

12. Magas István

Gazdasági válságok és kezelésük

A fejezet, némi világgazdasági válságtörténet és válság-szakirodalom ismertetése után, felvázolja a legfontosabb válságdefiníciók, válságkezelési fogalmakat és a hagyományos eszközöket.

Ezután régiókra és országcsoportokra lebontva, több mint tíz év távlatából próbálja megítélni a 2008–2010-es világgazdasági válság kezelésére alkalmazott lépések indokoltságát.

A világválság és a globális recesszió elleni lépések elemzésekor a fejezet hosszabban szól az úgynevezett második keynesi reneszánszról. Azonosítani igyekeznek a 2020 nyár végén is fennálló bizonytalanságokat, a régi-új kockázatokat. A legfontosabb következtetés, hogy a világválság, a Covid-19-pandémia alatt, noha a világgazdaság legfejlettebb országaiban mind a konjunkturális állapotok, mind a pénzügyi rendszerek valamelyest ugyan stabilizálódni tudtak, mégis, a kettős sokk, a külső kereslet és a belső kínálat egyidejű összeomlása, rendkívüli méretű, a GDP 8-10% át kitevő fiskális és monetáris válságennyiható lépéseket igényelt. Az enyhítő lépések sikere a fejezet írásakor teljes bizonyossággal még nem rögzíthető, mert jelenleg nem állítható, hogy minden, korábban recesszióhoz vezető kockázatot kellően kezelni lehetett. A folyamatos mennyiségi könnyítések (QE) és az igen expanzív, sőt, nagyvonalú diszkrecionális fiskális politikák – az USA-ban és az EU-ban is – némiképp ugyan visszatérték az üzleti ciklust egy normál mederbe, de sem az output, sem a produktív beruházások nem tudtak visszatérni a válságok előtt tapasztalt növekedési trendek szintjére. A válságkezelésben is – úgy tűnik – némiképp új szemléletre és eszközökre lesz szükség.

12.1. Bevezetés

„Bár nyilvánosan nem használhatjuk az R betűvel kezdődő szót, de beszélnünk kell róla, hiszen jelenleg komoly a recesszió kialakulásának kockázata.”¹

A fent idézett mondat 2008 szeptemberében hangzott el az Amerikai Központi Bank (FED) válságtábl ülésén. Nem tudták, de erősen sejtették már a válság eljövételét. Tizenkét évvel a válság után, akár 2020-ban is elhangozhatott volna ez a mondat, amikor a vészjósló körülmények sokkal rosszabbak voltak.

A válsággal kapcsolatban elmondható, hogy általában fokozatosan mutatkoznak bajos jelek, de maga az összeomlás hirtelen következik be. Ez történt az 1929–33-as válság idején is a nagy bankok és vállalatok tömegeivel, és hasonló folyamat játszódott le 2007–2008 között az amerikai, majd a világ „vezető” pénzügyi piacain, amikor ismét patinás bankházak álltak a csőd szélén. Kezdetben még csak egyre több feszültség halmozódott fel – először – az amerikai jelzálogpiacra, később, a világ más vezető tőke- és pénzügyi piacain. Majd az USA-ban egyre több lett az eladatlan vagy kényszereladás (*foreclosure*) alatt álló ingatlan, és megszaporodtak a kisebb bankok

¹ BERNANKE (2017) úgy idézi fel a helyzetet, hogy Mishkin zárt körben figyelmeztette fent idézett mondatával az FOMC Piaci Bizottságot, a megjegyzése markáns volt, és a veszélyt jelezni látszott. Az idézetben említett R betűs szó – természetesen – a *recession* (vagyis recesszió, a gazdaság bővülés visszaesése, pangás).

és hitelintézetek csődjei is. 2008 szeptemberében pedig bekövetkezett a nagy megrázkódtatás, a Lehman Brothers összeomlása, és vele a válság is. A Lehman bankház fizetési képtelensége pánikszerű eladásokat indított el az amerikai tőzsdéken, és egy tartós, globálisan kiterjedt világgazdasági recesszió kezdetévé vált. Az elmélyülő pénzügyi válság következményei egyre súlyosabbak lettek mind az USA-ban, mind Európában, majd kicsivel később a Távol-Keleten is. Egy bő évtized telt el ezen drámai események kirobbanása óta.

12.1.1. Változó szemlélet – javuló eredmények

Túl a 21. század első világgazdasági válsága tizedik évfordulóján, érdemes visszatekinteni az események fő sodrára, és főleg arra, hogy mai szemmel a válság kezelése alapvetően sikeresnek mondható-e vagy sem, jók voltak-e a válságkezelési célok, és persze az eszközök.

Még fontosabb azt vizsgálni, hogy vajon az egy évtizeddel ezelőtt kialakult veszélyek újra felmerülhetnek-e, vagy pedig megnyugodhatunk, hogy egy ilyen típusú és méretű megrázkódtatás ma már nem fenyegethet. Vajon bízhatunk-e abban, hogy a nemzetközi pénzügyi piacokon működésbe lépett új „biztosító rendszerek”, speciális fékek és a modern, előrejelző mechanizmusok segítségével most már jóval korábban megláthatjuk a leselkedő veszélyt, és időben cselekedhetünk? Nehéz kérdések, amelyekre egyértelmű és minden tekintetben megnyugtató választ sajnos a közgazdaságtan, ezen belül is a nemzetközi pénzügyekkel foglalkozó szűkebb szakma nem tud kínálni sem a politikának, sem a befektetőknek. E pesszimistának tűnő meglátás talán jobban megérthető, ha azt is rögzítjük, hogy a 2008–2009-es válságot értékelő, a felelősöket és a válságkezelési lépéseket kellő perspektívába helyező nézetek még ma is elég széles skálán mozognak, és több mint tíz év elteltével is számos, erősen ellentétes, de követői számát tekintve markáns nézetkülönbségek jellemzik a közgazdaságtudomány képviselőinek állásfoglalásait.² A Magyar Tudományos Akadémia (MTA) vezető, angol nyelvű szakfolyóirata külön számában dolgozta fel a válságra visszatekintő tanulmányokat.³ Ez a kötet is azt erősíti meg, hogy a mértékadó nézetek bizony széles skálán mozognak. Nem kerültek nyugvópontra sem a keynesianizmust elemző régi és új kritikák, sem pedig a pénzügyi piacok és a bankok szerepét elemző viták, de a mélyebb, világgazdasági és társadalmi hatások sem értelmezhetők egyértelműen.⁴

12.1.2. Lazító és anticiklikus politikák

Maga a válság társadalom- és politikaformáló erővé is vált. Sőt, a pénzügyi válság drámája hamar „világirodalmi” közkinccsé nemesedett, remek témát kínált a médianak és a hollywoodi producereknek egyaránt.⁵

² Erről részletesen lásd MELLÁR 2015; SUMMERS 2016; BERNANKE 2017; CSABA 2018; JACOBS–MAZZUCATO 2018.

³ TÖRÖK–KONKA 2018.

⁴ TÖRÖK–KONKA 2018.

⁵ Sorra születtek is a bestsellergyánús munkák, így például Ross Sorkin: *Too Big to Fail* című könyve (a belőle készült film magyar címe: *Válság a Wall Streeten*), vagy éppen Michael Lewis: *The Big Short* című munkája, amelyből Oscar-díjas film (magyar címe: *A nagy dobás*) is készült, vagy a szintén Oscarral díjazott *Bennfentesek*, amely dokumentumfilm-szerűen tárta fel az amerikai pénzügyi szolgáltatók „bűnös”

Monumentális tudományos igényű munkák is születtek, ilyennek tekinthető az a monográfia, amelyben a 2008-as drámai események alapos és elmélyült feldolgozását kínálja a 2018 nyarán megjelent könyvében Adam Tooze, angol történész.⁶ A korábbi, a két világháború közötti időszak eseményeit feldolgozó munkáiról már híres történész egy vastag kötetben eleveníti fel a világgazdasági válság eseménysorozatát. Éles szemmel veszi észre már a könyv első részében a sikeres válságkezelési lépéseket, azt, hogy leginkább a nagyon erős pénzügyi lazítás jelentette a végső hitelezői (*lender of last resort*) funkciókat jól betöltő központi banki politikák fő válaszcsepését. Tooze azt is jól látja, hogy ezek a tartósan laza monetáris kondíciók egyébként fiskális, azaz központi költségvetési élénkítéssel is párosultak, tehát a kormányzati kiadási oldalon is tartós enyhítést lehetett érzékelni. A válságkezelésnek tehát mindkét, az állam által ellenőrzött beavatkozási oldalon lazítónak kellett válnia.

A közgazdaságtani beavatkozások erejét, jelentőségét tekintve e lazító lépések értékelése azért fontosak, mert a 2008–2009-es válság nyomán újra nyilvánvalóvá vált, hogy a gazdaság önszabályozó képessége elégtelen. A végső mentsvárat ugyanis a jegybank gyors reagálása jelentette, és csak friss pénz „teremtésével”, majd azonnali „pumpálásával” lehetett elejét venni a hirtelen lefagyó keresletoldali bizalomvesztésnek, illetve egy nagyobb méretű és elhúzódó, az 1929–33-as évekre emlékeztető bankpániknak. Utólag világosan látszik, és igen fontos tanulság, hogy a fejlett világban, alapesetben, nem a költségvetési megszorító, hanem inkább a lazító lépések jelentették a menekülés sikeresebb útját (erről részletesebben lásd az I. 6. fejezetet). Ez a kombinált lazítás garantálta ugyanis, hogy a legtöbb fejlett országban a tartósan kereslethiányos állapot nem váltott át egy elhúzódó és súlyos recessziós állapotba.

A lazító lépések indokoltságának utólagos megerősítése tehát a makrogazdasági szakma fő áramai szerint is helyesnek ítéltetők, amennyiben anticiklikus jellegzetességet mutattak.⁷ Ezt a korábbi bevált, hagyományos felfogást tehát nem kellett átértelmezni a szakmának, és újfent az a régi anticiklusos recept kerülhetett előtérbe, amelyik a felfutó időszakban a költségvetés számára spórol, tehát kevesebbet költ; a nehéz, kereslethiányos időszakban pedig ellenkező irányba lép, a kormányzati költségeket felfuttatja, még akár jelentős új adósság képzése által is. A költségvetési politika nyelvére lefordítva mindez azt jelentette, hogy az államnak a válság idején kell többet költeni, és a békés, prosperáló időszakban pedig, amikor „fut a gazdaság szekere”, megtakarítani és tartalékokat kell képezni. Az anticiklusos állami beavatkozásoknak ez az utólagos jóváhagyása persze messze nem egyenértékű avval, hogy minden megtett állami lépés rendben volt. A tisztázható és konkrét jogi tényállások hiánya a kiosztott szankciókban is látható volt, sokan megmenekültek a büntetéstől. Az ellenben, hogy melyik nagybank jelentett a válság idején már úgynevezett rendszerszintű, makroprudenciális kockázatot, vagyis, amelynek megmentése az egész bankrendszer védelme érdekében jogosnak tűnhetett, nos, ez ma már elég nagy pontossággal meghatározható. Ezért amikor úgynevezett makroprudenciális, vagyis az egész rendszer biztonságát szolgáló lépésekről, mentőakciókról beszélünk, akkor mindig ténylegesen nagyméretű pénzintézetekre kell gondolnunk (például Wachovia, AIG, Bear Stearns). Az amerikai állami program, a TARP (*Troubled Asset Relief Program*), amely ideiglenesen

lépéseit. A londoni Nemzeti Színházban pedig bemutatták a Lehman Brothers bankház történetét feldolgozó, a 2008–2009-es válság alatt történelekről szóló színpadi művet, amely évekig teltházas előadásokkal futott.

⁶ TOOZE 2018.

⁷ Erről részletesen lásd: KELTON 2018.

ellenőrzés alá vonta a bajbajutott pénzügyi társaságok vagyonát, mint stabilizátor jól működött, tűrhető mértékű adófizetői pénzeket használt fel.

Az Európai Unióban is sajnos későn „ébredtek” a pénzügyi felügyeletiek: 2009-ben már európai nagybankokat kellett feltőkésíteni, és nem az addig megszokott módon, hanem éppen a FED által teremtett, friss, amerikai forrásokból. A Deutsche Bank, a BNP Paribas például komoly kitettséggel rendelkeztek az amerikai jelzálogpiacon. Később, mindehhez még hozzájárult az eurózónában kialakult, „saját eredetű” pénzügyi válság is, melyet a Görögország, Írország, Olaszország, valamint kisebb mértékben Portugália és Spanyolország által felvett, részben államadósságot fedező olcsó euróhitelek megrendülése, majd pedig bedőlése okozott. Az eurózónában 2011–2012-ben a nettó befizető országok adófizetőinek kellett mélyen a zsebükbe nyúlni az úgynevezett speciális stabilitási alapok felduzzasztásával, és az IMF, az EKB és az Európai Bizottság óriás hiteleit kellett újfent kihelyezni, leginkább a görög pénzügyi helyzet rendezésére. Görögország 2018. augusztus közepére már olyannyira rendezni tudta sorait, hogy meg tudott jelenni a magánhitelpiacon is, azaz forrást találhatott a nemzetközi magánkötvénypiacon.

Ez a 2008–2009-es pénzügyi válság már a múlté, 2020-ban egy természeti csapás, a Covid-19-világjárvány okozott/okoz válságot. De erről majd később ejtünk szót.

12.2. Válságintézkedések az USA-ban – visszatekintés

12.1. szemelvénny: Az őszinte kutató

„Természetesen tudtuk, hogy mennyire nehéz feladat a közgazdászoknak a jövő kifürkészése. David Stockton sokéves tapasztalata és fekete humora legalább ennyire jó, ő emlékeztetett bennünket arra, hogy mennyire zűrös feladatról van szó” – mondja a FED egykori elnöke, Bernanke a válságkezelés nehéz hónapjairól könyvben megjelentetett visszaemlékezésében (BERNANKE, 2017: 165).

