

Marton Ádám

# A fiskális konszolidáció és az államadósság kapcsolata

## Csökkenti vagy növeli az adósságrátát a fiskális kiigazítás?

**ÖSSZEFOGLALÓ:** Napjaink világgazdasági környezete „kegyes” állapotként jellemezhető. A nullaközeli kamatlábak és a globális likviditásbőség által létrehozott makrogazdasági feltételrendszer lehetővé teszi a magas államadóssági pozíciók piaci viszonyok közötti finanszírozhatóságát is. Az államadósság mihamarabbi csökkentése mindazonáltal szükségszerű és elengedhetetlen gazdaságpolitikai intézkedés. A tanulmány a fiskális konszolidáció adósságcsökkentésben betöltött szerepét vizsgálja. Az adósságráta mérséklése két fő módon az elsődleges egyenlegen, illetve a gazdasági növekedésen keresztül valósulhat meg. A fiskális kiigazítás keynesi hatásmechanizmusai révén növekedési áldozattal jár, amely csökkentheti/teljesen eliminálhatja a kiigazító intézkedések pozitív hozadékait. A bevételi vagy kiadási oldalra koncentrált kiigazítások mértéküktől, időbeli lefolyásuktól, jellegüktől függően eltérő kibocsátási és adósságcsökkentő hatásokat eredményezhetnek. A szakirodalmi áttekintés és a statisztikai elemzések alapján leszögezhető, hogy az adósságráta csökkentésében a növekedési hatás rendkívül fontos tényező, emellett sikerkritériumként a kedvező gazdasági környezet, az alacsony fiskális multiplikátor, valamint az egyenletes és kiadásoldali intézkedések azonosíthatók.<sup>1</sup>

**KULCSSZAVAK:** fiskális kiigazítás, adósságráta, gazdasági növekedés, államadósság, növekedési hatás

**JEL-KÓDOK:** E62, H62, H63, O23

A 2007–2008-as pénzügyi válság kitörése óta tíz év telt el, s a jelenlegi világgazdasági környezet kedvezőnek tűnik. A világgazdasági növekedés egészségesebb jelleget mutat, amelyet a 2017. évi II. negyedéves növekedési adatok is alátámasztanak, hisz az Egyesült Államok 1,6 százalékos, míg az euróövezet gazdasága 1,8 százalékos reál GDP-bővülést ért el az előző negyedévben. A mutató adatát az egész Európai Unióra kivetítve 1,9 százalékos volt a növekedés mértéke. Az egyensúlytalanságok azonban továbbra is fennállnak a világgazdaságban. Pár negyedévvvel korábban ugyanis

még a lassú kilábalás és a szekuláris stagnálás veszélye fenyegette a fejlett gazdaságokat, míg a feltörekvő és fejlődő országokban a növekedés dinamikája mérséklődött a krízis előtti szinthez képest. A növekedési ütem gyorsulásával párhuzamosan a GDP-hez viszonyított államadóssági ráta értéke is csökkent, de az adósság tényleges állományának szintje nem változott (sok gazdaságban emelkedett). A fiskális fenntarthatóság szempontjából lényeges adósságráta jelenleg is történelmi szintet ér el a fejlett gazdaságokban, s egy esetleges sokk esetén további kockázati tényezőként merülhet fel. Egy pénzügyi, ingatlanpiaci vagy valutapiaci sokk ugyanakkor számos elemző és

Levelezési e-cím: adam4466@gmail.com

közgazdász következtetése alapján reális veszélyforrásként tartható számon. A buborék ugyanis a tőzsdeindexek és ingatlanpiaci árak évek óta tartó tartós növekedése nyomán jelen van a pénz- és ingatlanpiacokon egyaránt.

Egy piaci buborék kipukkanása s a kiváltott turbulenciák nyomán eszkalálódó krízis kezelésére jelenleg korlátozott gazdaságpolitikai lehetőségek állnak rendelkezésre. A monetáris politika mozgásterét a jelen gazdasági környezetben beszűkült. A nullaközeli kamatlábak és a mennyiségi lazítási programok miatt megnövekedett pénzmennyiség a világgazdaságban korlátozhatják a jövőbeni monetáris politika sikerességét. A jelenlegi alacsony kamatlábak meglehetősen szűkítik a további monetáris lazítás lehetőségét, valamint a pénzkínálat további növelése is korlátokba ütközhet, hatásai mérsékeltek lehetnek. Ezáltal az aggregált keresleten keresztül a növekedés ösztönzése is visszafogottá válhat. A válságkezelés során alkalmazott mennyiségi lazítás csupán az Egyesült Államokban ért véget, s lépett a monetáris szigorítás útjára a Federal Reserve által meghatározott jegybanki irányvonal. Az Európai Központ Bank csupán 2017 októbervegi bejelentésével lépett a *tapering* folyamatába, míg a japán gazdaságban (bár részben eltérő okokból kifolyólag) továbbra is zajlik a Quantitative Easing program. Az alacsony kamatlábak ugyanakkor megkönnyítik a súlyosan eladósodott államok államadosságának finanszírozását is. A könnyebb piaci finanszírozás a kedvező világgazdasági környezettel párosulva egy olyan kegyes állapotot hozott létre, amely az alacsonyabb hozamok révén elfedheti az egyes gazdaságok strukturális és rendszerszintű problémáit, köztük a magas államadosságból eredő kockázatokat is. A piaci működés tökéletlenségéből fakadó esetleges krízis során a veszélyforrások hamar felszínre kerülhetnek és eszkalálódhatnak. A magas adósságrátával rendelkező országok államadosságának piacokról történő finanszírozása a nemzetközi be-

