

Posgay István – Regős Gábor – Horváth Diána – Molnár Dániel

# *Fejezetek a hiszterézisre vonatkozó közgazdasági elméletekből*

**ÖSSZEFOGLALÓ:** A 2008-as gazdasági és pénzügyi válság óta a hiszterézis és az ennek alapján megfogalmazandó gazdaságpolitikai ajánlások a közgazdaságtan fókuszába kerültek. Tanulmányunk a 2008-as válságról és az azt követő hiszterézisről szóló egyes elméleteket, valamint az ezekhez kapcsolódó gazdaságpolitikai ajánlásokat mutatja be. A válság és a hiszterézis elméleti katalizátorként hatott, és az addigi domináns elméletek kereteit feszegetve esetenként jelentős eredményeket produkált, ez a folyamat pedig még ma is tart. A hiszterézis a magyar gazdaság szempontjából is jelentős, hiszen a válság hazánkat különösen erősen érintette. Ugyanakkor a 2010 utáni gazdaságpolitikai fordulatváltás eredményeként sikerült az egyensúlyt helyreállítani és a gazdaságot növekedési pályára állítani. Ezt nevezhetjük pozitív hiszterézisnek is, hiszen a gazdaság a trend alapján a vártnál tartósan gyorsabban növekszik.<sup>1</sup>

**KULCSSZAVAK:** technológiai fejlődés, innováció, pénzügyi ciklusok, ciklus és trend, szekuláris stagnálás, fiskális multiplikátor

**JEL-KÓDOK:** B22, B59, E32, E66

**DOI:** [https://doi.org/10.35551/PSZ\\_2019\\_3\\_6](https://doi.org/10.35551/PSZ_2019_3_6)

A 2008-as gazdasági és pénzügyi válság, valamint az azt követő lassú kilábalás nemcsak a gazdasági élet szereplőit, de az elméleti szakemberek jelentős részét is meglepte.

A válság és a hiszterézis elméleti katalizátorként hatott és az addigi elméletek határait feszegetve, esetenként meghaladva jelentős eredményeket produkált, amely folyamat máig tart. Ezen eredmények egyes részeinek a megjelenítése a tanulmányunk tárgya. Olyan elméleteket mutatunk be, amelyek a domináns

neoklasszikus elmélet addig meg nem kérdőjelezett dogmáiból néhányat elhagyva vagy módosítva próbáltak az elméleti megújulás irányába elmozdulni. A fókuszban a tárgyalt elméletek újszerű, ha tetszik, unortodox jellegének bemutatása áll. Ez utóbbi megalapozott végrehajtása – akár csak pár elmélet vonatkozásában – messze meghaladja egy folyóirat-cikk kereteit, terjedelemben is és mélységben is. Ugyanígy jelentősen meghaladná az empirikus adatokon való részletes tesztelés is a folyóirat terjedelmi korlátait.

Jelen tanulmányunkban először bemutatjuk a hiszterézis fogalmát és jelentőségét. Ezt követően a kiválasztott – a technológiai fejlesztések, a pénzügyi válságok, a ciklus és trend kapcsola-

*Levelezési e-cím:* posgay@szazadveg.hu;

regos@szazadveg.hu; horvath.dia@szazadveg.hu;

molnar.daniel@szazadveg.hu

ta, valamint a fiskális multiplikátor – területeken megjelent elméletekről írunk.

## A HISZTERÉZIS FOGALMA, JELENTŐSÉGE

A hiszterézis fogalma (Blanchard és Summers, 1986) a múlt században merült fel elsőként,<sup>2</sup> majd a 2008-as válság kapcsán tett szert szélesebb körű jelentőségre. Általánosabban a válságok utáni, trend alapján várt növekedéshez képesti lassulást értjük alatta.

A hiszterézis megítélésének jelentős módosulása szemléltethető, ha összevetjük a jelenség egyik névadójának, *Blanchardnak* a válság kitörése előtt tett kijelentéseit („*a makrogazdaság általános állapota jó...*”<sup>3</sup>) azzal a hatalmas erőfeszítéssel, amelyet később a jelenség megértése érdekében önmaga és mások is tettek (lásd pl.: Blanchard és Summers, 2015).

A hiszterézis olyan erjedést indított el a közgazdasági gondolkodásban, amely keretében egyesek a korábbi uralkodó elméleti irányzatokat jelentős tűz alá vették. Vannak, akik a közgazdasági elméleti gondolkodás csődjének eredményeként értelmezik a válság bekövetkeztét, az arra adott gazdaságpolitikai válaszokat, és az azokból fakadó növekedési problémákat.

*Stiglitz* (2012, 2014) egyértelműen emberi tényezőknek tulajdonítja a válságot, amely szerinte messze nem volt elkerülhetetlen. Véleménye szerint az amerikai monetáris és pénzügyi szabályozási hatóságok politikája vezetett válsághoz az USA-ban és Európában is, de a közgazdászok és modelljeik felelőssége is jelentős. A standard modellek nem pusztán nem voltak képesek a válságot előre jelezni, hanem azok alapján a válság be sem következhetett volna, így nem voltak alkalmasak arra, hogy kiutat mutassanak a gazdaságpolitika számára. A buborék kipukkanása után azt mutatták, hogy a válság féken tartható lesz, nincs

szükség sem lényeges gazdaságpolitikai kurzus-, sem makroökonómiai paradigmaváltásra (Blanchard et al., 2010). *Stiglitz* szerint a modellek egyik lényeges hiányossága, hogy nem voltak képesek a hitelpiacot kellően lemodellezni, pedig nem ez volt az első olyan eset a gazdaságtörténetben, amikor a hitelboom nagy visszaeséshez vezetett (lásd pl. az első ilyen válságként az 1637-es „tulipánmániát”).

*Stiglitz*, utalva saját korábbi munkájára (*Stiglitz*, 1982 in *Stiglitz*, 2014: 5), megjegyezte, hogy az aszimmetrikus informáltság még a racionális várakozások hipotézise mellett is világosan megmutatja a viselkedési közgazdaságtan modellekbe történő bekapcsolásának szükségességét. Ezt markánsan támasztották alá a piaci szereplők viselkedési sajátosságai a 2008-as válság előtti felfutásnál, mivel azok jelentős része nem volt összeegyeztethető az optimális informáltság melletti racionális viselkedés paradigmája által leírtakkal.

Szintén kritizálja *Stiglitz* (2014) a keynesi alapokból kinőtt, Hicks-féle fix bér-/árelméletet használó modelleket is. A kényszerű munkanélküliség lehetőségének egyfajta „piaci hibaként” történő elismerése még nem jelenti szerinte azt, hogy ezek a modellek „jók”. A modellfeltételek szerint lefelé rugalmas bér esetén, ha a bérből élők elfogadnák az alacsonyabb béreket, és ebben nem gátolnák őket a szakszervezetek, esetenként az állam, akkor a munkapiac meg tudna tisztulni, a gazdaság pedig visszatérne a potenciális növekedési szinthez. A válság megmutatta e modellek hibáit is, hiszen annak kezdeti éveiben az USA – amely a fejlett országok közül talán a legrugalmasabb munkapiaccal rendelkezik – sokkal rosszabbul teljesített, mint az észak-európai országok. *Stiglitz* szerint valójában már sokkal korábban diszkreditálódtak ezek a modellek, hiszen számos olyan országban volt magas a munkanélküliség, amelyben nem vagy alig volt szakszervezet, illetve munkát védő állami szabályozás.

Stiglitz szerint a közgazdaságtan átalakításához olyan alternatív modellekre van szükség, amelyek jobb válaszokat tudnak adni a mély visszaesések mögött húzódó három fő kérdésre:

① Mi a zavarok oka? – A sztenderd modellek szerint külső technológiai sokkok, holott a valóság az, hogy a piaci szereplők által kiváltott eseményekről van szó.

② Miért van látszatra a kis sokkoknak is nagy hatásuk? – A klasszikus elmélettel ellentétben a rendszer nem tompítja, hanem gyakran felerősíti a sokkokat.

③ Miért tart sokáig a lefelé tartó fázis, amikor ugyanazon humán, fizikai és természeti erőforrásaink vannak válság előtt és után? – A standard elméletek nem adnak az elhúzódásra magyarázatot.

A hiszterézis nemcsak elméleti jelentősége, hanem gyakorlati hatása miatt is a közgazdasági elemzések egyik központi témájává vált. Ball (2014) a hiszterézisből eredő, hosszú távú veszteségek mérésére tett kísérletet. Eredményei szerint azon országok számíthatnak hosszú távon a legnagyobb veszteségre, amelyeknél a legmélyebb volt a recesszió. A 23 ország aggregált számai alapján 2015-ben a potenciális kibocsátási veszteség Ball szerint 8,4 százalékos volt, amely akkora, mintha a válság eltüntetné volna Németország gazdaságát.

