

MAGAS ISTVÁN

KONJUNKTÚRAINAGADOZÁSOK AZ EGYESÜLT ÁLLAMOKBAN 1970–2010 – ÉRTELMEZÉSI NEHÉZSÉGEK

Lehet-e beszélni a 2011-ig felgyülemlett empirikus tapasztalatok tükrében egy egységes válságfolyásról, amely a fejlett ipari országok egészére általában jellemző, és a meghatározó országok esetében is megragadható? Megállapíthatók-e olyan univerzális változások a kibocsátás, a munkapiacok, a fogyasztás, valamint a beruházás tekintetében, amelyek jól illeszkednek a korábbi tapasztalatokhoz, nem kevésbé az ismert makromodellek predikcióihoz? A válasz – legalábbis jelen sorok írásakor – nemleges: sem a válság lefolyásának jellegzetességeiben és a makrogazdasági teljesítmények romlásának ütemében, sem a visszacsúszás mértékében és időbeli kiterjedésében sincsenek jól azonosítható közös jegyek, olyanok, amelyek a meglévő elméleti keretekbe jól beilleszthetők. A tanulmány áttekinti a válsággal és a makrogazdasági sokkokkal foglalkozó empirikus irodalom – a pénzügyi globalizáció értelmezései nyomán – relevánsnak tartott munkáit. Ezt követően egy 60 év távlatát átfigyelt vizsgálóban próbáljuk megítélni a recessziós időszakokban az amerikai gazdaság teljesítményét azzal a célkitűzéssel, hogy az elmúlt válság súlyosságának megítélése kellően objektív lehessen, legalább a fontosabb makrováltozók elmozdulásának nagyságrendje tekintetében.

1. BEVEZETŐ

„Ha az elméletek között egyáltalában küzdelem lett volna, ezt a bokszmeccset döntő fölény miatt 2008 decemberében leállították volna”¹

A tanulmány az absztraktban definiált kérdés megválaszolása érdekében először áttekinti a válsággal és makrogazdasági sokkokkal foglalkozó empirikus irodalom egy részét, pontosabban a pénzügyi globalizáció értelmezései nyomán relevánsnak tartott munkákat. A reálgazdasági ciklusok elmélete és a neoklasszikus felfogás álláspontját alapul véve mutatunk rá néhány jelentős empirikus és értelmezési bonyodalomra, olyanokra, amelyek kapcsán a tényleges adatok értelmezése – a meglévő fogalmi-módszertani eszköz- és modelltárak alapján – komoly nehézségeket okoz. A hét vezető ipari állam kapcsán hivatalos OECD statisztikákra, valamint elismert kutatói műhelyek (pl. a St. Louis Fed kutatói részleg) empirikus tapasztalataira kívánunk támaszkodni akkor, amikor a mértékadó elméletek, modellek és a sta-

A tanulmány a TÁMOP-4.2.1.B-09/1/KMR/2010-0005 azonosítójú, „A nemzetközi gazdasági folyamatok és a hazai üzleti szféra versenyképessége” c. alprojekt keretében készült.

¹ „If it were a fight, they would have stopped it in December of 2008” – Robert Barbera, (Wall Street-i pénzügyi tanácsadó és az Investment Technology Group vezető közgazdásza) írásának címe, amely tanulmány az elmélet és valóság közötti küzdelmet mutatja be. Barbera kritizálja a chicagói iskolát és az újklasszikus elméletet, azon belül is Casey Mulligan téziseit. A vitáról részletesen szól Mellár [2010] is.

tisztikai valóság közötti különbségeket hangsúlyozzuk. Mindenekelőtt a tradicionálisan legnagyobb kutatói figyelmet kiérdemelő és példásan részletes, precíz és hosszú távú statisztikákkal büszkélkedő amerikai gazdaságra vonatkozó adatokra támaszkodunk.

E tanulmánnyal csatlakozni kívánunk azon szerzők táborához, akik a makroökonomiai kutatásokban az új utak keresését támogatják.

Az első rész bemutatja, hogy a pénzügyi integráció a világgazdaság legfejlettebb államaiban a hosszabb és egy viszonylag rövidebb időszakot tekintve egyaránt 2009-ig jelentős pozitív eredményekkel járt. Az elmúlt két és fél évtizedben a legfejlettebb OECD-országokban a konjunkturális ingadozások átlagos mértéke jól kivehetően csökkenő tendenciát mutatott. Hosszabb (négy évtizedes) és rövidebb (tizenöt éves) távlatban a világgazdaság fejlett államaiban általában, de különösen a két vezető országában (az Egyesült Államokban és Németországban) kifejezetten csökkentek a belső piaci üzleti ciklusok kilengései. Ez a csökkenés egyértelműen pozitív fejlemény, bár nem teljesen tisztázott, hogy vajon az output-kilengések csökkenése egyfajta globalizációs hozadéknak köszönhető-e. A 2007–2009-es válság ezt a tendenciát megszakította.

2. OUTPUT-INGADOZÁSOK A FEJLETT IPARI ÁLLAMOKBAN – EGY TÖRTÉNELMI PERSPEKTÍVA (SZAKIRODALMI ÁTTEKINTÉS)

A 2007–2009. évi világgazsági válságot kellőképpen még nem lehet értelmezni a rendelkezésre álló modellek alapján – ugyanakkor a recessziókra ez már nem igaz. Ez a vélemény mára meglehetősen elterjedt a nemzetközi szakirodalomban (Chari–Lawrence –Kehoe [2009, 2008], Mellár [2010], Csaba [2009]). A megbízható előrejelző-képesség kapcsán főleg azok a modellek keltettek csalódást, amelyekbe nem lehet kellő biztonsággal beépíteni a pénzügyi piacok output-hatásait. Így sem a hagyományos reál-üzleti ciklus, sem a neoklasszikus felfogás nem képes előállítani a modernebb pénzpiaci hatásokat is magában foglaló modellosztályokat.

A konjunkturális ingadozások természetének megértése egy fokozottan globalizálódott világgazdaságban még nehezebb. Ennek ellenére a globális pénzügyi integráció „jóléti” mérlegének elkészítésekor az intuitív és az empirikus válasz is inkább az, hogy a pénzügyi piacokon bekövetkezett nemzetköziesedés 2007-ig több hasznot hozott, mint amennyi kárt okozott. A globalizáció kikényszeríti ugyanis, hogy bizonyos növekedést gátló tényezők háttérbe szoruljanak. Ez az állítás akkor is igaz lehet, ha jelenleg a pénzügyi integráció, valamint a belföldi makrováltozók ingadozása és az output növekedése közötti kapcsolat jellege nem megnyugtatóan tisztázott. Nem csekély nehézséggel kell számolniuk azoknak az empirikus tanulmányoknak, amelyek az iparilag fejlett országok outputingadozásainak tompításában, illetve általában a makrovolatilitás moderálásában szerepet játszó állandó globális pénzügyi közvetítési mechanizmusokat igyekeznek azonosítani. Ezt a tényt vallják be példamutató kutatói őszinteséggel a témakörben mértékadónak számító szerzők, mint például *Denizer et al.* [2000], *Kneller és Young* [2001], *Doepke* [2002], *Chari et al.* [2008], valamint *Ohanian* [2010], amikor mindannyian többféle, teljes bizonyossággal nem azonosítható, de a pénzügyi csatornáknak egyszerre működő

mechanizmusok jelenlétéről beszélnek. Ugyanezt, ti. a mérhető pénzügyi globalizációs eredmények bizonytalan jellegét erősíti meg a *2. táblázatban* kivonatszerűen bemutatott, a témában készült fontosabb empirikus tanulmányokat összefoglaló nemzetközi körkép is.

A nyilvánvaló elméleti és gyakorlati nehézségek elismerése mellett a tanulmány az első részben inkább egy leíró statisztikákkal dolgozó, a konjunktúraingadozásokat mindazonáltal jól bemutató történelmi perspektívában igyekszik áttekinteni a pénzügyi globalizáció eredményeit a fejlett ipari országokban. A konjunktúraciklus volatilitása a makromutatók hosszú távú trendtől való eltéréseként definiálható, amelynek mérőszáma a szórás vagy annak négyzete, a variancia. A legfontosabb következtetés, hogy az OECD tagországokban az üzleti ciklus kilengései az elmúlt öt évtizedben enyhén csökkenő tendenciát mutattak. A csökkenés egyik fontos – igaz, hatásmechanizmusában nem teljesen tisztázott – magyarázó tényezője a pénzügyi integráció volt.

A legfejlettebb OECD-tagországokban a konjunkturális ingadozások átlagos mértéke csökkenő tendenciát mutatott – pusztán az elmúlt másfél évtizedet tekintve. Ez a konklúziója több erre vonatkozó empirikus tanulmánynak, mind az országokat, mind pedig a vizsgált időhorizont egészét tekintő metszetben. Régi tapasztalat (és a gyakran hivatkozott empirikus kutatások által is megerősített tény – *1. táblázat*), hogy a beruházási ciklusok ingadozása a mai napig tartós és jelentős, valamint számottevően meghaladja a többi makromutató kilengését. Látni kell ugyanakkor, hogy a beruházási ciklusok pontos magyarázata és előrejelzése ma is komoly gondokat okoz. Ugyanakkor a pénzügyi globalizáció – a hosszabb és rövidebb időszakokat tekintve egyaránt – a fejlett ipari országokban olyan pozitív hatásokkal járt, amelyek összegződő eredményeképpen a makrovolatilitás enyhén ugyan, de csökkent.