fektetői környezet kockázatkerülővé válásával megnehezedhet, lehetetlenné válhat. A kockázatkerülő piaci attitűd ronthatja a magas államadossággal rendelkező gazdaságok államadosságainak hitelminősítési szerinti besorolását, így megnövelve a kockázati felárakat és a kamatrátákat. A megnövekedett államadosságszint és annak finanszírozási nehézségei következtésképpen beszűkítik a fiskális politika mozgásterét. A gazdaságpolitikai válságkezelési lehetőségei így monetáris és fiskális politikai oldalról is korlátokban ütköznek.

Napjaink világgazdasági környezetét tehát a kettősség uralja. A gazdasági növekedés beindulása és a kilábalás időszakának lezárulása a fejlett gazdaságokban is elősegíti a munkaerő-piaci helyzet javulását, a konvergenciafolyamatokat, valamint a jólét emelkedését. Ugyanakkor nem szabad ignorálni az egyes kockázati tényezőket sem, amelyek egyrészt súlyosbíthatják a piaci turbulenciákból fakadó egyensúlytalanságokat, másrészt a gazdaságpolitikai lehetőségek további korlátozásához vezethetnek. A megnövekedett államadosság kezelése tehát olyan indokolt gazdaságpolitikai intézkedés és kutatási terület, amelynek egyik lehetséges módja a fiskális konszolidáció. Következtésképpen jelen tanulmány a fiskális kiigazító intézkedéseknek az államadosság csökkentésében betöltött szerepét emeli az elemzés középpontjába. A vizsgálatok célja: komplex keretrendszerbe foglalni az államadosság és a fiskális kiigazítás közötti összefüggéseket, amelyet a kialakított struktúra is alátámaszt. A kiindulási pontot az államadosság-pozíciók aktuális helyzetének vizsgálata adja, amelynek során az adósságráta nevező- és számlálóhatása kerül szétválasztásra az Európai Unió tagállamaiban. A fiskális konszolidáció növekedési aspektusainak azonosítását követően, közvetlenül az államadosságra gyakorolt hatásmechanizmusok elemzése történik meg. A tanulmányt az összegzés és a levont következtetések zárják.