„Arra szeretnék kérni benneteket, hogy vegyétek fel a hajhálót és a fehér mészároskötényt, mert most körülnézünk a virsliüzemben” – David Stockton ezzel a mondattal vezette be azt a rendkívüli kutatói válságstábülést, amelyet a FED-vezetés tájékoztatására szerveztek. Arra kívánta felhívni a figyelmet, hogy a kiszámíthatóság és a modellezés (*DCGE*, azaz *Dynamic Computable General Equilibrium*) kitágult lehetőségei ellenére, mekkora sötétségben tapogatóztak a kutatók és a döntéshozók. Ez a tény a kevésbé fejlett országok esetében még inkább nyilvánvalóvá vált.

„Okkal állíthatjuk, hogy 1998-ban a tévedésünk az amerikai gazdaság erejének alábecsüléséből eredt” – mondta a kérdés nehézségét illusztrálva maga Stockton, utalva arra, hogy korábban, az 1998-as oroszországi események nyomán kialakult nemzetközi pénzügyi turbulencia után a FED elemzői stáb az USA növekedési előirányzatait jelentősen alulbecsülte, mert azt hitte, hogy az orosz és ázsiai pénzügyi válság hatása jelentős hatással lesz majd az amerikai gazdaság teljesítményére is. Ebben a becslésben azonban akkor alaposan tévedtek.

Ma már egészen tisztán látjuk, és Bernanke fent, a szövegdobozban idézett visszaemlékezései, és az ezeket tartalmazó könyvében foglaltak nyomán el is hishetjük, hogy a gazdaság működését leíró legkorszerűbb modellek sem voltak képesek figyelembe venni a pénzpiaci stabilitás

elvesztése nyomán kialakuló hatások időbeni és mértékbeli határait.⁸ Ennek egyik oka az, hogy a pénzügyi válságok – ebben a pusztító méretben – ritkán jelentkeznek, ráadásul a természetük is mindig más és más. Így fordulhatott elő, hogy 2007-ben a FED válságelemző stábjának is a nehéz órákban más országok, nevezetesen Svédország és Japán példáját kellett elővenni ahhoz, hogy a FED szakértői némi becslést tudjanak tenni a várható hatások mértékére nézve. 2007 őszén az USA-ban már javultak, kicsit konvergáltak lefelé a munkapiaci adatok: 4,6%-on állt a munkanélküliségi statisztika. Miután a zavaró jelek láthatóan a jelzálogpiacokon jelentkeztek és nem a kötvény- és részvénypiacokon, ahogy egy évtizede, ezért – kezdetben – nagy aggodalomra nem láttak különösebb indokot a FED elemzői, de a *Federal Open Market Committee* (FOMC) piaci bizottsága sem (azért volt, aki jóval óvatosabban fogalmazott a leselkedő nehézségeket illetően, például Richard Mishkin).

Ha az 1995–2018-as bő két évtizedet tekintjük egy időszaknak, akkor a növekedés markáns csökkenése tendenciaszerű. A csökkenésnek azonban számos oka van, a legfontosabb ezek közül a munkatermelékenység lassulása és a demográfiai tényezők kifejezetten kedvezőtlen alakulása. Az elmaradt outputbővülésben e két tényező nevezhető tehát a legfontosabbnak, ahogy azt egyébként, közel fél évszázada, a neoklasszikus növekedési modell is eleve feltételezi (lásd I. 6. fejezet). Ebben az értelemben tehát az amerikai gazdaságnövekedési folyamatok „változékonyságában” nincs új a nap alatt.

12.3. A válság utáni üzleti ciklus az EU-ban (2011–2019)

A 2010–11-es pénzügyi válság kezelése – igaz, némi fáziskéséssel – az Európai Unióban is összességében sikeresnek minősíthető.

Az eurózónában 2009-re ötödik évébe lépett a sokak által már eltemetett gazdasági fellendülés ugyan alacsony, de elfogadható mértékű, a tartós bővülést meghozó üzleti ciklus (bár igaz, 2018 végén már a lassulás jelei mutatkoztak). Noha az euróval fizető országok csoportjában a gazdasági növekedés mértéke 2015–2019 között valamelyest csökkent, ekkor az előretekintések többsége még bizakodó volt, mert a világ gazdaságban – a meghatározó vélemények szerint – a korábbiakhoz képest egy elnyújtott konjunktúrális ciklus fenn tud maradni. Egy ideig maradt még a viszonylag laza monetáris környezet is, de már látszott egy szigorodó, lassan ugyan, de emelkedő kamatlábakkal működő kereskedelmi banki hitelkínálati struktúra. A beruházók azonban dráguló hosszú távú hitelekkel találkoztak, amelyek így már egyre inkább „hűtötték”, semmint fűtötték az európai és a globális üzleti ciklust. A „normális” kamatkörnyezet is visszatérni látszott, vagyis, a jegybanki irányadó ráták és a bankrendszer a megtakarítóknak pozitív reálkamatot igyekeztek kínálni.

Az eurózána konjunktúrális képe 2018 második felében tehát még kedvezőnek látszott, az összkép is egyértelműen jónak volt ítéltető, legalábbis azokhoz az összeomlást és katasztrofát sejtető jóslatokhoz képest, amelyek az eurózána 2011–2013-as válsága idején napvilágot láttak. Biztató fejlemény volt, hogy az eurózána leggyengébb láncszeme, Görögország vissza tudott térni a privát piacon is az államadósság-finanszírozás számára eddig elzárt csatornáihoz, miután az IMF, az Európai Központi Bank és az Európai Bizottság (a trojka) fiskális szempontból „gógyuultnak” nyilvánította a görög államháztartás előretekinő költségvetési állapotát. Nem

⁸ BERNANKE 2017: 163–164.

került sor a legsúlyosabb és a nemzetközi pénzpiacok által jósolt, nagymérvű adósságelengedési lépésekre, a görög állami adósság jelentős leírására (amely jelenleg a GDP több mint 180%-ára rúg), csak enyhítésre a lejáratok megnyújtásával és kamatteher csökkentéssel. Ez, noha mindenképp pozitív fejlemény Görögországot illetően, de feltehetően még nem a végső, vagyis tartósan is kezelhető állapot.

Ha a világgazdasági válság előtti utolsó normál évben – 2007-ben – mért nemzeti gazdasági összteljesítményt vesszük 100-nak, akkor 2018. október végére az eurózóna összességében a válság előtti szintet 8%-kal múlta felül, vagyis 108-on állt. A zónán belül Németország 114%-ot, Franciaország 109-et, Spanyolország 105%-ot teljesített. Természetesen az átlagot erőteljesen lefelé húzták a tartósan „gyengélkedő” országok, így Olaszország, amely még mindig csak 96%-on áll 2018 végén, vagyis 4%-ot veszített a 2007. évi teljesítményéből, továbbá Görögország, amely lefelé tendálva, csak 76%-on tudott „megállni”, tehát elveszítette a válság előtti GDP-jének közel negyedét.

Összességében megállapítható, hogy a válság után az eurózóna saját magához képest jól teljesített, a növekedés és a munkapiacok normalizálódtak. Kialakult azonban egy beruházási deficit, mely leginkább azzal magyarázható, hogy az úgynevezett mennyiségi könnyítések nyomán – amikor az Európai Központi Bank (EKB) a folyamatos államkötvény-vásárlásával, a másodlagos kötvénypiaci vásárlással, a frissen teremtett pénzzel „oxigént” pumpált az európai gazdaság vérkeringésébe – az új források azonban leginkább más értékpapírokba áramlottak. Ez azt jelentette, hogy ezek a források csak ritkán indítottak el kifejezetten új, zöldmezős vagy egyéb, ténylegesen munkahelyteremtő beruházásokat. Konjunkturális szempontból tehát a mennyiségi könnyítés segítette ugyan a gazdasági folyamatok fenntartását, ugyanakkor, ha csak a hitelezők cserélődnek, de maguk a hitelek maradnak, sőt, bővülnek, akkor a helyzet alig javulhat, az úgynevezett kibocsátási rés (a potenciális és tényleges output különbsége) alig szűkül.

A 2009-es válság utáni beruházási ciklusban tehát a mennyiségi könnyítések sora az eurózónában sem tudott valódi áttörést produkálni. Az államok többsége minden évben tipikusan nettó új adósságkibocsátónak számítottak, mert nem tudnak annyi adójövedelmet beszedni, amennyit évente az államháztartás felvállalt költségei igényelnek, ezért az eurózóna hitelpiacán is érvényesült a hagyományos kiszorítási hatás (*crowding out*). Az eurózónában többek között ezért sem tudott még kibontakozni az érték- és munkahelyteremtést hozó, valódi, tehát nemcsak eszközpiaci beruházási boom. A kiszorításon túl, a változatlanul kedvezőtlen realberuházási helyzethez vezető okok és magyarázatok számosak, amelyek részletei sajnos, a jelen fejezet kereteit meghaladják⁹ (MAGAS 2019).

12.4. Válságkezelés az elméletek tükrében – lezáratlan viták

A közgazdaságtan művelői számára mindenképp elgondolkodtató, hogy a helyesnek tartott makroökonómiai helyzetképről, valamint a fejlett világ gazdaságpolitikai lépéseinek kívánatos irányát illetően, ugyanúgy, mint 2007-et megelőzően, azt követően, de még napjainkban is, széles körű vita folyik,¹⁰ és ezekben a fontos kérdésekben a meghatározó közgazdasági iskolák közötti

⁹ A kérdésről kiváló áttekintést kínál vezető európai kapitalizmusmodellek bemutatásával például FARKAS 2018.

¹⁰ Kiváló áttekintést nyújt ezekről: BLINDER 2013; MELLÁR 2015; STIGLITZ 2018; BALDWIN–WEDER DI MAURO 2020a; BLANCHARD 2020.

egyednem értés máig fennmaradt. Most is sokan állnak egymással homlokegyenest ellentétes érvelések oldalán, ami az állami beavatkozás, illetve a jegybanki politikák mértékét, irányát vagy hiányát, és főleg a kívánatos szelektivitását illeti. Sokan vannak, akik úgy gondolják, hogy a további, folyamatos kormányzati deficitok finanszírozásának nincs alapvető akadálya.¹¹ Mások szerint a mára kialakult adósságsszintek nem növelhetők tovább nagyobb feszültségek kialakulása nélkül.¹²

Hasonlóan nagy a megosztottság abban a tekintetben is, hogy meddig tartható fenn a mennyiségi könnyítések (QE) gyakorlata a jegybankok részéről.¹³ E könnyítések lényege, hogy értékpapírok folyamatos vásárlásával tartósan friss pénzt pumpálnak a tőke- és pénzpiacokba arra hivatkozván, hogy legalábbis hitelezési oldalról nincs korlátja a produktív beruházások kialakulásának, így tartva fenn a gazdaság vérkeringését. Vannak, akik úgy vélik, a túl korai pénzügyi szigorítás viszont elfojthatja a kialakult üzleti ciklus hosszabb kibontakozását, esetleg egy jó vagy közepes potenciális kibocsátási szint tartós fennmaradását.

Az USA-ban a kamatemelési ciklus már 2017 telén megkezdődött, a központi bank szerepét betöltő FED a kereskedelmi bankok felé a letéti és hitel kamatait folyamatosan emelte. Az Európai Központi Bank az USA-hoz képest ugyan négy-hat hónapos késéssel, de ugyanezt tette, 2018. december közepére már fokozatosan vonta vissza a QE-t, tehát a mennyiségi könnyítések keretében bonyolított pénzügyi eszközvásárlásait, csökkentve a plusz likviditás kiáramlási sebességét. A szigorító lépéseket az eurózóna bankrendszerei érzékelték, és a banki fogyasztási és beruházási hitelek is drágulni kezdtek. Némi ütemkülönbséggel, de egy irányba haladt tehát az USA és Európa abban a lassú, de egyértelmű monetáris szigorítási lépéssorozatban, amely 2017 óta elkezdődött. Ugyanakkor, az immár ötödik évébe lépő központi banki válságenyhítés azon válfajai, amelyeket a mennyiségi könnyítések jellemeztek, 2019–2020-ban sem szűntek meg. Jó hírnek tekinthető, hogy az USA-ban kezdett visszatérni az infláció abban a mértékben, amely a konjunktúra fenntartása szempontjából – a NAIRU-felfogásban – még kedvezőnek (2,5–3%-os mérték) és a monetáris szabályozás szempontjából kívánatosnak tekinthető.¹⁴ Ez a szint még kontrollálható akkor, ha a fiskális és monetáris lépések harmonizáltak, tehát amikor nem egymás ellen dolgozó lépések sorozata alakul ki. Ezen moderált áremelkedési mérték még olyan, amely az elkövetkező években a gazdaságot és foglalkoztatást leginkább segítő gazdaságpolitikai eszközöknek segít. A gazdasági folyamatok kézben tartásának az üzleti ciklus kezelésével, befolyásolásával összefüggő területe visszatérni látszott a 2008 előtti „normál” állapotába. De 2020-ban a világjárvány közbeszólt. A FED is – implicite – feladta az inflációkövetést, a munkapiac állapota fontosabb lett. Ez a mozzanat komoly elméleti kérdéseket is felvet.¹⁵

Az elméleti, a statisztikai és az előrejelzési bizonytalanságokat látva azonban felvetődik a kérdés, mondhatjuk-e tizenkét évvel a pénzügyi krízis kitörése után, hogy a gazdaságban általában – és különösen a tőke- és pénzpiacokon – zajló folyamatok visszatértek a régi med-

¹¹ Remek összefoglalót kínálnak: FURMAN 2018; a modern pénzülmélet és gazdaságpolitika tükrében pedig WRAY–NERSISYAN 2018; MANN 2020.

¹² Lásd: IMF 2015; BLANCHARD–SUMMERS 2017.