Ball szerint fontos lenne tisztázni, hogy a válság hatása aszimmetrikus-e, hogy megválaszolhatóvá váljon, milyen módon lehetne az általa okozott kárt hosszú távon kompenzálni.

## CIKLUS ÉS TREND KAPCSOLATA, SZEKULÁRIS STAGNÁLÁS

A hagyományos megközelítés szerint a kínálat által determinált hosszú távú növekedési egyensúlyi pályára – trendre – nem hatnak a kereslet rövid távú ciklikus ingadozásai, így a kibocsátásnak néhány év alatt vissza kell térnie az eredeti, trend által kijelölt pályához.

## A szekuláris stagnálás elméletének aktualitásáról

A trend és ciklus kapcsolata vonatkozásában, a válság utáni lassú kilábalás értelmezésében felmerült a trend természetes (például demográfiai vagy technológiai okok miatti) lassulásának koncepciója. Summers (2013, 2014, 2016) mutatott rá a szekuláris stagnálás<sup>4</sup> aktuálissá válásának esetleges veszélyére. Felvetette, vajon lehetséges-e, hogy az USA és a nagyobb gazdaságok nem tudnak visszatérni a teljes foglalkoztatottsághoz és a stabil növekedéshez unortodox gazdaságpolitika nélkül. A rövid távú kamatokat lényegesen torzította a nulla alapkamat, a reálkamatok nem csökkenhettek kellő mértékben ahhoz, hogy a beruházásokat a teljes foglalkoztatáshoz szükséges szintig ösztönözzék. Emellett a csökkenő árak és bérek rontották a helyzetet, mivel arra ösztönözték a fogyasztókat és a befektetőket, hogy halasszák el költségeiket.

Summers (2014) szerint a növekedés tendenciáját hosszú távon hátrányosan befolyásolhatják az üzleti ciklusok változásai, különösen, amikor nulla alapkamat mellett a monetáris politika hatékonysága megkérdőjeleződik. Az amerikai gazdaság 2014-ben 10 százalékkal maradt el a 2007-es előrejelzések által prognosztizálttól. Ebből 5 százalékpont a trendbecslés 2013-as módosításából eredt, 5 százalékpont pedig a becsült kibocsátási rés volt. A foglalkoztatási rátát tekintve a 25–54 éves korosztályoknál a válság utáni csökkenés csak kismértékben kompenzálódott.

Craighead (2019) egy új-keynesi-modell segítségével bemutatta, hogy a gazdaságot érő sokkhatás a munkaerőpiac hatékonyságának és így a tartós munkanélküliek számának növekedése eredményeként a munkanélküliségi ráta természetes szintjét is emeli, tehát van strukturális hatása.

A helyzet Magyarországon is hasonló volt. Az 1995 és 2006 közötti GDP-növekedés trendjét 2018-ig extrapolálva az látható, hogy

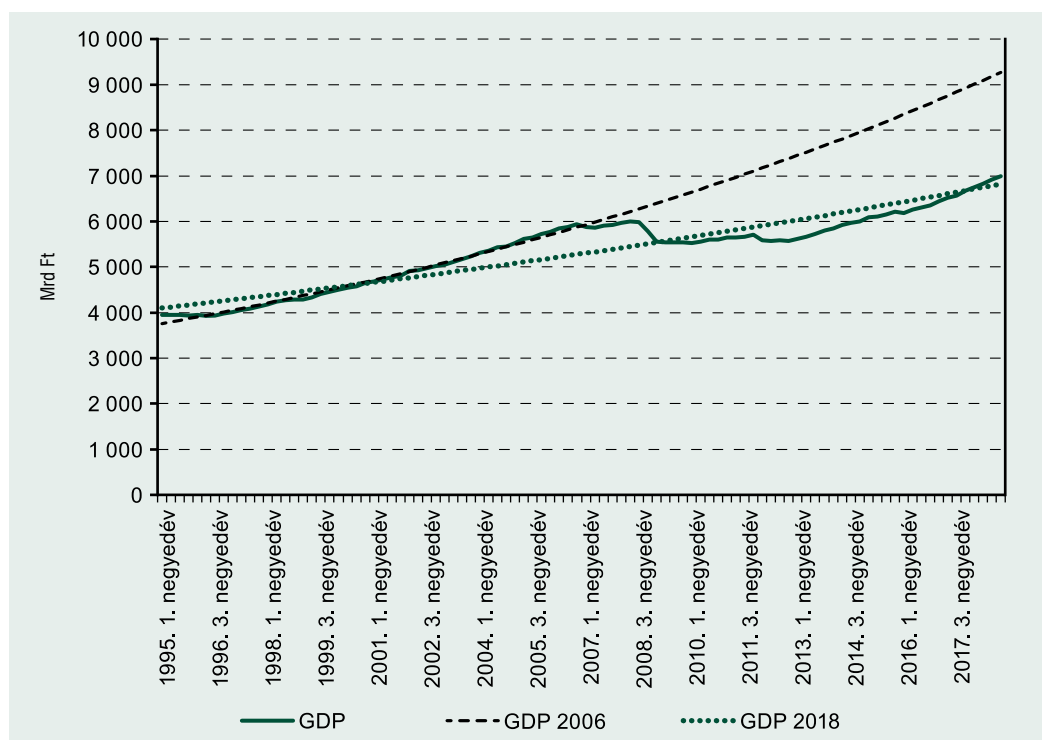
a 2018-as tényleges GDP 32,6 százalékkal maradt el a válság előtti trend szerint várhatótól (lásd 1. ábra). Summers (2014) becslései szerint az USA-ban az elmaradás leginkább a tőkeállomány lassabb növekedéséből és a ledolgozott munkaórák alacsonyabb számából ered. Ezzel szemben Magyarországon számításaink szerint a 2010 utáni reformintézkedések eredményeként a foglalkoztatás a korábbinál magasabb szintre állt be. Így azonban az elmaradást nagyobb részben a bevonzott új munkaerő alacsonyabb termelékenységége, kisebb részben pedig a tőkeállomány alacsonyabb szintje eredményezte. Váry (2019) szintén megerősítette, hogy a 2008-as válság hosszú távon hatott a legtöbb fejlett gazdaságra.

A válság Magyarországot régiós versenytársainál sokkal súlyosabban érintette a korábbi túlzott eladósodás miatt. A gazdaság talpra állításához stratégiai változásokra volt szükség, melyeket György és Veress (2016) tanulmánya mutat be. Ennek legfontosabb elemeiként a szerzők a következőket sorolják fel:

- a foglalkoztatás növelése – a segélyen élők számának csökkentése és aktivizálásuk a munkaerőpiacon;
- a kkv-k adóterhelésének csökkentése;
- szektorális különadók bevezetése, melyből lehetőség nyílt a munkát terhelő adók csökkentésére;
- nettó bérek növelése;
- külső adósságállomány leépítése;

1. ábra

### A MAGYAR GDP ÉRTÉKE 2005-ÖS ÁRAKON, VALAMINT A 2006-IG ÉS A 2018-IG TARTÓ IDŐSOROK ALAPJÁN BECSÜLT TREND



Forrás: KSH, saját számítás

- az államadósságon belül a devizaarány csökkentése;
- az állam részesezésének növelése a működő vagyonból.

A tanulmány szerint a 2010 utáni gazdaságpolitika a korábbi hibás stratégiai döntések kezelését célozta meg. Ezzel sikerült a korábbi egyensúlytalanságok után ismét növekedési pályára állítani a gazdaságot. Az új gazdaságstratégia érintette a közpénzügyi rendszert is (Domokos, 2011). *Domokos* az intézményi átalakítás szükségessége mellett a fegyverezett költségvetési politikával, valamint a takarékos és felelős állami gazdálkodással érvel, bemutatva a korábbi kudarokat. Ennek keretében elemzi az Alaptörvényben megjelenő adósság-szabályokat, a Költségvetési Tanács és az Állami Számvevőszék átalakulását. *Lentner* (2015) a 2010 óta bekövetkezett gazdaságpolitikai fordulat kapcsán a társadalmi tehermegosztás és az állami szerepvállalás fontosságát (monetáris politika és közpénzügyi ellenőrzés) emeli ki.

Ezek a változások a hiszterézis szempontjából azt jelentik, hogy bár a válság következményei miatt a GDP elmarad a korábban várt szinttől, a stratégiaváltás nyomán sikerült egy magasabb növekedési pályára állítani a magyar gazdaságot, így a potenciális növekedés is magasabban alakulhat, mint a korábbiakban. Ezt nevezhetjük pozitív hiszterézisnek is, vagyis hogy a sikeres reformok nyomán a potenciális növekedés a korábbinál magasabb szintet ér el, nem a korábban várt potenciális pálya alá, hanem fölé kerültünk. Természetesen kérdés, mi történne egy újabb válság idején. Itt is érvényesíthető a pozitív hiszterézis, hiszen a gazdaságpolitikai reformok nyomán a válság hatása a korábbinál kisebb lehet, így a hosszabb távú visszaesés mértéke is.