A korábbi, jóval hosszabb időszakokat áttekintő empirikus munkák általában – *Basu és Taylor* [1999] felosztását követve – négy jól elkülöníthető periódust vizsgálnak a világgazdaság elmúlt évszázadbéli történetében. Nevezetesen: (1) az aranystandard rendszer időszakát (1870–1914); (2) a két világháború közötti időszakot (1914–1939); (3) a Bretton Woods-i arany-deviza rendszert (1945–1971); valamint (4) az 1971-től induló, napjainkig tartó, lebegő árfolyamokkal és liberalizált tőkepiacokkal jellemzett időszakot, egy „intézményesen” globalizálódó periódust. Ezeket a jól elkülönülő szakaszokat, illetve azok jellemző folyamatait illusztrálja az *1. táblázat* és az *1. ábra*. Az elmúlt százharminc évre és a tizenöt legfejlettebb OECD-országra vonatkozó adatokat ebben a négyes felosztásban mutatjuk be.

Jól kitűnik, hogy a világháborúk közötti éveket erős konjunkturális kilengések jellemezték, legalábbis az aranystandard-rendszer időszakával való összehasonlításban. A Bretton Woods-i időszakban a makrováltozóknak a konjunktúraciklusokat jellemző átlagos volatilitása lényegében visszasüllyedt abba a zónába, amely az aranystandard idején volt tapasztalható. Az *1. ábra* azt is jól szemlélteti, hogy a vizsgált időszakok mindegyikében a beruházások mutatták a legnagyobb ingadozást (az ábrán a szórás a GDP százalékában jelenik meg). Az elmúlt négy évtizedben a beruházások átlagos ingadozásának mértéke a két világháború közötti időszakhoz képest a felénél is kevesebbre mérséklődött, ami elsősorban a fogyasztási és a beruházási szintek jóval kisebb kilengéseinek volt köszönhető. Ennél is örvedetesebb

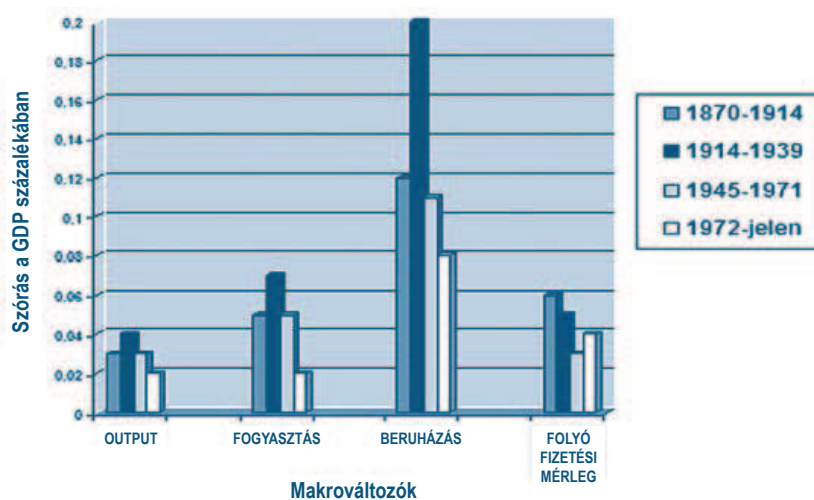
fejlemény, hogy az átlagos ingadozás mértékének közel 50 százalékos csökkenése mindegyik makromutató esetében – tehát a kibocsátás és a fogyasztás szintjében, valamint a folyó fizetési mérlegben egyaránt – bekövetkezett.

A legutóbbi szakaszban pedig, amit a rugalmas árfolyamok és a globalizáció felgyorsulása jellemez, a makromutatók volatilitása még inkább csökkent. A bruttó hazai termék százalékában kifejezve mind az output és a fogyasztás, mind pedig a beruházás és a folyó fizetési mérleg hiányának az ingadozásai csökkentek. Történelmi visszatekintésben tehát ez a stabilitásnövekedés egy jelentős globalizációs eredményként fogható fel.

1. táblázat: Globalizáció és a pénzpiacok jellemzői történelmi perspektívában

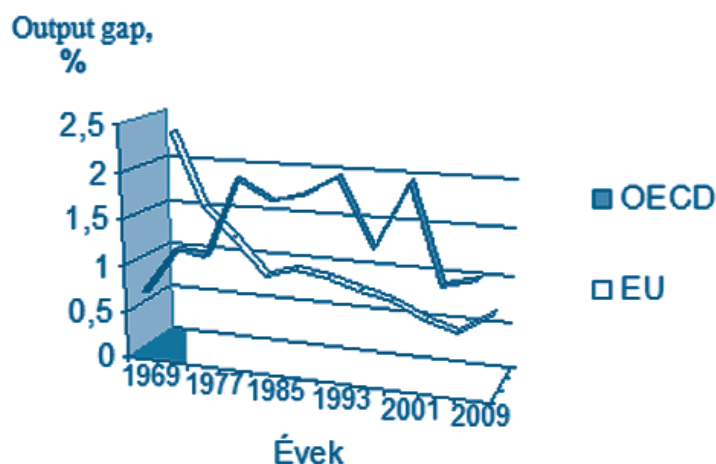
Jellemzők	1870–1914 aranystandard	1914–1939	1945–1971 Bretton Woods	1972–jelen
A kereskedelmi integráció foka	Magas fokú integráció	Dezintegráció	Viszonylag alacsony fokú integráltság	Gyorsan növekvő integráció
A tőkeforgalmi korlátozások mértéke	Viszonylag alacsony	Széles körű korlátozás	Erős korlátozás	Korlátok fokozatos lebontása
Tőkeáramlás mértéke és iránya	FFM-hiányok, jellemzően a GDP 4–5%-át tették ki. A tőkeáramlás főleg a gazdag országokból a szegényekbe irányult. A bruttó és a nettó tőkekihelyezési pozíciók markánsan különböztek.		A tőkeáramlás főleg a gazdag országokból a gazdagokba irányult ("perverz tőkeáramlás"). A bruttó és a nettó tőkekihelyezési pozíciók markánsan különbözöské.	Portfólió beruházások növekvő jelentősége; tőkeáramlás inkább a fejlett országok között. Külföldi adósság és hitelezés közel azonos, a nettó tőkeáramlás csekély.
Árfolyamrendszer típusa	Kötött		Jobbára kötött	Rugalmas
Sokkok forrása	Üzleti ciklus; aranypiacok; gazdaságpolitika; fiskális és monetáris politikák korlátozott szerepe	Hibás makropolitikák (1919–1921)	Emelkedő költségvetési hiányok és növekvő adóssággráta (adósságállomány/GDP)	Olajválságok és világgazdasági költségrobbanás; intenzív tőkeáramlás, a nettó nemzeti megtakarítások tartós világgazdasági pénztúlkínálatot jelentettek.
Pénzügyi integráció és hatékonysági foka	Magas	Alacsony	Alacsony	Fejlett
Makrováltozók → volatilitása Lásd a jelölést az 1. ábrán, ebben a sorrendben	(1. ábra első oszlopa)	(1. ábra második oszlopa)	(1. ábra harmadik oszlopa)	(1. ábra negyedik oszlopa)

Forrás: saját szerkesztés



Forrás: Basu and Taylor (1999), OECD Observer, World Economic Outlook Database

1. ábra: Makrováltozók volatilitása történelmi perspektívában



Forrás: Eurostat, OECD Economic Observer data base

2. ábra: Outputtrés az OECD-ben és az EU-ban, 1969–2009 (ötéves átlagok alapján)

A 2. ábra már két, egyenként jóval nagyobb országcsoporthoz (az OECD és az EU tagállamai) együttes makroteljesítmény-ingadozását szemlélteti az 1969–2009 közötti időszakra nézve. Igaz, ez az ábra már nem mutat teljesen egyértelmű csökkenést, különösen nem az OECD egészét tekintve, ahol az ún. „output gap” szóródásának átlaga a GDP 1,5 százaléka körül volt. Ez még mindig meglehetősen magas ingadozás a kibocsátási teljesítményekben. Az EU tagállamaiban, bár eléggé csekély mértékben, de mégiscsak tartós csökkenés volt megfigyelhető.

A 2. ábra az ún. „output gap” (kibocsátási szakadék), vagyis a tényleges és a potenciális GDP közötti különbséget mutatja a potenciális output százalékában kifejezve. Az 1969–2009 közötti időszakot átfogó statisztika jól mutatja, hogy mind az OECD egésze, mind az európai integráció elmúlt harminc évében enyhén csökkenő tendenciával kellett számolni, amelyben az EU összességében jobb eredményt

ért el, mivel ott átlagosan kisebb volt a szakadék. Ugyanakkor némi óvatosság is indokolt, hiszen az Európai Unió növekedési teljesítménye elmaradt a legjobb OECD-tagokétól, főleg az USA, Ausztrália és Kanada bővülési ütemeitől. Fontos mozzanat, hogy a 2008-as válságban mindkét országcsoportban hirtelen megnőtt a szakadék, a nemzetközi összefonódás nem nyújtott menedéket, sőt, esetenként gyorsította a visszaesést.

