

Ohnsorge-Szabó László

Nagy Válság – retro

2. rész

A Nagy Gazdasági Válságról az újabb kutatások fényében

ÖSSZEFOGLALÁS: E tanulmány megírásának közvetlen kiváltó oka, hogy a Nagy Válságnak a 2008-ban indult, de a mai napig folytatódó krízis szempontjából adódó tanulságait levonja. Célom az, hogy a magyar nyelvű szakirodalomban – ebben a témában megítélésem szerint – kevésbé tárgyalt megközelítéseket és módszertanokat alkalmazó nemzetközi, döntő részben angolszász tanulmányokat és monográfiákat is problémacentrikusan bemutassam.

A konkrét történelmi esemény kapcsán hangsúlyozott következtetésem az, hogy az olyan globális válságok megértésének, mint amilyen az 1919–1933-as volt, szükséges feltétele ugyan a pénzügyi-gazdasági kutatás – a maga szofisztikált módszertanával –, de ez nem elégséges is egyben. A történelmi-politikai kontextus, a tömegek várakozását orientáló, nehezen kibogozható, ugyanakkor döntő fontosságú szociálpszichológiai folyamatok beemelése a vizsgálatokba megkerülhetetlen. Ezzel van összefüggésben a gazdaságpolitikát mindenkor formáló ismereti korlátok felismerése.

KULCSSZAVAK: Nagy Válság, nemzetközi üzleti ciklusok, pénzügyi piacok és intézmények, nemzetközi monetáris intézkedések

JEL-kód: A110, F330, F440, F500, N200

DEFLÁCIÓ

Mára általánosan elterjedt az, hogy a válságot vagy annak mélyülését a deflációra és a deflációra hajlamos nemzetközi pénzügyi rendszerre vezetik vissza. Érdeemes azonban arra is felhívni a figyelmet, hogy a '20-as években a deflációs politikát többen nemhogy a probléma részének tartották, hanem egyenesen kívánatosnak, a kúrának magának minősítették, amelyet a pénzügyi szféra mesterséges felfúvódása és ennek következtében a „túlzott” beruházások ellen kell bevetni; mert ez fogja az „egészséges pénzügyek” (*sound finance*) korszakát elhozni. (Botos 1986, 341. oldal; Eichengreen, 1992, 301. oldal) Létezett egy olyan erős támogatottságot élvező kon-

ceptió, amely szerint az első világháború alatt a termelőkapacitás gyorsabban nőtt, mint a monetáris arany kínálata, és az alacsonyabb áraknak kellett volna egyensúlyba hozni a termelés növekedése miatti nagyobb pénzkeresletet és az arany szűkössége miatti kisebb pénzkínálatot. Az érvelés szerint a jegybankok a '20-as években blokkolták az áraknak ezt a kívánatos csökkenését a külföldi devizák tartalékaikba emelésével és az erre épülő „szabados”, az aranystandard játékszabályait áthágó forráskínálatukkal. Erre hivatkozva a deflációt támogatók szükségesnek ítélték a rendszer „megnevelését” és „fegyelmzését”, a spekulációs folyamat során túljeszkedett vállalatok bukását, konszolidációját, a munkavállalók követeléseinek visszafogását. Ezen okfejtés szerint a rendszerből el kellett tűnjön a „túlzott” likviditás.¹ Olyan nevet lehet

Levelezési e-cím: laszlo.szabo@ngm.gov.hu

említeni ennek a nézetnek támogatóiként, mint *Lionel Robbins*, *August Hayek* vagy az akkori amerikai pénzügyminiszter, *Andrew Mellon*. Ez az álláspont következett az aranystandard egy, már túlhaladott marxista-bolsevik felfogásából is. (Varga, 1978, 139–141., 146., 206–207., 299–301., 333–337. oldal)² De még a liberális rendszer nem marxista kritikusa, *Polányi* is túlságosan laza irányvonala miatt hibáztatta a válság előtti amerikai monetáris politikát: szerinte a '20-as években – a sterling erősítése érdekében – a Fed a belső infláció szempontjából indokoltan alacsonyabban tartotta a kamatokat. (Polányi, 1997, 37. oldal)

A deflacionisták között voltak olyanok is, akik éppúgy a kereslet esésével való megbirkózás eszközének tartották a deflációt, a jegybanki szűkítést, mint a reflacionisták az inflálást, a jegybanki élénkítést: a csökkenő árak növelik a reáljövedelmet és a reálvagyon, ezen keresztül pedig a fogyasztási kiadások növekedéséhez járulnak hozzá.³ (Temin, 1989, 9. oldal; Garside, 1993, 12., 19. oldal) Voltak olyanok is, akik elismerték, hogy a leértékelő/inflatorikus politikának parciális pozitív hatásai lehetnek, de azt is gondolták, hogy az árfolyam-manipuláció miatt az ezt alkalmazó országok elvesztenék hitelségüket, ami ellensúlyozná a külkereskedelmi és ipari előnyöket.

A *Kindleberger*t foglalkoztató kérdés is idecsatolható vissza: miért nem jelentkeztek a deflációtól várt pozitív hatások, miközben a negatívak igen? Már a '29-es krach előtt beindult az agrárszektorban a defláció a korábban háborúzó országok termelésének helyreállása, valamint egyéb fontos ágazatspecifikus tényezők miatt. (Kindleberger, 1986, 78–82. oldal) A '20-as években több ország kormánya próbálta megvédeni az agráriumot az árcsökkenés negatív hatásaitól. Az ennek következtében felhalmozódott készletek finanszírozása több esetben a fejlett országok által az agrárexportra specializálódott országoknak nyújtott hitelek révén volt lehetséges, ám ezek a hitelek 1929-re

már kezdtek elapadni. Ezen a ponton jelentkezik az az aszimmetria, amit *Kindleberger* (1986, 91–93. oldal) strukturális deflációnak nevezett. Eszerint a mezőgazdasági áruk termelői – mezőgazdasági országok – nem vár(hat)tak addig, amíg a fogyasztók – importőr országok – realizálják az agráráresés miatti reáljövedelem-emelkedést, hanem vámokat, kvótákat, valutaleértékelést harcoltak ki kormányuknál; a nettó agrárimportőr országok sem élvezhették a cserearány-javulás pozitív hatását, mert az importtal versenyző szektorok védelmet harcoltak ki a maguk számára. Ezért az agrárdeflációnak csak a negatív hatásai tudtak érvényesülni, a pozitívak nem. (Kindleberger, 1986, 132. oldal) Ha helytálló, akkor a strukturális defláció elmélete – továbbgondolva – a pénzügyi szférára irányítja a figyelmet: az agrárszektorban/ agrárországoknak nyújtott hitelek visszavonása miért nem vezetett más szektoroknak/országoknak nyújtott hitelezés bővüléséhez? Ha ez bekövetkezett volna, akkor a strukturális defláció okozta kereslethiányt kezelni lehetett volna. Azaz végső soron *Kindleberger* érvelésében is az válik az alapkérdéssé: miért nem tudott kilépni a rendszer „az áresés-kevesebb hitel” rossz köréből. (Kindleberger, 1986, 140. oldal)