Ezzel szemben több európai uniós országban a nemkonvencionális lépések elmaradása nyomán máig nem sikerült túljutni a válságon: a görög 2005-ös áron számított GDP 2018-ban 23,6 százalékkal maradt el a 2008-astól,

míg az olasz 3,3 százalékkal. Mindez úgy, hogy az EKB nemkonvencionális monetáris politikai eszközei mindkét országban megjelentek, ám ezek önmagukban nem bizonyultak elegetőnek. *Summers* (2014) szerint a válság előtti növekedési szint nem volt fenntartható, amit a reál ingatlanárak túlzott, bizonyos időszakokban éves alapon akár 100 százalékos növekedésével is magyaráz. Hazánkban azonban ilyen tendencia nem látható, a válságot megelőzően a reál ingatlanárak inkább csökkentek. Ez az USA-ban együtt járt az adósság/jövedelem arány nagymértékű emelkedésével is, mely folyamat Magyarországon szintén megfigyelhető volt (*lásd 2. ábra*).

A tőkejavak relatív ára a 2008-as válság-éveket leszámítva folyamatosan csökkent (*Summers*, 2014). Általában megfigyelhető továbbá, hogy a központi bankok jelentős tartalékokat halmoztak fel, aránytalanul nagy részüket kifejezetten biztonságos eszközökben. A fentiek együttes hatása a természetes kamatláb számottevő csökkenése. A reálkamatok mérséklődése Magyarországon is megfigyelhető: 3 százalékos körüli inflációt 1 százalékos alatti jegybanki alapkamat és bankközi kamat kíséri.

## A SZEKULÁRIS STAGNÁLÁSI ELMÉLET BÍRÁLATA

*Rogoff* (2015) bírálta a szekuláris stagnálás elméletét, és a pénzügyi ciklus sajátosságaival magyarázta a kilábalás elhúzódását. Erre bizonyíték a kibocsátás csökkenésének mértéke mellett az egy főre jutó jövedelmek alakulásának U-görbéje, amely általában jellemzi a mély pénzügyi válságokból történő kilábalást. Szintén a pénzügyi ciklus mellett szól a lakásbuboréknak és kipukkanásának nagysága, a buborékot kísérő tőkeát-tétek mértéke, az eszközárak alakulása a válság előtt és után, valamint az a tény, hogy a válság után a munkanélküliség növekedése messze tartósabb volt, mint egy szokásos, pénzügyi válság-

### ADÓSSÁG/JÖVEDELEM ARÁNY A HÁZTARTÁSOKNÁL MAGYARORSZÁGON 1995 ÉS 2017 KÖZÖTT



Forrás: KSH, MNB, saját számítás

gal nem kombinált recesszió esetében. A hitelek emelkedése következtében az eszközárak nőnek, növelve értéküket fedezetként, ezáltal elősegítve a hitelek bővülését és az eszközárak további emelkedését. Amikor a buborék kipukkan az egész folyamat az előzőek radikális ellentétébe csap át. A szerző szerint túlságosan előtérbe kerültek a válságra szabott ortodox gazdaságpolitikai válaszok és túlságosan háttérbe az unortodoxok, holott ezek alkalmasabbak egy pénzügyi válság által felerősített válság kezelésére. A döntéshozóknak erőteljesebben kellett volna kikényszeríteni az adósságleírásokat a bankok konszolidációja és feltőkésítése során. Ezen kívül Rogoff szerint a válság kitörése előtti agresszívabb kamatemelési politikával a nulla kamatláb problémája elkerülhető lett volna. A fiskális politika (az ortodox válasz egyik eszköze) kezdetben hasznos volt, de azután sok ország idő előtt visszafogta a költségeit.

A szerző szerint a szekuláris tényezők (a fejlett országok demográfiai visszaesése, a várhatóan csökkenő női munkaerő-beáramlás a gazdaságba vagy az ázsiai országok növekedésének lassulása) mindig szerepet játszottak a válság kirobbanásában, miközben a banki válságok mindig mélyebben gyökerező reáltényezőkhez kötődtek és inkább erősítő mechanizmusok, semmint kiváltó okok voltak. Stiglitz (2014) kétségét fejezte ki a reálkamat szerepét illetően. Véleménye szerint (főleg az ingatlanszektoron kívül) nincs kellő bizonyíték a reálkamatláb beruházásra gyakorolt hatására, inkább a nominális kamatláb jelentős. A hagyományos mechanizmust, amelyen keresztül az alacsonyabb kamatlábak hosszú távon pozitívan hatnak a gazdaságra, a kedvezőbb feltételű hitelek megnövekedett beáramlása idézi elő. Ez azonban napjainkban nem játszik szerepet a következők miatt.

① A leginkább hitelkényszerben lévő vállalatok, döntően kkv-k, helyzete nem változott, a forráskínálat számukra továbbra is korlátozott. Miközben a nagybankoknak jelentős összegeket juttattak, amelyek a monopol profit és spekulációs nyereség révén aztán helyreállították mérlegüket, a kisebb regionális és közösségi bankok – amelyektől a kkv-k függenek – gyengék maradtak.

② A nagy multinacionális vállalatok jelentős készpénzállományt halmoztak fel. Ha a kamatkörnyezet nem ösztönözte őket beruházásra, akkor a kisebb kamatlábváltozás sem elegendő.

③ A bankrendszer megőrzését szolgáló bankkonszolidáció nem versengő piacokat hozott létre, ahol a piacvezetők az alacsonyabb kamatokon nem osztoztak a fogyasztókkal, hanem még nagyobb marzsokat élveztek.

④ A globalizáció világában a pénz oda áramlik, ahol nagyobbak a hozamok: tehát oda megy, ahol nincs rá szükség, és nem oda, ahová kellene.

⑤ A központi bankok tevékenysége gyakran ellentétes egymással: az egyik likviditást bővít, míg a másik szűkít.

A sztenderd modellek logikája alapján a vállalatok alacsony kamatlábak mellett is hozzáférnek hosszú távon a tőkéhez, így tőkeintenzív beruházásokba fektetnek, mivel a tőkejavak költsége jobban csökken, mint a béreké. Ez azt jelenti, hogy a kibocsátás tetszőleges szintje mellett a foglalkoztatás csökkenni fog, vagyis a laza monetáris politika a munkanélküliség élnküléséhez vezethet. Stiglitz azonban nem a feszebb monetáris politika szükségessége mellett érvel, hanem azt állítja, hogy a gazdaságélénkítéshez a monetáris politika helyett másfajta gazdaságpolitika szükséges.

*Eggertson et al.* (2019) egy OLG-modell segítségével modellezték a szekuláris stagnálást. Azzal érvelnek, hogy az alacsony kamatszint – szemben az irodalomban szokásos feltevésekkel – nem csak átmeneti, nem szűnik meg magától, azért tenni kell. A negatív reálkamatok eltüntetésére kétféle megoldást vizsgálnak: az

inflációs cél növelését, illetve a fiskális stimulus alkalmazását. Az inflációs cél emelését kevésbé ajánlják, tekintettel arra, hogy egyrészt nagymértékű célemelés lenne szükséges, másrészt a szekuláris stagnálást, mint egyensúlyt, ez sem szüntetné meg. Ezzel szemben a fiskális expanzió alkalmas lehet a problémák megoldására.

Summers (2013, 2014) szekuláris stagnálás elmélete túllép a trend–ciklus kapcsolat hagyományos értelmezésén, kimutatja és számszerűsíti a ciklus trendromboló hatását, kiemeli a kereslethiány jelentőségét, és a kereslet növelését az állami beruházások emelése révén tartja megvalósíthatónak. Rogoff (2015) és Stiglitz (2014) bírálta Summerst, amiért modellje a természetes reálkamatlábat mint általános egyensúlyteremtő tényezőt jeleníti meg, amivel a hagyományos elméleti koncepciónál jellemző keretek között marad. Stiglitz több olyan, a gazdaságban jelenlévő tényezőre is rámutat, amelyek miatt a mai gazdasági viszonyok mellett az ortodox monetáris eszköztár hatékonysága megkérdőjelezhető, szembe megy ezáltal a válság előtt uralkodó, domináns elméleti irányzattal. Rogoff szekuláris stagnálás látszatát pénzügyi válsággal magyarázó koncepciója a válságellenes ortodox eszköztár pénzügyi válság kezelésében történő alkalmazásának korlátozott hatékonyságára mutat rá és egyben kiemeli, hogy a hitelezési szuperciklusoknak makrogazdasági modellbe történő beillesztése a válság előtti domináns elméleti irányzat egy jelentős korlátja.