2. táblázat: Konjunktúraciklus és pénzügyi globalizáció a fejlett ipari országokban: reprezentatív, empirikus eredmények a szakirodalomban (1994–2010)

Fontosabb empirikus tanulmányok	Alkalmazott módszer	Eredmények
Razin-Rose, (1994)	OLS (hagyományos, legkisebb négyzetek) regresszió, 138 ország, 1950–1988. Független változó: a fogyasztás, a beruházás és az output, valamint ezeknek szezonálisan kiigazított szórása.	Tartós, átmeneti és különleges, egyedi, ún. idioszinkron sokkok közötti különbségtétel. A tőkemérleg és a fizetési mérleg különböző deficitesszakai nincsenek kimutatható hatással a makrovolatilitásra. Magyarázat: nehéz különbséget tenni a közös és az elkülönülő egyedi sokkok között.
Ceccetti-Krause (2001)	OLS regresszió, 23 OECD-ország, 2 időszak, 1982–89 és 1990–97. Változó: a kibocsátás és az infláció változásának súlyozott összege.	A makrovolatilitás csökkenése jórészt az állami bankok privatizációjának és az export-betétbiztosításnak volt köszönhető.
Denizer-Iyigun-Owen (2000)	Kvazi OLS panel, 70 ország, 4 időszak, 1956–1998. Az output, a fogyasztás, a beruházás és a növekedés szórását vizsgálták.	A fejlett pénzpiacokkal bíró országok kisebb output-, beruházás- és fogyasztásingadozást mutattak; a volatilitás a makromutatók tekintetében a jelenhez közeledve egyre kisebb lett.
Easterly-Islam-Stiglitz (2000)	Panel OLS regresszió 60–74 ország között, 2 időszak: 1960–78 és 1970–97. Független változó: a növekedés változása és az egy főre jutó jövedelem szóródása.	A nyitottság, export/GDP, és az M1, a monetáris bázis szórásnövekedése pozitív hatásúak a volatilitásra; a privát szektor hitelállománya (GDP%) negatív hatással volt a szórásnégyzetre. A privát tőke beáramlása nem mutat szignifikáns hatást; a kereskedelmi nyitottság segíti a növekedést; a nagyobb növekedés csökkenti a makrovolatilitást. A bérek rugalmatlansága nem magyarázta a makroingadozást.
Karas-Song (1996)	21 OECD-ország, keresztmetszeti panel-regresszió	A pénzmennyiség volatilitása (monetarista ciklus) a beruházást és a kormánykiadásokat mérsékli. Az üzleti ciklus keynesiánus magyarázata: a teljes tényezőtermékenység (total factor productivity, TFP), mint a kínálati sokkok mérője a reálüzleti ciklus jó mérőszáma. A beruházásokkal összefüggő konjunktúraciklusként írja le a vizsgált mutatók hullámzását.
Barbera-Weise (2008)	Minsky modell	Meggyőzően megmutatják a vállalati eszközárak volatilitásának a pénzpiaci árváltozásokra gyakorolt hatását, és kiemelten kezelik ennek a jelentőségét a FED monetáris politikájának alakításában.
Sterling (2009)	USA bankközi piac, volatilitás-elemzés, 2008–2009-ben	Megmutatja, hogy nem az amerikai kormány beavatkozása vagy be nem avatkozása körüli bizonytalanság okozta az USA bankközi piac-válságát, hanem elsődlegesen a kockázatos pénzügyi eszközök értékelésében dokumentálható vad ingadozások okolhatók a pánik gyors terjedéséért.
Ohanian (2010)	Neoklasszikus, DSGE modell, reál üzleti ciklus, tényleges adatok utólag betáplálva az output egyenletbe	Tekintve hogy pénzügyi válság megtörtént, a neoklasszikus modell szempontjából azt lehet és kell vizsgálni, hogy miért volt ekkora hatása a pénzügyi sokkoknak a munkapiacra. Az absztrakt sokkokról meglévő tudásunk ebben nem segít. A pénzügyi szektoroknak a reálszférára gyakorolt hatásai nem tisztázottak.

Forrás: saját szerkesztés

Az összességében pozitív eredmények mellett szólni kell a feltárt és empirikusan kimutatott számos „bonyolító tényezőről” is, valamint a vizsgált hatásmechanizmusokkal összefüggő bizonytalanságokról. Ezeket a gyakorlati-mérési bonyodalmakat foglalja össze a 2. táblázat.

A világgazdaság meghatározó nemzetgazdaságai közül a legtöbb, hosszabb távon egységesen gyűjtött adat és legkimerítőbb információ az Egyesült Államokról szerzhető be, így az empirikus kutatás számára ez az ország tekinthető az egyik leginkább megfelelő alanyak. Az amerikai gazdaság üzleti ciklusait vizsgáló újabb kutatások feltárták, hogy a kilengéseket meghatározó tényezők az elmúlt másfél évtizedben számottevően változtak az USA esetében is.² Ugyanakkor nehéz volt olyan egyértelműen azonosítható időszakot vagy eseményt találni, amelytől kezdődően az üzleti ciklus kilengései markánsan alábbhagytak volna, vagy valamilyen tartós és egyértelmű összefüggést sugalltak volna. Inkább arról volt szó, hogy egy teljes évszázados perspektívát tekintve az USA-ban is egy csillapodási folyamatról lehet beszélni, amelyben az 1973–74-es és az 1980-as évek nagyobb volatilitásukkal – feltehetőleg az olajárrobbanással összefüggésben – inkább „kilógtak” a hosszú távú trend átlagából [Magas 2008].

3. MI A BAJ A RÉALGAZDASÁGI CIKLUSOKKAL ÉS A NEOKLASSZIKUS FELFOGÁSSAL?

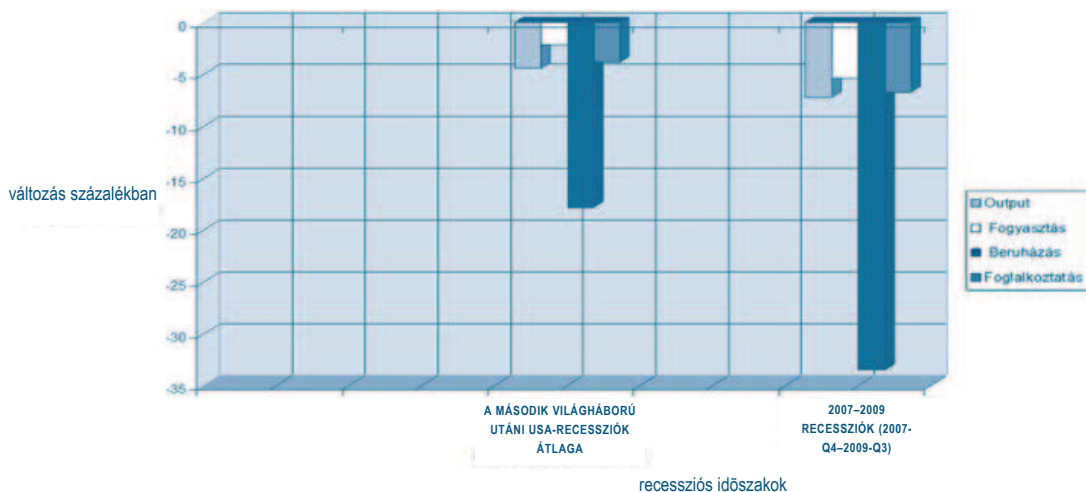
Vajon kapunk-e kellő eligazítást, netán előrejelzést mértékadó modellektől a recesz-sziók érkezésére? A *Kydland* és *Prescott* [1980, 1982] által megalapozott neoklasszikus reál-üzleti ciklusok elmélete lényegesen különbözött az azt megelőző modelleszaládotól, ugyanis explicit optimalizációs döntési helyzeteket írt le a fogyasztás/beruházás tekintetében, a háztartások időallokációs döntéseiről, a piaci és a szabadidős időfelhasználás, valamint a tőke és a munkapiaci döntések termelési függvényeivel. Ez az elmélet az eltelt három évtizedben számos kiegészítő elemet kapott: a modellbe épített konstrukciók közé tartozik a munkapiacok rugalmasságát tisztázó feltételrendszer [Hansen 1985, Rogenson 1988.], az endogén növekedés és a különböző output-fluktuációk, valamint a nyitott gazdaság egyensúlyi szemlélete [Backus–Kehoe–Kydland 1992, Alessandra–Choi 2007] is. Jelentős irodalom született a modell eredményeinek heterogenitását, illetve az ellentmondó empirikus tapasztalatokat megmagyarázó: így pl. a demográfiai eltérések, az életciklus és eltérő vállalati magatartások bekapcsolásával (ezekről áttekintést kínál Chari [2009]). Ugyanakkor más vizsgálati aspektusok is hozzáadódtak az újabb értelmezésekhez, így például olyan sokkok eredményei, amelyek túlmutatnak a hagyományosan ismert monetáris, fiskális cserearány-sokkokon. Mindezek mellett nagy számban születtek olyan munkák is, amelyek a pénzügyi piacok tökéletlenségeit, a tökéletlenül rugalmas árakat és béreket, a nem konvex kiigazítási költségeket, a nem várt hasznossági feltételeket, a többszörös egyensúlyokat, valamint klasz-

² Lásd *Stock* és *Watson* [2002], *Weise* és *Barbera* [2008] munkáit, amelyek megmutatják, hogy a szélsőséges ingadozás a vállalati kötvénypiacon tartósan hullámzó konjunktúraciklust indíthat el.

szikus és véletlenszerűen generált modellparamétereket alkalmaznak. Az általános elméleteket tárgyaló irodalom meglehetősen sikeresen tisztázta az ún. absztrakt sokkok által okozott következményeket. Ebbe az absztrakt kategóriába tartoznak a termelékenységi, a preferenciaváltozáson alapuló, a pénzügyi kockázatokat számba vevő és általában a valószínűségi elveken nyugvó munkák, ezekről *Fernandez, Villaverde és Rubio* [2007] kínál egy modern áttekintést és alkalmazást. Mindazonáltal kevés figyelem irányult a valószínűsíthető, ám nem a fenti értelemben absztrakt, mégis makroszintű, a pénzügyi csatornákból eredő megrázkódtatások tanulmányozására, olyanra, amilyen például a legutóbbi 2007–2009-es recesszió volt. Mindezek alapján a pénzügyi folyamatok makrohatásait számos tekintetben nem, vagy csak nagyon pontatlanul tudjuk értelmezni.