## KITEKINTÉS A GLOBÁLIS ÁLLAMADÓSSÁGI HELYZET ALAKULÁSÁRA

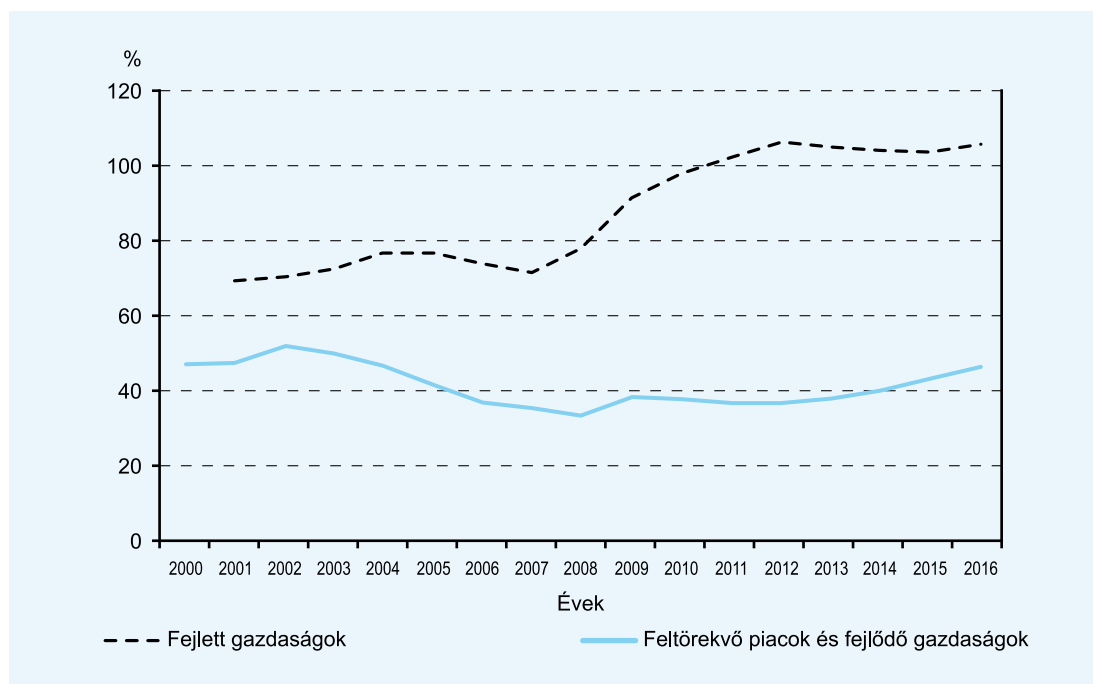
A 2000-es évek elejétől vizsgálva az adósságráta alakulását, le kell szögezni, hogy a 2008-as pénzügyi krízisig a fejlett gazdaságokban a mutató értéke stagnálást, lassú emelkedést reprezentált, s értéke átlagosan 73,3 százalékra volt tehető. A fejlődő és feltörekvő gazdaságokban ezen időszakban viszont csökkenés figyelhető meg, amely leginkább a magasabb növekedési ütemre vezethető vissza. A két országcsoport közötti eltérő tendencia 2002-től indult meg. A trend a krízis és a kilábalás időszakában tovább erősödött, s még dinamikusabban nőtt a különbség az adósságráta értékében. A dinamika erősödése a fejlett országokban a válság és a válságkezelés nyomán végbement negatív

makrogazdasági folyamatok eredményeként számottevően megemelkedett adósságállománynak, valamint az alacsonyabb növekedési rátáknak tulajdonítható be. Eközben a feltörekvő és fejlődő piacokon a GDP-hez viszonyított államadóssági ráta emelkedésének dinamikája mérsékeltebb volt 2008 után (lásd 1. ábra).

Ki kell emelni a növekedés aspektusait is. A világgazdasági krízis ugyanis törést jelentett a potenciális növekedésben, s 2009-re az egész világgazdaság recesszióba süllyedt. A krízist követő helyreállítás nem jelentette a növekedési pályák Great Moderation előtti trendjének visszaállítását, s az eltolódás a fejlett és fejlődő gazdaságok esetében is a korábbi tendencia torzulását, mérsékeltebb növekedési rátákat vont maga után, amely az adósságráta alakulására is negatív hatást gyakorolt.

1. ábra

### AZ ÁLLAMADÓSSÁG ALAKULÁSA A FEJLETT, FELTÖREKVŐ ÉS FEJLŐDŐ GAZDASÁGOKBAN (A GDP %-ÁBAN)



Forrás: IMF (2017b) adatai alapján saját szerkesztés

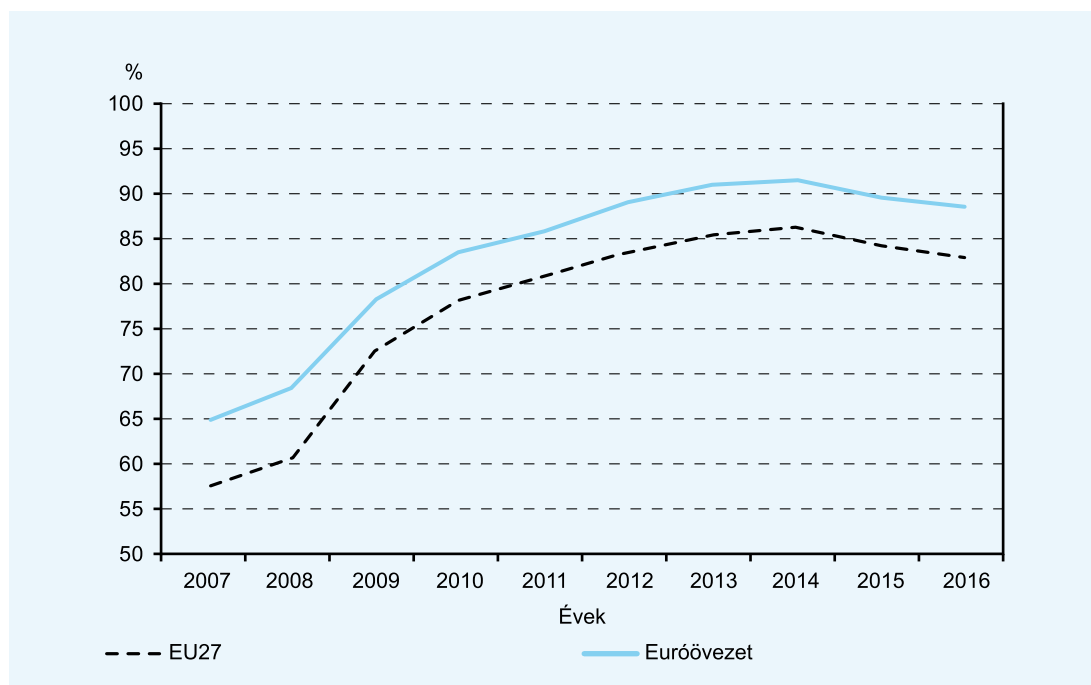
A 2010-es európai szuverén adósságkrízis új aspektusba helyezte az államadósság fenntarthatóságának problémáját. A perifériaállamokban – és különösen Görögországban – végbe ment adósságválság ugyanis először jelentkezett fejlett gazdaságban, s felszínre hozta a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) gyengeségeit. A GMU tökéletlenségéből, vagyis a monetáris integráció szupranacionális fiskális politikai jegyek nélküli megvalósulásából fakadóan megnehezítette az egységes Unió fiskális válságkezelést, s így a negatív turbulenciák eszkalálódásához vezetett. Habár a kilábalás elhúzódását követően a növekedési ütem gyorsulni látszik, s az adósságráta csökkent, a mérséklődés mértéke csupán korlátozott eredménynek minősíthető. A 2014-es történelmi szinthez képest az Európai Unióban csupán 3,2 százalékpontot, míg az euróövezetben

