nő! A túl hideg esetben pedig ennek éppen a fordítottja a helyzet, vagyis annak nő a valószínűsége, hogy recesszió közeledik.

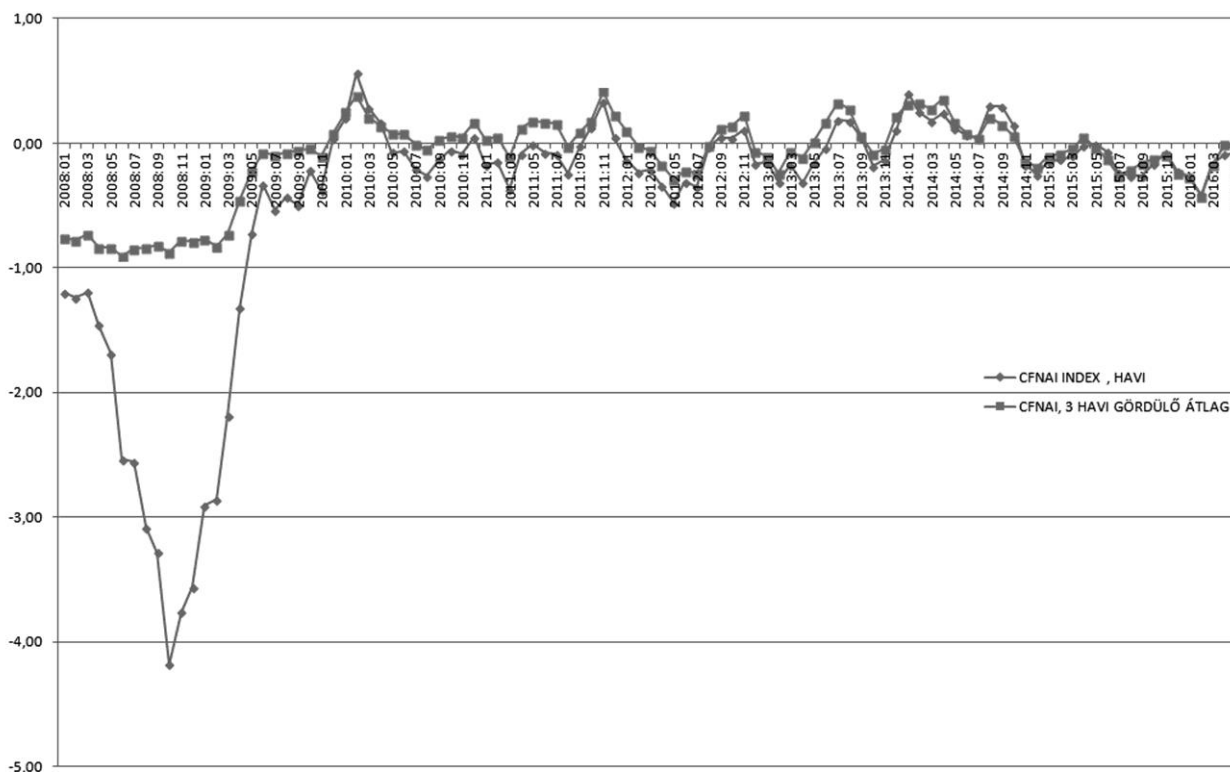
A CFNAI 2007–2016 közötti mozgását mutatja a 2. ábra. A 2. ábrán az egyes adatpontok magukat a havi CFNAI indexszinteket jelölik, és ezeknek a pontoknak a háromhavi mozgó átlagát. A nullában húzódó vízszintes vonal a trendvonal, az úgynevezett történeti átlag vonala.

Az ábra tanulmányozása nyomán mai szemmel és korszerűbb ismeretek birtokában is több érdekes, sőt, kifejezetten meglepő megállapítást lehet tenni.

Az első, hogy a 2007–2009-es globális pénzügyi krízist kivéve a háromhavi mozgó index a (+1) és (–1) sávban tartózkodott. A nagy recessziós időszakot megelőző három hónapos mozgó átlagos jelzések is a (–1) környékén voltak, igaz, 2007–2009-ben beragadtak a (–2) alatti sávban. A konjunktúramérés három hónapos „hőmérséklet-adata” tehát viszonylag jó, de semmiképp sem tökéletes előrejelzése volt a közelgő nagy visszaesésnek.

2. ábra

CFNAI mutatószám, az ún. Chicago Fed National Activity Index, az amerikai gazdaság konjunkturális állapotának „hőfokát” mérő index alakulása 2007–2016 között



Magyarázat: A historikus trend értéke nulla (0), a szórás várható értéke 1.