A magyar adatokat látva egyet kell értenünk Summersszel, hogy a trend–ciklus kapcsolat hagyományos értelmezésén túl kell lépni. A szekuláris stagnálás elméletével szemben fontos hangsúlyozni a pénzügyi ciklusok szerepét, hiszen ez Magyarországon is nagyban hozzájárult a válság elhúzódásához a 2008 előtti túlzott eladósodás, majd a hitelfelvétel befagyása miatt. A válságból való kilábalásban ugyanakkor fontos szerepet játszott a hitelhez való hozzáférés biztosítása és ezen keresztül a kamatok csökkenése. Ezen beruházások

azonban, bár sok esetben tőkeintenzívek voltak, mégsem a munkakereslet csökkenésével, hanem annak bővülésével jártak azok kapacitásbővítő jellege miatt. Egyetérthetünk ugyanakkor Stiglitz megállapításával is, miszerint a nominális kamatlábak alakulása fontosabb, mint a reálkamatoké, hiszen előbbi a hitelfelvevők számára értelmezhetőbb.

## A HISZTERÉZIS ÉS A TECHNOLÓGIAI FEJLESZTÉSEK, BERUHÁZÁSOK KAPCSOLATÁRA VONATKOZÓ ELMÉLETEKRŐL

Egy ország hosszú távú növekedése a K+F-be, infrastrukturális projektekbe, emberi tőkébe való beruházásai által jelentősen meghatározott (Verspagen, 2005). A trend és ciklus kapcsolatának kritikus eleme a technológiai fejlődés, az innováció és a beruházási tevékenység viszonyrendszere. A technológiai haladás az innovációs tevékenység által – a beruházásokon keresztül – jelenik meg a gazdaságban, miközben a beruházások ciklikus függőséget mutatnak, így a hiszterézis befolyásolja a beruházási, valamint az innovációs tevékenység alakulását is.

A kereslet–kínálat kapcsolatának és az innovációnak a hiszterézisben játszott szerepével kapcsolatban *Reifschneider et al.* (2015) vizsgálták, hogy az USA gazdasága a válság hatására milyen kínálati oldali kárt szenvedett. Azt találták, hogy a 2000–2007 közötti trend alapján a veszteség 2014 végére körülbelül 7 százaléka volt a potenciális kibocsátásnak. Becslésük szerint a legjelentősebb trendhez képesti csökkenést a munka termelékenysége szenvedte el, ami a tőkefelhalmozás meredek csökkenésének és a teljes termelékenységi mutató (TFP) lassabb emelkedésének a következménye. A kínálati oldal csökkenése szerintük endogén válasz a gyenge aggregált keresletre. A TFP lassabb emelkedésének oka, hogy aránytalanul lecsökkent az újonnan piacra lépő, a legújabb tech-

nológiát nagyobb arányban alkalmazó vállalkozások száma a ciklus lefelé menő fázisa során.

*Garcia-Macia* (2015) az immateriális tőke és az innováció szerepére mutatott rá. Megállapította, hogy a pénzügyi sokkok az immateriális tőke finanszírozását jelentősen megdrágítják, és az ennek következtében kialakuló immateriális tőkeképzés-csökkenés az oka, hogy a kibocsátás tartósan a trend alatt marad. A spanyol feldolgozóipar adatainak elemzésén keresztül rávilágított, hogy a 2008 és 2013 közötti időszakban kialakult hozzáadottérték-csökkenésnek több mint a fele az immateriális javak sajátos tulajdonságainak volt betudható.

Mivel az immateriális tőkét hitelfedezetként nehezebb elfogadni, mint a materiálist, ezért fizetéseképtelenség esetében a hitelezők kisebb arányú megtérülési rátával számolnak, így az immateriális tőkeberuházás pénzügyi sokkok esetén megdrágul.

A spanyol feldolgozóiparban a recesszió együtt járt az immateriális tőkét intenzíven használó cégek magas eladósodásával, beruházásaik csökkenésével, illetve nagyarányú megszűnésükkel. A szerző azt is megállapítja, hogy az innováció terjedése mindig lassabb, ha kisebb a tőke értékvesztése. Ez az átszivárgási faktor önmagában majdnem megduplázta a GDP-nek a trendhez történő várható felzárkózási idejét. A szerző az USA-ban végbement gyorsabb kilábalást részben annak tudta be, hogy míg Európában az innováció alapvetően hitelből történik, addig az USA-ban a saját tőkerész szerepe a jelentősebb.

Garcia-Macia bírálta az Európai Unió által kidolgozott, Juncker-tervként ismert programot, amelyben a kockázatosabb befektetések hiteltámogatásának nagyságát a cégméret határozza meg. Helyette a cégeknek életkoralapú tőketranszfer-juttatást javasolt, amely enyhítené a pénzügyi sokkok következményeit, a fiatalabb cégeknek könnyebb lenne hitelhez jutniuk, valamint magasabb arányú megtérülések lennének elérhetőek számukra a materiális és



különösen az immateriális befektetések eredményeként. Mindez makrogazdasági szinten egészségesebb eszközallokációt és magasabb növekedési pályát eredményezne. Modellje szerint, ha javaslatát 2009-től bevezették volna, akkor ez a 2008–2013 közötti GDP-kiesést 13,2 százalékról 2,7 százalékra mérsékelte volna.

*Bianchi et al.* (2014) DSGE-modellükben endogén tényezőként kezelték a technológiai fejlődést, valamint az adaptációs és terjedési rátákat, majd ez alapján vizsgálták a 2001-es recesszió és a 2008-as válság hatását a technológiai fejlődésre.

Az elemzés szoros kapcsolatot mutatott az üzleti ciklikus hullámzások és a hosszú távú növekedés dinamikája között. A beruházási határhatékonyság pozitív sokkja a fizikai tőkeberuházás emelkedéshez vezet, ami növeli a K+F-tőke (pl. tudástőke) határtermelékenységét a termelés bővülésének köszönhetően. A nagyobb K+F-tőkeképzés és a magasabb technológiai adaptációs- és implementációs-ráta tartós növekedést eredményez a tudás terjedésének eredményeképp, mivel ennek szerepe jelentős a recessziók következményét illetően, főleg hosszabb időhorizonton.

A szerzők arra az eredményre jutottak, hogy a 2008-as válság jelentős technológiai adaptációs és felhasználási ráta visszaeséssel társult, míg a K+F-et lényegében nem érintette. A 2001-es recessziónál a K+F-beruházások érdemben csökkentek az információs technológiai buborék kidurranása után, viszont csak enyhe technológiai adaptációs-ráta-változás következett be. A legutóbbi recesszió rövid távon sokkal súlyosabb volt, ugyanakkor hosszabb távon a trend növekedésére kevésbé hatott, mint a 2001-es.

Az Eurostat adatai alapján a visegrádi országokban, illetve az EU-ban a K+F-ráfordítások GDP-arányos értékét nem befolyásolta a 2008-as válság, azonban a beruházások volumene visszaesett (lásd 3. ábra).

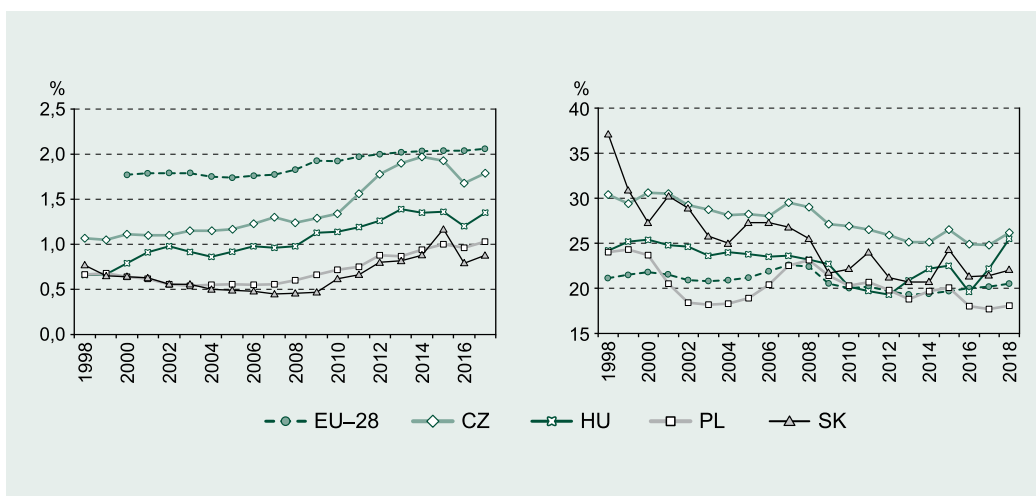
*Sedgley et al.* (2018) a gazdasági ciklusok hatását vizsgálták a vállalkozások K+F-kiadásaira

22 fejlett ország adatain. Eredményeik szerint a vállalatok K+F-beruházásai a hitelezési korlátok figyelembevételével mellett is prociklikusak, és a ciklus alakulására adott válaszok szimmetrikusak. Bizonyítékot találtak arra is, hogy kapcsolat van a hitelfelvétel alakulása és a K+F-ráfordítások között, ezt azonban kevésbé a hitelezési korlátok okozzák, sokkal inkább a hitelkereslet visszaesése.