4. A LEGUTÓBBI AMERIKAI RECESSZIÓ MÁS VOLT

Ma már jól látható, hogy a statisztikák szerint az USA-ban a legutóbbi recesszió alapvetően különbözött a második világháború utáni visszaesésektől és a többi OECD-országban tapasztalt recesszióktól is. Az Egyesült Államokban drámaian visszaesett output- és jövedelemvesztés legfőbb oka ugyanis a munkaerőinput zuhanásával volt magyarázható, legalábbis a neoklasszikus felfogás szerint. Ezzel szemben a többi hat fejlett ipari országban a visszaesés alapvető oka a termelékenységsökkenés, és jóval kevésbé a munkainput csökkenése volt [Ohanian 2010].



Forrás: US Department of Commerce

3. ábra: Változások az Egyesült Államok GDP-komponenseiben, a ciklusok csúcs- és mélypontjai között 1946–2009 (egy főre vetítve, százalék)

Amennyiben számba kívánjuk venni a 2007–2009-es USA-recesszió sajátos jegyeit, akkor érdemes összehasonlítást tenni a második világháború utáni időszakban kialakult recessziós periódusokban tapasztaltakkal, olyan „hagyományos” kulcsváltozók tekintetében, mint az output, a fogyasztás, a beruházás és természetesen a foglalkoztatás. Ohanian [2010] munkájában felhívja a figyelmet, hogy a legutóbbi recesszió során az amerikai gazdaságban és a többi hat fejlettebb ipari államban

(Kanada, Japán, Németország, Franciaország, Olaszország, Egyesült Királyság) a visszaesés mértéke ezekben a kulcsváltozóknál egyáltalán nem hasonlított a korábbi időszakok trendjeire. Az egyik legszembetűnőbb különbség abban állt, hogy a 2007–2009-es válságban a munkapiaci zuhanás az Egyesült Államokban különösen nagy volt, mínusz 8,7 százalékot ért el. Ezzel szemben a további hat ország átlaga csak mínusz 2 százalék volt, (a második legnagyobb munkapiaci veszteséget elszenvedő Kanadában is csak mínusz 3,3 százalék volt a veszteség). Ugyanakkor, a jóval kisebb foglalkoztatási zsugorodás ellenére a hat fejlett országban az output-visszaesés, 8,2 (!) százalék volt, ami viszont meghaladta az amerikai visszaesés mértékét (7,2 százalék). A legnagyobb output-visszaesést az Egyesült Királyság és Olaszország szenvedte el (9,8 százalékkal), ugyanakkor Japán is túlszárnyalta a visszaesésben az amerikai értéket (Japánban -8,9 százalék volt a mélypont). Nehéz megítélni, hogy pontosan mi lehetett az oka ennek a nagy eltérésnek, de minden bizonnyal a termékek közötti eltérés lehet a magyarázat kulcspontja. Nem kerülhető meg továbbá az a kérdés sem, hogy vajon a hét országban kialakult nagy különbségek látán jól értjük-e a válság globális természetét? A pénzügyi krízisek természete (a bankrendszerek megrendülése) nagy mértékben hasonló volt mindegyik vizsgált fejlett országban, a visszaesések mértéke mégis erősen szóródott.

A válságértelmezéseknek vitathatatlanul legfontosabb, egyben legnehezebb területe a munkapiaci anomáliák értelmezése, illetve a munkapiaci egyensúlyhoz való visszatérés gyorsaságának, illetve időigényének a problematikája. A kérdés rendkívüli nehézségét és gazdaságpolitikai jelentőségét jól illusztrálja a FED elnökének, *Ben S. Bernankének* azon véleménye, amely szerint az amerikai gazdaságban a válságban elvesztett 8 millió munkahely visszanyeréséhez legalább 5–7 év szükséges. Ez azt jelenti, hogy havi szinten tartósan kb. 130–150 ezer új, pótlólagos munkahelynek kellene születnie.³

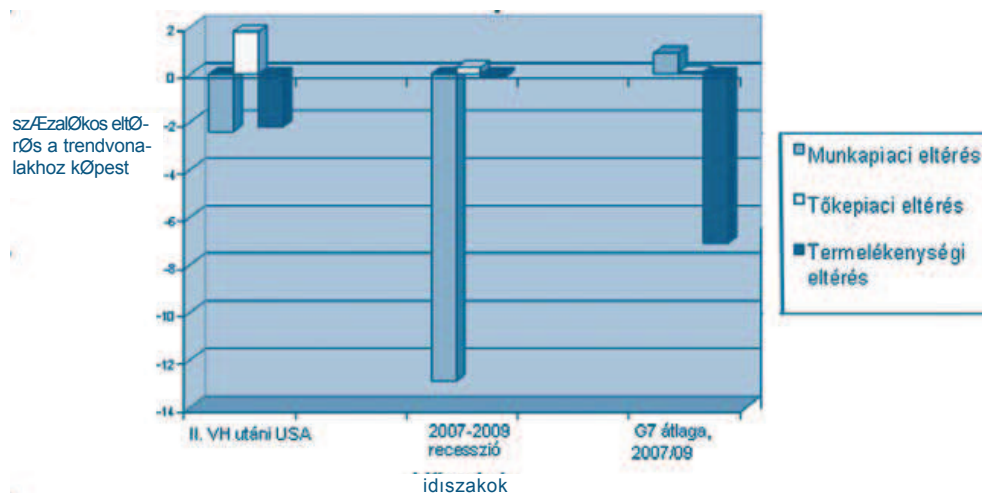
Amint a 4. ábra első oszlopa is mutatja: 2007Q3–2009Q3 között a munkapiaci eltérés mínusz 12,9 százalék volt, amely a második világháború utáni recessziók ugyanezen mutatóinak átlagához képest is közel négyszeres szorzót jelent. A munkapiaci rés mérése úgy történik, hogy az amerikai gazdaság outputját, pontosabban annak hosszú távú trendjét jól leíró neoklasszikus termelési függvénybe a negyedéves adatokat helyettesítik be, ezáltal megkapva az eredményt, illetve a különbséget. Alapesetben – az elmélet szerint – a háztartások időallokációs döntései a szabadidő és a munka között a munka határterméke szerint alakulnak. A második világháború utáni időszakot követő recessziós periódusokban ez a szám, tehát a megvalósult munkapiaci rés vagy eltérés mínusz 2,4 százalék volt, ami azt jelenti, hogy a munka határterméke 2,4 százalékkal volt nagyobb, mint a helyettesítés határrátája. Az eltérés közgazdasági szempontból megfelel egy ugyanilyen mértékű, a munkajövedelmet sújtó adónak (amely nélkül a neoklasszikus felfogás szerint a foglalkoztatásnak magasabbnak kellene lennie). A legutóbbi válságnak ehhez a nagyon jelentős, mínusz 12,9 százalékos eltéréséhez a második legnagyobb, 1973-as még csak nem is mérhető, hiszen az mindössze mínusz 4,7 százalék volt. Érdeemes újraértel-

³ World Business Report, január 7. 2011. Bloomberg Television, bloomberg.com. Ez az elvárás jelen helyzetben (2011. szeptember) még meglehetősen illuzórikusnak tűnik.

mezni ezeket a számokat: amennyiben az eltérés nulla lett volna, akkor a ledolgozott órák 10 százalékkal nagyobbak lettek volna (adóval együtt is), ebben az esetben viszont nem lett volna recesszió! Ez az elméleti érvelés ebben a formában nyilvánvalóan elégtelen és további magyarázatot igényel, hiszen az elveszett 8 millió munkahely fényében a munkapiac igazodásának tökéletlensége a napnál is világosabb.

További válságértelmezési problémákat vet fel az a tény, hogy az eltérések mértéke mind a munka-, mind a tőkepiacok tekintetében más és más volt a többi hat fejlett országban. A munkapiaci rés mértéke átlagosan plusz 0,9 százalék volt a hat fejlett vezető ország tekintetében (Franciaországban +1,7 százalék, Japánban +2,9 százalék, Németországban pedig +4,8 százalék, és csak az Egyesült Királyságban volt viszonylag magas, mínusz 2,3 százalék).

Az 4. ábra második oszlopa a tőkepiaci eltéréseket mutatja. Különösen elgondolkodtató, hogy az USA-ban a 2007–2009-es visszaesésben a tőkepiaci rés igen kicsi, szinte elhanyagolható mértékű (0,3 százalék) volt. A többi hat ország ugyanezen mutatója pedig még kisebb: 0,1 százalék. A tőkepiaci rés definíció szerint azt jelenti, hogy recesszió idején a tőke hozadéka mennyivel van a hosszú távú trend felett/alatt. A második világháborút követő recessziók alkalmával 1,8 százalékkal volt magasabb, mint a gazdasági fellendülés idején. Az 1,8 százalék nem tekinthető kis eltérésnek, mivel úgy is felfogható, mint egy tőkét jutalmazó adócsökkentés, amely a gazdasági tevékenységet serkenti. Az eltérés mérése a fogyasztás és a tőke határtermelékenysége, valamint az intertemporális helyettesítési ráta közötti számításból ered, szintén úgy, hogy a tényleges negyedéves adatok betáplálódna a termelési függvényt megtestesítő egyenletbe. Az 4. ábra harmadik oszlopa mutatja a termelékenységi eltérést. Az eredeti [Kydland–Prescott, 1982] modellfelfogáshoz hasonlóan a tényleges output, illetve a termelési függvény alapján kapott értékek közötti különbség (az ún. Solow-féle maradéktag) nem megfogható (az inputok szintjén azonosítható) változás. A termelékenységi eltérés tehát nem más, mint a Solow-féle maradéktag.