Forrás: Chicago FED Research. www.dshort.com Sept2016

A második, hogy a CFNAI alapján, az USA konjunktúra állapotáról a legutóbbi 32 negyedévet jellemző folyamatokat összegző megállapításként azt lehet mondani, hogy az üzleti ciklusról való gondolkodás alapvetően mégsem változott meg: ma is egy, a potenciális növekedéshez közeli ingadozásként lehet értelmezni. A ciklusok kialakulásában azonosítható mechanizmusok részleteiben vannak viták, csakúgy, mint egy konkrét időszak primer növekedési tényezőinek rangsorolásában. De – főleg – a pénzügyi közvetítőszektor által gerjesztett hatások természete, ereje és időbeli kiterjedése az, ami változatlanul az akadémiai nézetkülönbségek és heves viták forrása a főáramban is (*Tamborini, 2013, Christodoulakos, 2015, Mellár, 2015, 190–195. o.*). Továbbá, jelentősen gyengíti az általánosítás erejét, hogy az állami költéssel és annak visszafogásával, a megszorítással együtt járó outputvesztés mérete is erősen vitatott lehet. *Blanchard–Leigh* [2013] például azt találták, hogy a tervezett fiskális konszolidáció negatív

outputhatása jóval nagyobb volt a válság elején, mint azt előzetesen gondolták. Feltehetően azért, mert a költési multiplikátor mértéke is jóval nagyobb volt, mint azt a tipikus modellek feltételezik, és tartósan mínusz 1,5 közelében ragadt. Ez a tanulmány később az IMF gyakran javallott megszorító fiskális lépéseinek hatásait rosszul felmérő „hivatalos önkritikájává” is vált.

Ha az amerikai gazdasági növekedés/visszaesés mértékeit százalékos formában, egy hosszabb időszakban nézzük, 1971-2014 között, év/év alapon, akkor az alábbiakat állíthatjuk.

A kőolajipari válságokhoz köthető visszaesések, nevezetesen az 1974-es és 1981-es recessziók esetén – ha az első krízistől számítjuk, és a rákövetkező mélypontig számolunk – a visszaesés mértéke, az elmaradt növekedés a GDP 6–8 százalékát tette ki (lásd 3. ábra). Ez a mérték lényegében nem változott 1989–1991, illetve 2007–2009 között sem, amikor GDP-arányosan szintén hasonló méretű, mintegy 4,5–7,5 százalék közötti teljes outputvesztésről beszélhettünk. Ez azt jelentette, hogy a trend körüli ingadozás mértéke alig változott. Ez az üzletciklus-elméletek erejét tekintve pozitív fejlemény. A negatív fejlemény azonban változatlanul abban rejlik, hogy a rendelkezésre álló konjunktúraindikátorok alapján az elkövetkező recessziók mélypontját és pontos befejeződését nem tudjuk kellő pontossággal megbecsülni. A retrospektív analízis segít ugyan, de a pontos ismétlődésre semmilyen garanciát nem kínál. Mindez jól előtűnik az éves növekedés mértékét 1971–2013 között illusztráló 3. ábrából is.

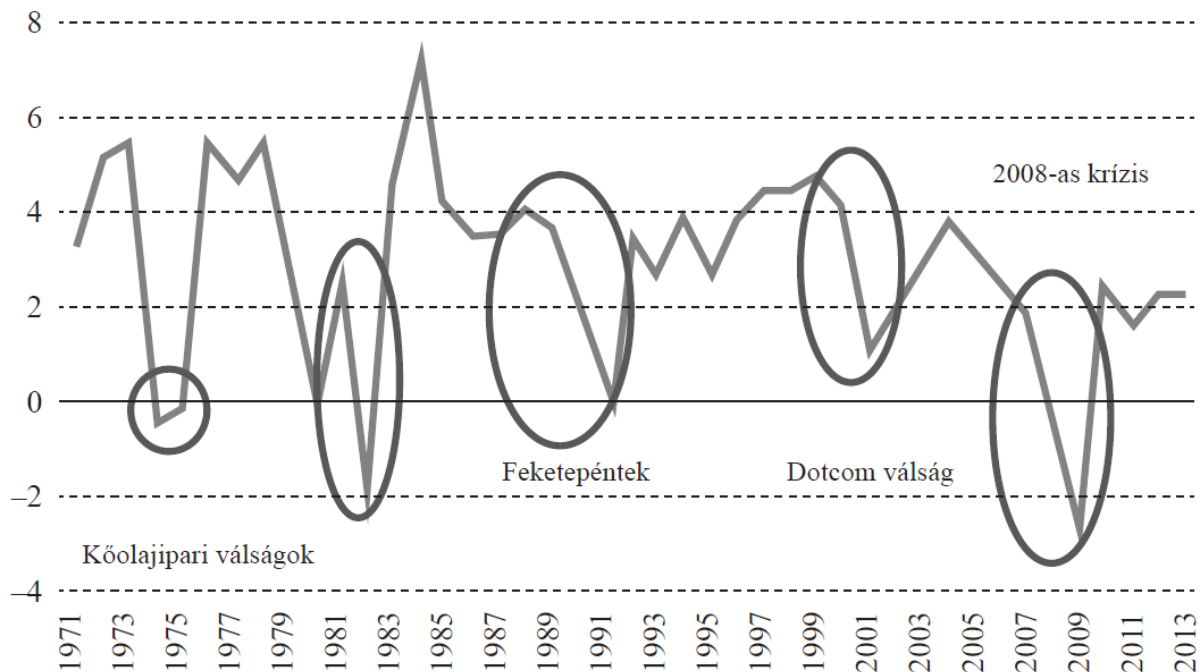
A 3. ábrából jól látszik, hogy 1973–1981 között a recessziós, tehát a negatív előjelű mélypontok közötti eltelt idő 8, majd 9 év volt. Később, 1991–2001 között, pozitív alsó pontok közötti tartományban ugyan, de már 10 év volt a ciklus hossza. A kőolajpiaci válságok (kőolaj-árrobbanás) és az 1987–1989-es tőzsdei eredetű visszaesés, a „fekete péntek”, majd a dot-com krízis és a 2008-as válság között eltelt szakaszok sem voltak egyforma hosszúak.