A válság hatására viták alakultak ki arról is (*Bianchi et al.*, 2014), hogy az innovációnak, a technológiai fejlődésnek hogyan kellene a tartósan fenntartható növekedést szolgáltatnia, különös tekintettel az állami szerepvállalásra.

*Mazzucato és Perez* (2014) szerint a válság utáni helyzet a szokásos költségvetési és monetáris politikai eszközök révén, még a pénzügyi rendszer reformjával kiegészítve sem volt orvosolható. Jelentős intézményi újítások szükségesek ahhoz, hogy úrrá lehessen lenni a túlpénzügyesedett gazdaságon és a mélységesen polarizált jövedelmi viszonyokból következő társadalmi problémákon. Ehhez hatalmas innovációs potenciálnak kell profitábilis lehetőségeket biztosítani és meg kell teremteni a feltételeit egy igazságosabb jövedelemelosztásnak. Az innovációvezérelt növekedés kialakulásához, a szerzők szerint pénzügyi és makrogazdasági növekedéspolitikai reform szükséges, ahol az „okos” és inkluzív növekedés állam által irányított és innovációvezérelt. Ez a jelenlegi állami irányítási modell megreformálásával együtt mehet csak végbe, amely következtében a megváltoztatott állami irányítás nagyobb ösztönzöt biztosít a vállalatok számára, hogy visszaforgassák profitjaikat olyan hosszú távú értékeket teremtő ágazatokba, mint a humántőke képzése vagy a K+F. Szükséges, hogy az állam világos irányt szabjon az innovációnak, koherens politikát dolgozzon ki, valamint úgy alakítsa ki a játékeret és a játékszabályokat, hogy jutalmazza azon cégeket, amelyek akarnak és tudnak a jövő lehetőségeibe befektetni.

### A K+F ÉS A BERUHÁZÁSI RÁFORDÍTÁSOK A GDP SZÁZALÉKÁBAN



Forrás: Eurostat

Véleményünk szerint a K+F+I-ráfordítások ciklikus ingadozása természetes folyamat: válság esetén a vállalkozások a rövid távú túlélés érdekében ezen tevékenységüket könnyen le tudják építeni, amely azonban hosszú távon versenyhátrányt okozhat számukra. Magyarországon az innovációs hajlam a cégek körében egyébként is alacsony, így egy a jövőben bekövetkező válság esetében törekedni kell arra, hogy ez ne csökkenjen még alacsonyabb szintre. Bianchi et al. (2014) tanulmányához csatlakozva hangsúlyozhatjuk, hogy ebben fontos lehet az állam szerepe is, hiszen forrásokkal segítheti a K+F-tevékenység fenntartását.

### A HISZTERÉZIS, A PÉNZÜGYI VÁLSÁGOK ÉS A CIKLUSOK KAPCSOLATA

A 2008-as válság egyik fő kiváltója a 2000-es években kialakuló ingatlanpiaci buborék volt, majd az ebből kibontakozó pénzügyi válság, amelyet kényszerű mérlegalkalmazkodás követett (Kiss és Szilágyi, 2014; MNB, 2016).

A válság kapcsán felmerült, hogy az adósság negatívan érintheti a hosszú távú növekedési lehetőségeket. Reinhart és Rogoff (2010) arra a megállapításra jutottak, hogy ha egy ország adóssága eléri a GDP 90 százalékát, a további eladósodás lényegesen károsítja a növekedést. A megállapításaikat ugyanakkor számos kritika érte. Stiglitz (2014) azt emeli ki, hogy a kiadások formáit és az általános gazdasági körülmények hatásait is figyelembe kell venni, ha ilyen arányokat kívánnak meghatározni. Herndon et al. (2014) pedig arra hivatkoznak, hogy Reinhart és Rogoff adattisztítási és súlyozási módszertani hibákat vétettek, ami arra vezetett, hogy egészében sokkal szélesebb skálán mozoghat az érintett országok növekedése.

Minsky (1992) hipotézise szerint a pénzügyi piacok hajlamosak az instabilitásra, a piaccgazdaságok keretében gyakran képződhetnek buborékok. Ha valamilyen ok folytán felpezsdül a befektetési piac, akkor magas hozamokat várnak az adott befektetési fajtától, így folyamatosan újra és újra visszaforgatják befekteté-

seiket. A bankok pedig egyre több hitelt adnak és lazítják a feltételeket. A csúcsponton kiszállók nagy nyereségre tehetnek szert, majd amikor elkezd a buborék összezsugorodni, kitör a pánik és szinte mindenki egyszerre akar szabadulni a befektetésétől. Ebben a folyamatban az úgynevezett Minsky-momentum akkor következik be, amikor a bankok és más hitelezők arra kényszerülnek, hogy eladják még biztonságos eszközeiket is azért, hogy kifizethessék esedékes kötelezettségeiket. A pénzügyi piaci buborékképződés és a pénzügyi instabilitás elkerülhetetlenségét vallva Minsky úgy látja, hogy amikor jobb idők járnak, akkor a bankok növelik eszközeik kockázatosságát a magas megtérülés reményében és egyre többet vesznek kölcsön, hogy finanszírozzák eme eszközöket, illetve, hogy növeljék profitjukat.

A hitelezési tevékenység sajátos hatásai kapcsán *Guzman és Stiglitz (2015)* pszeudovagyon elmélete azon hiányosságra hívja fel a figyelmet, hogy viszonylag kis volumenű, a modellekben meg sem jeleníthető hatások (például a különböző gazdasági szereplők eltérő várakozásai) is eredményezhetnek nagyarányú reálgazdasági mozgásokat. A megállapítás gyakorlati jelentősége, hogy ha a gazdaságpolitika nem számol ezzel, akkor alulbecsüli a kilábaláshoz szükséges időt (ahogy az történt az IMF- és a Fed-modellek esetében). A modell azon a logikai feltevésen alapul, hogy a gazdaság szereplői eltérő várakozásaikat – például a határidős piacokon – megpróbálhatják pénzre váltani. A felek által elvárt jövőbeli nyereséget nevezték el a szerzők pszeudovagyonnak, amely a reálvagyon hatásán alapuló gazdasági cselekedeteket válthat ki. A pszeudovagyon visszaesése miatt bekövetkezett fogyasztáscsökkenés pedig kibocsátás- és ezen keresztül ár- és reálbércsökkenéshez vezethet, amely növelheti a felvett adósság reálterhét, és folytatólagosan mérsékelheti a fogyasztást. Ez az árak és bérek rugalmatlansága miatt okozhat problémát: a túlzott ár- vagy bércsökkenés

nem indexált adósságok esetében megnöveli a törlesztések reálterhét, csökkenti az aggregált keresletet, amely tovább mérsékeli az árakat és béreket.

A pszeudovagyon elméletébe illeszthető a magyarországi devizahitelezés példája is. A hitel felvételekor az adósok sokkal alacsonyabb törlesztőrészekre számítottak, így ez a válságot követő időszakban az aggregált kereslet visszaeséséhez vezetett, míg a válságot megelőzően egy túlzottan magas fogyasztási pályát eredményezett. Egy gazdasági válság esetén azonban nem csak a pszeudovagyon visszaesése okoz problémát: Ekkor a hitelezési korlátok effektívvé válnak, így az adósok hitelállományuk csökkentésére kényszerülnek, illetve a hitellel nem rendelkező háztartások óvatossági megtakarításaikat növelik, ezáltal szűkítve az aggregált keresletet (*Guerrieri és Lorenzoni, 2017*).

*Stiglitz (1990)* szerint, ha bizonyos termékeknek magas a piaci ára, azt gondolhatják a szereplők, hogy ez a jövőben is így lesz, ami tényleges reálgazdasági változásokat okozhat. A buborék kialakulásával kapcsolatban úgy véli, hogy amennyiben a befektetők várakozásai tükrözik, hogy hisznek az eszköznek a vártnál magasabb áron történő eladhatóságában, akkor az eszköz ára növekedni fog. *Stiglitz* szerint buborék akkor keletkezik, ha a mai magas árnak csupán az az oka, hogy a befektetők hisznek a jövőbeli ár magas alakulásában, a reáltényezők viszont ezt nem igazolják.