¹³ Részletesen lásd: BOD 2018; a nemzetközi pénzügyi környezet változását kimerítően elemzi KOLLARIK–SZALAI 2017.

¹⁴ NAIRU: *Non-accelerating Inflation Rate of Unemployment*, vagyis a munkanélküliség azon kritikus, de még elfogadható szintje, amely a kapacitáskihasználtság függvényében még nem okoz kínálatnövekedés esetén inflációt.

¹⁵ Lásd BALDWIN – WEDER DI MAURO 2020b.

rükbe, hogy az állami szabályozási és kontrollintézmények, valamint a beléjük vetett bizalom is visszaálltak a kívánatos szintekre. Vagy pedig már 2018-ban is fennállt olyan mértékű bizalomvesztés lehetősége, amely újabb konjunkturális szakadék és pénzügyi válság kialakulásának lehetőségét jelenthette?

Nos, teljes bizonyossággal nem volt állítható az „ütésbiztos” normalizálódás eljövetele, vagyis egy teljes és minden tekintetben kikezdehetlen visszarendeződésről aligha beszélhettünk 2018-ban. A bankrendszerek – mind az USA-ban, mind az európai kontinensen – ismét jobb bőrben voltak, a tőke megfelelési mutatók (*capital adequacy ratio*) javultak, és a QE (*quantitative easing*) nyomán a forrásbőség a vezető bankok számára soha nem szűntek meg. Sőt, az USA-ban a bankok tőzsdei értéke is visszatért a válság előtti szintekre, Európában csak Olaszország gyengéledett.¹⁶

A viszonylag olcsó pénz megtette hatását. A világ legfejlettebb felében a kormányok igen olcsón, alacsony kibocsátási hozam mellett tudtak friss adósságot értékesíteni, új hitelek felvenni (az USA, Kanada, Németország 3,5–0,5% közötti sávban tudott 10 éves kötvényt eladni) még 2018. december elején is annak ellenére, hogy a világgazdaság eladósodottsági szintjei érdemben csökkentek volna. GDP-arányosan a világban globálisan görgetett bruttó adósság-szintek a világ-GDP 272%-át, azaz annak majdnem háromszorosát tették ki 2017-ben. Ez – mint lappangó veszély – bizony régóta jelen volt. A világgazdaságban legnagyobb szuverén adósnak számító országok (USA, Japán, Franciaország, Kanada, Kína, Olaszország, Spanyolország, India, Mexikó) valamennyien mégis viszonylag jó kamat/felár-feltételekkel tudták lejáráó adósságaikat megújítani. Nem látszott tehát a szuverén adósságfronton komolyabb veszélye annak, hogy az adós államok ne tudnák az újra és újra termelt költségvetési deficitjeiket finanszírozni. Még a korábban komoly nemzetközi fizetési nehézségekkel küzdő Oroszországnak és Törökországnak is sikerült 2018 őszén a 10 éves devizakötvény-eladása, Oroszország 8,13%-os hozammal, Törökország pedig az egyébként alacsony kamat- és hozamkörnyezetben brutálisan magas, közel 18%-os hozammal ugyan, de mégis tudott kötvényt értékesíteni, a líra védelmében a rövidlejáratú kamat is 24%-ra emelkedett! A világgazdaságban 2018 végén tehát nem lehetett adósságválság jeleit kitapintani.

¹⁶ A nagybankok befektetési politikáikat átalakították, és sokkal inkább a hosszú távú eredményességhez kötötték már például a prémiumokat. Ez utóbbiak (vagyis a prémiumok) nagysága ugyanakkor ismét kiugró mértéket mutatott: 2017–2018-ban például egy átlagos tőkéjű befektetési bankban kifizetett jutalom/bonusz évi 184 000 dollár körül mozgott, ami az amerikai átlagbérnél több mint kétszerese. Minden veszély azonban egyáltalán nem tűnt el: a bankrendszerek működésével kapcsolatos felügyeleti kifogások – úgymint a titkos ármegállapodások, a versenyt korlátozó *price fixing*, a pénzmosás, a fogyasztók megtévesztése (*mis-selling*) sajnos változatlanul gyakran felszínre kerültek, mint a szabályozó szervek által azonosított, nemkívánatos praktikák. A helyzet némiképp megtévesztő is, ugyanis ha csak a normalizálódási fejleményeket és a banki részvények felé újraéledő bizalmat tekintjük, akkor úgy tűnhet: ha valaki mondjuk 2006-ban elaludt, és csak napjainkban ébredne fel, lényegében azt gondolhatja, semmi nem változott, mióta nyugovóra tért. A megrázkódtatásnak és egy nagyobb válságnak 2018 végén – némi túlzással – semmi konkrét jele nem látszott. Az óvatosság azonban indokolt volt: 2018 decemberében nem Mikulás-rallyt, hanem jelentős lefelé irányuló korrekciót hozott. A vezető amerikai részvénytőzsiák, így a DOW JONES és a NASDAQ, valamint az S&P-500 meghatározó indexeit nézve az volt látható, hogy ezek új, válság előtti csúcsaikról 8-12%-kal alászálltak! A fejlett pénzpiacokon, történelmi visszatekintésben, az irányadó kamatlábak még igen alacsony (0,5–2,25% közötti) szinten álltak. A hitelfelvétel ára a jó adósok – mind a háztartások, mind a vállalatok – számára még mindig igen kedvező volt.

Az ismert gazdaságpolitikai gyógy módok várható sikerességét illetően 2018-ra jelentős negatív változás állt be: megerősödött a protekcionizmus, ami a közvélemény közpolitikákat illető értékítéletében is megjelent, fontossá vált az, hogy az átlagpolgár mennyire ért egyet a nemzeti gazdaságpolitikák kínálta lehetőségekkel, alaposan átértékelt, gyakran protekcionista céljaival, és általában is a nemzeti és nemzetközi gazdasági folyamatok, intézmények nemzeti érdekekkel ütköző felfogásával. A világ első számú piacgazdaságában, az USA-ban, de nem is olyan nagyon régen, akár a még Tony Blair vezette Egyesült Királyságban – és a konzervatív pártban még ma is – bevett felfogásnak számít(ott), hogy a piac képes a pénzügyi erőforrásokat hatékonyan elosztani, a megtakarítóktól a beruházók felé terelni a szabad pénzügyi eszközöket. A 2008-as pénzügyi válság azonban – s ezt kár lenne tagadni – valóban megtépázta a pénzpiacok erejébe vetett – persze korábban sem teljes – bizalmat és hitet.

Nem mellékes körülmény, hogy a középutas demokrata és a munkáspárti kormányok – akik az előbbi elvet hivatalból támogatták – már nincsenek hivatalban; továbbá hogy a szavazók mind nagyobb számban „megkedvelték” a szélsőséges nézeteket: a szélsőbaltól az erősen nacionalista szélsőjobbaldalig, a piac és általában a fennálló pénzügyi rendszert támadó politikákat egyre többen támogatják. Ez aggasztó fejleményként erősödött az évek alatt. Még a jelenlegi, alapvetően piacpárti amerikai republikánus párt meghatározó politikusainak is „le kellett nyelnie”, hogy az amerikai kormányzat durva protekcionista lépésekkel próbálja védeni az ország vélt vagy valós érdekeit Kínával, Kanadával és az Európai Unióval szemben. Tette és teszi ezt a tudomány érvelése ellenében, hiszen az amerikai meghatározó nemzetközi gazdaságtanszakma jó másfél évszázada azt a nemzetközi kereskedelmi tételt fogadta el, amely szerint a nemzetközi kereskedelem nettó értelemben jövedelmet termel (azaz a fogyasztói és termelői többletet, valamint az állami bevételeket illetően – a partnereket együttevve, így a világgazdaság szintjén is – összességében, mérhető jóléti többlettel zár). Igaz, a teremtetett kereskedelmi előnyök nem egyenlő mértékben oszlanak el.¹⁷

Nos, ezt az erős, a jóléti fokozó hatást kimutató, klasszikus közgazdaságtudományi érvet a politika képviselői közül már sokan nem fogadják el. Sőt, az amerikai elnök, Donald Trump és adminisztrációja úgy igyekszik bemutatni a nemzetközi kereskedelemről származó előnytermelődet, mintha ez a folyamat azzal lenne egyenértékű, hogy ami az egyik fél nyeresége, az egyúttal a másik fél vesztesége. Ez a Fehér Ház hivatalos doktrínájává vált. Ez a leegyszerűsítő álláspont azonban aligha tartható, és a tudomány számára nem is elfogadható, a kereskedelem ugyanis nem egy zérőösszegű játékkal analóg folyamat (az egyik fél nyereségét nem lehet tisztán azonosítani a másik fél veszteségével).

Az USA – egyoldalú lépésként – vámokat emelt egy sor, általa érzékenynek nevezett iparágban, mindenekelőtt acél- és alumíniumipari termékekre. Nemcsak a nagy távol-keleti feltörekvő gazdasággal, hanem régi kereskedelmi partnereivel (Kanada, EU) szemben is barátságtalan, protekcionista vámintézkedéseket tett, bár ezek értéküket és stratégiai jelentőségüket tekintve ugyan kevésbé húsbavágóak, nem is fenyegettek kereskedelmi háború kitörésével, ám a kiterjedt és kölcsönösen előnyös kereskedelmi kapcsolatokat erőteljesen korlátozzák.¹⁸ Még ha a Fehér Ház ezeket a lépéseit úgy tünteti fel, mint a „nemzet” gazdasági érdekeit, az új nemzetközi kereskedelmi világtrend kialakítására irányuló törekvések – amelyben az amerikai érdekérvényesítés

¹⁷ PUGEL 2015.

¹⁸ Mindez szembe megy a 2010-es évek eleji törekvésekkel, amely során az USA még a kereskedelem-liberalizáció kiterjesztésére törekedett például a TTIP-egyezménytervezettel. A TTIP-ről bővebben lásd KUTASI–REZEŠY–SZIJÁRTÓ (2014) elemzését.

sajátos válfajait láthatjuk – a legtöbb esetben szembe mennek a tudományos közmegegyezéssel: a kiforrott technológiákkal gyártott, tömegtermelésre alkalmas termékek esetében a vámok bevezetésével ugyanis a jólétsökkenés – szigorú mikroökonómiai értelemben – ugyanis bizonyított.¹⁹ Ennek kvantitatív belátása ugyan nem triviális, de a végeredmény és annak előjele változatlanul megáll: a vámok csökkentik az elérhető jólét fokát egy olyan kereskedelmi partnerkapcsolatban, amelyben az egyik fél akár jóval fejlettebb lehet, mint a másik. A kínai–amerikai viszonyrendszerben is könnyen belátható a vámemelések káros hatása. De a protekcionista hívószavak, a nemzet gazdaságának védelme nagy erővel hatottak a szavazókra az USA-ban éppúgy, mint 2016-ban az Egyesült Királyságban a brexitről folytatott népszavazáskor. Ez a hatás nem elhanyagolható mértékű volt, mint ahogy az „illiberális kapitalizmus” gondolatának vészes terjedése sem.²⁰ Szerencsére a 2018. decemberi G20 találkozáson a vámháborús fenyegetések már jelentősen enyhültek.

Egy nyugtalanító, statisztikailag is alátámasztható tény azonban valóban megerősítette a nemzetközi kereskedelemmel kapcsolatos, a korábbi bő fél évszázadra jellemző, a megszokott dinamika elmaradásával összefüggő aggodalmakat: a 2008–2009-es világgazdasági válságot követően ugyanis a világ GDP-jének átlagos növekedési ütemét a világkereskedelem bővülési üteméhez mérve ugyanis azt lehetett tapasztalni, hogy a nemzetközi kereskedelem éves bővülése már nem tudta tartósan meghaladni az éves GDP-bővülés rátáját. Tehát, valóban megszokadt az a tendencia, amit a II. világháború utáni hat évtizedben megszokhattuk. A nemzetközi kereskedelem bővülésében beálló dinamikavesztés vámok nélkül is megvalósulni látszott. E lassulást leíró és magyarázó mechanizmusok azonban még a jelen pillanatban sem tisztázottak, a precíz tudományos elemzés még várat magára. Egy dolog azonban egészen bizonyosan rögzíthető: a fejlett országok közvéleményében a globalizációval és a külföldi gazdasági befolyással szemben egyre ellenségesebb hangulat alakult ki. Sőt, érezhetően beállt egy jelentős hangulatváltozás, és a nemzeti érdekeket sokkal inkább előtérbe helyező mentalitás vált meghatározóvá. A globalizáció – újra és újra – mintha visszafelé lendülne, a nemzeti érdekek kizárólagossága és egy általános protekcionista vagy a fontos iparágakban a szabad kereskedelemmel ellentétes gazdaságpolitikák térnyerése bizony aggodalomra ad okot. Ha ez a tendencia a fejlett ipari országokban, pontosabban a fejlett „szolgáltató” országokban (mint amilyen az USA, ahol a GDP több mint 70%-át a szolgáltató szektor adja) válik tartóssá, nos, az tényleg komoly veszélyeket hordozhat magában.

12.2. szemelvénnyel: A történész szemével

A 2008–2009-es válság tanulságait számba véve, ezért ehelyütt is érdemes felidézni és megfontolni a már hivatkozott történész, Tooze visszatekintését, a jelennek szóló fontos üzenetét. Könyve (Tooze 2018) záró részében az 1914-es helyzethez hasonlítja az állapotokat. Ahogy ő fogalmaz: annak idején a világ alvajáróként sétált be a világháborús konfliktusba (*sleep walked into the conflict*). Tooze óvatosan, de annál meggyőzőbben hívja fel a figyelmet arra, hogy a két világháború közötti korszak kínálja a veszélyes párhuzamot a helyzet megértéséhez, amennyiben az I. világháborús fegyvernugvás után a háborút kiváltó feszültségeket nem oldották fel, csak elfojtották, és ezek két évtized után újra berobbantak. A nemzetközi feszültségek akkoriban sem alapvetően gazdasági érdeellentétekben jelentkeztek, ezek inkább másodlagosnak voltak tekinthetők. A jelszavak és a politikai torzítások azonban veszélyes

¹⁹ PUGEL 2015 és KRUEGER 2018.