Mint említettem, a defláció bizonyos sajátos jellege az történetesen, hogy rendszerleges, globális és tartós folyamat volt, adta neki azt a speciálisan veszélyes jelleget, ami a Nagy Válságban mutatkozott meg. A 1920–1922-es válság is deflációval járt együtt az USA-ban, de közel sem okozott olyan problémákat, mint az 1929-es.⁴ A világháborút közvetlenül követő években a pénzügyi viszonyok rendezetlenségére, a felgyorsult inflációra figyeltek fel a kortárs szakértők, miközben a '29–'33-as évekkel összehasonlítva megmutatkozó alapvető pozitívumait negligálták. A rugalmas árfolyamok rendszere – tökéletlensége ellenére – azzal az előnnyel járt (ami nem volt meg a visszaállított aranystandardnak), hogy lerövidítette a válságot. (Eichengreen, 1992, 100. oldal) Az

1920–1922-es válság során Európa olyan jelentős gazdasága, mint Németország is a hiperinfláció állapotában volt.⁵ Aligha függetlenül ettől 1920–1922 közt kétszeresére nőtt a német ipari termelés, majd 1924–1928 között is 50 százalékkal emelkedett (Petzina, 1987, 155. oldal).⁶

Mindazonáltal a deflációval kapcsolatban nem látunk mindenben tisztán. Nem tudható, hogy akkoriban a gazdasági szereplők valóban különbséget tettek-e a reál- és nominálkamatláb között, és nemcsak a közgazdasági kutatás tételezi fel róluk ezt. Ez a probléma az a (Friedman-féle elemzések alapján) egyszerűnek tűnő, valójában bonyolult és központi jelentőségű kérdéssel is összefügg, hogy adott időszakban szűkítő vagy bővítő volt-e a monetáris politika. A monetáris politika jellemezhető a kamattal és a pénzmennyiséggel, illetve mindezek nominál vagy reálnagyságával is. A Nagy Válság alatt adott időszakban e mutatók közül egyesek ilyen, mások olyan monetáris kondíciókra utalnak: például míg a nominális kamatláb magas volt '29-ben, addig a reálpénzmennyiség viszont nőtt. A válság során a jelentős áresések miatt a viszonylag alacsony nominális kamatlábak mellett is horribilis ex post reálkamatlábak alakultak ki. Kérdéses, hogy az utólag magas reálkamatokat előre látták/várták-e, és ez volt-e az a tényező, ami visszavetette a beruházásokat. Ha és amilyen mértékben igen, akkor illetve olyan mértékben a nominálkamatláb intézményi korlátjának – azaz hogy nem lehet negatív – jelentős szerepet kell tulajdonítanunk a válságban, azaz a kamatok emelkedése rontotta a kilátásokat. (Temin, 1976, 163–167. oldal) Ha és amilyen mértékben viszont nem, akkor illetve olyan mértékben az adósságdeflációs elmélet által leírt mechanizmusok lépnek érvénybe; azaz az adósságok reálfelértékelődése, az adósságdefláció rontotta jelentősen a gazdasági lehetőségeket és vezetett visszaeséshez.

A belső eladósodottság jelentős növekedése az USA-ban, a külső adósságé az európai országok-

ban olyan tényező, amely magyarázatul szolgálhat arra, hogy a '20-as évek végén az adósságdefláció miért okozott komolyabb problémát, mint korábban. A belső eladósodottság ugrásszerűen nőtt a '20-as évek eleje és vége közt az USA-ban: 1928-ban 33,6 milliárd dollárt tett ki a kötvények (*public securities*) állománya – miközben 86,8 milliárd volt a GDP –, a városi ingatlanjelzálog pedig 27 milliárdot. (Bernanke, 2000, 45-47. oldal; Hobsbawm, 1998, 95. oldal) *Hobsbawm* (1998, 99. oldal) a vásárlói hitelek '20-as évekbeli felfutását a béreknek a profitoktól való lemaradására vezeti vissza; az alaptalan optimizmust sugárzó, gombamód szaporodó pénzügyi ügynökségek terjesztették a jövedelmeké nél magasabb fogyasztásbővülés ígérését.⁷ Másfelől az egyensúly megbomlása másként is értelmezhető: a tőzsdei buborék miatt a beruházások „húztak el” a fogyasztáshoz képest; és a túlberuházás másik oldala az alulfogyasztás, ami a készletek növekedéséhez és a kilátások elbizonytalanodásához vezetett. (Kindleberger, 1986, 104. oldal) Abban nincs egyetértés, hogy ez az eladósodás mennyiben volt a bankrendszer hibája, és mennyiben nem. *Temin* – vitázva *Friedmannal* és *Schwartz-cal* – amellet sorol fel érveket, hogy semmi sem utal a '20-as évek gyenge hitelezési és banki befektetési gyakorlatára, illetve hogy ez vezetett volna – függetlenül a '29-es recessziótól – a bankcsődökhöz a válság során. Szerinte a bankcsődök sorozata döntő mértékben az USA-ban kibontakozó *agrárváltság következménye* volt. (Temin, 1976, 83–90., 148–149. oldal) *Bernanke* viszont – részben csatlakozva *Friedmannékhoz* – a bankok hitelezési gyakorlatának problematikus elemeit emeli ki: vagyonuk a '20-as évek végén igen illikvid eszközökbe volt befektetve, miközben forrásaik látra szólóak voltak, ami banküzemi szempontból hibáztatható gyakorlat. Az vezethetett ehhez a kitétséghöz, hogy a bankok az 1913-ban létrejött Fed-ben egyfajta klíringházat láttak, ami azt a benyomást kelthette, hogy a bankbetétesek rohamának és a bankpánikok-

nak a kockázata csökkent, mivel a Fed közbe tud lépni ilyen esetben. Ám a Fed a kritikus időszakban nem tudott ilyen végső hitelezőként működni, amiben egyébként az aranystandard melletti elkötelezettség játszott szerepet. Azaz bizonyos szempontból igazolódik ugyan Friedman és Schwartz állítása a rossz banki hitelek-ről, másfelől viszont a magyarázat nem érthető meg a globális pénzügyi keretrendszer nélkül. A bankok működésében problémát jelenthetett, hogy az áruhitelek visszafogását (porciózását) hamarabb megkezdték, mint a brókerhitelekét: azaz a tőzsdeboomot táplálták, miközben a befektetések realizálási feltételeit nehezítették. (Kindleberger, 1986, 104. oldal) Nem hagyható figyelmen kívül, hogy a New Deal-nek a bankrendszert alapvetően átstrukturáló intézkedései arra a feltevésre épültek, hogy a pénzközvetítő rendszerrel komoly problémák voltak. (Cs. Szabó, 1986/1935, 54–57. oldal)