A mélypontok közötti távolság a GDP 5–7 százalékát tette ki, az ingadozásokban tehát aligha lehet azonosítani valamilyen tartós szabályosságot. A körülbelül 2 százalék körüli éves átlagos ingadozásban az USA gazdasága időben jóval többet tartózkodott a felső, pozitív sávban, mint az alsó, negatívban. Vagyis évi 2 százalékos átlag-reálnövekedést még ebben a hosszú, négy évtizedes időszakban is sikerült tartani.

Ezek után nézzük meg a fejlett országok egy szélesebb csoportját is az alkalmazott fiskális alkalmazkodás és a konjunktúraélenkítés szemszögéből!

3. ábra

A gazdasági növekedés kilengései az USA-ban a nagyobb visszaesések idején, 1971–2013



IV. A megszorítás és a fiskális élénkítés mértékei a fejlett világban

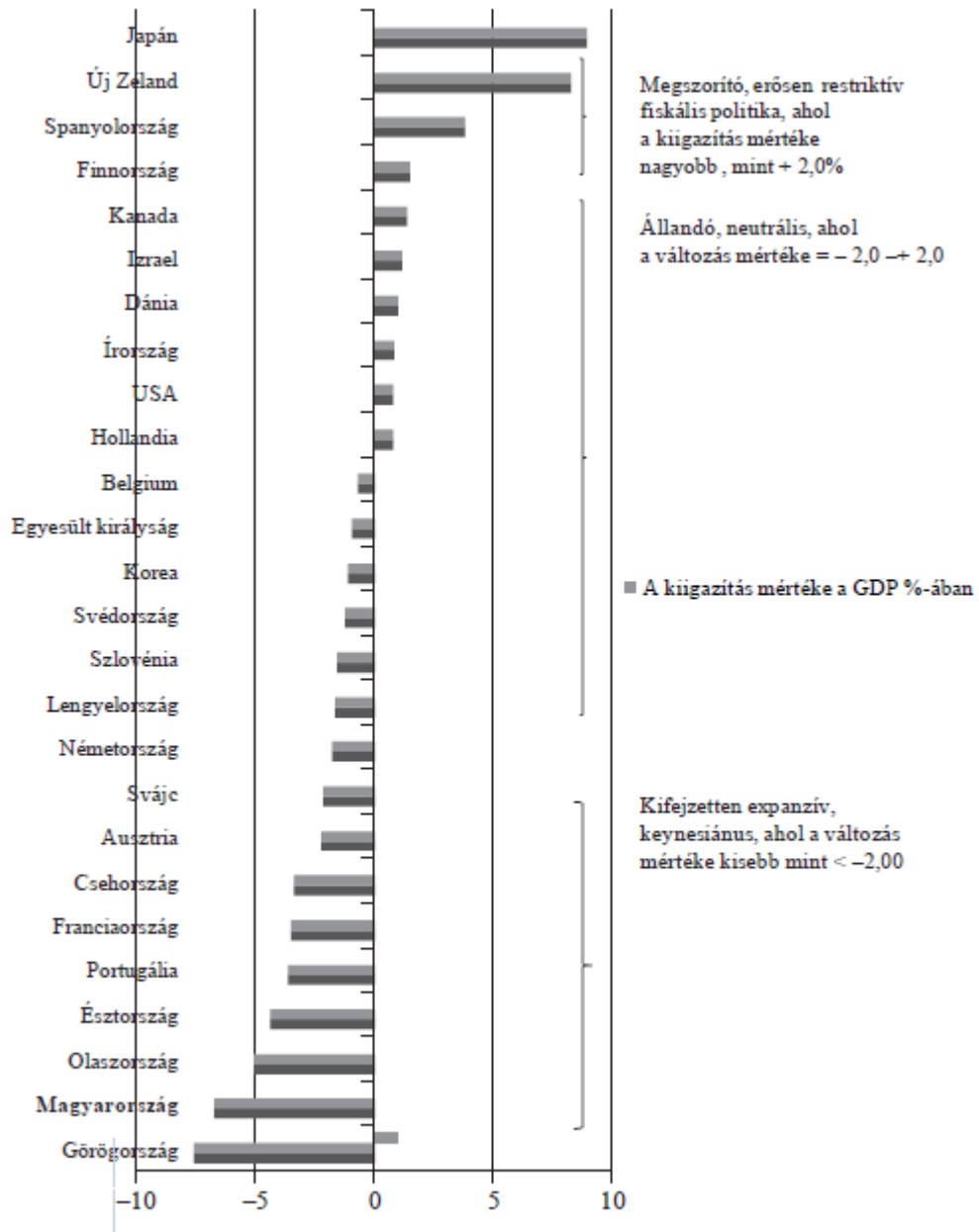
A válság alatt és után a fejlett világban, nagy és kis, nyitott gazdaságokban egyaránt, sokféle típusú és szemléletű makro-alkalmazkodást, fiskális profilt lehetett megfigyelni. A megszorítás kontra növekedés egymással ellentétes előjelű mértékeit összegzi a 4. ábra, amely az expanzív és megszorító fiskális politikákat veszi számba az OECD és néhány meghatározó EU-országra nézve.