²⁰ Lásd erről CSABA 2018 kimerítő érvelését.

azonosságot sejtetnek a jelennel. Kifejti, hogy a II. világháború utáni megnyugtató konfliktus-rendezésben a változások valóban egy új világgazdasági rendet követeltek meg. A Bretton Woodsban született rend a mai napig működik, s összességében stabilitást kölcsönzött a világgazdaságnak, amely – való igaz – a fejlett ipari államok, az USA, a győztes nyugati hatalmak dominanciájával jellemezhető. Ugyanakkor ez az új rend a szabályalapú működést alappilléreként tekintette, legalábbis a nemzetközi pénzügyi kereskedelmi folyamatok vitás kérdéseit illetően. Ennek a szabályalapúságnak (*rules based*) lettek kulcsintézményei a WTO (Kereskedelmi Világszervezet), az IMF (Nemzetközi Valutaalap) és a vezető ipari hatalmak központi bankjai. Ezen intézmények közül – főleg az amerikai vámintézkedések és az azokra adott azonnali válaszcsepások hatására – ma a WTO intézménye látszik leginkább gyengülni, már ami konfliktus esetén a WTO keretén belüli, szabályalapú elrendezés esélyeit illeti. A többi intézmény, úgy tűnik, stabilan áll a lábán, jól működik. Sőt, a sikeres működési elveik, céljaik és szerkezetük nyomán már valódi versenytársra is leltek például Ázsiában, az Ázsiai Fejlesztési Bank (ABRD) intézményében, amely hasonló célokkal és konstrukciókkal kíván működni, mint a „régí világgazdasági rend” ismert washingtoni intézménye (IBRD).

12.5. Világjárvány és világgazdasági válság – a keynesi gondolat

John M. Keynest – saját ideológiai-szellemi meggyőződését illetően – leginkább a liberalizmus egy konzervatív válfaja jellemezte, mely szerint a kormányzat (kormányok) mindenkor gazdasági szerepe pusztán a megfelelő működési keretek: a béke és prosperitás, a szabad kereskedelem és a gazdasági jólét (*economic welfare*) alapvetően piaci mechanizmusinak biztosítása lett volna. Ugyanakkor, ő maga jól érzékelte a piaci erőn túlmutató, a militarista, a katonai hegemonián alapuló gondolkodás átütő erejét is, mely a 20. század első harmadában különösen – kifelé – a katonai hatalomnak, az erős brit nemzeti nagyságnak a képét kellett sugározni. De az örökölhető társadalmi előjogok és a kultúra néha visszahúzó erejét is tisztán látta. Talán nem túlzás azt állítani, hogy magát a kapitalizmust szerette volna megmenteni saját maga ördögétől (MAGAS 2016).

12.3. szemelvény: A keynesi gondolatok második reneszánsza?

A 2020-as pandémia és az azzal együtt járó újabb világgazdasági válság nyomán könnyen az a benyomásunk támadhat, hogy a keynesi gondolatok halhatatlanok. Zachary Carter, a *Huffington Post* újságírójának igen nehéz dolga lehetett Keynesről készült könyve írásakor, ha nem akart a korábban, a legendás angol közgazdásról szóló, háromkötetes mű szerzője, Robert Skidesky „árnyékában” ragadni (SKIDESKY 2005). Az újságíró Carter azonban nem esett abba a csapdába, amely a Lord közgazda életútját próbálja követni, hanem kifejezetten csak a Keynes által fémjelzett közgazdasági gondolatok sorsát igyekezett követni. Ebben a vonatkozásban pedig teljes sikerrel járt: érdekes és a keynesi nézetek sorsát illetően kiegyensúlyozott, részletes képet kap az olvasó (CARTER 2020).

J. M. Keynes a 19. század utolsó harmadában, 1883-ban született Angliában, amikor a világ akkori vezető hatalma, a viktoriánus Anglia virágkorát élte. A tehetséges Keynes-családba született fiú a legjobb, elit oktatási intézményekben tanult. Kiváló intellektuális képességeit az akadémiai világ valamint a kormányzati és művészeti szférák között mozogva egyaránt kamatoztatta. Az I. világháború az angol világhatalmi pozíciókat, a prosperitás évtizedeit elsodorta. Keynes a saját életét és munkásságát az I. világháború előtti nyugalmas, békés és prosperitással

teli világ visszaállításának próbálta szentelni. Azonban ezeket az erőfeszítéseit csak változó siker koronázta. Hírnevét kezdetben azzal alapozta meg, hogy élesen ellenezte a versailles-i békeszerződést. Közgazdasági nézeteit, amelyek az 1970-es években meghódították a fejlett világ mértékadó makroökonómiai gondolkodásának egy jelentős részét – az 1920-as évek angliai tapasztalatai alapozták meg. Ekkor ugyanis az angol gazdaságot igen erős kereslet-hiányos állapot jellemezte, nagy deflációs nyomással és magas munkanélküliséggel párosulva. Az általános elégtelen kereslet nemzetközileg, a fejlett világban is tartósan jellemzővé vált, és 1929–33 között már egy súlyos világgazdasági válsággá terebélyesedő visszaesést eredményezett. Ez az elhúzódó, drámai gazdasági pangás már egyértelműen kimutatta a tisztán csak piaci mechanizmusokra hagyatkozó gazdaságpolitikák csődjét, és az állami beavatkozás, egy újradefiniált pénz-, tőke- és munkapiaci szabályozás igényét. A piaci mechanizmusok ugyanis magukra hagyva, külső, de lényegében állami lépések (úgy mint munkapiaci ösztönzés, támogatás, garancia és főleg fiskális keresletteremtés) nélkül, nem tudtak egyensúlyt teremteni az áru-, a munka- és a pénzpiacokon. E lépések szükségessége, mértéke és leginkább a várható tartós hatásaik tekintetében egyáltalában nem voltak nyilvánvalóak a 20. század első harmadában. Az elfogadáshoz különleges ideológiai szemléletre és némi bátorságra is szükség volt. Nem lehet véletlen, hogy jó fél évszázadot kellett várni a keynesi gondolatok elfogadásához és gyakorlati, gazdaságpolitikai alkalmazásához.

Nézeteit illetően leginkább a konzervatív, 18. század végi Edmund Burke és a felvilágosult-radikális demokrata rousseau-i ideológia közötti „félúton” érezte otthon magát. Az utókor, még a közgazdászársadalom is, talán kevésbé van tisztában azzal, hogy a maga idejében a keynesi közgazdasági gondolatoknak nem volt igazán keletje, tanácsait alig vagy egyáltalán nem fogadták meg az akkor kormányzati pozíciókban lévők. Ilyen döntéshozói mellőzöttségnek tekinthető például, hogy az angol konzervatív kormány – Keynes tanácsai ellenére – 1925-ben visszaállította a valuták fix árfolyamon való aranyhoz kötését (aranystandard). Noha az amerikai elnökhöz köthető, a Rooseveltt-féle válságenyhítő gazdaságpolitika (*New Deal*) merített ugyan bizonyos elemeket a keynesi tanokból, az amerikai elnök Keynes *opus magnum*át nehezen értelmezhető „misztikának” tartotta.²¹ Az 1944-es Bretton Woods-i konferencián pedig a II. világháború utáni gazdasági világrendet illető javaslatait az amerikaiak érdekei vastagon felülírták. A közgazdász Keynes elismert, nagy hatású teoretikussá csak halála után, kifejezetten népszerűvé, „divatossá” pedig csak az 1970-es évek közepén vált, amikor az általa javasolt összkeresletoldali kormányzati beavatkozás gondolata (az állami költségvetési-költési stimulusokat és a keresletösztönző fiskális lépéseket támogató gazdaságpolitika) széles körben elfogadottá és gyakorlattá is vált. Ma, a több mint fél évszázados távlatból már talán kimondható, hogy gondolatainak ilyen széles körű elfogadásában és fél évszázadokon átívelő erős hatásában talán maga Keynes nem is reménykedett.

Nehezen vitatható, hogy az eredeti keynesi gondolatok – bár száz év alatt nagyon sok minden megváltozott a világban – napjainkban ismét reneszánszát élik. A tudomány malmai általában lassan őrölnek, de a Covid-19-világjárvány gyorsan és hirtelen forgatta fel a közgazdasági gondolkodás idevágó, az állami szerepvállalás tételeiről szóló fejezeteit.²² Az állam által képviselt azonnali és jövőbeli pénzügyi erő és apparátus segítségével elképzelhetetlen a sikeres válság/járványkezelés. A mostani helyzet egészen különleges, amennyiben egy véletlen természetű, de méretében hatalmas, a GDP 15-20%-át érintő, leginkább csak a világháborús időkre jellemző,

²¹ A hivatkozott – *opus magnum* – mű: KEYNES 1936.

²² Ahogy erről átfogóan értekezik: BALDWIN – WEDER DI MAURO 2020a.

egyidejűen dupla sokk érte a gazdaságokat: keresleti és kínálati oldalról egyaránt. Ebben a kvázi háborús helyzetben a kitüntetett és remélten hatékony gazdasági szereplő tényleg az állam lehet. Így aztán – a tudomány számára nem meglepő módon – előtérbe került, sőt, berobbant, az állami beavatkozás ideája.

Az eredeti keynesi állami keresletösztönző megfontolások sokak számára nem voltak letisztultak és átütőek, írásait gyakran, azaz tömör megfogalmazású életbölcseletek (*bon mot*) tarkították. (ilyen, gyakran idézett gondolata a makroökonómiában az időtávok kötelező megkülönböztetésekor alkalmazott kitétele, mely szerint a hosszú távú kínálati görbe sokféle lehet: lapos, meredeken emelkedő, sőt, akár függőleges is, de ez szerinte nem bizonyosság, hiszen hosszú távon sok minden előfordulhat). Keynes életében még kevésbé volt jellemző a makroökonómiában a pontos és számszerűen is kifejezhető definíció, mint például a teljes foglalkoztatás vagy a NAIRU fogalma, melyek napjainkban már a bevezető közgazdasági tankönyvek erről szóló fejezeteiben is kötelezően ismerendőként szerepelnek. Keynes nem dolgozott ennyire jól kialakított fogalmakkal, ám ezek nélkül is jól érzékelte, hogy a nemzetgazdaság szintjén a keresletszabályozás meglehetősen összetett mechanizmus, amelyben az államnak gyakran – de főleg bajok esetén – kitüntetett szerepe lehet.

A keynesianusi gondolkodást és mint követhető, sőt, mainstream gazdaságműködtetési felfogást Keynes egyetemi kollégáinak munkássága (Joan Violet Robinson, Sir John Richard Hicks) tették teljessé. Az USA-ban pedig John Kenneth Galbraith munkássága népszerűsítette és erősítette az állam gazdasági szerepvállalásának filozófiáját az 1960-as években. Az állam erős gazdasági szerepvállalása mint követendő és sikeres gazdaságfilozófia azonban egyáltalán nem vált minden tekintetben domináns nézetté. Sőt, éles kritikát is kapott az 1970-es évtized gyötrelmes stagflációs éveiben, a stagnáló, de inflációval terhelt korszakban, amikor Keynes népszerűvé vált. Vagy ez csak a látszat? Vajon mennyire tetszett volna az 1970-es évek Angliájának gazdaságpolitikája Keynesnek? Persze a kérdés kifejezetten akadémiai (ma tényszerűen nem eldönthető), ám sejthető, hogy a 70-es évek elején Angliában jellemző magasabb jövedelműeket sújtó 83%-os jövedelemadó-sáv és a 25%-os, döbbenetesen magas infláció feltehetően nem nagyon találkozott volna Lord Keynes, a liberális konzervatív, kifejezetten vagyonos ember tetszésével. A heves bírálat két, később Nobel-díjas közgazdásztól, az osztrák iskola vezéralakjától, Friedrich Hayektől és az amerikai Milton Friedmantól érkezett. Mindketten – alapvetően – a piaci koordinációs mechanizmus hívei voltak, és a minimális állami szerepvállalás szószólójaként váltak ismertté világszerte. A keynesianus gondolkodás e két markáns elméleti ellenfele az állam tevékenységét piactorzítónak és – főleg – inflációgerjesztőnek tartotta. Az állam visszaszorításában, vagyis – Adam Smith eredeti kifejezését használva a piac „láthatatlan kezében” – jobban bíztak, mint a bürokratikus állami koordinációban. A vezető angolszász gazdaságok, az USA és Nagy-Britannia kormányai, a maguk részéről, az 1970-es évek második és az 1980-as évek első felében – a Reagan-, illetve a Thatcher-érában – a piaci fundamentalistáknak adtak inkább bizalmat, mert nem hittek a fiskális politika hatékonyságában. Saját kormányzati lépéseikben az állami tulajdon csökkentését és a monetáris politikák dominanciáját szorgalmazták. Egyébként leszögezhető: a maguk idejében, 1980–1990 között, e politikák meglehetősen sikerrel működtek, mert az inflációt úgy fékeztek meg, hogy nem fojtották el a konjunktúrát, és a munkanélküliségi szintek is elfogadható tartományban maradtak. A világgazdasági folyamatok azonban az idők során sokat változtak. E változásokkal pedig a domináns makroökonómiai nézetek is átalakultak.