Az adósságdefláció problémáját annak idején már *Irving Fisher* és *Kalecki* is tematizálta. (Bernanke, 2000, 28–32. oldal; Cecchetti, 1997, 11. oldal; Kalecki, 1990/1931, 38. oldal). Az árszint fogalmát egyébként problematikusnak tartó *Keynes* is utalt a jelenségre, és egyik érve mellett, hogy monetáris politikai eszközöket alkalmazzanak válságkezelésre és ne a funkcionális alternatívát jelentő bérszabályozásokat, éppen az adósságdeflációra hivatkozott: előbbivel el lehet ezt a nem kívánatos jelenséget kerülni, az utóbbival viszont nem. (Keynes, 1965, 60., 293. oldal). A mai elemzők is kulcsfontosságúnak tartják az adósságdeflációt a válságspirálban. (Kindleberger, 1987, 46–47. oldal; Temin, 1989, 64. oldal; Cecchetti, 1997, 16. oldal; Bernanke, 2000, 87. oldal; Landes, 1986, 514. oldal) Bernanke okfejtésében a pénz nemsemlegességének oka (azaz a válság során a monetáris tényezőknek a kilábalást gátló szerepe) elsősorban az adósságok ragadoossága, és kevésbé az ár- és bérragadoosság. Hozzá kell tenni: az adósságok reálértéktartását biztosító (az adósság reálértéke növekedésének gátat szabó)

indexálás ugyanis nem létezett. Az árak nyilvánvalóan rugalmasan alakultak (zuhantak). A bérek országtól és időszaktól függően viselkedtek csak rugalmatlanul, és míg a béreket a munkaadó és -vállaló képes volt újratárgyalni – a közös érdeket a vállalat tevékenységének lehetőségeihez képesti szinten tartását szem előtt tartva –, azaz létezett racionális érdek a rugalmatlanság oldására, addig ilyen nem volt az adósságok esetén.

Az adósságdefláció mellett a (kevesebbet emlegetett) adódefláció jelenségére – mint a válság terjedésének mechanizmusára – is lehet utalni. A hatóságok a gazdasági viszonyok monetizálását akkor erőltették az adórendszer átalakításával, amikor a globális keretrendszer a pénzsűkítés irányában mozdult el. A vámok jellemzően tételesek és nem értékarányosak voltak, így keresletcsökkentő hatásuk az áresés idején egyre fokozottabban jelentkezett. (Cecchetti, 1997, 20. oldal) A fejletlen országokban a helyi hatóságok – akár formálisan független országról, akár gyarmatról van szó – több helyütt úgy reagáltak a népesség jövedelmével összefüggő adók csökkenésére, hogy jóság-, föld- és fejadókat vezettek be. A parasztok nem teheték meg, hogy a piaci értékesítési lehetőségek drasztikus romlásával visszavonuljanak az önellátásba, hanem pénzbevitelüket szinten kellett tartaniuk termékeik értékesítésének, exportjának fokozásával, ami további árcsökkenést idézett elő az agrártermékek és nyersanyagok piacán. A globális nagyvállalatok igyekeztek a gyarmati hatóságokat az exportadók csökkentésére rávenni, a hatóságok a kieső bevételeket pedig a fejadók (*polltax*) bevezetéséből/emeléséből pótolták. (Rothermund, 1996, 76., 80., 120., 122., 128., 131. oldal) A meghatározó agrártermelőknek a fejlett világban sem profitmaximalizálási, hanem bevételi kényszere volt a monetizált kötelezettségek – adók, korábban megállapított földjáradékok – rugalmatlansága miatt.⁸

A deflációs hatások alighanem mind reálgazdasági, mind monetáris úton terjedtek. A magam

részéről nem kívánok igazságot tenni a Temin és Bernanke közti vitában. Bernanke újabb ökonometriai módszerekkel végzett elemzése szerint a pénz, illetve a monetáris szféra nem pusztán passzív szerepet játszott.⁹ A bankválság és a bankpánikok nem egyszerűen a gazdasági válság tükröződései voltak, hanem a defláció gerjesztésében is aktív szerepet játszottak, amint az aranystandardról való letérés sem volt teljesen endogén a jövedelmi folyamatok szempontjából. (Bernanke, 2000, 15–17., 26. oldal) A bankok hitelpolitikájának óvatosabbra fordulása, a hitelmultiplikátor csökkenése következtében bizonyos gazdasági aktorok hitelhez jutása igencsak megnehezült. A bankok hitelpolitikájának szigorodása, a pénzmultiplikátor-csökkenés az USA-ban mindazonáltal csak a '30 novemberi bankcsődök után mutatható ki, azaz a válság korábbi szakaszában ennek nem volt szerepe – dacára a már akkor is kétszámjegyű termelés- visszaesésnek –. '31 októberében 31 százalékkal zuhant a személyes jövedelemhez viszonyított nettó hitelállomány. A farmokra, háztartásokra, kisvállalkozásokra nyomás nehezedett tartozásaik visszafizetésére. A tradicionális jelzáloghitelezők, a biztosítók elhagyták a piacot, 1934-re a korábbinak mindössze 3 százaléka csökken a jelzáloghitel-állomány. A bankok nem emelték hitelek kamatát, inkább hiteleiket kezdték porciózni: egyes, nyugodt időben hitelezhetőnek minősített ügyfeleket visszautasítottak, miközben tülekedtek a magas besorolású befektetőket kiszolgálni, amelyek azonban nem bővítették tevékenységüket ezzel arányosan.¹⁰

Temin mindezekkel szemben nem látott bizonyítékot arra, hogy a válság során az USA-ban a bankrendszer hitelszűkítése komoly negatív tényezőként viselkedhetett volna. A gazdasági szereplőknek volt pénzügyi vagyonuk, amit pénzzé tehettek volna, amennyiben pénzre lett volna szükségük. A hitelállomány csökkenése mögött az állt, hogy csökkent a gazdasági szereplők pénzkereslete: a vállalatok eladásaik és készleteik csökkenése miatt egyre kevesebb

hitelt igényeltek. A lakosság megtakarításának flow-ja végig nőtt '29–'31-ben a kötelezettségek csökkentése miatt, amit Temin a pénzkereslet csökkenéseként értelmez. (Temin, 1976, 127–133. oldal)

Temin ugyan hajlandóságot mutatott annak elismerésére, hogy a kötvénypiacon a kockázati prémium emelkedésére sor került, de e hitelköltség emelkedése a kisvállalatok körében nem mutatkozott meg, nem volt átlag feletti. (Temin, 1976, 133. oldal; Temin, 1989, 52–54. oldal) Ha mégis lett volna a bankok részéről a kamatok emelésében nem kimutatható törekvés a hitelek visszafogására, akkor rejtély, hogy a hitelválság által – Bernanke állítása szerint – jobban sújtott családi és kisvállalatok által dominált ágazatokban miért volt kisebb, nem pedig nagyobb a recesszió, mint a nagyvállalatok által domináltakban. (Temin, 1989, 50–51., 54. oldal) Bernanke retorikája is arra utal, hogy ő sem tud pontos választ adni erre: úgy fogalmaz, hogy az adósságválság „jóval kevésbé megírt téma”, mint a bankpánik, és hogy „különlegesen értékes” lenne egy olyan elemzés, amely a vállalatok pénzügyi helyzetének beruházásukra, termelésükre és foglalkoztatási döntéseire gyakorolt hatását feltárná. (Bernanke, 2000, 97. oldal)