Az osztályozás alapja a kiigazítás mértéke a strukturálisan kiigazított költségvetési mérleg alakulása szerint, 2006–2013 között, a GDP százalékában kifejezve.

4. ábra

A strukturálisan kiigazított költségvetésimérleg-alakulás keresleti hatásai néhány, alapvetően eltérő fiskális profilú OECD-országban, 2006–2013

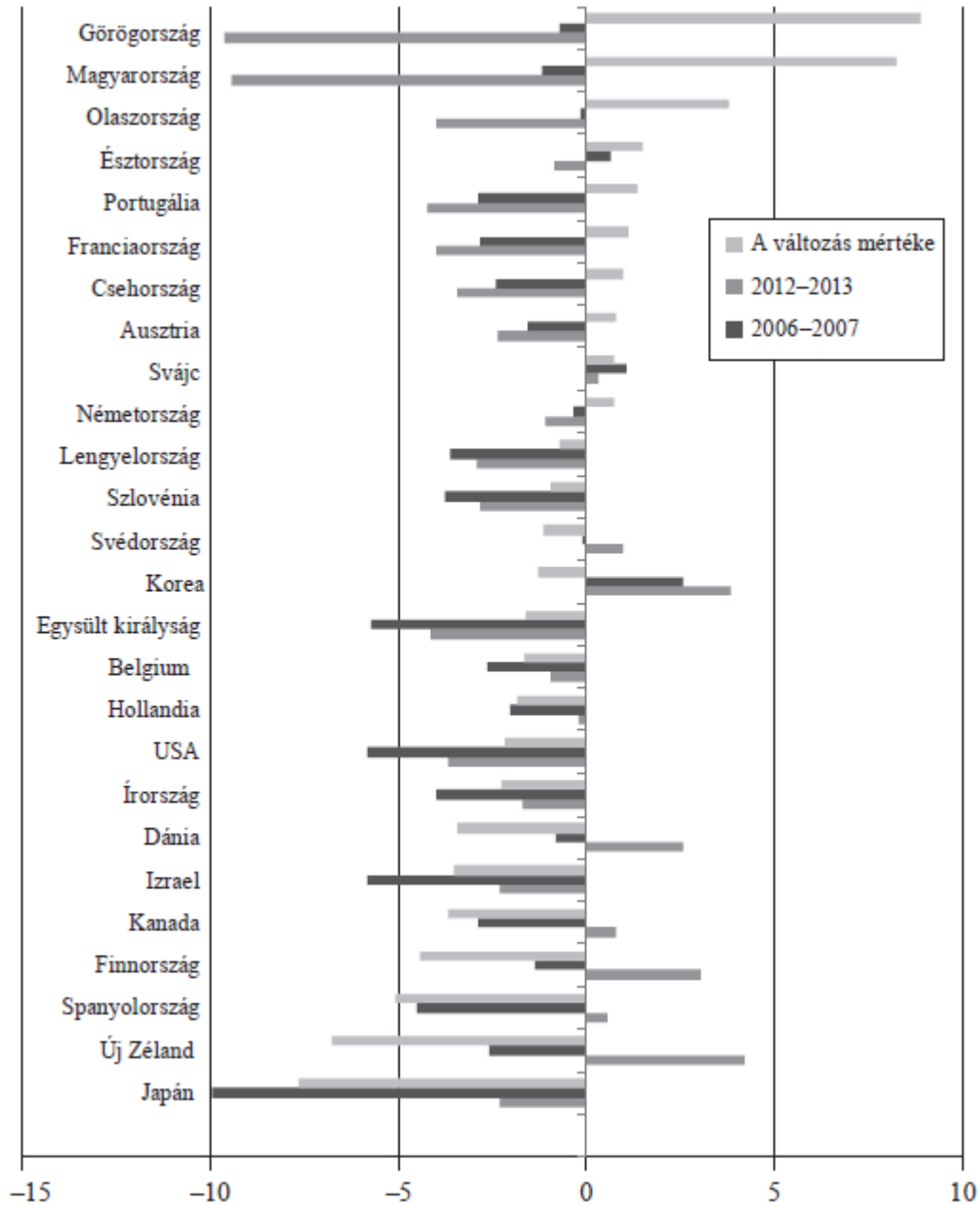
(Változás a GDP százalékában)



Forrás: OECD.

5. ábra

A fiskális alkalmazkodás mértéke néhány OECD-országban 2006–2007 és 2012–2013 között
(A GDP százalékában)



Forrás: OECD.

Amennyiben a 2006–2007-es, így a világgazdasági válság előtti, valamint a 2012–2013-as időszakok közötti, vagyis a válság enyhítésére alkalmazott keresletoldali fiskális profilok változásának (az élénkítések/restrikciók) mértékét vizsgáljuk – vagyis azt, hogy vajon az ezen időszakokra jellemző strukturális mérleghiány/GDP mértékének változása a mínusz 2

százaléknál kisebb vagy nagyobb volt-e –, akkor három csoportot tudunk azonosítani. Ezek a következők:

- az összkeresletet bővítő, expanzív fiskális profilú,
- összkereslet-semleges profilú, valamint
- az összkeresletet erősen szűkítő, vagyis lényegében markánsan megszorító/restriktív profilú költségvetés-politikai alkalmazkodás.

