



Marton Ádám

A gazdasági bizonytalanságok tovagyrűző hatása: az államadósság fenntarthatóságának megkérdőjeleződése?

Bevezetés

2020 tavaszától, a pandémia globális elterjedésétől kezdődően a világgazdaságot a gazdasági bizonytalanság eltérő mértékű és jellegű volta jellemzi. Ez kihat a gazdaság és a társadalom egészére, s megköveteli a gazdaságpolitika permanens készenléti állapotban tartását. A különböző természetű exogén és endogén sokkok a gazdaságpolitikai kezelés eltérő voltát is igénylik. Ez az állapot magában foglalja a hatékony diszkrecionális döntéshozatal iránti igényt, valamint a gazdaság rezilienciájának erősítését. Halmai a gazdasági reziliencia vizsgálata során három tényezőt határoz meg, amely jelentősen befolyásolja a gazdaságok sokkelnyelési képességét.¹ Ezen faktorok: az adott gazdaság sebezhetősége, sokkabszorpció kapacitása és a bekövetkezés utáni helyreállítás időbeli képessége. A gazdasági bizonytalanságok ugyanakkor beszűkítik az országok gazdasági rezilienciára vonatkozó képességeit. Ráadásul kockázatkerülő befektetői magatartást válthatnak ki, amely az államadósságok fenntarthatóságát megnehezítheti. Az adósságráták azonban kulcstényezőként tarthatók számon: kétirányú ok-okozati kapcsolatban állnak a rezilienciával. Az államadósság növekedése ugyanis korlátozza a gazdaság reziliens képességeit. Azaz a megnövekedett adósságráták növelhetik az adott gazdaság sebezhetőségét, mérsékelhetik annak sokkabszorpció kapacitási lehetőségeit, valamint elnyújthatják a kilábalás időszakát. Emellett a gazdasági reziliencia szűkülése további bizonytalanságot generálhat, amely különböző csatornákon keresztül kihat az adósságfinanszírozási lehetőségekre.

Jelen tanulmány célja, hogy megvizsgálja a pandémia következtében történelmi magaslathoz emelkedett államadóssági ráták összefüggéseit, különös tekintettel

¹ HALMAI 2020.

a potenciális adósságmérséklési scénáriók alakulására. Ezen célkitűzés mentén a vizsgálat azonosítja a számláló- és a nevezőhatás különböző befolyásoló tényezőit. Ennek keretében kitér az elnövekedési hatás potenciális elősegítő és hátráltató faktoraira, valamint az adósság fenntarthatóságának egyes aspektusaira.

A pandémia eredményezte megváltozott adóssághelyzet

2020 és az azt követő két év a Covid-19-járvány egészségügyi és gazdasági válságkezelésével fogja magát beírni a gazdaságtörténeti könyvekbe. A 2019-ben tapasztalt konjunktúraciklus kedvező világgazdasági környezet hamar megváltozott a 2020. évi *lockdown* tavaszi időszakával. A 2008-as válságot követő kilábalás óta a világgazdaság ugyanis permanens növekedést mutatott, amely a nem konvencionális monetáris politika okozta likviditással párosulva megkönnyítette az államadósságok finanszírozását.² A pandémia az azzal párhuzamosan kialakult gazdasági bizonytalanság ezen makrogazdasági környezetben jelentett végleges töréspontot. Az elmúlt időszak okozta geopolitikai bizonytalanságok – párosulva a megmaradt járványkezelési hozadékokkal (például a 2023 elejéig fenntartott zéró-Covid-politika Kínában) – fokozott recessziós félelmeket generáltak, amelyek továbbra is fennállnak. Emellett további kérdésként merül fel, hogy a krízis előtti növekedési tendencia a jelenlegi bizonytalanságokkal terhelt időszak függvényében visszatér-e, vagy változások fognak bekövetkezni, legyen szó a növekedési tényezők vagy a makrogazdasági környezet átalakulásáról. Ezek feltárása számos tényezőtől függ, amelyben szerepet játszhatnak a különböző negatív gazdasági hatások és sokkok okozta turbulenciák mérséklésére hozott diszkrecionális gazdaságpolitikai intézkedések, valamint azok hatékonysága is. E tényezők azonban számos országspecifikus jellemzőt is magukban hordoznak, amelyek befolyásolhatják a gazdasági bizonytalanságoknak való kitettséget. Ezen faktorokban a gazdaságok rezilienciája, azaz ellenálló képessége és a krízis jellegéből fakadóan a gazdaságok szerkezeti összefüggései is jelentős szerepet játszanak. A reziliencia azonban nemzetgazdasági és szupranacionális szinten is értelmezhető. Halmai az Európai Unió szintjén is vizsgálja a reziliencia képességét, s hangsúlyozza a strukturális reformok tagszázi és uniós szintű (például strukturális