2 százalékpontot csökkent a mutató. A korlátozottság kiváltképp annak fényében tekintendő szolid folyamánynak, ha figyelembe vesszük a ténytet, miszerint a krízis és az elhúzódó kilábalás időszaka alatt az euróövezetben 26,9 százalékponttal, míg az EU28 tagállamaiban a 28,9 százalékponttal emelkedett az adósságráta (lásd 2. ábra).

Az adósságpozíciók részletesebb elemzéséből még árnyaltabb kép bontakozik ki. Az összefüggések vizsgálata során az adósságráta mérséklődésének összetétele is fontos tényezőként szerepeltethető, vagyis az adósságállomány és a növekedés hozzájárulása a mutató alakulásához. Le kell szögezni, hogy a GDP-hez viszonyított államadóssági ráta az elmúlt években a kilábalás után beinduló intenzívebb növekedésnek köszönhetően mérséklődött a legtöbb tagállamban, azaz az adósság „elnöve-

2. ábra

### AZ ÁLLAMADÓSSÁG ALAKULÁSA AZ EU28 ÉS AZ EURÓÖVEZET TAGÁLLAMAIBAN (A GDP %-ÁBAN)



Forrás: Eurostat adatai alapján saját szerkesztés

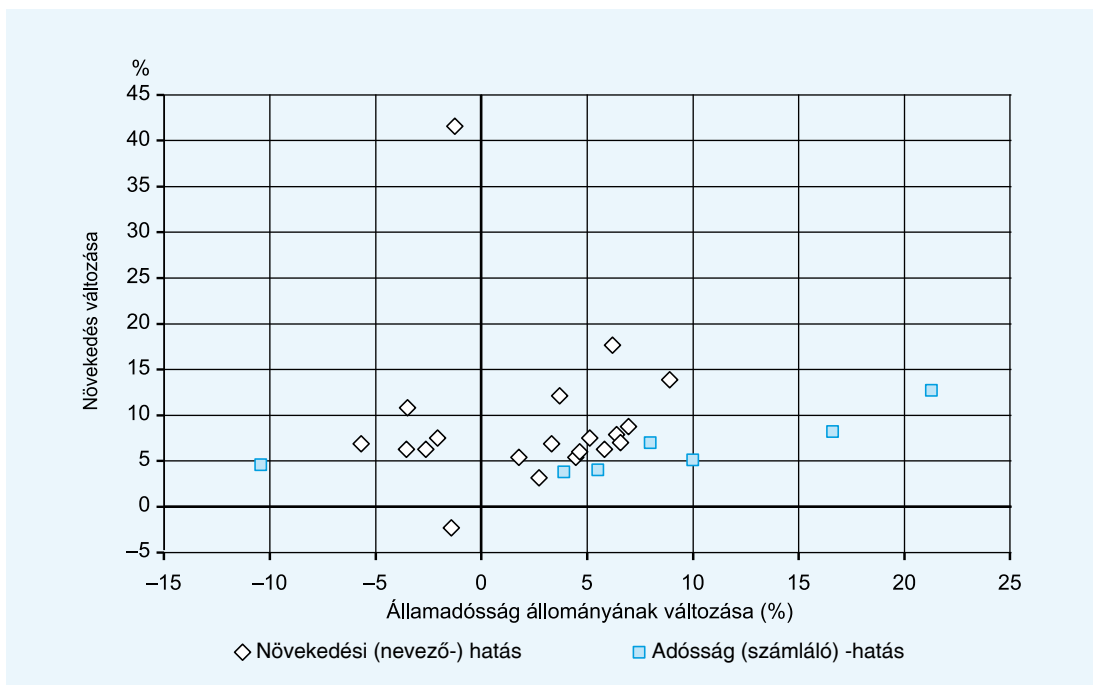
kedésének” hatása érvényesült. Amennyiben hipotézisként megfogalmazzuk az előbbi állítást, s empirikus adatokon vizsgáljuk meg a hányados alakulását az elmúlt két évben, egyértelműen alátámasztható, hogy a mutató mérsekklődése a növekedési hatásra (nevezőhatásra) vezethető vissza. A kilábalás és a válságkezelés rövid távú hatásainak elhúzódása révén a gazdasági növekedés számottevően csak 2014-től indult meg, amelynek okán az elemzéseknél ezt tekintem kiinduló évnak, s az utolsó elérhető év, vagyis a 2016. év statisztikai adataihoz viszonyítok. A kapott eredmények alapján a tagországok egyértelműen feloszthatók két jól elkülönülő egységre: a számláló- és a nevezőhatású tagországok csoportjaira (lásd 3. ábra).