Az első, az állami keresletbővítő kategóriába azok az országok tartoztak (a 4. és az 5. ábrán legalul), amelyekben a kiigazítást jellemző fiskális mérleg állapotjelzője még kifejezetten állami keresletbővítőnek, ha tetszik, keynesianusnak volt nevezhető – függetlenül a hivatalos kommunikációtól. Ilyen, erősen keynesianus – vagyis a konjunkturális problémákra általánosan a keresleti oldalt támogató, szinten tartott, vagy nagyobb állami költséssel válaszoló, és így gyakran kényszerűen nagyobb hiánnyal is járó – stabilizációt alkalmazott néhány nagy, fejlett ország (Egyesült Királyság, USA, Kanada). Lényegében még nagyobb expanzióval, a kereslet-költési szint fenntartásával volt jellemezhető Japán is. Ott a „keynesi ihletésű” alkalmazkodás nyomán egyértelműen növekedett a GDP-arányos deficit mértéke, és a 2006–2007 évi 2,3 százalékról a 2012–2013 időszakra 9,9 százalékra duzzadt a strukturális hiány. A nagy országok közül mások is ezt a „megbízható”, inkább fiskálisan expanzív utat járták: így Kanada (egyenlege 0,8 százalékos többletről mínusz 2,85 százalékra romlott) és Ausztrália (plusz 1,45 százalékról mínusz 2,15 százalékra csúszott le). Az USA ennek a keresleti oldalt masszívan támogató, keynesianus listának az „enyhébb” végén volt található: az amerikai szövetségi kormány a strukturálisan kiigazított költségvetés hiányát a GDP mintegy 2,2 százalékával tolta csak feljebb, a válság előtti és válság utáni évekhez viszonyítva. Ez nem is olyan döbbenetes nagy fiskális alkalmazkodás, legalábbis Japánhoz képest.

Maastrichti kritériumkényszerek ide vagy oda, a közepes méretű Spanyolországban is az állami költségekkel enyhítették a válságot. Ez szerény többletből erős deficitbe vitte a mérlegét, plusz 0,55 százalékról mínusz 4,55 százalékra. De számos EU-tag, valamint kis, nyitott és EU-n kívüli gazdaság is – jobb híján – ezt a menedéket nyújtó, keynesianus keresletfenntartó, esetenként erősen expanzív fiskális politikát választotta: így alkalmazkodott Dánia, Finnország, Írország, Izland, Izrael. Ebben a fiskálisan erőteljesen lazító csoportban az addicionális, tehát az expanzív válságenyhítő hiányköltség zónája a mínusz 2,5 és mínusz 4,5 százalék között húzódott.

A középső, moderáltan lazító, vagy kvázi-semleges csoport a legnépesebb, amely – Dél-Korea kivételével – a fiskálisan „viszonylag fegyelmezett” EU-országokat foglalja magában. A

moderált deficitszintet/állandóságot fenntartani képes országok listáján az éves hiányzó na értéke a mínusz 2 százaléktól a plusz 2 százalékgig terjedt. Ám ugyanitt a szükségessé vált kiigazítás mértéke abszolút értékben nem volt nagyobb 2 százaléknál. Tehát összességében ezek az országok tipikusan nem fiskális lazítók, de nem is durván szűkítő-megszorítók. Moderált alkalmazkodóknak nevezhetnénk őket. Hollandia állt e lista elején a maga szerény, 1,8 százaléknyi hiánynövelő fiskális lépéseivel. A sor végén pedig Svájc és Németország, amelyek végül szufficitet termelő költéssel is tudtak „alkalmazkodni”. Őket tényleg irigyelni lehet. Még Portugália sem lógott ki sokáig e sorból (ahol csak 2013 második felében kezdődtek nagyobb egyensúlytalanságot sejtető fizetési gondok, s ahol végül borult az állandóságot feltételező fiskális politika is). Moderáltan alkalmazkodott a zlotyval fizető Lengyelország is.