A keynesi gondolat 2020 nyarának végén úgy tűnt, erősebb, mint valaha. Noha a legfejlettebb országokban a gazdaságelmélet főárama és a gazdaságpolitikai gyakorlatok évtizedekre elkerülték a keynesi tanokat, azért mégis sok követője maradt, napjainkban pedig a világ újra

felfedezni látszik néhány, zseniális meglátását. De már a 2009-es pénzügyi válságot követően a G20-ak, a világ legfejlettebb gazdaságait tömörítő csoport maga is újra hitelt adott az egyeztetett (szinkronizált), egyidejű fiskális stimulusok alkalmazásának, egy olyan konjunktúraélénkítési fegyverrel élt, amelyet csak kormányok képesek működésbe hozni. A várt eredmény nem is maradt el: a 2008–2009-es világgazdasági válságból történő kilábalás gyorsabb is lett a vártnál. Jelenleg, 2020 tavasza óta pedig a konjunktúraszabályozás kérdését illetően is egy teljesen megváltozott, új világban élünk, a koronavírus világjárvánnyá növekedése óta a nagy léptékű (a GDP 10–20%-át kitevő) és gyors fiskális lépések indokoltsága szinte nem is képezhet/képezte vita tárgyát. Az állam – fiskális eszközei különleges erejének köszönhetően – újfent főszereplővé vált, ahogy a jegybankok is a monetáris kondíciók nagymérvű, válsághelyzetben még további – szinte kötelező – enyhítésével, különösen aktívvá váltak. Az a régi-új gazdaságpolitika, amelyben az állam majd besegít, és költ, a New Deal egy új változata, az Atlanti-óceán mindkét partján ismét bevett gyakorlattá vált: az USA-ban és az EU-ban éppúgy, mint Japánban, egységessé vált az enyhítés minden áron, vagyis a konjunktúrát masszívan segítő szemlélet. A konjunktúra-ösztönzésre különböző elnevezésű állami fiskális eszközöket vetettek be (Újjáépítési Alap, Újraindítási Alap). A fejlett világban a II. világháborút követő időszak óta nem látott mértékű kormányzati hitelgarancia és egyéb direkt fiskális programok indultak el a munkahelyek, az üzleti ciklusok és a gazdaságok egésze normál működésének visszaállítása érdekében, még az állandó munkaidő-rövidítés méltán népszerű gondolata is feltámadt, utóbbi eredetileg szintén Keynesről származik. Keynes ugyanis már közel egy évszázada értekezett arról, hogyan lehet unokáink gazdasági, jóléti lehetőségeit tágitani.²³ A koronavírus-járvány árnyékában úgy tűnt, a világ újra előveheti, és aktivizálhatja az aggregát keresletösztönzés gondolatát. Az állami szerepvállalás sürgető keynesi gondolat hosszú távon is életképes és népszerű maradt.

12.6. Válságok – a pénzügyi piacok és a reálgazdaság

Mennyire reális, és egyáltalán jól magyarázható-e, hogy 2020 kora őszen a pénz- és tőkepiacok közötték szépen az aggodást, de jól voltak, a legfőbb amerikai tőzsdeindexek (S&P-500, Dow Jones Industrials) rekordszintek közelében tanyáztak, miközben a reálgazdaság teljesítménye, a GDP és vele a munkanélküliség szintjei pedig meredeken romlottak? A pénz- és tőkepiacok viselkedése nem szabályokat követ, mindig „veszélyes üzemet” jelentenek, gyakran megmagyarázhatatlan, összeomlásszerű „balesetek” színterévé váltak. A pénz- és tőkepiacok ezen kiszámíthatatlan tulajdonságát a világ már közel egy évszázada megtapasztalta a tőzsdekrachok nevezetes sorozata révén (ilyenek voltak az 1929–33-as világválságot elindító zuhanás; az 1987-es „fekete hétfő”, amely úgy vonult be a gazdaságtörténetbe, mint a legnagyobb napi – 20%-os – zuhanás; az 1999-es dot.com mániát követő összeomlás; a 2008–2009-es *subprime*-krízis, a gyengébb besorolású adósoknak nyújtott, túladagolt és túlsomagolt értékpapír-válsága, amely súlyosan büntette a többszörös tőkeáttételt – *leverage* – és az eleve gyenge minőségű adósoknak tömegesen nyújtott hiteleket). A jelzálogpiaci válságként ismertté vált esemény megrengette a stabil amerikai és EU-s bankrendszert is.²⁴

²³ Erről lásd KEYNES 1932.

²⁴ Alapjaiban jelent új megoldást KOVACS-PASZTOR (2021) tanulmánya, amelyben a teljes jelzálogpiaci szabályozás eszközeinek és kritériumainak megváltoztatását javasolja. A banki tőkeegfelelőség hátterét KUTASI (2015) részletezi európai példákon keresztül.

A 2020-as év első három negyedének tőkepiaci reakciói, a súlyosan elhúzódó koronavírus-világjárvány árnyékában is – egészen szokatlanul – összességében pozitív fejleményeket hoztak. Az első riadalmat, 2020. február–március hónapokat követően, az S&P-500 (Standard and Poors) tőzsdeindexe elvesztette harmadát, ám gyorsan visszanyerte vesztesége felét, és rövid időn belül újra rekordszinten állt. 2020. augusztusban a Dow Jones Industrials indexe 26 428 pont közelében állt. A legkézenfekvőbb magyarázat erre, hogy az amerikai jegybank szerepét betöltő FED még tovább tágitotta a mennyiségi könnyítés (QE) határait, és meghirdette a vállalati kötvényvásárlást (*corporate bonds*) is. Ez a lépés azonnal visszahozta a pénzpiacokon az optimizmust, látván, hogy válság ide vagy oda, a nagyvállalati adósságok könnyen refinanszírozhatóak. Az amerikai pénzpiacokon kialakuló vonzó kép azonban félrevezető lehet, amennyiben – 2020. augusztus közepén – sem az angol, sem a többi európai piacok nem mutattak olyan gyors javulást, mint a Wall Street. De az USA esetében sem lehetett mindenki elégedett, főleg a kisebb és közepes nagyságú vállalatok vagy éppen az utca embere, az átlagos amerikai jövedelemtulajdonos, a „Main Street”, ahogy az amerikai sajtó nevezi az utóbbi szférát (az elnevezés eredete az a tény, hogy minden város rendelkezik ilyen nevű utcával, amely általában történetileg is a város magjának, közepének nevezhető). Az amerikai munkapiac 2020. június végén látványosan zsugorodott, bár augusztusra már némi javulást mutatott: 25 milliós munkanélküliség alakult ki hónapok alatt, és évtizedek, az 1948-as év óta nem látott, 16%-os állásnélküli arányt mutatva rekordmagasságba szökött ez, a realgazdaság állapotát leginkább jelző mutató.

Amíg a tőzsdén jegyzett nagyvállalatokat a részvénytőzsi mesterségesen, jórészt a QE által táplált emelkedése segítette, addig az utca emberét a föderális kormányzati kassza által fűtött gyorssegély (családi állapot és jövedelmi viszonyok függvényében akár havi 2000-2400 dollár) próbálta változatlan fogyasztásra ösztönözni, akkor is, ha munkáját elveszítette. A járvánnyal együtt járó drámai output- és munkahelyvesztés nyomán azok a sebek is felszakadtak, melyek a 2008–2009-es „tisztán” pénzügyi válságban keletkeztek. Hirtelen nagy tömegek kerültek anyagi bizonytalanságba, megélhetési „gödörbe”, és azonnali állami/költségvetési segítséget igényeltek. Az amerikai GDP bezuhanása és a további gazdasági kontrakció – a jövedelmek elmaradása miatt – nagyon sokba kerül minden jövedelemtulajdonosnak a jelenben, de még inkább – az adósságnövekedés miatt – a jövőben! A közvetlen fiskális mentőcsomagok mértéke 2020-ban az USA GDP-jének kb. 7%-át tették ki, kb. 1600 milliárd dollárt. A hitelek – garanciákkal együtt – a GDP 10-15%-át, 2000-3000 milliárd dollárt is elértek. A fejlett ipari országokat tömörítő G20 csoportban foganatosított költségvetési stimulusok kb. 11 000 milliárd USD összeget tettek ki. Ez az USA GDP-jének mintegy fele, a kínai éves output 75%-a, tehát hatalmas összegű mesterséges gazdaságélénkítésről beszélünk világgazdasági méretekben is.

A masszív fiskális lépéseken túl a tőkepiaci hangulatjavulást, illetve a gazdasági bezuhanás, esetleges teljes lefagyás elkerülését egyértelműen a hipermonetáris-lazítás eszközének bevetése, a FED és a fejlett országok jegybankjainak értékpapír-vásárlása is magyarázzák. Ez az általánossá vált „laza” jegybanki magatartás a konjunktúra fenntartásának ugyan bizonyosan jót tesz, ugyanakkor nem mindig nyeri el a politika tetszését. Az USA-ban elsősorban a Demokrata Párt vezetése nehezít a masszív jegybanki, a tőke- és pénzpiacokat mentő akciókra.

Az egyidejűleg alkalmazott rendkívüli fiskális és monetáris bőkezűségnek egy napon azonban meg kell majd fizetni az árát. Legalábbis a hagyományos makrogazdasági felfogások szerint a semmiből nem lehet előállítani – realgazdasági értelemben – valamit, nem lehet addicionális GDP-t és munkahelyeket teremteni, a régi álláshelyeket megőrizni, főleg úgy, hogy nincs folyamatos kereslet. Az azonnali pénz- és hitelbővségén kívül a reál üzleti ciklus visszaépüléséhez ugyanis leginkább a háztartások vásárlása, beruházások, a nettó-export stabilitása, de ezek tartós

növekedése is kell. Ez a folyamat – különösen világ gazdasági szinten – rendkívül bonyolulttá vált abban az értelemben, hogy a II. világháború utáni időszakban az aggregát kereslet és kínálat szimultán, egyidejű összeomlása ebben a mértékben eddig még soha nem következett be. Így, miután a keresleti összeomlás különleges eredetű, az újjáépítésnek is túl kell lépnie az 1930-as évek New Dealjéhez kapcsolódó fogalom értelmezésén. De átalakult az állam szerepeit illető gondolkodás is: a járványügyi készültség és az azonnali elköltethető jövedelmet nyújtó állami segítség indokoltága nem kérdőjelezhető meg. Elméleti síkon – bár nem új a kérdés – az elemzése is nehezebbé vált: vajon a jövőben mégis ki fog leginkább fizetni a jelenben felvállalt monumentálisan extra költségvetési terhekért? Milyen jövőbeni növekedési áldozata lesz vajon a hirtelen meglóduló és újrarahalmazódó államadósságoknak? A probléma megoldása időben ugyan kitolható, de el nem kerülhető, mindenképp elméletileg is megalapozott választ követel a valós társadalmi költségek számbavétele.

Hasznos és értelmes tehermegosztás, hogy számos, a járvány következtében teljesen „befagyott” tevékenységet végző vállalat (például a tengeri üdülési szolgáltatást nyújtó és nyaraló hajókat üzemeltető vállalatok, légitársaságok), melyek előreláthatólag tartósan ebben a tetszalott állapotban maradnak, pénzügyi nehézségeik enyhítésére a friss vállalati kötvénykibocsátás lehetőségével élnek, és a piac él is a kötvényvásárlás lehetőségével. Amerikában a vállalati szektor 650 milliárdnyi USD (a GDP 3%-a) összegű adósságot tudott eladni 6 hét leforgása alatt, mert sok vásárló volt a kötvénypiacon, és azt is tudni lehetett, hogy a FED is vásárol, tehát érdemes a pénz befektetni. Nehezen vitatható tehát, hogy a pénzügyi eszközvásárlásoknak van pozitív hozadéka, hiszen a felszínen tart sok, máskülönben csődbe kényszerülő vállalatot, tehát segíti a reál üzleti ciklus negatív spirálját tovább mélyítő csődök elkerülését. A FED általi folyamatos vásárlás stabilizálja a pénz- és tőkepiacokba vetett bizalmat. Persze ez a bizalmi hatás önmagában nem elegendő. Bizonyos iparágak esetében a kötvényvásárlásnak, az állami mentőövnek valóban szó szerinti jelentése van: megmenteni a céget az alámerüléstől, azonban a segítséget nem állandósíthatja. A nagy hozzáadott értéket termelő, tömegeknek munkát adó, számos más ágazathoz kapcsolódó vállalatokat (repülőgépgyártás, autógyártás, áruházláncok) felszínen kell tartani, a vihar nem fog örökké tartani. A nyomott és fogyasztói bizalomhiányos konjunkturális helyzetben a FED sem tehetett mást, mint enyhített, és még több, egészen laza feltétel melletti kölcsönt kínál mindenkinek, aki beruházni és tartósan venni szeretne valamit, beleértve az értékpapírokat (részvényt, államadósságot és vállalati kötvényt egyaránt). Az amerikai szövetségi államadósság hozama 2020 nyár végén éppen hogy pozitívak, a 30 éves – leghosszabb – lejáratúé valamivel 2% felett járt. De egy magánszemély már 3%-ra eladósodhat jelzálog ellenében, ha házat szeretne venni. Ez már igen vonzó kamatszint, amelyen sokaknak érdemes lehet vásárlást alapozni (30 éves távlatban az évi átlagos infláció ezen szint közelében lehet, amely azzal egyenértékű, hogy szinte ingyen pénzt kap a vásárló). Hiteloldalon nincs tehát korlát. Ez egy egészen új helyzet.

A túl laza monetáris politikák azonban még a világjárvánnyal együttjáró rendkívül nyomott konjunkturális helyzetben is hordoznak veszélyt, mégpedig legalább háromfelét.

Az első kockázat az úgynevezett második fertőzési hullámmal vagy *aftershock*kal érkezne, amikor 2020-ban a GDP a 2. és 3. negyedévben is a mélyben maradt, akár –10%-os szint közelében, melyből egy felfele menetel a tényleges intermedialis – beruházási – javak piacán (tehát nem az értékpapírpiacon) a kereslet normális szintre való visszasegítése igen nehéznek bizonyulhat. Több okból is. A nagyobb tételek (tartós javak, autó, lakásfelszerelés, drága utazás stb.) vásárlásától még nagy tömegek riadnak vissza, a hitelre történő vásárlás is visszafogottabb lesz, az elköltethető jövedelmek nem támaszkodhatnak majd olyan olajozottan működő hitelkihelye-

zésekre és hitelkártyákra, ahogy normál időszakban az az USA-ban megszokott, mivel a nagy munkanélküliségi szintek mellett a jövőbeli tartós jövedelem bizonytalanává vált. Kevesebb lesz az előrehozott hitelalapú vásárlás.