A számlálóhatás 7 tagországnál (Bulgária, Dánia, Egyesült Királyság, Finnország, Franciaország, Olaszország, Lengyelország)

bizonyítható be, vagyis az adósságráta változásában nagyobb szerepe volt az államadósság-állomány változásának, mint a növekedés-változásnak. Hangsúlyozni kell, hogy az adóssághatással bíró tagállamoknál – Dánia kivételével – a változás emelkedést jelentett az adósságráta értékében a vizsgált időszakban, vagyis az adósságráta emelkedése az adósságállománynak a kibocsátásnál magasabb növekedési ütemével magyarázható. A mutató növekedésének értékelésekor figyelembe kell venni azt a makrogazdasági körülményt is, hogy az EU28 átlagához mérten alacsonyabb GDP-hez viszonyított államadóssági rátával rendelkeznek az országcsoport tagjai, Franciaország és Olaszország kivételével. (Mindemellett Bulgária, Dánia és Lengyelország vonatkozásában a maastrichti 60 százalékos küszöbértéket sem haladja meg a mutatószám értéke.) A nevező-

3. ábra

### A NÖVEKEDÉS ÉS AZ ÁLLAMADÓSSÁG ÁLLOMÁNYÁNAK VÁLTOZÁSA 2014-RŐL 2016-RA (%)



Forrás: Eurostat adatai alapján saját számítás

hatású országcsoportnál az adósságráta – Görögország kivételével<sup>2</sup> – mérséklődést reprezentált 2014-ről 2016-ra, amely csökkenés az adósságállományban bekövetkező változásnál<sup>3</sup> nagyobb mértékű növekedési hatás eredményeként mehetett végbe.

A fiskális fenntarthatóság szempontjából ugyan kedvező az adósságráta növekedési hatással történő javulása, azonban nem szabad megfeledkezni az államadósság tényleges állományának szintjéről sem. Az Európai Közösség adósságállományának aggregált szintjén növekedés tapasztalható, ahogy az euróövezet egészének aspektusában is. Mindemellert az euróövezet gazdaságainak növekedési üteme alacsonyabb, míg az adósságállomány emelkedése gyorsabb ütemű, mint az Európai Unióban, így az adósságráta csökkenése is mérsékeltebb volt. Tagállami szinten még világosabban kirajzolódik a tendencia, amely szerint az adósságráta csökkenése csupán a növekedési hatásra vezethető vissza. A vizsgált időszakban ugyanis az adósságráta értéke 28 tagállamból 23 esetben csökkenést mutat 2014-ről 2016-ra, ám az államadósság állományát vizsgálva a mérséklődés csupán 8 országnál figyelhető meg.

Növekedési oldalról folytatva a vizsgálatoakat egyedül Görögország esetében tapasztalható recesszió a vizsgált időszakban, míg 10 tagállamban mérséklődött a reál GDP-növekedés dinamikája 2016-ra a 2014-es adatokhoz viszonyítva. Mindemellert a reál GDP az EU aggregált szintjén 0,1 százalékponttal emelkedett 2014-hez viszonyítva, míg 0,4 százalékponttal mérséklődött 2015-höz képest. Azon tagállamokban, amelyeknél 2014-hez képest emelkedett a reál GDP növekedési üteme, 9 ország esetében az átlagos növekedési szint alatt volt a bővülés mértéke (Dánia esetében a két érték megegyezik). Következésképpen a reál GDP ütemének kedvező alakulása ellenére a növekedési dinamika változóan alakul, s tartóssága jelenleg még korlátozottnak tekinthető.