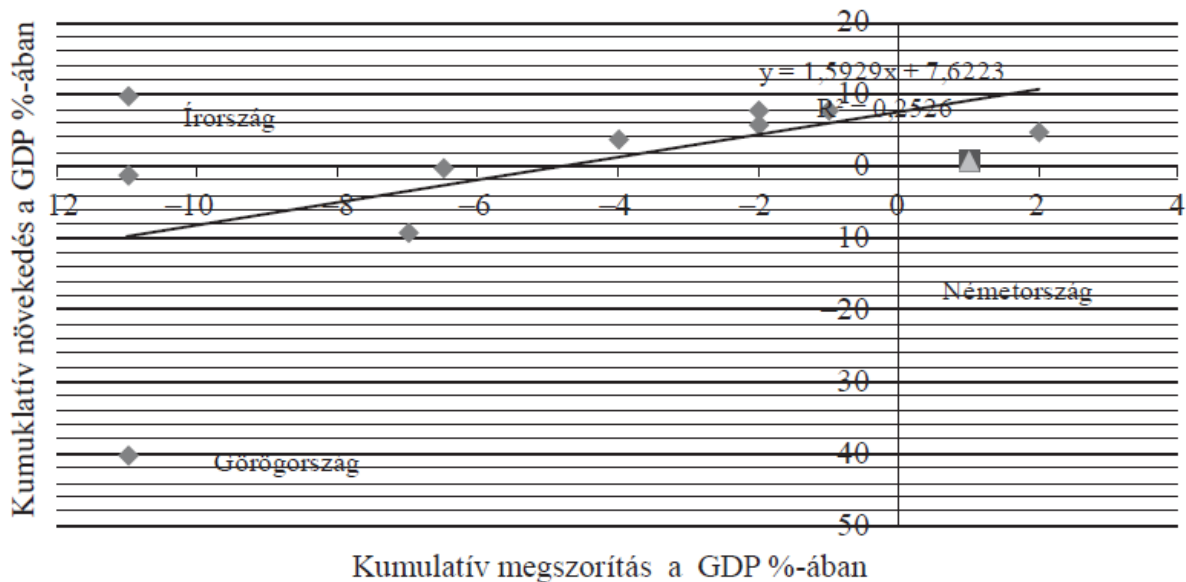
A restriktív alkalmazkodási sor végére maradt a szinte kényszerűen erősen megszorító Olaszország, Magyarország és Görögország. Ezekben az országokban – elsősorban a nagy és tartós állami eladósodottságból eredően – egyértelműen erősen összereslet-szűkítő-megszorító fiskális lépésekre volt szükség. Olasz- és Görögországnak az eurózóna-tagság nem jelentett menedéket. Ellenkezőleg, az alkalmazkodási folyamatot a közös valuta nehezebbé tette. Ebben a szigorúan megszorító „klubban” a megkülönböztető védjegy az erősen pozitív mérlegjavítási kényszer volt. Ezekben a krónikusan problémás, adós országokban plusz 2 százaléknál nagyobb mérlegjavulásra volt szükség, mégpedig az elkertülhetetlen, az EU által de facto kikényszerített fiskális konszolidációk következményeként. Magyarország és Görögország mínusz 9,5 százalékról indult, és a megszorító lépések után a mínusz 1 százalék közelébe jutott. Ezért a kiigazítás mértéke mindkét esetben brutálisan nagy, a GDP 8 százalékát meghaladó mértékű fiskális konszolidáció volt. Ennek a mértéknek a keresletszűkítő jellege és lökésszerűen jelentkező restriktív ereje minden vitán felül állt. Mindezek alapján a strukturális deficitet radikálisan lefaragó, megszorító fiskális politika – a szónak szigorúan vett makroökonomiai értelmében – csak ezekben az országokban volt jellemző. Ez a megállapítás talán sokakban meglepetést kelt, ám a bemutatott statisztikák tükrében nehezen vitatható.

A megszorítással járó fiskális konszolidáció mértéke és a növekedés elmaradása közötti erős korreláció jól előtűnik a 6. ábrából, amely ezt az összefüggést illusztrálja Eurostat-adatok alapján.

6. ábra

A kumulatív költségvetési megszorítás (cumulative fiscal austerity, CFA) és a kumulatív növekedési ráta (cumulative growth rate, CGR) alakulása az eurózónában, 2010–2013

(Adatok a GDP százalékában)



Forrás: Eurostat.

A 6. ábra függőleges tengelyén a 2010–2013 közötti időszak egészében mért (kumulatív) növekedési ráta jelenik meg (a megvalósult kumulatív növekedést mutatja), míg a vízszintes tengelyen ábrázolt adatok értéke a fiskális konszolidáció, vagyis az egyes országokban alkalmazott költségvetési kiigazítások kumulált mértékét adja meg a GDP százalékában. A kumulált outputkiesés áll szemben tehát a kumulatív kiigazítások/megszorítások mértékével.

Az extrém negatív példa egyértelműen Görögország, ahol a kumulatív növekedés a mínusz 40 százalék közelébe került, miközben a strukturális egyenleg a GDP 10 százalékával javult. Tehát a masszív kumulatív szigorítások nem tudták növekedésbe fordítani a gazdaságot. Ez persze nem meglepetés. De látni kell, hogy volt ellenpélda: Írországban, a hasonló méretű megszorítások az időszak egészét tekintve, összességében a plusz 10 százalékos zónába (!) segítették a gazdaság bővülést. Ebben a két országban a megszorítás tehát két teljesen különböző végkifejletet jelentett. Külön látszik az „irigyelt” német recept eredménye is, amely a szerény, (1)–(1,5) százalékos GDP-arányos állami keresletbővítésben és a pozitív, de megtartott

outputbővülésben jelentkezett. Az EU-ban egységes alkalmazkodási receptről vagy annak helyességéről tehát nem nagyon lehet beszélni.

De még ha lenne is a kezünkben valamilyen szilárd elméleti alap, a kiigazítási lépések erejét és megítélését alaposan felforgatta, hogy az EU fiskális paktumát – céljaiban és eszközeiben – az európai válságrendezés nyomán kialakult tapasztalatok alapján átírták, újrafogalmazták (erről részletesen lásd: *Benczes, 2016*). Továbbá, olyan új kezdeményezések láttak napvilágot, amelyek alapján szakértők az EU-ban már a strukturális mérleghiányokkal összefüggő szabályrendszert is javasolják átírni: új közpénzügyi, költési szabályrendszert és több éven át ható fiskális és makroprudenciális adósságkorrekciós teljesítményrendszert ajánlanak, amelyben a tagállamok teljesítményének jobb, hosszabb időtávban is azonosan értelmezhető megítélésére lenne lehetőség (*Clayes–Darvas–Leandro, 2016*).