Jelentős kockázatot jelent továbbá, hogy a túl puha feltételek mellett elérhető hitelek esetén jelentősen megnőhet a felelőtlen költés, a csalárd gondolkodás kockázata. A nagy összegű hitellel, tőkeáttétellel bonyolított kockázatos pénzügyi műveletek egy nagyobb szereplő bukása – ahogy 2001-ben az Enron, 2008-ban a Lehman Brothers esetében – az egész pénzügyi rendszerbe vetett bizalmat rendítheti meg.

A kevésbé hangoztatott kockázat politikai természetű, melynek háttérében természetesen a pénz, de főleg a teherviselés kérdése áll. Nem látszik még a végkifejlet, tehát hogy a válságkezelés következtében milyen arányban sérülnek a nagyvállalatok (*Big Businesses*), illetve a kis vállalkozók és a bérből élők, háztartások milliói (*Main Street*). Legfőképp pedig: végül milyen is lesz a válságkezelés fiskális árát cipelő alanyok jövőbeni adóteher-megosztása, ki fogja leginkább kifizetni a megnövekedett állami pénzosztás késleltetett, de előbb-utóbb beérkező számláit? A válságkezelés komoly és tartós áldozatvállalást, jövedelemről való lemondást is jelent szinte minden adózó részéről. A kérdés csak az, hogy mely adózó rétegek és milyen új típusú adókkal fogják kifizetni a válságkezelés számláit. A válasz politikai természetű, a 2020-as őszi amerikai elnökválasztási kampánynak – többek között – ez lett az egyik fő témája (például az, hogy a Trump-kormányzat által csökkentett társasági adó vajon visszaalakulhat-e, vagy más adófajták születnek a szövetségi kincstár megnövekedett bevételi igényeinek kielégítésére).

12.7. A GDP-előrejelzés különös nehézsége – eltérő sérülékenység

A Nemzetközi Valutaalap (IMF) 2020. április 14-i jelentésében már azt prognosztizálta, hogy a világgazdaság a II. világháború óta a legsúlyosabb gazdasági visszaesés elé néz.²⁵ A júliusban kijött hivatalos becslésben pedig még tovább rontotta a kilátásokat az év egészére vonatkozóan.

A koronavírus-járvány globális kiterjedése és súlyossága megnövelte az elhúzódó világgazdasági recessziós forgatókönyvek valószínűségét. A 2020 végére kialakuló helyzetben a konjunktúra feltámasztásának tankönyvi tételei is némi módosulásra szorulnak, amennyiben a reál üzleti ciklus átlagosan várható hosszát és az elmozdulásokat befolyásoló tényezőket is újra kell gondolni az egyidejűleg jelentkező kettős sokk és a vírusfélelem okozta helyzetben. Most ugyanis egy időben keletkezett egy drasztikus kínálati-keresleti oldali sokk. A GDP kétszámjegyű zsugorodása, az azonnali output- és jövedelemvesztés már olyan értékű, amelyből a gyors kilábalás eszközrendszere nem érthető el a hagyományos makroökonómiai keretekben. Az ismert és elfogadott modellekben a legfontosabb szereplők várakozásai mind a kínálati, mind a keresleti oldalon a megszokottnál sokkal erősebben bizonytalanodtak el, az időtávok és a várható plusz alkalmazkodási költségek tekintetében pedig gyakran összezavarodtak.

A 2020-as év harmadik negyedében a válság a II. világháború utáni időszakot tekintve a legsúlyosabb gazdasági áldozatokat követelte az OECD-országok egészét illetően, de az áldozatok és a sérülékenység mértéke markánsan különböző lett. Sok ország viszonylag válságtűrőnek bizonyultak, míg mások jóval sérülékenyebbnek mutatkoztak. Az elmúlt évtized tapasztalata alapján állítható, hogy az iparilag fejlett világban a tartósan felfelé ívelő, prosperáló időszakokban,

²⁵ IMF 2020.

a gazdasági növekedés mértékét inkább egy egymáshoz való közeledés, konvergencia jellemezte. A recessziós időkben éppen ellenkező azonban a helyzet, szétvált a mezőny, és jelentős különbségek alakultak ki. Az, hogy egy-egy ország mennyire sínyle meg a járvány alatt és után a recessziót, több tényezőtől is függhet. Azon tényezők, a teljesség igénye nélkül, melyek tehát szétszórják a mezőnyt súlyosan sérülékeny és legkevésbé sérülékeny besorolás között, a következők:

- az országok GDP-jének a járvány idején azonosítható szektorális szerkezete;
- a kritikus ágazatok vállalati szektorösszetétele, külső és belső kereslete, a bajba jutottak mérete (forgalma);
- a fiskális stimulusok kellő mértéke és pontos célzottsága, így főleg a lakossági fogyasztás területén a keresletélénkítés eredményessége;
- a munkapiacokat segítő intézkedések pénzügyi ereje és időtartama.

Vizsgáljuk meg az első tényezőt, a GDP szektorális szerkezetét. A járvány miatti üzemi és beruházási leállások (*lockdown*) leginkább azokat az országokat sújtották, ahol a munkaintenzív szektoroknak a kibocsájtáson belüli aránya viszonylag eleve magas volt, legyen szó építő- és feldolgozóipari üzemekről vagy éppen szolgáltató iparokról. Utóbbi ágazatban például a turizmus és a vendéglátás kiemelkedően sérülékenynek számít, hiszen ezelben a „bezárkózás” válságghatása kiemelkedően súlyos volt. Közép-Kelet-Európában az előbb említett munkaintenzív szektorok, Dél-Európában például a szolgáltató szektor (turizmus) hosszantartó kényszerszünete majdnem összeomláshoz vezetett, a dél-európai régiókban közel minden nyolcadik nem pénzügyi szolgáltató álláshely ilyen volt. Összehasonlításként: egy olyan fejlett országban, mint Kanada, ahol a kitermelő iparok (bányászat, energia) nagy súlyt képviselnek az outputban, ott jóval enyhébb válságtünetek jelentkeztek, legalábbis a munkapiacra biztosan.

Az is megállapítható, hogy a szó legszorosabb értelmében világjárvánnyá duzzadó Covid–19-pandémia idején, lényegében a 2020-as év első felében, egészen bizonyosan, a gazdaság jövőbeli növekedéséről kialakított, és egyébként számszerűn is jól modellezhető gondolkodás, velük pedig a számítógépes modellezési rutinok – kis túlzással – csődöt mondtak: mind az aggregált kínálati, mind az összkeresleti oldalon (és persze az állam jövedelmeit és kiosztott transzfereit illetően is) a legfőbb bemenő paraméterek nagyon furcsán viselkedtek. De a termelő és a szolgáltató iparokban is „tervezhetetlenné” váltak az aktivitási és a várható outputszintek. A múltbéli idősorok indikációja gyakran tévesnek bizonyult, hiszen az csak „normál időket” idézett, azok korábbi mozgó átlagait mutatta. A járványidőszak tehát maga volt az abnormalitás.

A gazdasági növekedés mértékének a járványidőszakban kialakult előrejelzési nehézségeit illusztrálja az alábbi, 12.1. táblázat, amely az IMF saját adatbázisa alapján készített prognózisait mutatja. Ezeket az IMF minden évben a hivatalos *Világgazdasági kilátások* (*World Economic Outlook*, WEO) címet viselő kiadványban adja közre. A táblában megjelenő adatsorok közül leginkább azok az igazán érdekesek, amelyek a 2020. áprilisi előrejelzés júniusi felülvizsgálatát és korrekcióját mutatják. Valójában az eredeti (áprilisi) és a korrigált előrejelzések közötti, néha hatalmas különbséget érdemes igazán közelebbről is szemügyre venni. A táblázat utolsó oszlopa az eltérés, a „tévedés” mértékét mutatja az eredeti becslés százalékban kifejezve.

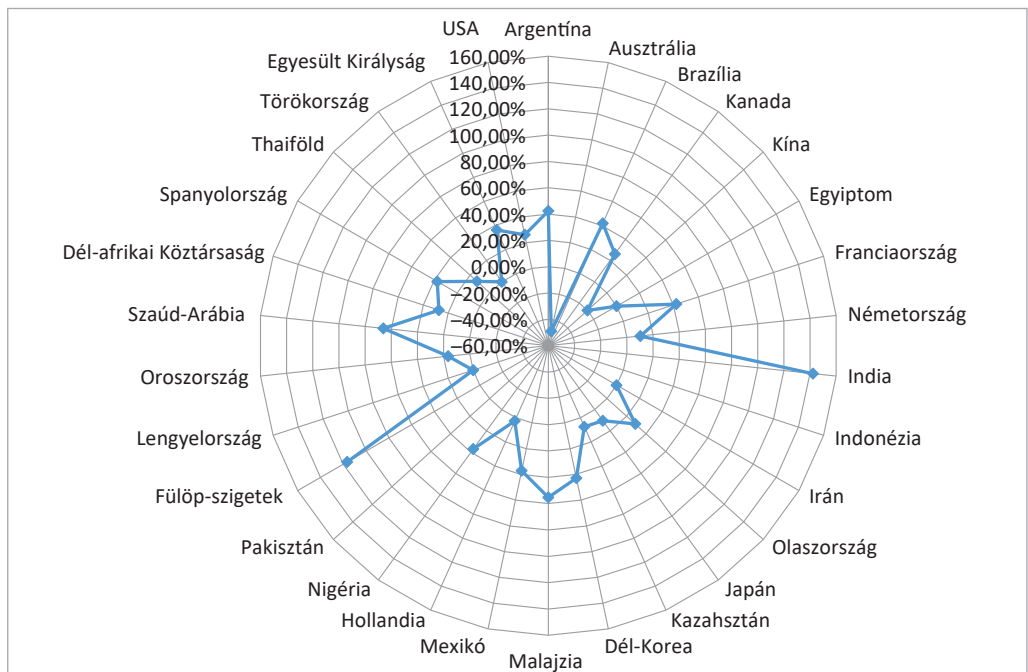
12.1. táblázat: A GDP előrejelzése a kritikus 2020–2021-es időszakra, a tévedés mértéke a negyedéves revízió után

	Előrejelzés				Az áprilisi WEO-előrejelzéstől való eltérés		Az eltérés (tévedés) mértéke %-ban
	2018	2019	2020	2021	2020	2021	A 2020-as becslés revíziója, a tévedés mértéke az első adat %-ában
Argentína	–2,5	–2,2	–9,9	3,9	–4,2	–0,5	42,42
Ausztrália	2,8	1,8	–4,5	4,0	2,2	–2,1	–48,89
Brazília	1,3	1,1	–9,1	3,6	–3,8	0,7	41,76
Kanada	2,0	1,7	–8,4	4,9	–2,2	0,7	26,19
Kína	6,7	6,1	1,0	8,2	–0,2	–1,0	–20,00
Egyiptom	5,3	5,6	2,0	2,0	0,0	–0,8	0,00
Franciaország	1,8	1,5	–12,5	7,3	–5,3	2,8	42,40
Németország	1,5	0,6	–7,8	5,4	–0,8	0,2	10,26
India	6,1	4,2	–4,5	6,0	–6,4	–1,4	142,22
Indonézia	5,2	5,0	–0,3	6,1	–0,8	–2,1	266,67
Irán	–5,4	–7,6	–6,0	3,1	0,0	0,0	0,00
Olaszország	0,8	0,3	–12,8	6,3	–3,7	1,5	28,91
Japán	0,3	0,7	–5,8	2,4	–0,6	–0,6	10,34
Kazahsztán	4,1	4,5	–2,7	3,0	–0,2	–1,1	7,41
Dél-Korea	2,9	2,0	–2,1	3,0	–0,9	–0,4	42,86
Malajzia	4,7	4,3	–3,8	6,3	–2,1	–2,7	55,26
Mexikó	2,2	–0,3	–10,5	3,3	–3,9	0,3	37,14
Hollandia	2,6	1,8	–7,7	5,0	–0,2	2,0	2,60
Nigéria	1,9	2,2	–5,4	2,6	–2,0	0,2	37,04
Pakisztán	5,5	1,9	–0,4	1,0	1,1	–1,0	275,00
Fülöp-szigetek	6,3	6,0	–3,6	6,8	–4,2	–0,8	116,67
Lengyelország	5,3	4,1	–4,6	4,2	0,0	0,0	0,00
Oroszország	2,5	1,3	–6,6	4,1	–1,1	0,6	16,67
Szaúd-Arábia	2,4	0,3	–6,8	3,1	–4,5	0,2	66,18
Dél-Afrika	0,8	0,2	–8,0	3,5	–2,2	–0,5	27,50
Spanyolország	2,4	2,0	–12,8	6,3	–4,8	2,0	37,50
Thaiföld	4,2	2,4	–7,7	5,0	–1,0	–1,1	12,99
Törökország	2,8	0,9	–5,0	5,0	0,0	0,0	0,00
Egyesült Királyság	1,3	1,4	–10,2	6,3	–3,7	2,3	36,27
USA	2,9	2,3	–8,0	4,5	–2,1	–0,2	26,25
A tévedések szórása							80,16

Megjegyzés: A táblában szereplő országok 2019-ben a világ GDP-jének 83%-át adták. Az adatok teljes költségvetési évekre vonatkoznak minden ország esetében. Pakisztán és Indonézia (a két szélsőséges eset, *outliner*) nélkül a szórás csak 37%, amely azonban még így is igen jelentős, Nagy-Britannia-méretű becslési tévedést jelentett. *Forrás:* IMF, World Economic Outlook adatbázis, 2020. júniusi korrekció (update) alapján a szerző szerkesztése és számítása

Az 12.1. táblázat jól mutatja a GDP-előrejelzés különleges nehézségeit egy drámai válság-környezetben: az IMF WEO-jelentésében az áprilisi és a júniusi adatok különbségét, a tévedés mértékét a táblázat utolsó oszlopa mutatja az első adat %-ában. Az adatok a -48% -tól (Ausztrália) a $+266\%$ -ig (Indonézia) szóródnak, és a negatív előjele azt mutatja, hogy az előrejelzett változás iránya is megváltozott. Az igen nagy eltérések oka néhány ország esetében a nagyon alacsony értékű (1-1% közeli) első becslés, vagy – például India esetében – egészen kiugró mellélövés volt ($-4,4\% = > -6,4\% = 142,2\%$). Inkább csak azok az országok lehetnek érdekesek, ahol az adat-szolgáltatás első iránya nagy világgazdasági szereplőként vannak nyilvántartva, így például az USA (26,%), Kanada (26,2%), Franciaország (42,4%), Németország (10,2%), Spanyolország (37,5%) és Olaszország (16,6%). A GDP-becslési tévedés mértéke ezekben a kulcsországokban is 10-43% között szóródik, jól mutatva a becslési nehézséget. Kína (-20%) a nagyon alacsony 1% induló szint miatt nehezen értékelhető, a teljes évre nem is adtak ki hivatalos becslést a kínai statisztikai hatóságok. Van persze pozitív példa is. Hollandia esetében 2,6%-os a hiba, és teljesen elfogadható a mérték. Ezek az adatok talán jól bizonyítják, hogy a járvány elhúzódásával, a „lockdown”-intézkedések sokaságával a GDP-előrejelzések is nagyban ellehetetlenültek.