Forrás: US Department of Commerce

4. ábra: Recessziódiagnosztika az USA-ban és a G7-országokban a második világháborút követő visszaesésekben (százalékos változás)

A 2008–2009-es világgazdasági válság új helyzetet teremtett, sok szempontból át kellett értékelni a válságokkal kapcsolatos közgazdaságtani ismerteket is.⁴ A nagy és váratlanul elnyúló zuhanást jól érzékeltetik az OECD egyszerű, leíró konjunktúra-statisztikái, amelyek a legnagyobb országok estében – a fogyasztói bizalom és az üzleti ciklusok tekintetében is – más és más jellegzetességeket mutatnak. A továbbiakban erről lesz szó.



Forrás: OECD

5. ábra: Fogyasztói bizalom és üzleti ciklus alakulása az OECD-ben, 1990–2010 (1991=100)

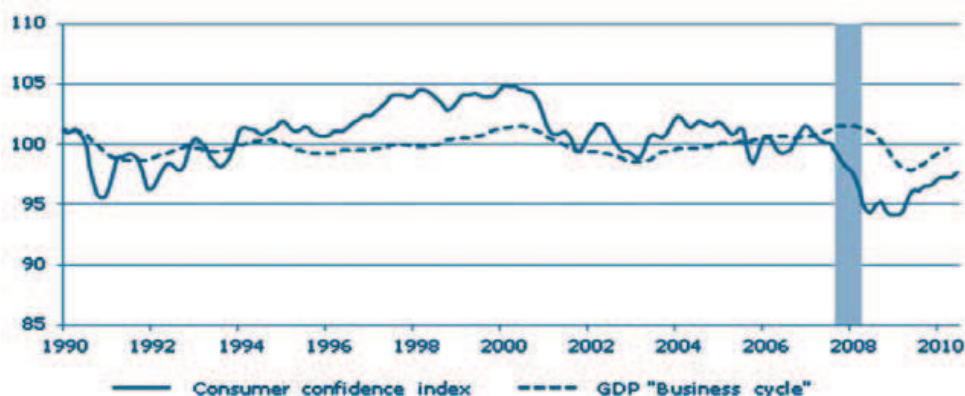
A fogyasztóibizalom-indexeket olyan alapvetően kvalitatív, véleményformáló kérdésekre adott válaszokból alakították ki, amelyek jól jellemezik a reprezentatív minták mindenkori álláspontját a gazdaság állapotáról. Ezek az adatok historikusan jól összemérhetők, mert az indexet alkotó OECD-felmérések szigorúan azonos elvek és gyakorlat alapján készültek. A CCI („consumer confidence indicator”) az országok közötti összehasonlítás alapos, a rendkívüli kilengésektől megtisztított mutatószáma. Az üzleti ciklus a teljes oldalon mért output (GDP by expenditure) szezonális ingadozásoktól megtisztított, normalizált adatsora, amely az OECD összetett, vezető gazdasági jelzőszámai (ún. „composite leading indicators”) alapján készül.

A 5. ábra jól mutatja, hogy az OECD-országok összességét tekintve a fogyasztóibizalom-index (az ábrán a folytonos vonal) másfél évtizeden át a pozitív tartományban és rendre a konjunktúramutató felett tartózkodott. A bizalmi index azonban 2008 második felében és 2009-ben hirtelen meredeken csökkenni kezdett és jóval

⁴ Jól jellemzi ezt a helyzetet egy, a makroökonómia szakma krémjét megszólító cikksorozat [Mulligan 2009]. Az új út keresésének nehéz kérdéseit tárgyalja széles irodalmi áttekintésben Mellár [2010] amikor összegzően így fogalmaz: „A 2008-ban kirobbant pénzügyi válság ráirányította a figyelmet a főáramú makroökonómiára, amely a válság előrejelzésében és magyarázatában igen gyenge teljesítményről tett tanúbizonyságot. Az elmúlt másfél-két évtizedben az újklasszikus és az újkeynesi iskola fokozatosan közeledett egymáshoz, aminek eredményeként létrejött az új neoklasszikus szintézis. A szintézis alapmodelljei, a dinamikus, sztochasztikus, általános egyensúlyi (DSGE) modellek és az újkeynesi monetáris modell a makromodellezés meghatározó szereplőivé váltak. Mára azonban kiderült, hogy ezek a modellek egyre kevésbé alkalmasak rövid távú előrejelzésekre és gazdaságpolitikai elemzésekre. Ezért a makroökonómia válaszút elé került: vagy továbbépíti a DSGE-modelleket, vagy pedig új modelleket és ezzel új fejlődési utakat keres.”

az üzleti ciklus alsó pontja alá zuhan. Maga az esés ugyan nem meglepetés, az eltérés mértéke annál inkább: a közel -8 százalékpont (2 évtizedig nem tapasztalt) igen nagy eltávolodás volt a korábbi átlagoktól. Ez a nagy zuhanás (sajnos) a válság súlyosságának egyértelmű jele. 2009 közepére a válság elérte a mélypontját az egész OECD-térségben, onnantól kezdve viszont a fogyasztói bizalom enyhén meredek emelkedése figyelhető meg.

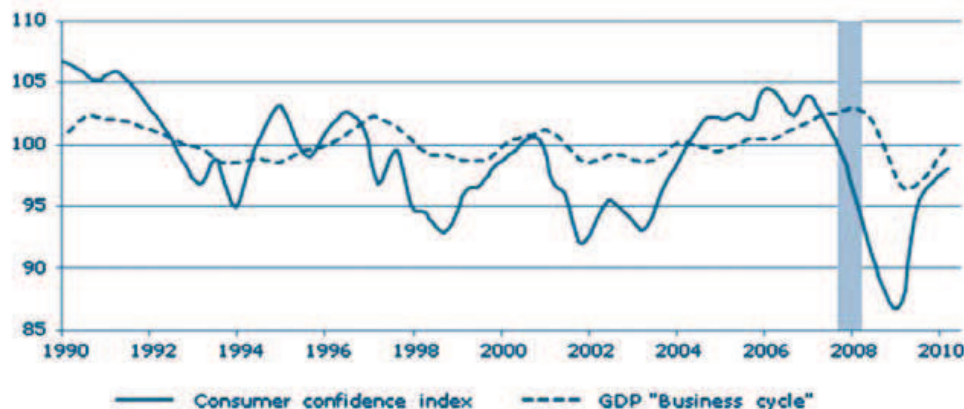
A válságba való „belecsúszás” és „kikecmergés” nem volt egységes gyorsaságú az egyes országok között. Ezeket a különbségeket illusztrálják a következő, a 6., 7., és 8. ábrák, amelyek az USA, Japán és Németország, azaz a három legnagyobb OECD-gazdaság példáján mutatják be a makro-„válságpályákat”.



Forrás: OECD

6. ábra: Fogyasztói bizalom és üzleti ciklus alakulása az USA-ban, 1990–2010 (1991=100)

Az USA-ban a fogyasztói bizalom történelmi mélypontját 2009 februárjában érte el, ezután némi javulást mutatott, 2009 decemberében pedig már közelebb került a sokéves átlaghoz. Ugyanakkor 2010 nyarán ez a szint még mindig alacsonynak volt tekinthető, amely inkább emlékeztetett az 1990-es évek recessziójára. Az alacsony bizalmi szintet csak részben magyarázta a NYSEX részvénytőzsde abban az évben különösen tartósan mutatkozott volatilitása, sokkal inkább egy másik negatív adat „beragadása” az igazi magyarázat: a munkanélküliségi ráta, amely 2010.

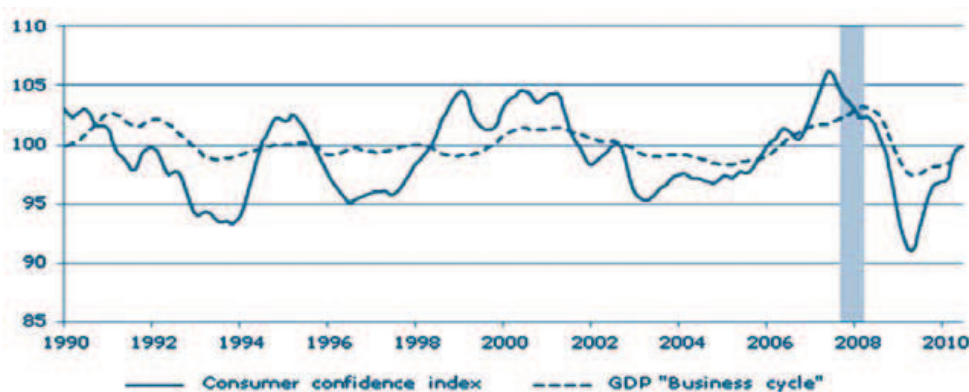


Forrás: OECD

7. ábra: Fogyasztói bizalom és üzleti ciklus alakulása Japánban, 1990–2010 (1991=100)

január óta augusztusban még 9,7 százalékos szinten állt (és még 2011 augusztusában sem tudott 9 százalék alá csökkenni).

Ahogy a 7. ábrán látszik, Japán esetében – az 1990-es évek elejét kivéve – a fogyasztói bizalom tartósan és messze az üzleti ciklust jellemző átlagok alatt járt, bár 2005–2007 között némileg meghaladta azt. Ekkor történt a Lehman-bukás és vele együtt a bizalmat további mélységekbe taszító pénzügyi válság, amely így a mélypontján, 2009 januárjában egészen a hosszú távú átlag 86 százalékára ereszkedett le. A japán gazdaságban kialakult recessziós csapda – amint az köztudott – régi keletű. Sajnos a 2005-ben feléledni látszó konjunktúra rövid úton elhalt, és a gyors fel-támasztás ismét nagy nehézségekbe ütközött, ugyanis még 2010 közepén sem tudta elérni a hosszú távú átlagot.