A reálszférára épülő pénzügyi rendszer belső zavarai időnként torzítják a reálszféra felé irányuló transzmissziós csatornák hatékonyságát. A pénzügyi rendszer működését szolgáló és felügyelő intézmények szerepe ex-ante és ex-post vonatkozásban is elengedhetetlen. Ugyanakkor a buborékképződés felveti *Minsky (1992)* azon megállapítása mélyebb vizsgálatának szükségességét, hogy ez a jelenség immanens része-e korunk gazdasági

rendszerének. A legtöbb válság után természetesen történnek stabilizáló intézkedések úgy szabályozási, mint intézményi oldalon, ugyanakkor mélyebb elemzések elősegíthetnék annak tisztázását, hogy ennek gyökere mennyire nyúlik a rendszer mélyébe, és annak mely alappillérijéhez hogyan kapcsolódik (pl. rövid távú profitmotívum). Enélkül a pénzügyi válságok visszatérő jellege nehezen lesz meggátolható. A válság kapcsán a fejlett világban – így Magyarországon is – jelentős előrelépés történt a pénzügyi intézmények szabályozásában és felügyelésében. Ez kiterjedt a pénzintézetek és ügyfelek kapcsolatainak konszolidálására is, az MNB nagy hangsúlyt helyezett általában a fogyasztóvédelemre és azon belül külön a kiszolgáltatottabb fogyasztók védelmére (Lentner, 2016). A korábbi, mikroszintű felügyeletet kiegészítette a makroprudenciális, a rendszer szereplői közötti kapcsolatot is figyelembe vevő felügyelés és szabályozás. Véleményünk szerint azonban túlzott elbizakodottság lenne kijelenteni, hogy a jövőben a pénzügyi rendszer felől nem jelentkezhetnek a reálszférát is érintő zavarok.

## HISZTERÉZIS ÉS A FISKÁLIS MULTIPLIKÁTOR ALKALMAZÁSA

A 2008-as válság növelte az elméleti érdeklődést a közgazdasági elméletek költségvetési politikával kapcsolatos kérdései iránt, főleg azután, hogy a válság során a fiskális konszolidáció az USA-ban és Európában is kiemelt szerepet kapott (Borsi, 2016). Az elméletalkotást nehezíti, hogy a multiplikátor-hatás nem megfigyelhető, csak becsülhető. A különbségeket nem az eltérő modellek alkalmazása okozza, az eltérő eredmények az eltérő mérési módszereknek, a fiskális politikai intézkedések tartalmának, a gazdasági feltételrendszerek különbségének és a bizalom kezelésének tulajdoníthatók.

*Whalen és Reichling* (2015) a CBO által használt modell révén elért multiplikátor-méresi eredményeket mutatják be rövid- és hosszú távon. A rövid távú hatás közvetlenül az áruk és szolgáltatások keresletén keresztül jelenik meg. Hosszabb távon (amely idő alatt az aktuális kibocsátás felzárkózik a potenciális kibocsátáshoz) pedig a kibocsátásra a költségvetési politika úgy hat, hogy változtathatja az ösztönzést az egyének és az üzleti világ számára a munkára, a megtakarításokra és a beruházásokra vonatkozóan. A közvetlen hatás a beavatkozás függvénye. Ha áruk vagy szolgáltatások beszerzésére költenek 1 dollárt, akkor az 1 dollárral emeli a keresletet. Ha az 1 dollár adó- vagy transferváltozásban jelenik meg, akkor a hatás attól függ, hogy az érintett hogyan reagál. A közvetett hatás erősítheti a multiplikációt, ha a közvetlen hatás révén megnő az áruk és szolgáltatások iránti kereslet, ami beruházások növelésére és új alkalmazottak felvételére ösztönzi a magánszektor. De gyengítheti, ha az állami adócsökkentés vagy kiadásnövelés hatására megnőnek a kamatok, amely eredményeképp beruházások és fogyasztás marad el. Az *1. táblázat* mutatja a CBO becslését az USA fiskális multiplikátoraira.

Látható, hogy a közvetlen áru- és szolgáltatásvásárlások multiplikátora a legmagasabb –, amely elég széles tartományt lefed –, míg a legkisebb az elsődlegesen készpénzt érintő vállalati adóprovízióknak.

*Cebi és Özdemir* (2019) török adatokon vizsgálta a fiskális multiplikátorok jellemzőit. Megállapításuk szerint a fiskális multiplikátor értéke magasabb alacsonyabb gazdasági növekedésű periódusokban, illetve a kormányzati beruházások multiplikátora magasabb, mint a kormányzati vásárlásoké – függetlenül attól, hogy a gazdaság alacsony vagy magas növekedési periódusban van.

*Mirdala és Kamenik* (2017) Csehországra, Szlovákiára és Magyarországra becslést fiskális multiplikátorokat az 1995 és 2015 között

**A CBO BECSLÉSE AZ USA FISKÁLIS MULTIPLIKÁTORAIRA 2013-RA**

Tevékenységtípus	Alsó becslés	Felső becslés
Kormányzati áru- és szolgáltatásvásárlás	0,5	2,5
Biztosítási transzferek az állam és az önkormányzatok részére	0,4	2,2
Egyéb célú transzferek az állam és az önkormányzatok részére	0,4	1,8
Transzferek természetes személyek számára	0,4	2,1
Egyszeri nyugdíjkifizetések	0,2	1,0
Kétéves adócsökkentés alacsony- és közepes jövedelműeknek	0,3	1,5
Egyéves adócsökkentés magasabb jövedelműeknek	0,1	0,6
Első otthontervezési hitel-hozzájárulás	0,2	0,8
Elsődlegesen készpénzt érintő vállalati adóprovízió	0,0	0,4

Forrás: Wahlen–Reichling (2015), 11. oldal

ti időszak adatai alapján. Elemzésükben egyaránt számszerűsítették a kiadási és a bevételi multiplikátorokat, valamint külön számításokat végeztek alacsony és magas növekedési időszakokra. Megállapításaik szerint a kiadási sokkok hatása mindhárom országban magasabb, mint a bevételieké. Magyarországon és Csehországban válság idején magasabb a fiskális kiadási multiplikátor értéke, Szlovákiában nincs nagy különbség, a kiadási sokk hatása mindig magas, míg a bevételi sokké mindig alacsony (lásd 2. táblázat).

Solow (2012) hangsúlyozta, hogy rendkívül nagy a szórás a multiplikátor megítélése és nagysága kapcsán a szakemberek véleményei között, ami negatívan hat a mérőszám elfogadottságára. Azok, akik helytelenítik a multiplikátor alkalmazását, szerinte hajlamosak kisebb multiplikátort kimutatni. A multiplikátorok kapcsán a következőkre hívja fel a figyelmet.

❶ A multiplikátor függ a gazdaság aktuális állapotától és az alkalmazott gazdaságpolitikai kurzustól. A multiplikátor-becslés felülvizsgálatának figyelembe kell vennie, hogy kétirányú oksági kapcsolat lehet az aggregált kereslet és a költségvetési költés között, így a becslések-

nek lényeges túlkínálati állapotot mutató gazdasági környezet feltételezése mellett kell megtörténniük.

❷ A monetáris politika figyelembe vétele. Ha a jegybank a Taylor-szabály szerint jár el, akkor a monetáris politika kvázi automatikus stabilizátorként működik, hiszen a központi banknak ellensúlyoznia kell – legalább részlegesen – a reál GDP bármilyen növekedését, még akkor is, ha a gazdaság általános állapota gyenge. A fiskális politika hatásának mértéke függ a központi bank ellenreakciójának erősségétől. A Taylor-szabály egy mélyebb recesszió esetén negatív (reál)kamatot követelne meg, azonban a jegybank mozgásteret kisebb ebben a tartományban, így a fiskális politikai beavatkozásra sem reagál olyan erősen, azaz a multiplikátorok ilyenkor nagyobbak.

❸ A rendelkezésre álló jövedelem gazdaságpolitika által indukált növekedésének megtakarításra gyakorolt hatása. Ha a háztartások adósságterhe magas, akkor még a viszonylag szegény családok is hajlamosak az állam által juttatott plusz jövedelemből fogyasztás helyett a hiteltörlesztésüket növelni, ami mérsékli a multiplikátor nagyságát.

#### 4 NEGYEDÉVES KUMULÁLT FISKÁLIS MULTIPLIKÁTOR A LASSÚ ÉS A GYORS NÖVEKEDÉSI FÁZISBAN 1995–2015

	Kiadási sokk		Bevételi sokk	
	Alacsony növekedés	Magas növekedés	Alacsony növekedés	Magas növekedés
Csehország	0,33	-0,32	0,06	-0,15
Magyarország	0,58	0,10	0,24	0,05
Szlovákia	0,60	0,72	0,01	0,10

Forrás: Mirdala és Kamenik (2017), 57. oldal

Solow szerint a stabilizátorok másik hátránya, hogy a fluktuációk simítása irányába hatnak. Vagyis amikor a kibocsátás elérte a csúcst és csökkenni kezd, előnyösek a lefelé irányuló mozgás ellen ható erők, amikor azonban a kibocsátás eléri a mélypontot és emelkedni kezd, kedvezőtlen, ha ugyanezek mérsékelik az élénkülést.