V. Konklúzió

Mindezek fényében kifejezetten nehézé vált annak megítélése, hogy milyen elvek és kritériumok alapján tudunk majd egy-egy makrogazdasági alkalmazkodást nyugodt lélekkel sikeresnek, mások számára is ajánlhatónak nevezni.

Alapesetben azonban elméletileg mégis tartható – és máig megalapozott – tapasztalat, hogy az üzleti ciklus kilengéseinek tompításában a célba vett költségvetési konszolidáció alapelve nem nagyon lehet más, mint a régről ismert anticiklikus propozíció. Vagyis, az üzleti ciklust és annak egészét figyelembe véve érdemes csak nekifogni a nagyobb lélegzetű kiigazításnak. A jelentős outputfelfutási zónákban, a ciklikusan kiigazított trend feletti növekedési szakaszban az állami költségvetésnek ezért inkább megtakarítónak, azaz restriktívnek kell lennie, a trend alatti szakaszokban pedig ennek pontosan az ellenkezőjét kell tenni, mert ekkor a növekedést támogató, vagyis expanzív költségvetési pozíció, költési/adószedési (fiscal stance) irányvonal kialakítása a kívánatos. Noha a korábbi, az anticiklikus jelleg erejét hangsúlyozó elméleti megalapozások nem nagyon rendültek meg – legalábbis az általános absztrakció szintjén –, a tényleges és várhatóan jobb eredménnyel kecsegtető adósságcsökkentési és válságkezelési utakat illetően mégis számos új felvetés és kritikai hang látott napvilágot.

Mind az USA-ban, mind Európában az összképet – a lassú és bizonytalan outputnövekedést és főleg a munkapiacok pangását – tekintve a jellemző vélemény inkább a

válságkezelési sikerek elmaradását hangsúlyozta, mintsem a korábbról kiforrott elméletek empirikus diadalát.

A ciklusok kialakulásában azonosítható mechanizmusok részleteiben vannak még viták, csakúgy, mint egy-egy konkrét időszak primer növekedési tényezőinek rangsorolásában. De főleg a pénzügyi közvetítőszektor által gerjesztett hatások természete, ereje és időbeli kiterjedése az, ami az akadémiai nézetkülönbségek és heves viták forrása.

A megszorítók és a keynesiánusok konfliktusát nem elméleti, hanem empirikus oldalról kívántuk megvilágítani az OECD-országok 2008–2015 közötti fiskális lépéseinek összhatását vizsgálva, és arra az alapvető konklúzióra jutottunk, hogy a válságot követő nyolc évben a fejlett országokban kialakított fiskális-alkalmazkodási utak többfélék voltak. A költségvetési politikák osztályozásakor három típust lehetett megkülönböztetni aszerint, hogy a vizsgált időszakokban a kiigazítás mértéke, a strukturálisan kiigazított mérlegtöbblet (pontosabban annak az előjellel ellátott, a GDP százalékában megadott mértéke) mekkorára rúgott. Ezek alapján semleges, markánsan szűkítő vagy megszorító, illetve bővítő vagy keynesiánus jellegű fiskális politikát azonosítottunk. Az OECD mezőnyét tekintve besoroltuk az országokat az egyértelműen állami keresletbővítő – vagy keynesiánus – csoportba, ahol az expanzív fiskális alkalmazkodás mértéke kisebb volt, mint a GDP (–2) százaléka. Mint tipikus nagygazdaság, Japán követte ezt az utat. Ugyanakkor fiskálisan semlegesnek neveztük azt a kiigazítást, ahol a beavatkozás mértéke a GDP százalékában (–2) – (+2) százalék között volt, ebben a csoportban a tipikusan semleges „nagy ország” Németország. Végül erősen megszorítónak, restriktívnek neveztük azt a fiskális-alkalmazkodási lépéssorozatot, amelynek nyomán a kiigazítás mértéke kényszerűen nagyobb volt a GDP (+2) százalékánál. Ebbe az erőteljesen megszorító csoportba került Olaszország, mint nagy, nyitott gazdaság, valamint a kis, nyitott Görögország és Magyarország. Utóbbi kettőben a vizsgált időszakban az elsődlegesen nagy külső adósság miatt kényszerűen bevezetett költségvetési szigor jóval túlment GDP-arányosan a (+8) százalékos küszöbön is. A 2006–2013 közötti időszakban kifejezetten restriktív politikákról tehát csak ezekben az országokban beszélhettünk.

Hivatkozások

Baumeister, C. – Benati, L. [2012]: Unconventional monetary policy and the Great Recession: Estimating the macroeconomic effects of a spread compression at the zero lower bound. Bank of Canada, *Working Paper*.

Benczes István [2016]: A fiskális paktum helye és szerepe az európai válságrendezésben. *Külgazdaság*, LX. évf., 3–4. szám, 51–77. o.