Forrás: OECD

8. ábra: Fogyasztói bizalom és üzleti ciklus alakulása Németországban, 1990–2010 (1991=100)

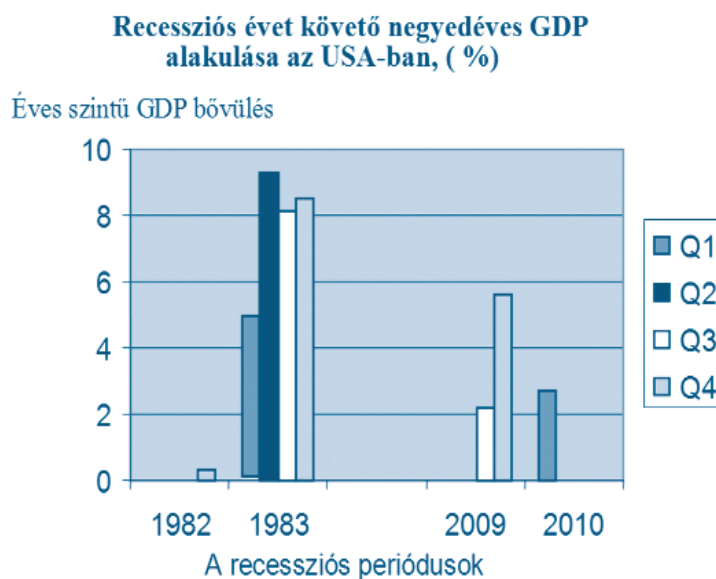
Az előbbi ábrákhoz képest meglepő, hogy az elmúlt húsz évben Németország mutatta a leggyakoribb hangulatváltozást, pontosabban azt, amit a fogyasztói bizalom és az üzleti ciklus egymást váltogató hullámvázása jelent. A 8. ábra majdnem azt sugallja, hogy a konjunktúraciklus az igazi „trendvonal”, azaz a bizalmi index ingadozásainak a hosszú távú trendvonala. Ez a megfelelés elméleti szempontból teljesen indokolható lenne, ám valószínűleg túl szép ahhoz, hogy tartósan igaz legyen. Feltehetően inkább arról van szó, hogy a német gazdaság nagyon szorosan követi a legfőbb felvevő piaca, az Európai Unió és a világgazdaság keresleti ingadozásait, a külső piacokon kialakult változások pedig hamar megjelennek a várakozásokban. 2010-ben a bizalom már újra elhagyta az üzleti ciklust, azaz komoly bizakodás indult be a jövőbeli fellendülést illetően. Ez a trend 2011 szeptemberében még tartott.

5. KONJUNKTÚRAÉLÉNKÍTÉS: MILYEN RECEPT AJÁNLOTT?

2010 nyarán a G20 csúcstalálkozón a nemzetközi nagypolitika legfőbb szereplői újfent elvégezték azt a deliberalizációt, amelyre a globális pénzügyi válságértelmezések és az adekvát gazdaságpolitikák átalakítása, valamint az új alkalmazkodási

mechanizmusok, köztük a globális konjunktúraélénkítés szempontjából már a 2009-es rendkívüli csúcson is nagy igény lett volna. A 2010-es G20-as találkozót előzetesen úgy harangozták be, mint az amerikai és az európai stimulusok közötti különbözőségek hangsúlyozását, egyes elvek és részben új makroökonómiai felvételek ütközését. Nem ez lett belőle. Inkább egy erős és általános kiábrándulás mutatkozott a keynesi recept erejéből. A keynesi reneszánsz rövid életűnek mutatkozott, amennyiben a költségekkel tartósan fenntartani kívánt konjunktúra nem volt járható út. Azt is lehetne mondani, hogy az új fenntartható növekedési útvonal másfelé vezet: a fiskális csodaszer keltette illúziók viszonylag hamar eltűntek, sem az USA-ban, sem az EU-ban a növekedési adatok, de főleg a munkanélküliségi statisztikák nem mutattak számottevő javulást. Az élénkítés, a munkahelyteremtés és a konjunktúra tartóssá tétele sokkal nehezebb feladat, mint bárki gondolta volna. Makacs és főleg mély recesszió estén sem az adócsökkentés, sem a fiskális stimulus nem tesz csodát.

Még *George W. Bush* elnök idején kezdeményezte *Larry Summers* (egykori pénzügyminiszter) azt a 170 milliárd dolláros adókedvezményt, amelyet még 2007-ben elfogadtak és bevezettek. Az adócsökkentés 2008-ban statisztikailag is alig mérhető GDP-változást hozott. Pedig az adócsökkentés egyértelmű, a fogyasztóknál azonnal megjelenő jövedelemnöveléssel volt egyenértékű. Az outputban azonban alig látszott. A következő, *9. ábra* a recesszióból való kijutás sikerét illusztrálja az Egyesült Államokban az elmúlt harminc év távlatából.



Forrás: US Department of Commerce

9. ábra: Fellendülések az USA-ban (1982–2010)

Amint a *9. ábrából* is látszik, az amerikai gazdaságtörténetben az elmúlt harminc évben jelentős különbség volt a két (kifejezetten erősként feljegyzett) recesszióhoz köthető és mindkét alkalommal várva várt fellendülés között, azaz markáns különbség mutatkozott a két legutóbbi, különösen mély recessziós helyzetből való kilábalásban. Az 1982-es kilábalás jóval sikeresebbnek könyvelhető el, mint a 2009–

2010-es. Közös mindössze annyi volt, hogy mindkettőben először jelentős output-csökkenés és munkahelyvesztés jellemezte a gazdaságot. A gazdaságélénkülés jóval (több mint kétszeresen) gyorsabb volt a minimális fiskális stimulust és inkább monetáris eszközöket alkalmazó 1982–1983-as periódusban ahhoz az output-fellendülési mértékhez képest, ami 2008–2009-ben volt tapasztalható. Ez utóbbi periódusban viszont igen jelentős költségvetési pénz pumpálódott vissza – két lépésben, mintegy 1000 milliárd dollár, azaz a 2008. évi GDP 7,1 százaléka – az amerikai gazdaságba, pontosabban a bankrendszerbe (igaz, ennek egy része csak készletlét formában, amely azonnali költségnek a bruttó hazai termékre gyakorolt hatásai így jobbra rejtve maradtak). A stimulussal együtt járó, elvárt keynesi multiplikatív eredmény azonban elmaradt: a növekedésben nem látszott az állami „rásegítés”, hiszen 2009-ben az 1982. évi bővülésnek még a fele sem valósult meg. Az a korábbi sejtés látszik megerősödni, hogy az aggregált költési multiplikátor nagyon kicsiny, sőt, egynél is kisebb, mivel a szövetségi kormány általi költségnek ára van: komoly súrlódás („friction”), továbbá elveszett költség („sunken cost”) azonosítható. Ezt a tényt a Harvard Egyetem tanára, *Robert Barro* professzor már egyértelműen kimutatta és a gazdasági sajtóban megerősítette.⁵ Állítása szerint a keynesi egynél nagyobb pozitív multiplikatíthatóság közel sem nyilvánvaló.⁶

De mit mutat a legfrissebb gazdaságpolitikai gyakorlat például az Egyesült Királyságban, Lord Keynes szülőhazájában, ahol a külső finanszírozás, részben az adósság külfölddel való tartós tartalékoltatása, megvásároltatása nem olyan egyszerű művelet, mint az amerikai dollár esetében, ezért az államadósság belső terheinek a megítélése is némiképp más?

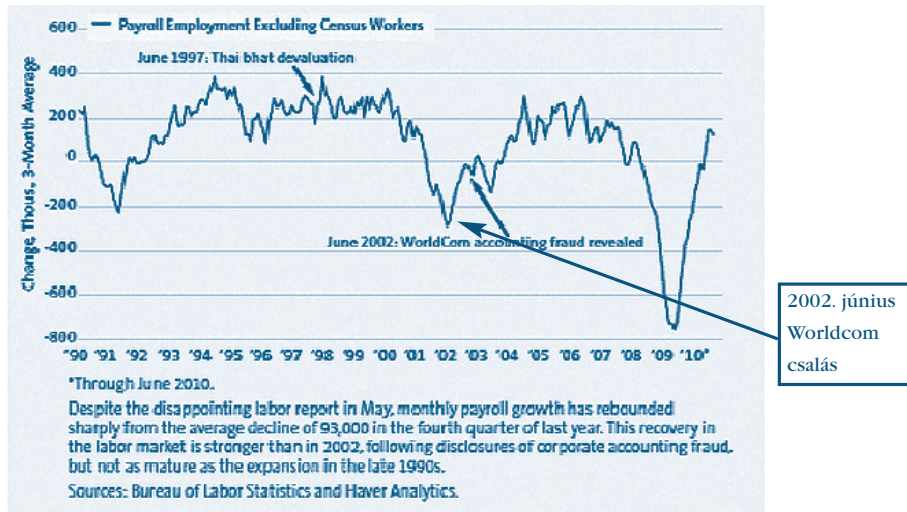
George Osborne, az Egyesült Királyság új, *David Cameron* vezette kormányának pénzügyminisztere országa államadósságát 2010. júniusi nyilatkozata alapján a GDP 10,1 százalékaról 1,1 százalékra akarja csökkenteni. Ez – már amennyiben megvalósul – hatalmas vágás lesz. Ráadásul úgy kell elképzelni, hogy a csökkentés 80 százaléka kiadáscsökkentésből – és nem adóbevételből – származna! Ez az elhatározás totálisan szembemegy a keynesi konszenzussal, amely szerint egy recessziós környezetben a kormánykiadások „visszaemelhetik” a gazdaságot a jólét korábbi szintjére („a government can be spending its way back to prosperity”). A *The Wall Street Journal* szemleírója nem kis éllel jegyzi meg e gondolat kapcsán, hogy a lord híres mondása „in the long run we are all dead” ugyan ma is gyakran hivatkozott bölcsélet, de az állami stimulusköltségnek a pénzügyi pánikot követő keynesi ihletésű reneszánsza rövid életűnek bizonyult, a gondolat hamar eltávozott az élők sorából, és el is temették.⁷ Ez volt tehát a meghatározó álláspont Angliában 2010 nyarán. De ugyanez látszott körvonalazódni Kanadában és Japánban is, ahol fiskális szigorítást, agresszív hiánycsökkentést igyekeztek előtérbe helyezni.