A növekedési hatás által érvényesülő adósságráta-csökkenés ellenére az államadósság állományának kérdésköre továbbra is megoldandó probléma. Egy esetleges sokk esetén ugyanis az addigi növekedési ráták hirtelen stagnálássá, recesszióvá alakulhatnak. Az aggregált kereslet csökkenése a nevezőhatáson és a költségvetési egyenleg bevételi oldalán keresztül multiplikatív módon növelheti az államadóssági rátát. A krízis idején alkalmazott diszkrecionális fiskális politikai intézkedések – amelyek lehetnek strukturális változásokat eredményező, de válságkezelő (például keresletlénkítő, munkaerő-piacot stabilizáló) jellegűek is – a kiadási oldalra hatva a számlálóhatáson keresztül az adósságállomány emelkedésével gyakorolhatnak negatív hatást az adósságrátára. A konjunktúra időszakában magas államadóssági ráták tehát recesszió idején ugrásszerűen megnövekedhetnek. Az addigi alacsony kockázati felárak és államadósságra fizetett kamatráták hirtelen megemelkedhetnek, amelyek a fiskális fenntarthatóság megkérdőjeleződését és szuverén adósságproblémák kialakulását eredményezhetik. Ezen hatásmechanizmusok és empirikus eredmények alapján a gazdasági növekedés és a nevezőhatás kedvező alakulása ellenére továbbra is az elengedhetetlen, megoldandó fiskális politikával kapcsolatos problémák közé sorolható az adósságállomány szinten tartása, annak esetleges csökkentése.

## A FISKÁLIS KIIGAZÍTÁS KEYNESI HATÁSMECHANIZMUSAI

Az előző fejezetben azonosított növekedési hatás nyomán elengedhetetlen a fiskális kiigazítás növekedésre gyakorolt hatásmechanizmusainak azonosítása is. A jelenlegi kedvező gazdasági környezetet és a növekedési kilátásokat ugyanis jelentősen befolyásolhatják az adósságcsökkentés érdekében alkalmazott konszolidációs intézkedések.

A fiskális kiigazítás és az elsődleges egyenleg tartósan magas többletének elérése érdekében tett erőfeszítések ugyanakkor fontos elemei az adósság csökkentésének (ECB, 2009; ECB, 2011). Fontos tehát megvizsgálni az elsődleges egyenlegek alakulását az elmúlt időszakban, az egyes tagállamokban. Az IMF (2017a) adatai alapján az elsődleges egyenleg értéke átlagosan  $-1,4$  százalék volt az eurózónában, s az utolsó lezárt gazdasági évben csupán a tagállamok  $\frac{2}{3}$ -ában mutatott szufficitet. A többletet realizáló tagországokban a mutató átlagos értéke  $1,3$  százalék volt 2016-ban, amely viszonylag alacsonynak tekinthető. Hasonló arány vonatkozik ki a ciklikus hatásoktól kiigazított elsődleges egyenleg vizsgálata során is a többlettel bíró országcsoportban, a mutató értéke ugyanis kisebb volt ( $1$  százalék). Ellenben az indikátor értéke az euróövezetben  $-1,1$  százalék volt 2016-ban. A két indikátor negatív értéke az eurózónában, valamint a szufficit országok alacsony átlaga egyértelműen jelzi a fiskális kiigazítás szükségességét az adósságalomány mérséklésének elősegítése érdekében. Ezt támasztja alá, hogy az elsődleges egyenleg és a ciklikus hatásoktól mentes változata a legtöbb országban csupán az elmúlt két évben mutatott többletet, vagyis jelenleg még a szufficit jövőbeni tartósságának fennállása is megkérdőjelezhető.

A szuverén adóssághoz viszonyítottan ugyanakkor a fiskális kiigazítás negatív megítélése alakult ki, amely a fiskális multiplikatortra vezethető vissza. A fiskális multiplikatort kifejezi, hogy a diszkrecionális fiskális politikai intézkedések eredményeként az egyes fiskális változóknak bekövetkező változások milyen mértékben és irányban befolyásolják a potenciális kibocsátás szintjét. A multiplikatort értéke recesszió sújtotta gazdasági környezetben számottevően magasabb, mint átlagos vagy túlfűtött konjunktúraciklus idején (Gechert et al., 2015). *Blanchard, Leigh* (2013) elvégzett elemzése alapján le kell szögezni, hogy a rövid távú fis-