² A nem konvencionális monetáris politikai környezet az adósságfinanszírozás megkönnyítése mellett nem szándékolt következményekkel is járt, köztük például az eszközárububorékok kialakulásában is szerepet játszhatott. Ezen összefüggések a gazdasági bizonytalanság szempontjából releváns tényezőként tarthatók számon, amelyekről lásd bővebben például CZECEZELI 2019a, illetve a negatív kamatlábakkal összefüggésben CZECEZELI 2019b.

konvergencia) erősségének szükségességét is.³ Emellett Halmai hangsúlyozza, hogy az euróövezetben a tagállamok nemzeti szinten történő gazdasági rezilienciájának növelése pozitívan befolyásolhatja az anticiklikus gazdaságpolitikák stabilizációs mechanizmusát az euróövezet szintjén is.⁴

Amennyiben a pandémiához kapcsolódó válságkezelést s az ezzel szoros összefüggést mutató adósságrátákat vizsgáljuk, úgy számos megállapítást tehetünk. Leszögezhető, hogy a korlátozó intézkedések negatív gazdasági következményeinek enyhítése érdekében már az első járványhullám idején is sokrétű gazdaságpolitikai intézkedéseket vezettek be, amelyek kiterjedtek a fogyasztói és a vállalati hitelezés könnyítésére, az adóssághitelezettség ideiglenes felfüggesztésére, a *kurzarbeit* különböző módzataira, iparági és vállalati támogatásokra, valamint az állami garanciaprogramokra.⁵ Emellett szinte minden országban a monetáris politika is aktív szereplőként lépett fel a krízis hatásainak enyhítése érdekében. Krugman emelte ki, hogy az első hullám válságkezelésének vannak ugyan hagyományos fiskális ösztönző elemei is, mindazonáltal a katasztrófa elhárítása (azaz a munkájukat s rendszeres jövedelmüket elvesztők nehézségeinek enyhítése) sokkal fontosabb szerepet tölt be a programok kidolgozásában.⁶ Az expanzív fiskális politikai intézkedések azonnal, már 2020 II. negyedévében számottevő költségvetési deficitet generáltak a világ országaiban. Az Eurostat adatai alapján a szezonális és naptári hatásokkal kiigazított költségvetési egyenleg (a GDP százalékában) az Európai Unióban 11,4%, míg az euróövezetben 11,8% volt. Az elérhető adatok alapján tagállami szinten a deficit 3,5% és 15,8% közötti intervallumban mozgott. A fiskális stimulus tehát a számláló hatáson keresztül negatív hatást gyakorolt az államadóssági ráta alakulására. Mindeközben a nevezőhatáson keresztül a gazdasági visszaesés is éreztette számottevő negatív hatását.

Amennyiben visszatekintünk a pandémiát megelőző időszakra, úgy megállapítható, hogy a legtöbb országban a kedvező világ gazdasági környezetnek és a konjunktúraciklusnak is köszönhetően az államadóssági ráták 2019 végéig folyamatos, permanens mérséklődést mutattak. E tendencia azonban már 2020 I. negyedévében megszakadt, s ezzel párhuzamosan a koronavírus-járvány okozta gazdasági költségek eredményeként a II. és a III. negyedévben az adósságráta növekedésnek indult. Az Eurostat adatai alapján az Európai Unió aggregált szintjén ezen emelkedés mértéke 10,2 százalékpont volt 2019Q4-ről 2020Q2-re, míg az euróövezet országaiban 8,8 százalékpontra tehető ennek mértéke. A trend tovább folytatódott a következő negyedévekben, valamint a második

³ HALMAI 2020.

⁴ HALMAI 2021.

⁵ CZECZELI et al. 2020.