Jelentős különbségek voltak továbbá az amerikai munkaerőpiacok visszatérésében a normálisnak nevezhető helyzethez is. Ezt a nehéz alkalmazkodási folyamatot illusztrálja a következő, 10. ábra.

5 Lásd erről: „The Cost of Federal Spending”. *The Wall Street Journal*, 2010. január 22.

6 Lásd erről részletesen: Benczes [2007].

7 „Osborne's Anti Keynesian Budget”. *The Wall Street Journal*, 2010. június 23.

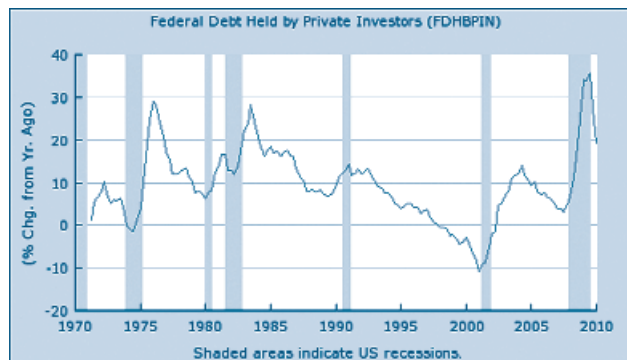


Forrás: Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics

10. ábra: Konjunktúraváltozás és munkaerő-piaci alkalmazkodás az USA gazdaságában, 1990–2010 (hivatalos bérlistán lévők 3 havi változásának átlaga, ezer fő)

A 10. ábra tanúsága szerint – a 2010. májusi munkaerő-piaci jelentés alapján – 2010 második felére már jelentős javulás állhat be a 2009 negyedik negyedében átlagosan mért havi 93 ezer munkahelyvesztéshez képest, tekintve, hogy az amerikai munkahelymérleg már nyárra átlendült a pozitív mezőbe. Ugyanakkor jól látszik (az ábrán a felső nyíllal jelölt pontban), hogy az 1997–1998. évi globális pénzügyi válság kisebb károkat okozott az amerikai munkaerőpiacon, akkoriban ugyanis még eléggé jól tartotta magát az átlagos szint, a havi nagyjából kétszáz ezres nettó bővülés. A 2008-as válság mélypontján azonban ez az ellenálló képesség már nem volt jelen, a nettó mérleg elérte a mínusz 750 ezret, azaz ennyi álláshely veszett el a legrosszabb negyedévben. Ez a szám drámaian nagy volt a 2002-es „miniválsághoz” képest is, amelyet a Worldcom könyvelési botránya okozta tőzsdei visszaeséshez lehetett kapcsolni (az ábrán az alsó nyíl mutatja). A munkaerő-piaci folyamatok előrejelzése még nehezebb, mint a kibocsátásé, az elmélet ugyanis nem tud útbaigazítani fél- vagy akár egyéves perspektívában.

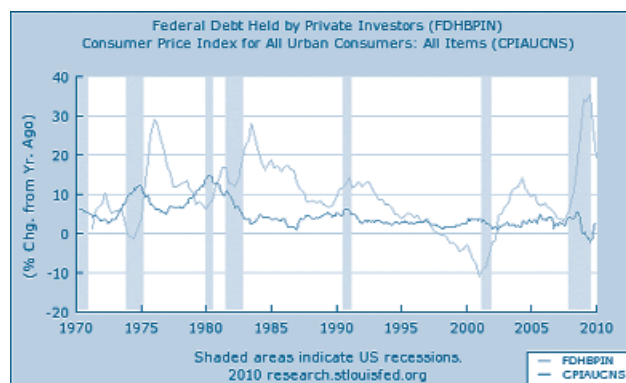
A helyzet az elméletek és az előrejelzők számára az adósságállomány, valamint a hosszú távú növekedés tekintetében sem könnyebb.



Forrás: St. Louis Fed kutatói részleg

11. ábra: Az USA költségvetési hiánya magánszféra által finanszírozott állományának változása történelmi perspektívában, 1970–2010 (változás az előző évi százalékában)

A 11. ábra azt érzékelteti egy kellően hosszú (40 éves) történelmi perspektívában, hogy az Egyesült Államok gazdaságában nem lehet egyértelműen megmutatni a magánszektor által vállalt közpénzügyi teher, azaz a költségvetési hiány belső terelosztásának változását. A privát szféra adósságtérhe elvben jó előrejelzője lehetne a várható GDP-lassulásnak is, netán a recesszióknak (az ábrán a halványkékkel jelölt sávok). Intuitív módon az lenne hihető (és az elmélet is ezt erősíti meg [Bernanke 2008]), hogy a magánszféra csökkenő közpénzügyi terhei, valamint az alacsonyabb államadósság esetében nagyobb a növekedés és vice versa. Ez azonban nem feltétlenül volt így az USA-ban: recesszió ugyanis csökkenő hányadú adósságtérhek mellett (1974–1975, 1980–1981, 1990–2000 években) éppen úgy előfordult, mint növekvő deficitfinanszírozási terhek mellett (2001–2010 között). Legutóbb (2008-ban) is ez volt a jellemző, ezért az ilyen korábbi tapasztalatok alapján aligha lehetett előre jelezni a recessziót. Ez a tény meglehetősen zavarba ejtő a makroökönómia bevett tétele szempontjából, amely szerint a növekvő adósságtérhe – egy szinten túl – egyértelműen növekedésllassító hatású. Nagyon valószínű, hogy a külföldnek eladott adósság ad némi – bár egy szoros összefüggés lényegét tekintve közel sem teljesen kielégítő – magyarázatot a jelenségre. Ugyanakkor az adósságtérhek alakulásán túl létezik más zavarba ejtőbb fejlemény is a hosszú távú amerikai statisztikákban.



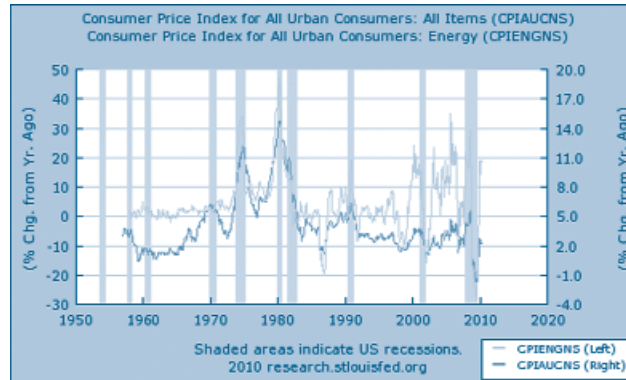
Forrás: St. Louis Fed kutatói részleg

12. ábra: A magánszféra által birtokolt államadósság-állomány (FDHBPIN) és a fogyasztói árak (CPIAUCNS) változása az USA-ban 1970–2010 (változás az előző évi százalékában)

A 12. ábra az amerikai városi lakosság által érzékelt fogyasztói árak (0–15 százalék között mozgó, sötétebb vonal) és a privátszféra által viselt kormányadósság finanszírozási arányai (az ábrán a felső, a -10 százalék, és a +35 százalék között mozgó, világosabb vonal) közötti kapcsolatot mutatja. Az ábra elég erőteljesen azt sugallja, hogy nincsen tartós kapcsolat a két vizsgált tényező között, mivel igen jelentős eltérések voltak: az infláció, a CPI és az adósságarány adatai a vizsgált negyven évben eltávolodtak egymás trendjeitől mindkét irányban, rövid és hosszabb ideig egyaránt. Vagyis nem állítható, hogy az Egyesült Államokban a drágulást, azaz a fogyasztói áralakulás trendjét – számottevően és jól azonosíthatóan hosszú távon is – alakította volna a magánszféra által cipelt államadósság terhe. Ez is egy eléggé meghökkentő eredmény! Természetesen, ebben az összefüggésben szintén nagy

szerepe van a mind nyitottabb amerikai gazdaságban lejátszódó, főleg az importárversennyel és a külföldi tőke mozgásokkal összefüggő folyamatoknak.⁸

Végül a 13. ábra egy régebbiről is sejtett, ám a maga nemében mégis meghökkenítő eredményt mutat az amerikai gazdaság fogyasztói ártrendjét befolyásoló tényezőkről.



Forrás: St. Louis Fed kutatói részleg

13. ábra: Fogyasztói árak (CPIAUCNS, jobboldal) és energiaárak (CPIENGNS, baloldal) alakulása a városi lakosság körében az USA-ban, 1950–2010 (éves változás az előző évi százalékában)

A 13. ábrán bemutatott hatvan éves amerikai fogyasztói ártrend és komponenseinek a vizsgálata arra a következtetésre juttatta a St. Louis Fed kutatóit, hogy kizárólag az energiaárak változása (bal oldali skála) különíthető el, mint olyan primer vagy kitüntetett tényező, amely minden más tényezőnél nagyságrenddel szorosabb és tartósabb kapcsolatot mutatott a CPI alakulásával). Ez azért meglepő, mivel az ábra alapján ez a „kapcsolat” nem tűnik állandónak. Elgondolkodtató továbbá, hogy semmilyen más tényező – pl. termőföldárak, egyéb nyersanyagárak, ingatlan bérleti díjak, egészségügyi és pénzügyi szolgáltatások, állampapírárok vagy más, az ún. „big-ticket items”, azaz a nagy értékű tartós javak (autó, oktatás vagy jelzálogkölcsönök) – nem kapta meg ezt a „kitüntetett” besorolást. Mindez némi bizonytalansággal töltheti el a makroökonomia elszánt kutatóit.