Tekintetbe véve, hogy a fenti WEO-statisztikában szereplő országok a világgazdaság GDP-jének 83%-át adták 2019-ben, az output-előrejelzési nehézségek, már önmagában a dupla sokk hatásainak statisztikai becslése is, általánosnak mondhatóak. Visszatekintve, a növekedési tényadatokat újra megnézve, feltehetőleg pontosabb és jobb magyarázatokat kapunk majd mind a visszaesés természetéről, ágazati jellemzőiről, mind a felépülés időigényéről. De erre még várnunk kell.



12.2. ábra: A becsült GDP-előrejelzés tévedése %-ban a WEO 2020. áprilisi, negyedéves alapon számított éves adathoz képest

Forrás: IMF, World Economic Outlook, 2020. júniusi korrekció (update) alapján a szerző szerkesztése

A GDP-statisztikákból is látni lehetett, hogy az egyes országok sérülékenysége, válságállósága (ha tetszik, egy divatos kifejezéssel: rezilienciája) eltérő volt. Ezt erősíti meg Dingel és Neiman sokat hivatkozott tanulmánya, amelyben a szerzők egy úgynevezett sérülékenységi rangsort állítottak fel (az egyes országokhoz rangszámokat rendeltek), amelyben öt, a járványhelyzetben különleges fontosságú szempontot használtak fel (lásd 12.2. táblázat).²⁶ Megnézték az otthonról nem végezhető állások arányát az összmunkahelyek százalékában; a kiskereskedelem, a szállítás és a vendéglátás súlyát a GDP-ben, százalékban; valamint a közvetlenül és azonnal elkölthető fiskális stimulus részarányát a GDP-ben százalékban. E mutatók átlagolása alapján alakították ki a rangsort, amely igen jól jellemezte a válságállóságot és a sérülékenységet.

A sérülékenységi rangsor tetején Görögország állt. A leginkább válságálló gazdaságnak pedig az USA bizonyult. A rangsorolás módszerét lehet ugyan vitatni, mert közel sem teljesen tudja megragadni a GDP-zuhanás és a munkapiaci feszültségek minden változatát, ugyanakkor azonban jól jellemzi a home office, az otthoni munkavégzés erejét s persze kiváltságosságát is. Tehát azt, hogy ahol magas volt például a feldolgozóipar súlya a GDP-ben, ott nagyobb output-károk keletkeztek, a termelés folyamatosságát nehéz – vagy éppen lehetetlen – volt fenntartani.

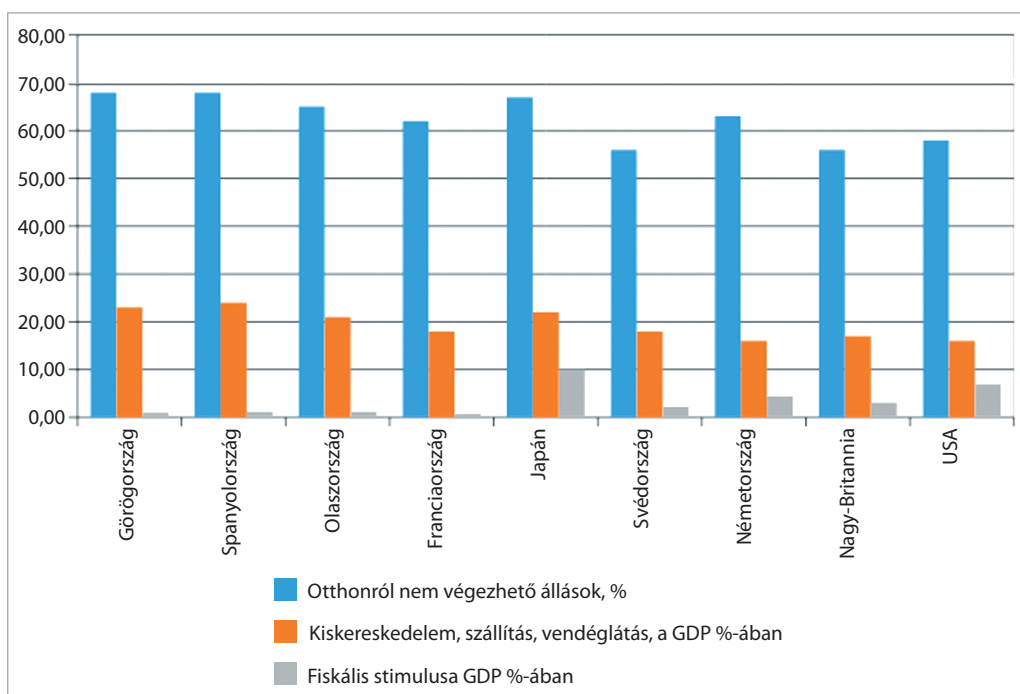
12.2. táblázat: Eltérő válságálló képesség és sérülékenység néhány országban

Sérülékenységi mutató: rangszám, 1 = nagyon sérülékeny; 33 = legkevésbé sérülékeny	Országok	Otthonról nem végezhető állá- sok, %	Kiskereskede- lem, szállítás, vendéglátás, a GDP %-ában	Direkt, azonnal elkölthető fiskális stimulus a GDP %-ában
1,00	Görögország	68,00	23,00	1,00
3,00	Spanyolország	68,00	24,00	1,20
5,00	Olaszország	65,00	21,00	1,20
15,00	Franciaország	62,00	18,00	0,70
23,00	Japán	67,00	22,00	10,00
28,00	Svédország	56,00	18,00	2,20
29,00	Németország	63,00	16,00	4,40
31,00	Nagy-Britannia	56,00	17,00	3,10
33,00	USA	58,00	16,00	6,90

Megjegyzés: Az úgynevezett sérülékenységi mérőszámok, pontosabban rangsormutatók kialakítása úgy történt, hogy a szerzők a Covid–19-bezárkózásban az általuk speciális sérülékenységi aspektusnak tekinthető öt komponens számtani átlagát vették. Így: a) a kisvállalkozásoknál foglalkoztatottak arányát; b) az otthonról való dolgozás lehetősége/arányát; c) a kiskereskedelem és szabadidő-vendéglátás szektorok arányát; d) a direkt, azonnal elkölthető fiskális stimulus mértékét; e) a fiskális lépések munkahelyvédelmi orientáltságának mértékét. A rangsormutató tehát egy „kompozitátlagot” fed $(a + b + c + d + e)/5$, amelynek a pontos közgazdasági jelentése, noha bizonytalan, mégis eléggé jól jellemzi a válsággal szembeni ellenálló képességek eltérő mértékét.

Forrás: DINGEL–NEIMAN 2020 alapján a szerző szerkesztése

²⁶ DINGEL–NEIMAN 2020



12.3. ábra: Változó fiskális és munkapiaci hatások a világjárvány idején

Forrás: DINGEL–NEIMAN 2020 alapján a szerző szerkesztése

12.7. Összefoglaló

Ebben a fejezetben áttekintettük a világgazdasági válságok lefolyásának legfőbb jellemzőit és a válságkezelés időben változó, ugyanakkor egyre eredményesebbé váló eszközeit, bemutatva a szakirodalom válságkezeléshez köthető gazdaságfilozófiai és esztörténeti áramlatait. Megállapítottuk, hogy a nagy outputvesztés és a munkanélküliségi szintek felfutása esetén az államnak kitüntetett szerepe van, elsődlegesen a fiskális stimulusok, a GDP-jövedelemáramba mesterségesen táplált állami kifizetésekkel. Azonnal és kellő mértékben ugyanis az állam az az egyedüli szereplő, aki leginkább képes a gazdasági folyamatok összehúzóódásának megállítására, és az ellenkező irányú, expanzív bővülést indukáló lépések megtételére.

Az állam különleges szerepeire már az 1929–33-as válság tanulságait magyarázó makro-ökonómiai gondolkodás felhívta a figyelmet, mindenek előtt John M. Keynes úttörő munkássága nyomán. A gondolat azonban csak az 1970-es években nyert igazán éles helyzetben alkalmazást, a gazdaságpolitikai kormányzatok általi elismerést, amikor igaz, jelentős állami eladósodás árán, de sikerült a világgazdaságban egy hosszú stagnálás (infláció és lassú vagy zero növekedés) után újraéleszteni a gazdasági növekedést.

A válságkezelés elvei, noha letisztultak és egyértelművé vált, hogy fiskális és a monetáris lépéseknek egymást segítve, azonos irányba kell a gazdaság szereplőire hatniuk. Az elsődleges ösztönzési irány a háztartások esetében és a vállalati szektort illetően az, hogy több költsérs, fogyasztásra (növelésre) ösztökélje. A magánfogyasztó esetében a többletköltséssel jövedelmet

termel másoknak (minden magánköltés valaki másnak jövedelmet jelent). Ugyanígy a vállalati szektor beruházásnövelésére ösztönzés (I növelése), a beruházás költségei másoknál jövedelmet fog keletkeztetni.

A pénz- és tőkepiacok szerepének növekedésével, valamint a pénzügyi globalizáció felerősödésével már egészen új típusú válsághelyrehozási problémák is keletkeztek. Ezek közül is a legfontosabb, hogy az úgynevezett mennyiségi könnyítések (QE, *quantitative easing*), a jegybank részéről friss pénz pumpálása a bankrendszerbe és a tőkepiacokba, nem hozta meg az üzleti ciklus feltámasztásában azt az eredményt, amit tőle vártak. Némileg leegyszerűsítve: önmagában az a körülmény, hogy a friss pénz rendelkezésre áll, és az értékpapírpiacokon gyakran mint kereslet jelenik meg, nem tudja a reálgazdaságot (termelést-szolgáltatást, munkapiacokat) élénkíteni. A pénz ugyan elköltődik, de a GDP-ben és a munkanélküliségi adatokban nem látszik hatása. További bonyodalmat jelent, hogy az olcsó pénz és a „laza” monetáris politika olyan eladósodást is elindíthat, amely már nem kívánatos. A túlfutott (túlfutótt) hitelezés volt például az egyik válságkiváltó tényező a 2008–2009-es jelzálogválság idején, amikor valóban a pénz- és tőkepiacok „zabolátlan” és nem kellően szabályozott működése volt a válság legfőbb okozója. Az állam (valójában az adófizetők) ekkor is mozgósítva lett a nagyobb bajt, a pénzügyi összeomlást elkerülendő, és mint gyorsHITELEZŐ, illetve ideiglenes tulajdonos jelent meg a bajban lévő bankoknál, és így stabilizált. A válság elmúltával visszahúzódott, legalábbis az USA-ban.

A 2008–2009-es válság leginkább pénzügyi természetű volt, és a kezelése is jobbra monetáris eszközöket igényelt. A 2008–2009-es válság óta kialakult, a 2020-as évben bekövetkezett drámai globális válságfolyamatok nyomán egyértelműen megerősödött az az igény, hogy a legnagyobb fejlett gazdaságok együttesen és lehetőleg egyidőben alkalmazzanak „szinronizált globális stimulust” a recessziós folyamatok megállítására, lehetőség szerinti visszafordítására. Ez az együttes cselekvések igénye már új fejlemény a makroökonómiában, és a szakirodalomban is megalapozottnak tekinthető.

A makroökonómia és a gazdaságpolitikai felfogások szemszögéből tekintve, mindenképp pozitív fejleményként, a korábban már feltárt tételek némi elismeréseként is lehet értékelni azt az általános válságkezelési gyakorlatot, amelyik az úgynevezett diszkrecionális fiskális politikák erejét és létjogosultságát újra igazolni látja a válság sújtotta legfejlettebb országokban.