⁶ KRUGMAN 2020.

hullám okozta gazdasági károk s fiskális ösztönző intézkedések további nyomás alá helyezték az egyes államok adósságpozícióit. A bevezetett intézkedések ugyanakkor szükségesek és elengedhetetlenek voltak, s kulcstényezőként tekinthetünk rájuk a kilábalás, a piaci folyamatok egyensúlyi irányba történő elmozdítása, valamint a gazdasági reziliencia képességének biztosítása érdekében. Az intézkedések társadalmi hatásának pozitív hozadéka is aláhúzza azok szükségességét. Emellett sem szabad azonban figyelmen kívül hagynunk a tényt, hogy a számottevő költségvetési deficitek szintén adósságemelő hatással bírnak. A legtöbb országban rekordmagasságokba emelkedett az adósságráta. Az IMF adatai alapján megállapíthatjuk, hogy a fejlett gazdaságok GDP-hez viszonyított államadósságának csúcspontja 2020-ban 122,9%, míg a feltörekvő és fejlődő országoké együttesen 62,3% volt.⁷ Az adósságráta ugyan az azóta eltelt két évben mérséklődött, de ennek üteme lassúnak tekinthető, valamint a feltörekvő és fejlődő gazdaságokban 2022-ben kismértékben emelkedett is. Ennek oka, hogy a fejlett országokban az inflációs hatás és az elnövekedés lehetősége ellensúlyozta a pozitív elsődleges egyenleget. Mindazonáltal a kiegyenlítődés mértéke a gazdasági fejlettség alacsonyabb szintjeivel párhuzamosan folyamatosan mérséklődött. Az alacsony jövedelmű fejlődő országokban a kompenzáció nem valósult meg, ami az árfolyam leértékelődésének, az elsődleges hiánynak a tényezőjére, valamint a nominális kamatlábak emelkedésére vezethető vissza.⁸

Ezek a törések már a 2021-es év végén látszódtak. Az államadósság finanszírozását kezdetben még a Covid-19-járvány időszakában is elősegítette a kedvező nemzetközi befektetői környezet s a tartósan alacsony kamatlábak szintje. A pandémia időszakában a magánmegtakarítások nem a magánberuházások és -vásárlások irányába mozdultak el, így elősegítve az állami hitelfelvételt. Hangsúlyozni kell azonban, hogy az adósságráták fenntarthatósága mellett a makroökgazdászok között sem volt egyetértés abban, hogy a koronavírus-járványt követően (legyen szó rövid, közép- vagy hosszú távról) a megnövekedett államadóssági szintek okoznak-e túlsordulási és fenntarthatósági problémákat az egyes gazdaságokban.⁹ Krugman kiemelte, hogy a kedvező gazdasági környezetben a reálkamatlábak a növekedési ütem szintje alatt helyezkedtek el, aminek eredményeként a hólabdahatás nem érvényesült.¹⁰ Véleménye szerint ez csupán némi inflációs nyomást okozhatott az állami vagyonnövekedés és a felhagyott kormányzati kereslet révén. Ennek hatása ugyanakkor a szekuláris stagnálás időszakában nem jelenthet problémát. Mindazonáltal hangsúlyozni kell azt is, hogy a jelenlegi adósságszintek számos gazdaságban magasabbak még a 2008-as krízist követő szinteknél is. Emellett

⁷ IMF 2023.

⁸ IMF 2023.

⁹ KRUGMAN 2020.

¹⁰ KRUGMAN 2020.