Bernanke, B. S. [2004]: The Logic of Monetary Policy. Remarks by Governor Ben S. Bernanke before the National Economists Club. Washington, D.C. , december 2. Letölthető: <http://www.federalreserve.gov%2FBoarddocs%2Fspeeches%2F2004%2F20041202%2Fdefault.htm&usg=AFQjCNH8ChoZTb1ABmDL4a5T9Gfw3PDrCQ> (Letöltve: 2016. február 28.)

Bernanke, B. S. [2009]: The Crisis and the policy response. London School of Economics, *Stamp Lecture*, január 13.

Bernanke, B. S. – Gertler, M. – Gilchrist, S. [1999]: The Financial accelerator in a quantitative business cycle framework. *Handbook of Macroeconomics*. In: Chapter 21., vol. 1., Part C, 1341–1393. o.

Blanchard, O. – Leigh, D. [2013]: Growth Forecast Errors and the Fiscal Multiplier. IMF Working Paper /13/1/.

Borio, C. – Disyatat, P. [2010]: Unconventional monetary policies: an appraisal. BIS Working Papers, No 292.

Chinn, M. [2013]: GDP Growth and Change in Cyclically Adjusted Budget Balance. Letölthető: <http://www.econmonitor.com/blog/2013/09/gdp-growth-and-change-in-cyclically-adjusted-budget-balance/> (Letöltve: 2013. november 18.)

Christodoulakos, G. [2015]: Managing Risks in the European Periphery Debt Crisis. Palgrave Macmillan, New York.

Clayes, G. – Darvas, Zsolt – Leandro, A. [2016]: A Proposal to Revive the European Fiscal Framework. BRUEGEL POLICY CONTRIBUTION, 2016. 07. sz., 1–20. o. Letölthető: <http://bruegel.org/2016/03/a-proposal-to-revive-the-european-fiscal-framework/>

Csaba László [2009]: Crisis in Economics. Akadémiai Kiadó, Budapest.

Csaba László [2013]: Válságkezelés Európában: új gazdaságfilozófia felé. *Köz-Gazdaság*, 8. évf., 2. sz., 47–61. o.

- Frank, R. H.– Bernanke, B. S.* [2009]: Principles of Economics. McGraw-Hill, Boston, London.
- Gagnon, J.– Raskin, M., – Remache, J. – Sack, B. P.* [2010]: Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: did they work? *Staff Report* (441), FRB of New York.
- Györffy Dóra* [2014]: Válság és válságkezelés Görögországban. *Közgazdasági Szemle* LXI évf., 1. sz., 27–52. o.
- Halmai Péter* [2014]: Krízis és növekedés az Európai Unióban. Európai modell, strukturális reformok. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Kapetanios, G. – Mumtaz, H.– Stevens, I. – Theodoridis, K.* [2012]: Assessing the Economy-wide Effects of Quantitative Easing. *Economic Journal*, Vol. 122., issue 564., F316–F347. o.
- Kenen, P.* [1989]: The International Economy. Prentice-Hall, New Jersey.
- Király Júlia – Nagy Márton – Szabó E. Viktor* [2008]: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzalog-piaci válság és (hazai) következményei. *Közgazdasági Szemle*, LV. évf., július–augusztus, 573–621. o.
- Kose, A.M. – Terrones M.* [2015]: Collapse and revival: Understanding global recessions and recoveries. IMF, Washington D. C.
- Krekó Judit – Balogh Csaba – Lehmann Kristóf – Mátrai Róbert – Pulai György – Vonnák Balázs* [2012]: Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei. MNB-tanulmányok (100).
- Krugman, P.* [2009]: The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008. W.W. Norton & Company Inc., New York.
- Krugman, P.* [2012]: Elég legyen a válságból! MOST! Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Mellár Tamás* [2010]: Válaszút előtt a makroökonómia? *Közgazdasági Szemle*, LVII. évf., július–augusztus, 591–611. o.
- Mellár Tamás* [2015]: Szemben az árral. Rendhagyó közgazdasági előadások. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Meyer, H.* [2013]: Krugman Feud With Reinhart–Rogoff Escalate as Austerity Debated. Letölthető: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2013-05-28/krugman-feud-with-reinhart-rogo-ff-escalates-as-austerity-debated>
- Móczár József* [2010]: A közgazdaságtan válsága (Neoklasszikus versus keynesi közgazdaságtan). *Magyar Tudomány*, 3. sz., 318–330. o.

Reinhart, C. – Rogoff, K. S. [2010]: Growth in a Time of Debt. *American Economic Review*, 100 (2)., 573–78. o.

Reinhart, C. – Rogoff, K. S. [2013]: Debt, Growth and the Austerity Debate. *The New York Times*, április 25.

Rodionov, K. [2013]: How to Resolve the Fiscal Problems of Southern Europe? Letölthető: <http://www.economonitor.com/blog/2013/11/how-to-resolve-the-fiscal-problems-of-southern-europe/>

Tamborini, F. [2013]: Austerity and Growth: Dispelling Confusion with Some Facts. Letölthető: <http://www.economonitor.com/blog/2013/10/austerity-and-growth-dispelling-confusion-with-some-facts/>

Véron, N. [2016]: The IMF's Role in the Euro Area Crisis: Financial Sector Aspects. IMF, IEO Background Paper.

Zillak, S. T. – McClosky, D. [2008]: The Cult of Statistical Significance: How Standard Error Costs US Jobs, Justice and Lives. University of Michigan Press, AnnArbor.