Teminnek a bankválság jelentőségét szkeptikusan tárgyaló érvei túlnyomó részben az USA adataira támaszkodnak – csakúgy, mint Friedmannak a bankválság súlyosságát hangsúlyozó elemzése. Az újabb, a monetáris érvrendszert továbbfejlesztő Bernanke nemzetközi összehasonlításra alapot adó panelkutatásai azonban szélesebb adatbázisra támaszkodva azt mutatják, hogy – több fontos monetáris és egyéb jellemzőre (például az adott ország aranyalapon volt-e vagy sem kontrollálva) – minél hosszabb volt a bankválság egy országban, annál nagyobb volt a visszaesés. Bernanke számítása szerint a bankválság egy évig való elhúzódása 16 százalékos termelés-csökkenéssel járt.¹¹ Bernanke is elismeri, hogy a betét/készpénz-arány esése, il-

letve a bankpánik (az előbbi néhány országban az utóbbi nélkül jelentkezett) endogén válasz a deflációra és az aranystandardrendszer működésére. De országspecifikus intézményi tényezők, kiváltképp a bankrendszer szerkezete és a külföldi betétesek aránya is nagyban befolyásolták. A bankok problémái több országban jóval a nemzetközi árák esése előtt jelentkeztek. (Kindleberger, 1986, 145. oldal)

AZ ÚJ KERETRENDSZER FORMÁLÓDÁSA

A válságból való kilábalást illetően hasonlóképpen nem látunk tisztán, és viták vannak még azok közt is, akik a válságot a nemzetközi pénzügyi rendszer félremenedzseléseként értelmezik. Abban egyetértés mutatkozik, hogy a legcélszerűbb megoldás a nemzetközi pénzügyi keretrendszer olyan átalakítása lett volna az államok közös megegyezésével, amelynek keretében a keretrendszer deflációs elfogultságát felszámolják és globális szinten tették volna lehetővé az élénkítő gazdaságpolitika alkalmazását. Abban azonban nagyfokú különbség mutatkozik, hogy végül is a tényleges intézkedések – amelyek a globális keretrendszer formálódásához vezettek – segítették-e vagy sem a kilábalást.

Kindleberger (1986, 191. oldal) szerint a beruházások az USA-ban 1932-ben spontán módon elérték azt a minimumot, ahonnan már csak növekedés volt lehetséges. A politikai, gazdaságpolitikai és szemléleti változások, kiváltképp az új amerikai adminisztráció hatalomátvételével kapcsolatba hozhatók, vagy a Nagy-Britanniában mind a gazdaságpolitikában, mind a közgazdasági főáramban bekövetkezett izolacionista fordulat – a nemzetközi elkötelezettség csökkenése, a belső problémák egyoldalú megoldása – lényegében még évekig csak visszahúzó erőt jelentettek a nemzetközi gazdasági viszonyok szempontjából. Ha a nemzetközi keretrendszerben pozitív változásokra került sor, akkor ez már csak később követke-

zett be. Akkor, mikor a nagyhatalmak – USA, Nagy-Britannia és Franciaország – egyeztetett módon, gazdasági konferenciákon kötelezték el magukat a nemzetközi pénzügyi keretrendszer bizonyos mértékű stabilizálása mellett – háromoldalú megállapodás –, illetve mikor a válság alatt hozott protekcionista intézkedések felszámolásához hozzáfogtak. Kindleberger bemutatja: nemcsak hogy létezett a mindenki számára előnyös kooperatív megoldás, hanem ennek tudatában is volt a kortárs elit egy része, és ennek szellemében többféle, a nemzetközi közmunkákat és a hitelezés élénkítését tartalmazó koncepció is megfogalmazódott. A döntő mozzanat nála – bár a többi nagyhatalom felelősségét is érzékelteti – a roosevelti stáb felkészületlensége, amely – szemben a Hoover-adminisztrációval, amely már-már felvállalta az ölébe hullott hegemon szerepét – végül is évekre szűklátókörűen és dilettáns módon vitte az USA-t az izolacionizmus irányába, ami összességében negatív volt a globális kibontakozás szempontjából.

Ennél sokkal összetettebben látják a helyzetet Temin, *Eichengreen* és annak idején *Polányi Károly* és *Cs. Szabó László*. Temin (1989, 33. oldal) és Eichengreen is elismerik, hogy létezett a kölcsönösen előnyös, kooperatív globális élénkítés elvi lehetősége, és hogy az USA politikusai, illetve a Fed nem értek fel ahhoz a helyzethez, amelybe kerültek. Úgy vélik viszont, hogy végül is a követett politikák egy, a réginél jobb keretrendszer kialakulásához vezettek – igaz zűrzavaros módon –, nem pedig gátját képezték annak. Eichengreen szerint (1992, 153., 322. oldal) nem lehet eltekinteni attól a megegyezést akadályozó tényezőtől, hogy a helyzet felmérésében és megítélésében is sokáig tapasztalatiilag eldönthetetlen elméleti koncepciók néztek farkasszemet, kiemelten az árfolyam-politika és a protekcionizmus ügyében. A '20-as évek eleje hiperinflációjának kellemetlen tapasztalata egyes európai országokban – kiváltképpen Németországban – ab-

szurd módon az extrém defláció körülményei között is tovább élt, ami számukra különösen nehézzé tette a defláció problematikusságának felismerését.¹² A tőkemozgások rendszerbeli jelentőségét és a jegybankok közti kooperáció fontosságát – ami egy automatikus korrekciós mechanizmusba vetett hit feladását követelte meg a nemzetközi pénzügyi szférában – éppen csak kezdték elméleti igénnyel tematizálni. (Eichengreen, 1992, 33–42. oldal)