Időszakosan előnyös lehetne egy Okun-réshez<sup>5</sup> kapcsolt adórendszer bevezetése is, ahol a rés változása szabná meg az adómértékeket. Az ilyen rendszer elméletben elősegítené a célzott kibocsátási szint elérését és megátolná az attól vett elmozdulást. Az átmeneti alkalmazás miatt ez azonban nehezen elképzelhető. Ennek kapcsán probléma, hogy a gazdaságpolitika nem tudja, hogy hol tartózkodik a gazdaság az üzleti cikluson belül, azt csak utólag lehet megmondani. Magyarországon is azt gondolták a válságot megelőzően, hogy a kibocsátási rés negatív, de utána ennek az ellenkezőjére derült fény. A világkereskedelem növekedése és a szabad tőkeáramlás Solow szerint felvetik a költségvetési politikák nemzetközi koordinációjának szükségességét.

A multiplikatorttal kapcsolatos legfontosabb elméleti megállapítások közül kiemelkedik még Stiglitz (2014) munkája. Ez alapján a multiplikatort nagysága a magas munkanélküliséggel és alacsony termelési kapacitással jellemezhető időszakokban a legfontosabb kérdés.

Három problémát vet fel.

① Az 1930-as válság óta nem volt olyan magas a munkanélküliség és alacsony a kapacitáskihasználás, mint a 2008-as válság idején, ugyanakkor napjainkban lényegesen eltér a gazdaság szerkezete az akkoritól, ezért nem lehet megbízhatóan alkalmazni a korábbi tapasztalatokat az aktuális helyzetre.

② A neoklasszikus elméletek a multiplikatort hatását rövid távon – 2 év – mérték, mivel feltételezték, hogy ennyi idő alatt a gazdaság visszatér a teljes foglalkoztatási állapotba. A legutóbbi visszaesés elhúzódsakor egyértelművé vált, hogy a multiplikatort hatása csak hosszabb távon mérhető.

③ Kérdés továbbá, hogy van-e kizorítási hatás. Ez függ a monetáris politikától: a tartósan laza monetáris politika esetén ilyen hatás nem jelenik meg. Itt keresletteremtő hatással van dolgunk, mivel a kormányzati költségek a magánberuházásokat is élénkítik (*crowding-in*).

A Barro–Ricardo-hipotézis szerint a kormányzati adósság növekedése a megtakarítások növekedését váltja ki a háztartásoknál a várható nagyobb adóterhek ellensúlyozása miatt. Így a kormányzat adósságnövelő költései fogyasztást szorítanak ki. Stiglitz szerint ez a tétel napjaink időszakára nem igaz, a gyakorlatban fogyasztásnövelő hatása van a deficitből fedezett állami kiadásnövelésnek. Ha az állam magas hozamú beruházásokra költ akkor, ami-

kor a reálkamat negatív, a kormányzati mérleg javul, a megtakarítások csökkennek, és fogyasztásnövekedés generálódik.

Ha a lefelé irányuló gazdasági mozgás tartós, akkor az aktuális megtakarítás egy része a jövő fogyasztására fordítódik. Racionális várakozások mellett az egyének tudják, hogy a jövőbeni jövedelmek magasabbak lesznek, ami azt eredményezi, hogy életciklusuk jövőbeni fogyasztási kilátásai várhatóan javulnak, ez pedig már a jelenben fogyasztásnövekedéshez vezethet.

A megalapozott multiplikátor-bebecslés figyelembe veszi, hogy a különböző típusú költsékeknek különböző hatása van. Nem az számít, hogy a múltban milyen volt a multiplikátor, hanem az, hogy a jelenben legyen hatékony az állami kiadásnövelés.

Összegezve, a multiplikátor kapcsán a megindult elméleti erjedés keretében számos fontos és az uralkodó ortodox megközelítéshez képest előremutató szakmai következtetés született, amely elősegítheti a konkrét multiplikátorokkal és hatékony alkalmazásukkal szembeni gazdaságelméleti kritériumok meghatározását. Megállapítást nyert, hogy a multiplikátor kidolgozása során a hitelciklusok és konjunktúra ciklusok együttes mérlegelésére van szükség, figyelembe véve az állami költségek típusait is.

Magyarország vonatkozásában figyelembe kell venni egy további tényezőt is: az ország nyitottságát. Így nemcsak a keresletélénkítés módja, hanem a megcélzott szektor is számít, hiszen más az egyes ágazatok által vásárolt termékek és szolgáltatások köre, valamint a hozzáadott érték importtartalma. Hazánk esetében azért is lenne különösen fontos a multiplikátorok bebecslésének széles körű kutatása, mert a fiskális mozgástér csekély, így az elkölthető pénzeszközök hatékony felhasználása lényeges kérdés. A fiskális multiplikátorok részletes vizsgálatát nemcsak a válságok kapcsán alkalmazható fiskális stimulusok ese-

tében, hanem az uniós források felhasználása kapcsán is lehetne alkalmazni, amelyek időbeli elosztásánál szintén figyelembe lehetne venni a ciklusok és a fiskális multiplikátor kapcsolatát. Ehhez kapcsolódik *Vörös* (2018) tanulmánya, amelyben a szerző felhívja a figyelmet a költség-haszon elemzések kapcsán a multiplikátorbecslés problémáira.

## KÖVETKEZTETÉSEK

A 2008-as válság és az azt követő lassú kilábalás hatására a makroökonómia válságba került. Ez úgy az elméleti összefüggések kezelése, mint a módszertan vonatkozásában is igaz. Ezt támasztja alá a tapasztalat, hogy a válság idején és utána is olyasmi és úgy történt, ami és ahogy a főáramú elméletek szerint nem történhetett volna meg. Mindezt Stiglitz gyakran idézett művének egyik fejezetcíme fejezi ki legmarkánsabban: „*Vissza a kezdetekhez*”.<sup>6</sup>

Ahhoz, hogy a makroökonómia betöltse a társadalom által elvárt szerepét, vagyis hogy empirikus alapokon magyarázza a makrogazdasági történéseket, gazdaságpolitikai útmutatások révén segítse a gazdaság és társadalom fejlődését, valamint a fenntartható fejlődés gazdasági kritériumrendszerét meghatározza, az oda vezető utat is megjelölve, meg kell újulnia.

A pozitív tendenciák makroökonómiai értelmezésén, az egyensúly felé ható erők komplex bemutatásán túl szükséges a rendszer nem egyensúlyi viszonyok közötti sajátosságainak alapos feltérképezése, működésének bemutatása is, kezdve az ezt potenciálisan kiváltó okokkal.

A válság hatására megerősödött az aktív költségvetési politikák gyakorlata, ami biztató jel volt a konstruktív elméleti megoldásokat kínáló elméleti átrendeződésben. Láttuk azonban, hogy az eredmény felemás, ugyanis a válság után számos olyan ország is felhagyott az aktív költségvetési politikával, amely költségvetési állapota alapján folytathatta volna azt.

Kérdés továbbá az is, hogy megismétli-e magát a történelem, és végbemegy-e ugyanaz a közgazdaságelméleti visszarendeződés, ami a keynesi forradalmat is követte.

Amellett, hogy egy kis nyitott országnak, így Magyarországnak is alkalmazkodnia kell a nemzetközi környezethez, a belső mozgáster feloleli az elméleti szakemberképzés erősítését, az e célt szolgáló új állami intézmények esetleges létrehozását, a gazdaságelméleti kihívásoknak történő, nemzeti szintű megfe-

leléshez szükséges elméleti tudás (ortodox és unortodox) és ismeretek átadását, fejlesztését. Fontos, hogy tudjunk tanulni a múlt hibáiból (például túlzott eladósodás) és hogy azokat ne ismételjük meg, így a következő válság kapcsán ne alakuljon ki a trendhez képest jelentősebb lassulás. Cél, hogy továbbra is beszélhessünk pozitív hiszterézisről, vagyis hogy a gazdaságpolitikai irányváltás eredményeként a gazdaság a korábban vártnál gyorsabban növekedjen, és válság esetén se legyen akkora a visszaesés.

#### JEGYZETEK

<sup>1</sup> A tanulmány alapjául a Századvég Politikai Iskola Alapítvány által a Magyar Nemzeti Bank részére a témában 2017 májusában készült anyag szolgált.

<sup>2</sup> A műben a szerzők a foglalkoztatással kapcsolatban használják a kifejezést és a munkanélküliség tartós fennmaradását, valamint a sokkok elhúzódo hatását a munkanélküliségre értik alatta.