A sikeres válságkezelési gyakorlatok lényege, hogy megerősítette az anticiklikus beavatkozások létjogosultságát. Ez azt jelenti, hogy összehúzóadás, outputvesztés esetén az államnak költenie kell, lökést adva az elmaradó összkeresletnek, ugyanakkor – és ez a szabály is szigorúan betartandó – a nyugodt, jó időkben, amikor a gazdaság visszatért a normál növekedéshez, az állam pedig a jövedelem(adó)termelési képességéhez, akkor viszont meg kell kezdeni az állami költség visszafogását, a felgyűlt új adósságok leépítését. Az utóbbi a jóval nehezebb művelet, mert a relatív állami-jegybanki pénzhiány után a szavazókkal már nehezebb elfogadtatni a költségvetési megszorítást pusztán a válság fiskális kezelésének helyességére hivatkozva. E megállapításnak különösen erős tudományos megerősítését kínálja a makroökonómia rangos sztárszerzői is.²⁷

A 2008–2009-es világgazdasági válság kezelésének maradandó és a 2020-as globális visszaesés tanulságaként lehet értékelni, hogy a nemzetközi konjunktúraciklusok összefonódása – feltehetőleg – tartós jellemzőjévé vált az outputvesztést enyhítő/megelőző beavatkozásoknak. A kínai gazdaságban 2008–2011 között lezajlott jelentős állami költési-hitelezési stimulus nagymértékben segítette a nemzetközi konjunktúra és világhandela szinonim tartását is.

²⁷ Így például BLINDER 2013; BLANCHARD–SUMMERS 2017; valamint FURMAN 2018.

Összességében a jelenlegi – 2020-as – világgazdasági válságban is, az a korábbi közpénzügyi tétel igazolódott be, hogy a kedvezőbb fiskális állapot (egyensúlyi helyzet) kedvezőbb válság-lefolyást eredményez, és kisebb összehúzóást, outputvesztést garantál.

A 2020-ban világméretűvé szélesedett Covid-19-járvány elleni védekező intézkedéseket és a globális recessziót eredményező kettős sokkhatást már egészen új válságkezelési felfogásban lehetett értelmezni. Most a tipikus visszaesés mérete (kétjegyű), a recesszió hossza (jelenlegi előrejelzés szerint 3-5 negyedév) azt indokolták, hogy különlegesen nagyvonalú, ultralaza fiskális és monetáris kondíciókkal támogassák a fejlett országok gazdaságpolitikai kormányzatai (mind az USA-ban, mind az EU-ban és a Távol-Keleten is) az aktivitást, a munkahelyeket és a jövedelem-vesztő gazdasági környezetet.

Megállapítottuk a fejezetben az is, hogy a járvány okozta válságkörnyezetbe a GDP-előrejelzés igen nehézre vált, sok országban gyakorlatilag csődöt mondott.

Az általános nehézségek ellenére a válsággal szembeni ellenálló képesség vagy reziliencia eltérő mértékű volt a GDP szektorális szerkezete, az otthonról végezhető munkavégzés arányai, továbbá a közvetlen és azonnali fiskális segítségnyújtás mértéke tekintetében, melyek fontos szerepet játszottak abban, hogy mely országok voltak kevésbé vagy nagyon sérülékenyek. A dél-európai országok egyértelműen az utóbbi csoportba tartoztak. A 2020-as drámai évet követően könnyen lehet, hogy a makroökómia tudományának is újra kell értelmeznie néhány korábbi alaptételét, például a pénzpiacok, az output, a munkapiacok tipikus viselkedését illetően. De új kérdések vetődtek fel a tartós negatív reálkamat-környezet, a várható megtakarítások és az állam eladósodásának értelmezésében is. Lesz tehát bőven feladata a jövő kutatóinak, és persze a makroökonomiával foglalkozó diákseregnek is.

Kulcsszavak: világgazdasági válság; pénzpiacok; üzleti ciklusok és gazdaságpolitikák; makroprudenciális kockázatok; diszkrecionális fiskális politikák; mennyiségi könnyítések, QE; egyidejű, globális stimulus; a nyitott gazdaság sérülékenysége és ellenálló képessége, rezilienciája a GDP szektorális összetétele alapján.

Ellenőrző kérdések:

1. A végső hitelezői pozíció mit jelent és hogyan teremt válság hatásokat tompító gazdaságpolitikai mozgásteret?
2. Melyek voltak a gazdaságpolitikai kulcsmozzanatok a 2010-es években, amelyek visszatertelték a válságból a felívelő konjunktúra felé az amerikai és a világgazdaságot, valamint helyreállították a bizalmat?
3. Milyen közgazdasági elvek, tételek dőltek meg a 2008-as globális pénzügyi válság utáni évtizedben?
4. Hogyan tért vissza a keynesi gazdaságpolitikai megközelítés a 2010-es években?
5. Milyen gazdaságpolitikai stratégia, döntés, lépés lehet maga is a válságok kockázatát és intenzitását növelő tényező?

Problémamegoldás:

1. Hogyan ítéli meg az IMF a 2020-as válságkezelést? Az IMF blog-oldalán nem hivatalos álláspontjaként komoly szakértők elemzéseit teszi közzé (<https://blogs.imf.org/>). Válasszon az elemzések közül egyet, és vesse össze a 14. fejezetben a 2020-as válság kezelésével kapcsolatban olvasottakkal. Milyen azonosságokat és különbségeket talál?

2. Milyen okok magyarázhatják – főleg az adatszolgáltatással összefüggésben – az igen nagy becslési hibákat a feltörekvő országokban (emerging markets) vagy Kínában, Indiában? Találjon idevágó témában újságcikket az üzleti világ vezető orgánumaiban (*Financial Times*, *Wall Street Journal* vagy a *Bloomberg* adatszolgáltató oldalain), és kommentálja fél vagy maximum egy oldalon!
3. Melyek azok a tényezők, amelyeket az alább felsorolt, úgynevezett sérülékenységi (váltságellenálló-képességi) mutatókon (exportszerkezet, GDP-szerkezet, állás-/munkahelyi szerkezet) kívül még figyelembe vehetnek, mint fontos, egyes országok esetében akár kritikus tényezőt? (Gondoljunk például a monokultúrás termelési struktúrákkal, illetve agrárexportból élő fejlődő országok esetére.) Találjon erre vonatkozóan újságcikket, és értékelje fél vagy maximum egy oldalon!
4. Milyen feltételeknek kell kialakulnia ahhoz, hogy az otthoni munkavégzés (home office) tömegessé és hatékonyá is váljon egyes szektorokban vagy a gazdaság egész spektrumában? Találjon erre vonatkozó újságcikket az angol nyelvű üzleti sajtóból, és értékelje fél vagy maximum egy oldalban!
5. Hogyan érinti a végső hitelezői pozícióból fakadó lehetőségeket, ha egy ország nemzetközi valutaövezethez csatlakozik, például az euró bevezetésével vagy dollarizáción keresztül?
6. Mi a szerepe a bizalomnak a gazdaságpolitika válságkezelési hatékonyságában?
7. Vajon a 2020-as évek polikrízise hogyan alakítja/alakította át a 2010-ben újra teret nyert keynesi gazdaságpolitikai szemléletet?

Irodalomjegyzék

- BALDWIN, Richard – WEDER DI MAURO, Beatrice szerk. (2020a): *Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes*. London: CEPR Press. Online: <https://cepr.org/publications/books-and-reports/mitigating-covid-economic-crisis-act-fast-and-do-whatever-it-takes>
- BALDWIN, Richard – WEDER DI MAURO, Beatrice szerk. (2020b): *Economics in the Time of COVID-19*. London: CEPR Press. Online: <https://cepr.org/publications/books-and-reports/economics-time-covid-19>
- BERNANKE, Ben S. (2017): *Volt merszünk cselekedni – Emlékirat egy válságról és utóéletéről*. Budapest: Napvilág.
- BLANCHARD, Olivier – SUMMERS, Lawrence (2017): *Rethinking Stabilization Policy. Back to the Future*. Washington: Peterson Institute for International Economics.
- BLANCHARD, Olivier (2020): Italy, the ECB, and the Need to Avoid Another Euro Crisis. In BALDWIN, Richard – WEDER DI MAURO, Beatrice (szerk.): *Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes*. London: CEPR Press, 49–50.
- BLINDER, Alan S. (2013): *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead*. New York: The Penguin Press.
- BOD Péter Ákos (2018): Európai növekedési modell(ek), szuverenitás és pénzfolyamatok. In HALM Tamás – HURTA Hilda – KOLLER Boglárka (szerk.): *Gazdasági, politikai és társadalmi kihívások a 21. században*. Budapest: Dialóg Campus.
- CARTER, Zachary D. (2020): *The Price of Peace. Money, Democracy, and the Life of John Maynard Keynes*. New York: Random House.
- CSABA László (2018): Illiberális kapitalizmus? In HALM Tamás – HURTA Hilda – KOLLER Boglárka (szerk.): *Gazdasági, politikai és társadalmi kihívások a 21. században*. Budapest: Dialóg Campus.
- DINGEL, Jonathan – NEIMAN, Brent (2020): How Many Jobs Can Be Done at Home? *Cepr.org*, 2020. április 7. Online: <https://cepr.org/voxeu/columns/how-many-jobs-can-be-done-home>
- FARKAS Beáta (2018): Európai kapitalizmusmodellek a 2008-as válságban. In HALM Tamás – HURTA Hilda – KOLLER Boglárka (szerk.): *Gazdasági, politikai és társadalmi kihívások a 21. században*. Budapest: Dialóg Campus.
- FURMAN, Jason (2018): *The Fiscal Response to the Great Recession: Steps Taken, Paths Rejected, and Lessons for Next Time*. Online: www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/08/12-Fiscal-Policy-Prelim-Disc-Draft-2018.09.11.pdf
- IMF (2015): *Crisis Program Review*. Washington: International Monetary Fund, Strategy, Policy and Review Department.
- IMF (2020): *The Great Lockdown. WEO Reports vagy Global Financial Stability Report: Markets in the Time of COVID-19*. Online: www.imf.org/~media/Files/Publications/WEO/2020/April/English/text.ashx?la=en
- JACOBS, Michael – MAZZUCATO, Mariana szerk. (2018): *A kapitalizmus újratervézése*. Budapest: Kossuth.
- KELTON, Stephanie (2018): A megszorítások kudarca – a fiskális politika újragondolása. In JACOBS, Michael – MAZZUCATO, Mariana (szerk.): *A kapitalizmus újratervézése*. Budapest: Kossuth, 53–82.
- KEYNES, John M. (1932): Economic Possibilities for our Grandchildren. In KEYNES, John M. (szerk.): *Essays in Persuasion*, 358–373. Online: https://doi.org/10.1007/978-1-349-59072-8_25
- KEYNES, John M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Cambridge: Cambridge University Press.

- KOLLARIK András – SZALAI Zoltán (2017): A 2008–2009-es válság és az új nemzetközi gazdasági környezet. In LEHMANN Kristóf – PALOTAI Dániel – VIRÁG Barnabás (szerk.): *A magyar út – Célzott jegybanki politika*. Budapest: Magyar Nemzeti Bank, 25–104.
- KOVACS, Levente – PASZTOR, Szabolcs (2021): How to Breathe a New Life Into The Global Mortgage Market? – An Alternative Solution. *Journal of International Studies*, 14(2), 181–193. Online: <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2021/14-2/12>
- KRUEGER, Anne O. (2018): Trump's Anti-Service Economy. *Project-Syndicate.org*, 2018. december. Online: www.project-syndicate.org/commentary/trump-protectionism-harms-sunrise-industries-by-anne-krueger-2018-12
- KUTASI Gábor (2015): Banking Contagion under Different Exchange Rate Regimes in CEE. *Society and Economy*, 37(1), 109–127.
- KUTASI Gábor – REZESSY Gergely – SZIJÁRTÓ Norbert (2014): Az USA-EU kereskedelmi tárgyalások várható hatása a magyar növekedésre. *Külgazdaság*, 58(7–8), 58–85.
- MAGAS István (2016): Megszorítók és keynesianusok. A válságkezelés tanulságai az OECD-ben, 2008–2015. *Külgazdaság*, 60(11–12), 3–24. Online: <https://kulgazdasag.eu/cikk/2016/megszoritok-es-keynesianusok-12>
- MAGAS István (2019): Tíz évvel a világgazdasági válság után. Retrospektív elemzés. *Pénzügyi Szemle*, 64(1), 94–110. Online: www.penzugyiszemle.hu/tanulmanyok-eloadasok/tiz-evvel-a-vilaggazdasagi-valsag-utan
- MANN, Catherine L. (2020): Real and Financial Lenses to Assess the Economic Consequences of COVID-19. In BALDWIN, Richard – WEDER DI MAURO, Beatrice (szerk.): *Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes*. London: CEPR Press, 81–85.
- MELLÁR Tamás (2015): *Szemben az árral. Rendhagyó közgazdasági előadások*. Budapest: Akadémiai.
- PUGEL, Thomas A. (2015): *International Economics*. New York: McGraw-Hill Education, 3–8.
- SKIDESKY, Robert (2005): *John Maynard Keynes 1883–1946. Economist, Philosopher, Statesman*. New York: Penguin Group.
- STIGLITZ, Joseph E. (2018): Where Modern Macroeconomics Went Wrong. *Oxford Review of Economic Policy*, 34(1–2), 70–106. Online: <https://academic.oup.com/oxrep/article/34/1-2/70/4781816> és <https://doi.org/10.1093/oxrep/grx057>
- SUMMERS, Lawrence H. (2016): The Age of Secular Stagnation: What It Is and What to Do about It. *LarrySummers.com* és *ForeignAffairs.com*, 2016. február. Online: <http://larrysummers.com/2016/02/17/the-age-of-secular-stagnation/> és www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2016-02-15/age-secular-stagnation
- TOOZE, Adam (2018): *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*. New York: Viking Random House.
- TÖRÖK Ádám – KONKA Borbála (2018): Episode or Hysteresis? Some Theoretical and Policy Lessons from the Crisis of 2008. *Acta Oeconomica*, 68(S2), 45–70. Online: <https://doi.org/10.1556/032.2018.68.S2.3>
- WRAY, Randall L. – NERSISYAN, Yeva (2018): A pénz értelmezése és a gazdaságpolitika. In JACOBS, Michael – MAZZUCATO, Mariana (szerk.): *A kapitalizmus újratervezése*. Budapest: Kossuth, 83–114.