Temin szerint (1989, 93., 102. oldal) a Nagy Válság idején a sterling és a dollár leértékelése vagy egy nyilvánvalóan a múlttal – benne a korábbi gazdaságpolitikával – szakító új politikai erő – *Hitler* hatalomra kerülése – egyfajta pozitív szimbolikus jelként volt értelmezhető, amely a keretrendszer gyökeres átalakulásáról meg tudta győzni a nagyközönséget. Kindleberger szerint (1986, 90., 227. oldal) viszont a sterling leválása az aranyalapról és leértékelése erősítette a kártékony deflációs spirált (amit Eichengreen vitat); bár a dollár leértékelése már nem volt deflációs hatású, de pozitív hozadéka sem volt, mivel az utána bekövetkező fellendülés a „várokozásokban bekövetkező tengernyi változásra” és a bruttó beruházás lenullázódására vezethető vissza.¹³ Eichengreen szerint az aranyra való átválthatóság felfüggesztése csak szükséges feltétele volt a fellendülésnek, ami akkor jöhet el, mikor az aranystandardot, mint etoszt és ortodox pénzügyet is elvetik. Sőt, az ortodox, antiinflációs költségvetési és monetáris politika egyes képviselői számára az aranystandardból való kilépés nemhogy egy új keretrendszerben való gondolkodást hozott magával, hanem olyan negatívumot, amelyet a korábbi elvekhez való még szigorúbb igazodással kell ellensúlyozni a hitelesség visszaszerzése érdekében.¹⁴ Mint egy konkrét ország egyedi gazdaságpolitikai döntése, a leértékelés vagy az aranystandard feladása *általában* nem értelmezhető szimbolikus jelentőségűnek. Mint a keretrendszer és a várokozások átalakulását közvetve, közzgazdaság-

elméletileg talán nem tisztázható módon mégis elősegíthette, amit a kritikus Kindleberger nem ismer el, de amire mégiscsak utal, mikor a „várokozásokban bekövetkező tengernyi változásra” utal. Némileg hasonló értelmezést ad *Botos* (1987, 93. oldal), aki szerint a leértékelés első lépésben súlyosbítja a depressziót, de közvetett hatásként a többieket is a deflációs keretrendszer felszámolására, expanzív lépésekre készíti.

A sterling 1931-es leértékelését az tette a keretrendszert átalakító, szimbolikus tette – ha erről beszélni lehet egyáltalán –, hogy az aranystandard öre, Nagy-Britannia lépett erre az útra. A brit döntés az ellenzók számára a nemzetközi anarchia jövőképét hordozta, úgy vélték, az árfolyamok szabadjárá engedése és a gazdasági válság együtt jelentkezik, de az előbbi, nem pedig az utóbbi jelenséget tartották az oknak. Úgy gondolták, hogy a leértékelő ország nemzetközi kereskedelmi partnerei rovására, azokat egy nulla összegű játékban lenyomva, az együttműködés szabályait felrúgva jut relatíve kedvezőbb helyzetbe. A kortársak közül az egyébként az élénkítéspártiakhoz tartozó *Kalecki* a brit leértékelést a deflációs politika eszközének minősítette, amelynek egyetlen hatása a brit exportképességnek a többi ország rovására történő javulása.¹⁵ A marxista *Varga* szerint a leértékelés – a „vulgáris és felszínes” keynesi elmélet alapján történő „valuta- és kamatláb-manipuláció” – a burzsoázia javára való jövedelemelosztás módosításának, a proletariátus kizsákmányolása fokozásának eszköze, amellyel a leértékelő ország csak átmeneti előnyre tehet szert. (Varga, 1978, 169–170., 255., 306., 345. oldal) A korabeli brit iparvállalkozók sem láttak mást a leértékelésben, mint a versenyképességüket javító, a bércsökkenéssel analóg eszközt. (Kalecki, 1990/1931, 39–40. oldal) Maguk a brit döntéshozók ’31-ben sokáig azért vacilláltak, mivel attól tartottak, hogy a leértékelésben mások is követnék őket, és akkor nem realizálódnának a remélt

előnyök. (Booth, 1993, 39. oldal) Néhány évvel korábban, a Brit Nemzetközösség olyan államaiban, mint Ausztrália és Új-Zéland a meghatározó súlyú és döntően exportra termelő agrárium veszteségét akarták egyenletesebben elosztani a társadalomban a leértékeléssel. (Endres – Jackson, 1993, 152–153. oldal)¹⁶ A britek aranystandardból való kilépése után beinduló aranyemelés nyomán az olyan országokban, mint Egyiptom vagy India, a hitelezők a törlesztést aranyban kezdték kérni az adósoktól, ami a pénzmennyiség csökkenését jelentette. (Rothermund, 1996, 79., 91. oldal) India esetében a hitelezők így szerzett aranya áramlott Londonba a sterlingblokk monetáris élénkítését erősítve. Az első időben a leértékelő britek importjának visszaesése járult hozzá a náluk meginduló fellendüléshez. Mindez erősítette az aranypártiaknak azt a meggyőződését, hogy a többieket víz alá nyomó, pusztán protekcionista politikáról van szó a sterlingleértékelés esetében. (Eichengreen, 1992, 289–292. oldal)

Azaz a sterlingleértékelésnek voltak deflációs következményei. Kindleberger nem minden alap nélkül vélhette úgy tisztán elméleti alapon, hogy a perifériákon kezdődött devizaleértékelések a deflációt erősítő tényezők voltak, és a sterling leértékelése is további nyersanyagáresést okozott. (Kindleberger, 1986, 293. oldal). A fő kérdés azonban az, hogy ezek voltak-e a kizárólagosak vagy a meghatározók.

Temin, Eichengreen és Bernanke azok, akik újabban úgy foglalnak állást, hogy a britek által elindított fontleértékelésekben a fontosabb tényező az élénkítő monetáris politikának a szabadjára engedése volt. Ezt a kedvező hatást ellensúlyozta valamilyen mértékben a negatív, protekcionista hatás, de nem semlegesítette teljesen. (Temin, 1989, 32. oldal; Eichengreen, 1992, 22. oldal) Temin (1989, 74. oldal) szerint a brit leértékelés után – szemben a kortársak és olyan késői elemzők, mint Kindleberger (1986, 176. oldal) állításával – nem gyorsult

fel a nyersanyagok globális áresése, és az USA aranystandardból való kilépésével beindult a nemzetközi áremelkedés. Az új keretrendszer mibenléte, globális alkalmazhatósága és sikere a sterling leértékelése után még 1–1,5 évig alig volt érzékelhető. Fél év kellett ahhoz is, hogy a leértékelés vélt inflációs veszélyei miatt aggódók Nagy-Britanniában meggyőződjenek: félelmeik alaptalanok, és erre alapozva a BoE meginduljon a kamatsökkentés és monetáris lazítás útján. (Eichengreen, 1992, 303. oldal) 1934-ben már szembetűnő volt az aranystandardhoz ragaszkodók depressziója és a kilépők fellendülése közti különbség (Eichengreen, 1992, 28. oldal).