kális multiplikatort mértéke az IMF kutatási eredményeiben<sup>4</sup> megfogalmazott értékeknél számottevően magasabb és lényegesen nagyobb volt egyénl a krízis alatt. A krízis és a válságkezelés során a fiskális multiplikatort értéke alul lett becsülve, amely jelentősen befolyásolhatta az alkalmazott fiskális politikai intézkedések hatékonyságát, s így előidézve súlyosabb potenciális kibocsátási hatásokat. A multiplikatort alulbecslése irreleváns konszolidációs célkitűzésekhez vezethet, amelyek elmaradása a hitelesség megkérdőjeleződéséhez vezethet (Eyraud, Weber, 2013). A fiskális multiplikatort becsülésének problémái ellenére a fiskális kiigazítás szükséges volt a Közösségben – különösen a perifériaállamokban – a szuverén adósságválságot követő időszakban, a fiskális fenntarthatóság és az államadósságpozíciók fenntarthatósága iránti bizalom visszaállítása érdekében.

A fiskális kiigazítással kapcsolatos elméleti és empirikus kutatások elsődlegesen a gazdasági növekedésre gyakorolt hatások oldaláról vizsgálják a problémát. Növekedési szempontból a keynesi és a nem keynesi hatású konszolidáció különböztethető meg. Jelen tanulmány elemzési keretrendszere azonban nem terjed ki a nem keynesi, valamint a hosszú távú összefüggések azonosítására sem. Ennek oka, hogy a nem keynesi hatások az egyes közvetett és közvetlen csatornákon keresztül expanzív hatással bírhatnak, amelynek nyomán a nevezőhatás egyértelműen érvényesülhet, s az adósságráta csökkenést mutathat. Jelen elemzés azonban a hagyományos és gyakrabban jelentkező keynesi hatások mellett a növekedési áldozat minimalizálási lehetőségeinek elemzésére vállalkozik. Hosszú távon ugyanakkor az adósságpályák alakulása és az egyensúlyi szinthez való konvergálás vizsgálata szükségeltetik, a tanulmány azonban az adósságpozíciókra, s az azokban bekövetkező változásokra helyezi a hangsúlyt.

A költségvetési restriktió rövid távon keynesi hatásokat eredményezhet, vagyis a végre-



hajtott konszolidációs intézkedések negatív kibocsátási hatással járhatnak. A különböző intézkedések eltérő mértékű növekedési áldozattal bírhatnak. *Alesina et al.* (2014) kiemeli, hogy a konszolidáció hatása függ a kiigazítás összetételétől és annak időkonzisztenciájától, ugyanis a tartósabb intézkedések kisebb negatív hatással párosulnak. A kiadási oldalon végrehajtott kiigazító intézkedések nagyobb haszonnal járhatnak a kormányzat számára, mint a bevételi alapúak (*Alesina, Ardagna, 2012*). A bevételi oldal konszolidációja nagyobb valószínűséggel von maga után recessziót, mint a kiadási tételek csökkentése (*Alesina, Ardagna, 2009*). E feltételezésekkel összefüggésben a kiadásoldali kiigazító intézkedésekre és azok hatásmechanizmusainak azonosítására helyezem a hangsúlyt.

A kiadásoldali konszolidáció rövid távú hatásai vitathatók, viszont hosszú távon a kiadások csökkentése megváltoztathatja a magánszféra jövőbeni várakozásait az adókról, s bővítheti a fogyasztást, amely pozitív növekedési hatással bírhat (*Giavazzi, Pagano, 1990*). Empirikus elemzések bizonyítják, hogy a költségvetési kiadások csökkentése csak ideiglenes és prociklikus hatásokkal bír (*Cahuc, Carcillo, 2012*). Mindazonáltal csupán a kiadások csökkentését alkalmazó kiigazítás nagyobb valószínűséggel mérsékli az elsődleges hiányt, s okoz által jelentős pozitív hatást az államadósságrátára is, mintha az adóemelések képeznék a bevezetett restriktív intézkedések alapját (*Alesina, Ardagna, 2009*). Egy nem megfelelően bevezetett kiadáscsökkentő intézkedés ugyanakkor súlyosabb negatív következményeket eredményezhet, mint egy elmaradó kiigazítás. A kiadási oldalon épp ebből kifolyólag fontos különbséget tenni a produktív és nem produktív kiadási tételek között. A produktív kiadások ugyanis további pótlólagos jövedelmet és hasznot eredményezhetnek, így addicionálisan nagyobb hatékonysággal és további jövedelemmel járnak, esetleges csök-