Rogoff kiemeli a hazai adósság és az implicit adósság szerepét is az adósságkezelésben s annak fenntarthatósági kérdésében.¹¹ Az implicit adósság ugyanis az idősödő társadalom révén számos tagállamban jelentős költségvetési nyomással jelentkezik. Az idősödő társadalom hatásai fiskális és növekedési oldalról is jelentkezhetnek.¹² Rogoff leszögezi, hogy a válságok során a felhalmozódó magánadósság gyakran állami adóssággá alakul át, s a fejlődő és feltörekvő piacok korlátozottabb fiskális mozgástérrel és adósságátstrukturálási képességekkel bírnak, mint a fejlett gazdaságok.¹³ Ebből kifolyólag hangsúlyozza, hogy a szükséges és elengedhetetlen válságkezelés ellenére az adósságfelhalmozódás nem marad következmények és gazdasági költségek nélkül. A fejlődő országokra gyakorolt hosszú távú hatást (különösen az adósságszolgálat vonatkozásában) számos elemző, köztük Spiegel és munkatársai is kiemelik, valamint annak fontosságát hangsúlyozzák, hogy megfelelő válaszokat szükséges adni ezen hosszú távú kihívásokra.¹⁴ A megnövekedett államadósság okozta kockázatok azonban jelentősen negatívan befolyásolhatják a jövőbeni növekedési kilátásokat, akár még középtávon is.¹⁵ Amennyiben a hatásokat vizsgáljuk, úgy Halmai hangsúlyozza, hogy a pandémia recessziós időszakában megnövekedett adósságráták negatív módon befolyásolják a vállalatok és a befektetők kockázattérzékelését és a nem teljesítő hitelek révén például a bankszektor is.¹⁶ A bankszektor stressztűrő és ellenálló képessége ugyanakkor javult a pandémiát megelőző évtizedben.¹⁷ Továbbá Halmai kiemeli azt is, hogy a Covid-19-járvány a beruházások csökkenése és a munkaerőpiaci hisztérezis révén a potenciális növekedésre hosszú távú tartós hatással lehet.¹⁸

Ahogy a fenti összefüggések mentén is megállapítható, a közgazdászok között sem volt konszenzus az államadósság kilábalás időszakában várható kockázatait illetően. Az azonban megállapítható, hogy a legtöbb közgazdász és nemzetközi szervezet álláspontja szerint a Covid-19-járvány gazdasági hatásainak válságkezelése érdekében alkalmazott fiskális politikai intézkedések nyomán megemelkedő államadóssági ráták a járvány időszakában szükségesek és elfogadhatóak voltak. E szemléletbeli megközelítés számottevő különbséget tükröz a 2008–2010 közötti időintervallum szemléletmódjához hasonlítva.¹⁹ Mindazonáltal a szemléletmódváltás három tényezőre is visszavezethető.

¹¹ ROGOFF 2020.

¹² Ennek részletes elemzéséről lásd bővebben MARTON 2018b.

¹³ ROGOFF 2020.

¹⁴ SPIEGEL et al. 2020.

¹⁵ LIM 2020.

¹⁶ HALMAI 2022a.

¹⁷ Az európai bankrendszerben – a bankunióhoz kapcsolódóan – a 2008-as pénzügyi krízis, illetve a 2010-es európai szuverén adósságválság óta számos szabályozási folyamat megvalósult, amely a bankszektor rezilienciáját erősíti (erről lásd bővebben például SZEGEDI 2020).

¹⁸ HALMAI 2022b.

¹⁹ KUTASI–MARTON 2021.

Egyrésről az alacsony kamatlábkörnyezet okozta likviditásbőségre s a nemzetközi befektetői magatartás kedvező alakulására. Másodsorban a krízis eltérő jellegére, azaz hogy a Covid-19-járvány exogén sokk formájában nem hagyományos gazdasági válságként éreztette hatását, s ebből fakadóan a hibernált gazdaságok és gazdasági ágazatok helyreállása is eltérően alakulhat. Harmadrészt a közgazdasági paradigmák változására s az előző válságtapasztalatainak felhalmozódására és implementálására. Mindazonáltal a fenti nézetek már rövid távon átalakultak, s a gyorsuló inflációs ráták eredményeként részlegesen vagy teljesen módosultak. Ezt a szemléletváltást tapasztalhatjuk az Európai Unióban is, ahol ugyan a geopolitikai bizonytalanságok, valamint az energiapiaci átállás még elodázhhatja a folyamatok normalizálódását. Mindazonáltal a megnövekedett adósságráták mérséklése számos tagállamban szükségessé válhat. Ezt támaszthatja alá, hogy a világgazdasági bizonytalanságok növekedése és potenciális eszkalálódása révén újra felmerülhetnek az adósságok finanszírozhatóságával és fenntarthatóságával²⁰ kapcsolatosan félelmek, amelyek a jövőben – a kockázati tényezők növekedésével – tovább erősödhetnek.