Az új keretrendszer lényege nem a leértékelés, mint egyedi monetáris politikai intézkedés volt. Az új keretrendszer meghatározó jellemzői a következő törekvések voltak: köztulajdon vagy a parancsnoki magasságok szabályozása, kormányzati beavatkozás a béralkuba, „a társadalmi osztalék” megosztása mindenkivel.¹⁷ A leértékelés egy stabilizálódó, a nemzetközi együttműködés új formáit létrehozó keretrendszer részeként – illetve a gazdaságpolitika számára nyitva álló lehetőségként – vált tartós hatású, pozitív eseménnyé. Erre utal, hogy röviddel az aranystandard végleges szétesése után, az egymást követő leértékelések sorozatának végén 1937-re az 1931 eleji szintre jutottak vissza a főbb valuták árfolyamai. (Eichengreen, 1992, 362., 393. oldal)

Az egyes gazdasági intézkedések társadalmi-politikai kontextusba ágyazva kaptak értelmet – előjelet – és befolyásolták a döntő fontosságú várakozásokat.¹⁸ Kindlebergernek és Eichengreennek a roosevelti politikát bemutató narratívái ezért térnek el gyökeresen. Előbbi a kívülálló számára elképzelhető legjobbat kéri számon az elnökön és általában a politikán. Az utóbbi viszont érzékelteti annak a tapogatózásnak a bizonytalanságát, amelyben a politika az egyértelmű szakértői iránymutatástól megfosztva, a párton belül is szögesen

ellentétes javaslatokkal előálló – helyenként atavisztikus elméleti alapon (lásd ezüstmozgalom) artikulált – érdekcsoportoktól rángatva, a nemzetközi partnereknek az amerikai belső viszonyokra tekintettel nem levő követeléseitől (a britek és a franciák adósságelengedési igényeitől) revolverzelve hányódik a mindennapi információimpulzusok özönében. És próbálja a gazdasági szereplők – önmagukban sem konzisztens – lépéseiből kiolvasni, milyen állami intézkedésekkel lehet a jövőbe vetett bizalmat visszaadni, miután a fejlemények azt mutatják, hogy a várakozások képesek az egyedi intézkedés pozitív, tankönyvi/receptszerű hatását semlegesíteni.¹⁹

A keretrendszerelváltás, ha utólag meglehetősen egyértelmű eredményre vezet is, alighanem több és homályos, nem pedig egyetlen világos jelre épült (eltérően attól, ahogy azt Temin a leértékelésről, illetve a nácik hatalomra kerüléséről állította); a váltás nem törésszerű, nem egyirányú, hanem fokozatos és irányát változtató.²⁰ A közgazdászok és döntéshozók nem vagy csak részben látták át – bár ezt talán másképp gondolták –, hogy a javasolt és megvalósított intézkedések miként járultak hozzá egy globális, expanzív keretrendszer kialakulásához, és ezen intézkedések milyen vonatkozásai, elemei semlegesek vagy ellentétesek ezzel a keretrendszerrel. A demokrácia körülményei közt, Nagy-Britanniában a politika nem az (adott történelmi helyzetben aligha megragadható) összgazdasági maximumra, hanem egy széles körben kielégítőnek vélt szint elérésére törekedett, és ebben sikeresnek is bizonyult. A pártok főáramú döntéshozói, kihasználva, hogy az újabb közgazdasági doktrinának nem volt egységes értelmezése, képesek voltak kifogni a szelet a radikálisabb fordulatot követelők vitorlájából, ugyanakkor képesek voltak a fenyegető társadalmi konfliktusokat is kezelni. (Booth, 1993)

Úgy vélem, a kortársak közül Polányi Károly látta az aranystandard feladásának korszaki

jelentőségét. Szerinte az USA-t és Nagy-Britanniát az aranystandardból való kilépés mentette meg attól, hogy az aranystandardot a liberális és demokratikus intézményeket felszámoló intervencionizmussal mentsék meg. (Polányi, 1997, 289., 295. oldal) A defláció hívei az erős kormány és szabad gazdaság mellett érveltek, valójában a szükségállapot jogának és a szabályozott árak és bérek világnak irányába tették meg az első lépéseket. Ennek során a demokratikus intézményeket meggyengítették, és így előkészítették az utat a náluk kevésbé önbecsapó, illetve őszintébb, realistább (a társadalomban a hatalom és kényszer létét elismerő) fasizmus számára. Jellemző az elmélet és retorika zűrzavarára, hogy *Brüning* a maga – hite szerint az aranystandard védelmét szolgáló – markánsan intervencionista politikáját arra hivatkozva próbálta megalapozni és a reflacionista javaslatokat elhárítani, hogy a kapitalizmus menedzselése érdekében történő közvetlen beavatkozás a jövőbeli gazdasági stabilitás alapjait rombolná le. (Garside, 1993, 17–18. oldal; James, 1993, 72. oldal)²¹ A *New Deal* – Cs. Szabó László (1985, 78–79. oldal) szavaival, aki egyébként számos intézkedést kritizált és az egész kísérletet zavarosnak látta a maga közgazdasági felfogása szerint – arról a „sorskérdésről” szökött, hogy fennmaradhat-e a politikai demokrácia az ipari szervezettség korabeli színvonalán.

Arról is szó volt, hogy hihetővé és tartóssá váljon a gazdasági szereplők által befolyásolható politika elköteleződése a globális deflációval szemben, ahol a deflációt a „nehezen megközelíthető jegybankkal” (Cs. Szabó, 1985/1935) azonosították. Még hozzá úgy, hogy a gazdasági szereplők világméretben helyet kapjon a monetáris politika demokratikus környezetbe ágyazottságának felismerése és elfogadása. Még ha ez az adott körülmények közt a nemzetközi kooperációt – legalábbis átmenetileg – aláásó intézkedésekkel volt lehetséges (vagy ilyenekkel is lehetséges volt). Amíg ez nem történt meg, addig az

egyedülálló intézkedések nem tudták a dolgok menetét megváltoztatni. Sőt, adott esetben az ellentábornak adtak hivatkozási alapot, akik az új paradigma használhatatlansága, terméketlensége mellett érvelhettek, amint azt az 1932-es év eseményei mutatják. Ebben az évben az USA-ban a törvényhozás kezdte a Fed-et a rá vonatkozó szabályok módosításával a refláció irányába terelni. Konkrétan nyíltpiaci műveletek végzését írták neki elő, ennek következtében nem elhanyagolható mennyiségben – egymilliárd USD-ért, ami a GDP több mint 1 százaléka volt – vásárolt a Fed-kötvényeket. Ennek következtében a nagykereskedelmi árak emelkedtek, ám az ipari növekedés mégsem indult be, amiben az ellentábor, az aranypártiak saját igazolásukat látták.²² Eichengreen szerint a várt kedvező hatás elmaradásában az játszott szerepet, hogy az ipar irányítói nem hitték, hogy tartós maradhat az elindított élénkítés, méghozzá a politikai bizonytalanság miatt: 1932 júliusában megkezdődött az elnökválasztási kampány és a kongresszus nyomása a Fed-re megszűnt. A befektetők és a termelők jól látták, hogy a törvényhozás élénkítési kísérlete – legalábbis egyelőre – nem tudott intézményesülni. (Eichengreen, 1992, 315. oldal) A hihető és tartós politikai elköteleződést az USA-ban Rooseveltt, illetve a demokrata kongresszussal, persze inkonzisztens és zavaros irányvonala hozta meg, amely a monetáris politikát a demokratikus politikai rendszer szolgálatába állította.