<sup>3</sup> *Blanchard* (2008) 2. oldal

<sup>4</sup> A fogalmat *Hansen* (1941) vezette be és a gazdaság olyan állapotát értette alatta, amikor a tőkeképzés nem elégséges nagyságú ahhoz, hogy a teljes foglalkoztatás elérhető legyen.

<sup>5</sup> A potenciális és a tényleges GDP növekedési szint közötti különbség.

<sup>6</sup> *Stiglitz* (2014), 3. oldal

#### IRODALOM

BALL, L. M. (2014). Long-term damage from the Great Recession in OECD countries. *NBER Working Paper* 20185, <https://doi.org/10.3386/w20185>

BIANCHI, F., KUNG, H., MORALES, G. (2014). Growth, Slowdowns, and Recoveries. *NBER Working Paper Series*, Working Paper 20725, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2577505>

BLANCHARD, O., SUMMERS, L. H. (1986). Hysteresis and the European Unemployment Problem. *NBER Macroeconomics Annual*, 1, pp. 15-78, <https://doi.org/10.3386/w1950>

BLANCHARD, O. (2008). The state of macro. *NBER Working Paper* 14259, <https://doi.org/10.3386/w14259>

BLANCHARD, O., DELL'ARICCI, G., MAURO, P. (2010). Rethinking macroeconomic policy. *IMF Staff Position Note*, SPN/10/03, <https://doi.org/10.5089/9781455224982.004.a001>

BLANCHARD, O., SUMMERS, L. (2015). Hysteresis and European Unemployment Problem. In: Fischer, S. (ed.): *NBER Macroeconomics Annual*, <https://doi.org/10.3386/w1950>



- BORSI, M. T. (2016). Banco de Espana: Fiscal multipliers across the credit cycle. *Documentos de Trabajo*. No. 1618, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2836430>
- CEBI, C., ÖZDEMİR K. A. (2019). Cyclical variation of the fiscal multiplier in Turkey. *Emerging Markets Finance and Trade*, 1-15, <https://doi.org/10.1080/1540496x.2019.1592748>
- CRAIDHEAD, B. (2019). Hysteresis in a New Keynesian Model. *Economic Inquiry*, 57(2), pp. 1082-1097, <https://doi.org/10.1111/ecin.12737>
- DOMOKOS L. (2011). Hitelesség és rugalmasság – A magyar közpénzügyi keretrendszer változásai. *Pénzügyi Szemle* 2011/3, 285-296. oldal
- EGGERTSSON, G. B., MEHROTRA, N. R., ROBBINS, J. A. (2019). A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(1), pp. 1-48, <https://doi.org/10.3386/w23093>
- GUERRIERI, V., LORENZONI, G. (2017). Credit Crises, Precautionary Savings, and the Liquidity Trap. *The Quarterly Journal of Economics*, 132(3), pp. 1427-1467, <https://doi.org/10.3386/w17583>
- GYÖRGY L., VERESS J. (2016). 2010 utáni magyar gazdaságpolitikai modell, *Pénzügyi Szemle* 2016/3, 367-388. oldal
- GUZMAN, M., STIGLITZ, J. (2015). Pseudo-wealth and Consumption Fluctuations. *Columbia University Working Paper*, presented at the World Congress of the IEA, June 2014, <https://doi.org/10.3386/w22838>
- HANSEN, A. H. (2003). *Fiscal Policy and Business Cycles*. Routledge, <https://doi.org/10.4324/9781315016412>
- HERNDON, T., ASH, M., POLLIN, R. (2014). Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff. *Cambridge Journal of Economics*, 38(2), pp. 257-279, <https://doi.org/10.1093/cje/bet075>
- KISS Á., SZILÁGYI K. (2014). Miért más ez a válság, mint a többi? *Közgazdasági Szemle*, LXI. évf., 2014. szeptember, 949-974. oldal
- LENTNER Cs. (2015). Az új magyar állampénzügyi rendszer – történeti, intézményi és tudományos összefüggésekben. *Pénzügyi Szemle*, 2015/4, 458-472. oldal
- LENTNER Cs. (2016). *Rendszerváltás és pénzügypolitika – Tények és tévhit* a neoliberais piacgazdasági átmenetről és a 2010 óta alkalmazott nem konvencionális eszközökről, Akadémiai Kiadó, Budapest, <https://doi.org/10.1556/9789634540120>
- MAZZUCATO, M., PEREZ, C. (2014). Innovation as Growth Policy: the challenge for Europe (2014). *Working Paper Series*, SWPS'2014D13, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2742164>
- MINSKY, H. (1992). The Financial Instability Hypothesis. The Jerome Levy Economic Institute of Bard College. *Working Paper No. 74*, May 1992
- MIRDALA, R., KAMENIK, M. (2017). Effects of Fiscal Policy Shocks in CE3 Countries (TVAR Approach). *E+M Economics and Management*, 20(2), pp. 46-64, <https://doi.org/10.15240/tul/001/2017-2-004>
- REIFSCHNEIDER, D., WASCHER, W. L., WILCOX, D. W. (2015). Aggregate Supply in the United States: Recent Developments and Implications for the Conduct of Monetary Policy. *IMF Economic Review*, 63(1), pp. 71-109, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2376334>
- REINHART, C.M., ROGOFF, K. S. (2010). Growth in a Time of Debt. *American Economic Review*, 100(2), pp. 573-578, <https://doi.org/10.3386/w15639>

SCHUMPETER, J. A. (1934 [1912]). *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*. *Harvard Economic Studies*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press

SEDGLEY, N. H., BURGER, J. D., TAN, K. M. (2018). The symmetry and cyclicalities of R&D spending in advanced economies. *Empirical Economics*, 1-18, <https://doi.org/10.1007/s00181-018-1508-6>

SOLOW, R. (2012). Fiscal policy. In: Blanchard, O., Romer, D., Spence, M., Stiglitz, J. (2012). *In the Wake of the Crisis. Leading Economists Reassess Economic Policy*. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, pp. 73-78, <https://doi.org/10.5089/9780262017619.071>

STIGLITZ, J. E. (1990). Symposium on bubbles. *The Journal of Economic Perspectives*, 4(2), pp. 13-18, <https://doi.org/10.1257/jep.4.2.13>

STIGLITZ, J. E. (2012). Macroeconomics, Monetary Policy, and the Crisis In the Wake of the Crisis Leading Economists Reassess Economic Policy. *International Monetary Fund*, 2012, <https://doi.org/10.7551/mitpress/9451.003.0007>

STIGLITZ, J. E. (2014). Reconstructing macroeconomic theory to manage economic policy. *NBER Working Paper* No. 20517, <https://doi.org/10.3386/w20517>

SUMMERS, L. H. (2013). Why stagnation might prove to be the new normal. *Financial Times*, December 15, 2013

SUMMERS, L. H. (2014). U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. *Business Economics*, 49(2), pp. 65-73, <https://doi.org/10.1057/be.2014.13>

VÁRY M. (2019). A hiszterézis közgazdasági jelentőségéről posztkeynesi szemléletben. *Közgazdasági Szemle*, LXV. évf., 1006-1047. oldal, <https://doi.org/10.18414/ksz.2018.10.1006>

VERSPAGEN, B. (2005). Innovation and Economic Growth. In Fagerberg, J., Mowery, D. C., Nelson, R. R. (eds.): *The Oxford Handbook of Innovation*. Oxford: Oxford University Press, <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199286805.003.0018>

VÖRÖS T. (2018). Módszertani kihívások a költség-haszon elemzésben. *Pénzügyi Szemle*, 2018/3, 411-432. oldal

WHALEN, C. J., REICHLING, F. (2015). The Fiscal Multiplier and Economic Policy Analysis in the United States. *Contemporary Economic Policy*, 33(4), pp. 735-746, <https://doi.org/10.1111/coep.12104>

#### INTERNETES FORRÁSOK

GARCIA-MACIA, D. (2015). The Financing of Ideas and the Great Deviation Job Market Paper. Letölthető: <https://siepr.stanford.edu/sites/default/files/publications/16-012.pdf>, letöltés ideje: 2019.03.28.

MAGYAR NEMZETI BANK (2016). Növekedési jelentés, 2016. Letölthető: <https://www.mnb.hu/letoltes/novekedesi-jelentes-2016-hu.PDF>, letöltés ideje: 2019.03.28.

ROGOFF, K. (2015). Debt supercycle, not secular stagnation, Vox.EU blog, April. Letölthető: <http://voxeu.org/article/debt-supercycle-not-secular-stagnation>, letöltés ideje: 2019.03.28.

SUMMERS, L.H. (2016). The Age of Secular Stagnation. Letölthető: <http://larrysummers.com/2016/02/17/the-age-of-secular-stagnation/>, letöltés ideje: 2019.03.28.