Az adósságráták mérséklődésének különböző tényezői – Fókuszban az elnövekedés

A megnövekedett államadóssági ráták mérséklődése az adósságképletből fakadóan több módon mehet végbe. Amennyiben a jelenlegi időszakot vizsgáljuk, úgy érdemes különválasztani a számláló- és a nevezőhatás szerepét. Az adósságráták mérséklődése a pandémiát követő gazdasági helyreállási időszakban beinduló gazdasági növekedés hatására a nevezőhatáson keresztül továbbra is végbemehet. Ezt a folyamatot támasztja alá az IMF elemzése is a növekedési hatás számottevő mérséklő szerepéről az elmúlt két évben.²¹ Továbbá ez a folyamat volt megfigyelhető a 2014–2016 közötti kilábalás időszakában is, amikor a legtöbb európai gazdaságban az adósságrátá a gazdasági növekedés eredményeként mutatott csökkenést.²² Szükséges azonban leszögezni, hogy az államadósság elnövekedése számos tényezőtől függ. A klasszikus adósságegyenlet nyomán a növekedési hatás abban az esetben érvényesül, ha a reálkamatlábak szintjét meghaladja a növekedés szintje, azaz $r < g$.

²⁰ Az államadósságok fenntarthatóságához elengedhetetlen a fiskális politika fenntarthatóságának biztosítása is. Ez utóbbi elérésében – a diszkrecionális fiskális politikai intézkedések mellett – fontos szerepet játszhat az adott gazdaságokban a szabályalapú fiskális politika, amelyről lásd bővebben például BENCZES–KUTASI 2010; KUTASI 2012.

²¹ IMF 2023.

²² MARTON 2018a.

Ezen összefüggést a Covid–19-járványra és a poszt-Covid-időszakra kivetítve két tényező együttállásának megvalósulására van szükség: kedvező kilábalási scenárióra, valamint a kedvező kamatkörnyezet további fennállására. Az elnövekedési hatásnak azonban két fő gátló tényezője alakult ki: az orosz–ukrán háború nyomán permanensé váló geopolitikai bizonytalanságok s az ezzel párhuzamos gazdasági bizonytalanság hatásai, valamint az inflációs környezet megváltozása. A gazdasági növekedés tényezőinek szempontjából a pandémia időszakában és azt követően érdemes kiemelni a munkaerőpiac különleges szerepét. Ez két releváns tényezőre is visszavezethető: 1. a munkaerő-kínálat alakulása régóta a gazdasági növekedéssel foglalkozó elméletek középpontjában áll, valamint 2. a hagyományos recesszióktól eltérően – a sokk eltérő jellegéből, valamint a válságkezelő intézkedések munkaerőpiacra koncentráló kiemelt jellegéből kifolyólag – a Covid–19-járvány okozta recesszió nem járt a munkanélküliségi ráták számottevő és tartós emelkedésével. Előbbi két tényező mentén mutat releváns szerepet: a népességnövekedés alakulása,²³ valamint a termelékenység és az innováció révén. Utóbbi esetében az 1990-es években tapasztalt termelékenységi visszaesés, majd az IKT-forradalom és az ipar 4.0 eredményeként végbement termelékenységi növekedés munkaerőpiaci hatásairól beszélhetünk. Cathey kiemeli, hogy a digitalizációs folyamatok az innováció és a fenntartható növekedés alapjaként tarthatók számon.²⁴ Napjainkban azonban már az a kérdés, hogy a technológiai fejlődés eredményeként végbement folyamatok kiegészítő vagy helyettesítő hatásként hatnak-e a munkaerőre. A munkaerőpiaci fejlemények azonban már a pandémiát megelőző időszakban is számottevő relevanciával bírtak a gazdasági növekedés szempontjából. A 2019-et megelőző időszak ágazati munkaerőhiánnyal jellemzett időszakában a munkaerő-kínálat szűk keresztmetszetet jelentett.

A klasszikus adósságegyenlet mentén az elnövekedési hatás érvényesülésének másik releváns befolyásoló tényezője a kamatlábak alakulása. A nem konvencionális intézkedések a pandémiát megelőzően és a helyreállítás időszakában alacsonyan tartották a kamatlábakat, ezzel megkönnyítve az államadósságok finanszírozhatóságát. A Covid–19-járvány és a kapcsolódó fiskális politikai reakciók azonban számos ország esetében történelmi magaslathoz emelték az államadóssági rátákat. Az ezzel kapcsolatos hitelminősítői leminősítések vagy negatív kilátások már megjelentek 2021-ben is, amelyeket a geopolitikai bizonytalanságok tovább erősítettek. A pandémiából való kilábalás idején rövid távon ez nem vezetett a befektetői kockázatvállalás megfordulásához, amit támogatott a laza monetáris politikai irányvonal is. Az elmúlt időszakban azonban jelentkeztek olyan turbulens hatások (például inflációs nyomás), amelyek

²³ A munkaképes korú népesség változásának gazdasági növekedési hatásairól lásd bővebben például HALMAI 2014, 2018.