ÖSSZEFOGLALÓ

A Nagy Válság megértésére, bár ez egy ideig elsikkadt a második világháború utáni közgazdasági gondolkodásban, alighanem csak globális nézőpontból érdemes kísérletet tenni, az

akkorra kialakult, globális politikai-gazdasági monetáris keretrendszer jellemzőinek, elfogultságainak felismerésével. Nem állíthatjuk, hogy a korszakot vizsgáló kutatás minden fontos részletében képessé vált volna tisztázni a globális gazdaság akkori „leolvadását”, a krízis váratlan súlyosságát és hosszát. A magyarázat teljességét anomáliák és tudásunk felismert hiányosságai szegik meg. A magyarázat és a megértés nem hivatkozhat jól áttekinthető és egyszerű gazdasági mechanizmusokra. Egyfelől utólag, eléggé egyszerűnek tűnik a pénzügyi rendszer deflációra hajlamos gépezetéből eredő rendszerhibák azonosítása, másfelől viszont eléggé nehezen érhető, hogy ezen egyszerű felismerésből miért nem következett a megoldáshoz szükséges átalakítások véghezvitele. A gazdasági szereplők és gazdaságpolitikák egymást (egymás várakozásait) folyamatosan és kölcsönösen orientáltak és félreorientáltak, egymásra körkörösén reflektáltak, de előre kiszámíthatatlan módon, mivel egy új keretrendszer formálódása zajlott (amely maga is nagyban függött e kölcsönhatástól). A mindezt befolyásoló elméletek és meggyőződések részben késeiességük, részben koraiságuk miatt nem bizonyultak megfelelőnek. Ha lehetséges is a válságból való kilábalás „eszközeiről” beszélni, ám ezek használhatósága a történelmi kontextustól és a globális komplexumon belül elfoglalt helytől függ. Ezen eszközök, nem „tisztán” gazdaságiak, amint a válság eredete sem, lévén a „tisztán” gazdaság elméleti konstrukció/fikció és nem történelmi realitás. A tanulság hangsúlyosabb része megítélésem szerint a pénzügyi keretrendszerek politikai-társadalmi beágyazottságának, az utóbbiból fakadó bizalmi tőkétől való függésnek a felismerése, nem pedig monetáris vagy költségvetési technikák felfedezése és újraalkalmazhatósága.

JEGYZETEK

- ¹ Eichengreen, 1992, 301. oldal
- ² Varga okfejtésének ellentmondásai jól mutatják, hogy nemcsak a hivatalos körökben elterjedt közgazdasági nézetekkel volt probléma, hanem a felszínen a rendszer ellenségeiként számon tartott politikai irányzatokéival is. Idővel, 1936-ra Varga Jenő eljutott odáig, hogy az infláció/devalválás is alternatívája a deflációnak az érték és az ár közti „normális” viszony megteremtésében, miközben azzal az előnnyel is bír a deflációhoz képest, hogy a burzsoáziának nem kell szembenéznie a munkásosztály ellenállásával.
- ³ Az IS-LM séma keretébe is behelyezhető ez az érv (Mankiw, 1999, 316. oldal), ami másképp fogalmazva azt jelenti, hogy a tankönyvi séma a defláció stabilizáló és destabilizáló szerepéről alkotott vitában nem tud segíteni.
- ⁴ 1920–1922-ben a Fed jelentősen növelte hitelezését, ami a defláció negatív hatását ellensúlyozhatta. (Cecchetti, 1997, 12., 23. oldal)
- ⁵ Temin, 1989, 60–62. oldal
- ⁶ Sargentnél (2005, 108. oldal) a hiperinflációs időszakban elért dinamikus növekedés csak mint a reáltokejszágokba való „túlberuházás” jelenik meg.
- ⁷ Hobsbawm inkább ennek a periódusnak az amerikai specifikumaként, semmint a kapitalizmus általános ellentmondásaként tárgyalja a jelenséget, szemben Varga Jenővel. Részben hasonló álláspontot foglal el Botos (1987, 49., 64., 98–101. oldal).
- ⁸ Varga, 1978, 230–232. oldal
- ⁹ Temin nem tartja alkalmasnak a versengő hipotézisek közti választásra Bernanke regresszióit, amelyek kimutatják a bankcsődök és kockázatok proxijainak „szoros kapcsolatát” az ipari termelés alakulásával. (Temin, 1989, 52. oldal)
- ¹⁰ (Bernanke, 2000, 52–54. oldal) Ezen a ponton egyébként megmutatkozik az, hogy a konzisztencia még az egyes szerzők narratívájában sem mindig biztosított: például Bernanke egyfelől azt állítja, hogy a jó besorolású adókat a bankok a nehéz időkben is hitelezték. Másfelől viszont – az ellentmondást nem feloldva – tájékoztat arról, hogy még a magas besorolású vállalati adókat 45 százaléka is nehézségekről számolt be. (i.m. 64. oldal)
- ¹¹ Borchardt (1987, 33. oldal) Kindlebergerre hivatkozva ennél nagyobb hatást tulajdonít a bankválságnak: a válság hatását felére lehetett volna csökkenteni, ha megakadályozták a nemzetközi hitelrendszer összeomlását 1931–1932-ben.
- ¹² Lásd erről az – egyébként a maga ’30-as évekbeli nézeteit revízió alá vevő – Hayek (1995, 129. oldal) személyes jellegű vallomását.
- ¹³ James (1993, 81. oldal) szerint is „spontán ciklikus erők” álltak a náci uralom idején beinduló fellendülés mögött.
- ¹⁴ Eichengreen, 1992, 21., 288–289., 344. oldal; lásd ugyanerről Kindleberger, 1986, 226. oldal. A Fed tartózkodása az élénkítésre kapott lehetőségtől extrém hosszú ideig tartott. (Eichengreen, 1992, 344–346. oldal) A BoE viszont már fél évvel a leértékelés után élénkítésbe kezdett. A folyamatok keretrendszerváltásként, nem pedig szűken monetáris politikai jelenségeként való értelmezhetőségének tézisének erősítik, az egyoldalú monetarista nézetet meggyengíti ezen a ponton az, hogy ennek ellenére indult be a fellendülés. (Bernanke, 2000, 154. oldal; Eichengreen, 1992, 342–345. oldal)
- ¹⁵ Később viszont Keynes ’30-as évek elején megfogalmazott érvelését részben elfogadva, már úgy vélte, a leértékelés segítheti a kilábalást, mivel a hitelező, főleg az aranystandardpárti országok aranyát segít „kicsalogatni” azzal, hogy az aranystandardból ki-

lépő adósok hitelező országokba irányuló exportja fellendülhet, fizetési mérlegük javulhat és aranytartalékuk nőhet. Kalecki első véleményét nagyban befolyásolta, hogy '32-ben a britek a leértékelést nem használták ki monetáris lazításra. (Kalecki, 1990/1932a, 47. oldal; 1932b. 51. oldal)

¹⁶ A mások rovására érvényesülő versenyképességi hatásról beszélnek a leértékeléssel kapcsolatban, az aranystandardról való letérést pedig protekcionizmusnak minősítik Ciepielewski és társai (1974, 306., 312. oldal), valamint Bernstein (1987, 117. oldal).