6. ÖSSZEGZÉS

Az Egyesült Államokban, de az OECD-tagországokban is csökkenő tendenciát mutattak az üzleti ciklus kilengései az elmúlt öt évtizedben. A csökkenés fontos – igaz, hatásmechanizmusában nem teljesen tisztázott – magyarázó tényezője a nagyobb nemzetközi konjunkturális ölelkezés és a pénzügyi globalizáció.

A Bretton Woods-i rendszert követően a rugalmas árfolyamokkal és a nyitott tőkemérleggel jellemzett közel négy évtizedes időszakban a nominális valutaárfolyamok volatilitása jelentősen megnőtt, hasonlóképpen a kamatlábak kilengései

⁸ E kérdésekről részletesebben lásd: Magas [2004, 2008, 2009].

nagyobbak voltak, mint a kötött árfolyamrendszerekben. A legnagyobb ingadozást azonban a beruházások mutatták. Ennek az utóbbi jelenségnek a pontos oka az adatokból nehezen tisztázható, a fokozott konjunktúraérzékenység azonban valószínűsíthető.

Európában az uniós országokat illetően az üzleti ciklusok kilengései csökkentek, ugyanakkor az OECD-országok egészét illetően nem rajzolódott ki egy ilyen egységes ereszkedő tendencia. A válság éveiben (2008–2009) újra nőtt az outputszakadék.

A pénz- és tőkepiacok, valamint az árupiacok sokkal integráltabbak lettek az OECD-országok csoportjában. A pénzpiacok jelentős technikai, intézményi és szabályozási átalakuláson, összességében liberalizáción mentek keresztül. A modernizációs és globális liberalizációs fejlemények ahhoz vezettek, hogy a makrostabilitás számottevően nőtt, azaz az output alakulásával összefüggő jelentősebb makromutatók ingadozása csökkent. E trend azonban a 2007–2010 válsággal megtört.

A világgazdasági válság lefolyása, a visszaesés mértéke, majd a felfelé ívelő konjunktúra visszaállítása és megtartása az OECD egészében, valamint a világ három vezető gazdaságában (USA, Japán, Németország) rendre különböző volt. A legmélyebb visszaesés és tartós bizalomvesztés az amúgy is régóta recessziós csapdával küszködő Japánban volt. Németország viszonylag hamar vissza tudott térni a hosszú távú kibocsátás trendjéhez. Az Egyesült Államok a saját méretéhez képest sikeresen normalizálta a válságot, amennyiben az output összehúzódása nem közelítette meg az 1929–33-as szintet. A munkanélküliség azonban tarthatatlanul magas szinten ragadt, komoly fejtörést okozva a makroökómia művelőinek és a politikusoknak egyaránt.

Meglehetősen nagy biztonsággal állítható, hogy bár a globalizáció – a nemzetközi áru-, tőke-, és technológiaáramlások elmélyülése – nem tudta megakadályozni a válság kialakulását, annak bizonyosan nem oka. A globalizáció következménye ellenben, hogy nem lehetett elszigetelődni a válságfolyamatoktól. A válságkezelési kísérletek pozitív eredménye, hogy kialakulni látszott egy nemzetközi igény a közös fellépésre, az üzleti ciklusok szinkronban végrehajtott támogatására, annak elkerülésére, hogy az egyoldalú lépések ne a szomszéd vagy a fő külgazdasági partnerek kárára valósuljanak meg.

A fentiek alapján leszögezhető, hogy a világ legfejlettebb gazdaságában sem létezik egy minden helyzetben biztos és (különösen) egységes „tudományos” recept a tartós konjunktúrát és vele stabil munkahelyeket kínáló növekedési pályára való navigációhoz. Ez a bizonytalanság az elmélet, valamint a múltat magyarázó tapasztalatok szintjén egyaránt fennáll. Ekképpen az előrejelzésekben megfogható bizonytalanságok mértéke még tovább növekszik, legalábbis a globális gazdasági folyamatok pontos irányait és a változások arányait tekintve. Ami nemzetgazdasági szinten is nehezen előre jelezhető, az globális szinten még több fejtörést okoz. Ennek mindenkor tudatában kell lenni, így ezen a téren semmilyen elbizakodottság nem indokolt.

IRODALOM

- Alessandria, G.–Choi, H. (2007): Do Sunk Costs of Exporting Matter for Net Export Dynamics? *Quarterly Journal of Economics*, 122(1):289–336.
- Backus, D. K.–Kehoe, P. J.–Kydland, F. E. (1992): International Real Business Cycles. *Journal of Political Economy*, 100(4): 745–75.
- Basu, S.–Taylor, A. (1999): Business Cycles in Historical Perspective. *Journal of Economic Perspective*, 13(2): 46–48.
- Benczes István (2007): *Trimming the Sails, The Comparative Political Economy of Expansionary Fiscal Consolidations: A Hungarian Perspective*. Budapest–New York: CEU Press.
- Bernanke, B. S.–Gertler, M.–Gilchrist, S. (1999): The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. *Handbook of Macroeconomics*. Elsevier, pp. 1341–93.
- Cecetti, S. G.–Krause, S. (2001): Financial Structure, Macroeconomic Stability – Monetary Policy. *National Bureau of Economic Analysis Working Paper*, 7153.
- Chari, V. V.–Kehoe, P. J. (2009): *Confronting Models of Financial Frictions*. http://research.stlouisfed.org/conferences/policyconf/papers2009/Chari_Kehoe.pdf
- Chari, V. V.–Christiano, L.–Kehoe, P. J. (2008): Facts – Myths about the Financial Crisis of 2008. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Working Paper* 666.
- Csaba L. (2009): *Crisis in Economics*. Budapest: Akadémiai Kiadó.
- Denizer, C.–Iyugin, M. F.–Owen, A. L. (2000): Finance – Macroeconomic Volatility. *World Bank Policy Research Paper*, 2487.
- Easterly, W.–Islam, R.–Stiglitz, J. E. (2000): Shaken – Stirred: Explaining Growth Volatility. *Econometrica*, 50(6): 1345–70.
- Fernandez-Villaverde, J.–Rubio-Ramirez, J. F. (2007): Estimating Macroeconomic Models: A Likelihood Approach. *Review of Economic Studies*, 74(4): 1059–87.
- Friedman, M.–Schwartz, A. J. (1963): *A Monetary History of the United States: 1867–1960*. Princeton University Press.
- Hansen, G. D. (1985): Indivisible Labor – the Business Cycle. *Journal of Monetary Economics*, 16(8): 309–327.
- Karras, G.–Song, F. (1996): Sources of Business Cycle Volatility: An Exploratory Study on OECD Countries. *Journal of Macroeconomics*, 18: 621–637.
- Kovács János Mátyás (2009) Ex occidente flux. Vita a makroökonómia hasznáról és a közgazdaságtan felelősségéről. *Közgazdasági Szemle*, 56(10): 881–912.
- Krugman, P.–Obstfeld, M. (2003): *Nemzetközi Gazdaságtan, Elmélet és Gazdaságpolitika*. Budapest: Panem kiadó.
- Kydland F. E.–Prescott, E. C. (1980): A Competitive Theory of Fluctuations, – the Feasibility and Desirability of Stabilization Policy *NBER Working Paper* 6263.
- Kydland F. E.–Prescott, E. C. (1982): Time to Build and Aggregate Fluctuations. *Econometrica* 50(6): 1345–1370.
- Lőrincné Istvánffy H. (2001): *Nemzetközi Pénzügyek*. Budapest: Aula.
- Magas I. (2004): The American Economy – its Global Links: New and Reborn Concerns. *Society and Economy*, 26(1): 1–40.
- Magas I. (2008): Megtakarítások és külső finanszírozás az amerikai gazdaságban, a hitelpiaci válság háttere, 1997–2007. *Közgazdasági Szemle* 55: 987–1009.

- Magas, I., szerk. (2009): *Világgazdasági válság, 2008–2009, Diagnózisok és kezeléseik*; Budapest: Aula.
- Mellár T. (2010): Válaszút előtt a makroökonómia” *Közgazdasági Szemle*, 57: 591–611.
- Mulligan, C. (2008): Is Macroeconomics off Track? *The Economists Voice*, 6(10) www.bpress.com/ev/vol6/iss10/art6/
- Mulligan, C. (2010): Aggregate Implications of Labor Market Distortions: The Recession of 2008–2009 and Beyond, *NBER Working Paper 15777*.
- Ohanian, L. E. (2010): The Economic Crisis from a Neoclassical Perspective, *The Journal of Economic Perspective*, 24(4): 45–66.
- Razin, A.–Rose, A. K. (1994): Business cycle volatility – openness: an exploratory analysis. In: Leiderman, L., szerk.: *Capital Mobility: the Impact on Consumption, Investment and Growth*. Cambridge University Press, pp. 48–75.
- Rogenson R. (1988): Indivisible Labor, Lotteries and Equilibrium, *Journal of Monetary Economics*, 21(1): 3–16.
- Sterling, W. (2009): Looking Back at Lehman: An empirical analysis of the financial shock and the effectiveness of counter measures, *Musashi University Journal*, 57(2).
- Stock, J. H.–Watson, M. W. (2002): *Has the Business Cycle Changed and Why?* Harvard University.
- Sutherland, A. (1996): „Financial Market Integration and Macroeconomic Volatility” *Scandinavian Journal of Economics*, 98: 129–539.
- Weise, C.–Barbera R. (2008): „Minsky meets Wicksell. Using The Wicksellian Modell To Understand the 21st Century Business Cycle”, In: Fontana, G. – Setterfield, M. szerk.: *Macroeconomic Theory and Macroeconomic Pedagogy*, NewYork: Palgrave Macmillan