²⁴ CATHEY 2023.

a kamatemelés felé, restriktív irányba terelték a monetáris politikát a világgazdaság legtöbb gazdaságában. Emellett a globális geopolitikai helyzet megváltozásával kialakuló energiapiaci válság is turbulens hatásokat okozva lépett fel. Ezen tényezők mentén a befektetők kockázatvállalási kedve az államkötvények terén is megváltozhat, amit elősegíthetnek az országspecifikus strukturális problémák, valamint a pénzügyi piacok vonatkozásában fúvódó buborék is. Ezen megállapításokra láthatunk példát a korábbiakban már említett IMF-elemzésben, amely szerint az alacsony jövedelmű fejlődő országok emelkedő nominális kamatlábakkal s azok negatív adósságráta-hatásaival szembesültek.²⁵ A kockázatok növekedésével, valamint a gazdasági bizonytalanságok szintjének emelkedésével ezek más országcsoportokba is tovagyűrűzhetnek.

Szükséges emellett megemlíteni, hogy a gazdasági növekedés mérséklődése, az esetleges recesszió kialakulása az egyes gazdaságokban a nevezőhatáson keresztül további turbulens hatásokat generálhat. Ez párosulva az emelkedő kamatlábakkal, valamint a beszűkülő adósságfinanszírozási képességekkel gazdasági környezetet teremthet, amely – az adósságállomány tényleges növekedésének hiányában is – emelkedő adósságrátákat indukálhat. Ezzel párhuzamosan a növekvő GDP-arányos államadóssági ráták begyűrűzhetnek a reálgazdaságba, ami végső soron további kockázatokkal járhat, így multiplikatív módon kihatva az államadósságra. Ezen folyamat adósságspirálba sodorhatja az adott gazdaságot, amely adósság fenntarthatósági és szuverén fizetéseképtelenségi kérdéseket is felvethet.

Összegzés

Egyre realisabb, hogy a 2020. március előtti világgazdasági környezet – bármennyire is vágyott állapot – nem tér vissza. Magasabb államadóssággal és inflációval jellemzett instabil növekedési időszak alakult ki, amely aláhúzza a gazdasági reziliencia kiemelt nemzetgazdasági szerepét. A gazdasági növekedés legfontosabb befolyásoló tényezői a geopolitikai és gazdasági bizonytalanságok, az energiaellátottság és az energiához való hozzáférés kérdésköre, valamint a gazdaságpolitikai mix kialakítása. Nem szabad azonban figyelmen kívül hagyni olyan meghatározó tényezők szerepét sem, mint az adósságráták alakulása. Azok különböző csatornákon keresztül befolyásolhatják a nemzetgazdaság reziliens képességeit, a reálgazdasági tényezőket, s ezek multiplikatív módon éreztethetik turbulens hatásukat. Az elnövekedés szerepe felértékelődhet, ami a gazdasági helyzettel párosulva a fiskális és a monetáris politikától egyaránt válaszokat kíván.

²⁵ IMF 2023.