¹⁷ Temin, 1989, 107. oldal

¹⁸ Amint a '20-as évek hiperinflációját nem egyedi restriktív intézkedések fékeztek meg (Sargent, 2005, 114. oldal), úgy a globális deflációt sem.

¹⁹ Miután '33 márciusa (a bankválság újraindítása) után a gazdaság 5 hónapon át a dinamikus kilábalás jeleit mutatta, az év harmadik harmadában a fellendülés kifulladásának jelei mutatkoztak. Ebben a monetáris hatóság passzivitásán túl is szerepet játszott, hogy a leértékelési várakozások miatt az exportőrök eladásaikkal kivártak, miközben importjukat növelték. Csak miután a dollárárfolyamot '34 januárjában

stabilizálták és az exportőrök nem számíthattak további leértékelésre, akkor adták el árukészleteiket és zárták dollár elleni pozíciójukat a spekulánsok. (Eichengreen, 1992, 344–345. oldal)

²⁰ James úgy fogalmaz, hogy az adósságszolgálat fel függesztése, a túlértékelt valuta és a külkereskedelem szabályozása által a világgazdaságról leválasztott Németország modellje nem a náci ideológia szüleménye, hanem a Brüning-kormányzat innovációja; és nem kellően megalapozott feltevésként utasítja el, hogy Hitler valóban azt csinálta a gazdaságban, amit mondott. (James, 1993, 88. oldal)

²¹ Ebben olykor szövetségesre talált a kommunistákban, akik a szocdemek egyes reflacionista javaslatait elvetették. Varga Jenő például értelmetlenné nyilvánította a szociáldemokratáknak a bérek emelésére vonatkozó javaslatát. Varga kifejezetten elismeri (1978, 75. oldal), hogy a tőkés és a marxisták egy platformra helyezkednek ebben az értékelésben!

²² Ezzel szemben Friedman – (Friedman, 1998, 77. oldal) úgy fogalmaz, hogy éppen mikor kezdett már mutatkozni a kedvező hatás, akkor a Fed megszüntette programját; és Kindleberger (1986, 192. oldal) szerint is láthatók voltak már a kedvező jelek, például júliusban az ipari termelés már nőni kezdett.

IRODALOM

BERNANKE, B. (2000): *Essays on the Great Depression*. Princeton University Press

BERNSTEIN, M. A. (1987): Gazdasági instabilitás az Egyesült Államokban az 1930-as és az 1970-es években. In: *Válság – recesszió – társadalom*, (szerk: Berend T. Iván és Knut Borchardt) KJK

BOOTH, A. (1993): The British reaction to the economic crisis. In: Garside (ed): *Capitalism in crisis: international responses to the Great Depression*, Pinter Publishers

BORCHARDT, K. (1987): Az 1930-as évek válságának következményei és mai tanulságai, In: *Válság – recesszió – társadalom*. (szerk: Berend T. Iván és Knut Borchardt) KJK

BOTOS, K. (1986): 1929/33 vs. 1979/83, In: *The impact of the depression of the 1930's and its relevance for the contemporary world* (eds: Berend T. Iván, Knut Borchardt), Karl Marx University, Academy Research Center of East-Central Europe

BOTOS K. (1987): *Világméretű pénzügyi egyensúlyhiány*. KJK

- CECCHETTI, ST. G. (1997): Understanding the Great Depression: Lessons for Current Policy. *NBER Wp 6015*
- CIEPIELEWSKI, J. – KOSTROWICKA, I. – LANDAU, Z. – TOMASZEWSKI, J. (1974): *A világ gazdaságtörténete a XIX. és a XX. században*. Kossuth Kiadó
- CS. SZABÓ L. (1985/1935): *Franklin Delano Roosevelt*. Magvető Kiadó
- EICHENGREEN, B. (1992): Golden fetters: the gold standard and the Great Depression. *Oxford University Press*
- ENDRES, A-M – JACKSON K. E. (1993): Policy responses to the crisis: Australasia in the 1930s, In: Garside (ed): *Capitalism in crisis: international responses to the Great Depression*, Pinter Publishers
- FRIEDMAN, M. – FRIEDMAN, R. (1998): *Választhatás szabadon*. Akadémia – MET Publishing Corp
- GARSDIE, W.R. (1993): The search for stability: economic radicalism and financial conservatism in 1930s Europe, In: Garside (ed): *Capitalism in crisis: international responses to the Great Depression*, Pinter Publishers
- VON HAYEK, A. (1995): *Piac és szabadság*. KJK
- HOBBSAWM, E.J. (1998): *A szélsőségek kora*. Panonica
- JAMES, H. (1993): Innovation and conservatism in economic recovery: the alleged 'Nazi recovery' of the 1930, In: Garside (ed): *Capitalism in crisis: international responses to the Great Depression*, Pinter Publishers
- KALECKI, M. (1990/1931): The World Financial Crisis, In: *Collected works, Volume 1. Capitalism, cycles, and full employment*, Oxford University Press
- KALECKI, M. (1990/1932a): Mr. Keynes' predictions, In: *Collected works, Volume 1. Capitalism, cycles, and full employment*, Oxford University Press
- KALECKI, M. (1990/1932b): Is a 'Capitalist' Overcome of the Crisis Possible?, In: *Collected works, Volume 1. Capitalism, cycles, and full employment*, Oxford University Press
- KEYNES, J. M. (1965): *A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete*. KJK
- KINDLEBERGER, CH. P. (1986): The world in depression 1929–1939., *University of California Press*
- KINDLEBERGER, CH. P. (1987): A nemzetközi tőkepiacok és a devizapiacok válsága – az 1930-as évek és az 1980-as évek, In: *Válság – recesszió – társadalom*, (szerk: Berend T. Iván és Knut Borchardt) KJK
- LANDES, D. S. (1986): *Az elszabadult Prométheusz*. Gondolat Kiadó
- MANKIW, GR. (1999): *Makroökonómia*. Osiris Kiadó
- OHNSORGE-SZABÓ L. (2010): Nagy Válság – retro 1. rész. *Pénzügyi Szemle*. 4. szám, 750–764. oldal
- PETZINA, D. (1987): Válságok és válságstratégiák – a két háború közötti időszak német tapasztalati és a jelen, In: *Válság – recesszió – társadalom*, (szerk: Berend T. Iván és Knut Borchardt) KJK
- POLÁNYI K. (1997): *A nagy átalakulás*. Mészáros Gábor kiadása
- ROTHERMUND, D. (1996): *The Global impact of the Great Depression, 1929–1939*. Routledge
- SARGENT, TH. J. (2005.): *Infláció és racionális várakozások*, Nemzeti Tankönyvkiadó
- TEMIN, P. (1976): *Did monetary forces cause the Great Depression?* Norton
- TEMIN, P. (1989): *Lessons from the Great Depression*. MIT
- VARGA J. (1978): *A Nagy Válság*. Kossuth Kiadó