Felhasznált irodalom

- BENCZES I. – KUTASI G. (2010): A költségvetési politika fenntarthatósága és a szabályalapú gazdaság-politika. *Köz-Gazdaság*, 5(2), 59–74.
- CATHEY, J. (2023): Why We Need to Prioritize Digital Transformation – Even in a Downturn. *WeForum.org*, 2023. január 16. Online: <https://www.weforum.org/agenda/2023/01/davos23-digital-transformation-investment-priority-downturn/>
- CZECZELI V. (2019a): Az expanzív monetáris politika és a pénzügyi buborékok interakciója. *Európai Tükör*, 22(2), 45–62. Online: <https://doi.org/10.32559/et.2019.2.3>
- CZECZELI V. (2019b): A negatív kamatláb-politika alkalmazásának eddigi tapasztalatai. *Köz-Gazdaság*, 14(4), 244–262. Online: <https://doi.org/10.14267/RETP2019.04.17>
- CZECZELI V. – KOLOZSI P. P. – KUTASI G. – MARTON Á. – VÁRPALOTAI V. (2020): Gazdasági válságkezelés Európában 2020 tavaszán: Rövid távú fiskális válaszlépések a COVID–19 okozta gazdasági kihívásokra. *GVKI Szakpolitikai Tanulmányok*, no. 2020/1. Online: <https://gvk.uni-nke.hu/document/gvk-uni-nke-hu/GVKI%20Policypapers-1-2020.pdf>
- HALMAI P. (2014): *Krisis és növekedés az Európai Unióban. Európai modell, strukturális reformok*. Budapest: Akadémiai.
- HALMAI P. (2018): Az európai növekedési modell kifulladás. *Közgazdasági Szemle*, 65(2), 122–160.
- HALMAI P. (2020): *Mélyintegráció. A Gazdasági és Monetáris Unió ökonómiaja*. Budapest: Akadémiai. Online: <https://doi.org/10.1556/9789634545569>
- HALMAI P. (2021): Középpontban a reziliencia. A Gazdasági és Monetáris Unió mélyülésének egyes mechanizmusai. *Pénzügyi Szemle/Public Finance Quaterly*, 1, 7–31. Online: https://doi.org/10.35551/PSZ_2021_1_1
- HALMAI P. (2022a): Poszt-COVID kilábalás: Középpontban a kínálati oldal. *Külgazdaság*, 66(1–2), 58–71. Online: <https://doi.org/10.47630/KULG.2022.66.1-2.58>
- HALMAI, P. (2022b): COVID-Crisis and Economic Growth: Tendencies on Potential Growth in the European Union. *Acta Oeconomica*, 71(S1), 165–186. Online: <https://doi.org/10.1556/032.2021.00034>
- IMF (2023): *Fiscal Monitor. On the Path to Policy Normalization*. Online: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/fiscal-monitor/2023/April/English/text.ashx>
- KRUGMAN, P. R. (2020): Notes on the Coronacoma (Wonkish). *NYTimes.com*, 2020. április 1. Online: <https://www.nytimes.com/2020/04/01/opinion/notes-on-the-coronacoma-wonkish.html>
- KUTASI, G. (2012): Budgeting with Rules and Advisory Institutions in the EU. *South-East Europe: International Relations Quarterly*, 3(1), 1–10.
- KUTASI G. – MARTON Á. (2021): Eladósodni nem kell félnetek jó lesz. *Portfolio.hu*, 2021. január 29. Online: <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20210129/eladosodni-nem-kell-felnetek-jolesz-467032>
- LIM, J. (2020): Growth in the Shadow of COVID-19 Debt. *CEPR.org*, 2020. május 11. Online: <https://cepr.org/voxeu/columns/growth-shadow-covid-19-debt>
- MARTON Á. (2018a): A fiskális konszolidáció és az államadósság kapcsolata. Csökkenti vagy növeli az adósságrátát a fiskális kiigazítás? *Pénzügyi Szemle/Public Finance Quaterly*, 63(1), 24–38.
- MARTON Á. (2018b): Az időződés problémaköre az Európai Unióban. *Európai Tükör*, 21(1), 59–79. Online: <https://doi.org/10.32559/et.2019.2.2>
- ROGOFF, K. S. (2020): *Global Sovereign Debt and the Dollar After COVID*. Webinar. Princeton, NJ: Princeton University, BCF. Online: <https://bcf.princeton.edu/wp-content/uploads/2020/11/Combined-slides-13.pdf>
- SPIEGEL, S. – SCHWANK, O. – OBAIDY, M. (2020): COVID-19 and Sovereign Debt. *UN/DESA Policy Brief*, no. 72. Online: <https://www.un.org/development/desa/dpad/publication/un-des-policy-brief-72-covid-19-and-sovereign-debt/>
- SZEGEDI L. (2020): Jogharmonizáció a pénzügyi területen: szabadulhat-e az európai bankhatóság a hatáskör-átruházás korlátjainak fogságából? *Állam- és Jogtudomány*, 61(2), 114–131.