kentésük multiplikatív veszteségekkel járhat. A nem produktív kiadások kigyomlálása alacsonyabb fenntartható adóterheket és a pozitív kínálati oldali hatásokat eredményezhet. Csökkentésük gyors pozitív kibocsátási hatáshoz vezethet (*Carnot, 2013*). Fontos megjegyezni azonban, hogy a jóléti transferektől leginkább azon háztartások függnek, amelyek pénzpiacokhoz való hozzáférése korlátozott (*European Commission, 2010*). A transferek csökkentése a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét korlátozza, így társadalmi költségei magasak. Az EU gazdaságaiban a transferek közé sorolható jóléti kiadások jelentik az egyik legnagyobb tételt a kiadási oldalon. A csökkentésük rövid távon a háztartásokra gyakorolt negatív hatás révén mérsékli a fogyasztást, hosszú távon azonban az állami jóléti szolgáltatások reformja hatékonyságnövekedést okozhat, s emelheti a foglalkoztatás és a potenciális kibocsátás szintjét (*Carnot, 2013*). A gazdaság állapota is jelentősen befolyásolhatja a kiigazítás növekedési áldozatának mértékét. A kereskedelmileg nyitottabb gazdaságok, amelyek nem recessziós környezetben alkalmaznak fiskális konszolidációt nagyobb valószínűséggel szembesülhetnek nem keynesi hatásokkal rövid távon, mint a kereskedelmileg zárt és recesszió által sújtott gazdaságok (*Cugnasca, Rother, 2015*). *De Cos, és Moral-Benito* (2011) az endogenitás problémájára is rávilágított. A nem keynesi hatásmechanizmusok ugyanis exogén fiskális konszolidáció mellett jelentkeznek. Amennyiben a fiskális politikai intézkedések során figyelembe veszik a növekedés alakulását, a fejlődést is – vagyis endogén fiskális konszolidációt feltételezünk – a kiigazítás keynesi hatásai érvényesülhetnek. *Cottarelli, Jaramillo* (2012) három fő csatornát azonosított, amelyen keresztül a kiigazítás által kifejtett keynesi hatások nyomán mérséklődő növekedés kihat a fiskális változókra: az adósságrátát, az automatikus stabilizátorokat, valamint a pénzügyi piac szerepét. Az automatikus



stabilizátorok szerepének felértékelődésével (recesszív gazdasági környezetben) összefüggésben a kiadási oldal tételei megnövekednek, míg az adóbevételek csökkennek. A rövid távú növekedési kilátások romlása, valamint az adósságráta emelkedése maga után vonhatja a pénzpiacok bizalmatlanságát, így a nehezebbé váló finanszírozhatóságot és a fiskális fenntarthatóság megkérdőjeleződését is.

## A FISKÁLIS KIIGAZÍTÁS ADÓSSÁGRÁTÁRA GYAKOROLT HATÁSMECHANIZMUSAI

A fiskális kiigazítás növekedési hatásainak aspektusai szoros összefüggést mutatnak az adósságrátára gyakorolt mechanizmusokkal. Az adósságráta ugyanis a javuló tendenciát a növekedési hatáson, valamint az adósságállomány csökkenésén keresztül érheti el. A két tényező külön-külön, de együttesen is biztosíthatja a fiskális fenntarthatóságot. A mutató mérséklődésének közgazdaság-elméleti háttere a kormányzat költségvetési korlátjának egyenletét is felhasználva az alábbi összefüggés vezethető le:

$$b_t = \frac{1+r}{1+g} \times b_{t-1} - p_t$$

ahol  $b_t$  a tárgyidőszaki adósságráta,  $b_{t-1}$  a tárgyidőszakot megelőző kumulált adósságráta értéke,  $r$  a reálkamatláb,  $g$  a növekedési ráta alakulása,  $p_t$  pedig az elsődleges egyenleg<sup>5</sup> tárgyidőszaki értéke. Amennyiben a gazdasági növekedés rátája meghaladja a kamatlábakat, úgy az eladósodás mértéke stagnál (Dedák, 1998). Ebben az esetben érvényesül a növekedési hatás. Dedák (1998) kiemeli, hogy a kamatlábak növekedési rátánál magasabb szintje esetén az adósságráta növekedése az elsődleges egyenlegtől és a tárgyévet megelőző időszak kumulált adósságától függ. Amennyiben a kamatlábak meghaladják a nominális növekedést, úgy az államadósság is növekszik. Ezt nevezzük hólabdahatásnak.

A tényleges adósságállomány csökkentésében a növekedés csupán közvetett tényező. Az egyenletben a  $b_{t-1}$  exogén változó, míg a kamatlábak alakulását a monetáris politika, a nemzetközi pénzpiaci környezet és a befektetők kockázatvállalási hajlandósága is befolyásolhatja. Le kell szögezni a kamatlábak változásának szerepét is. A tárgyévben lejáró adósságszerződésekben rögzített kamatlábaknál csak alacsonyabb szinten realizálható új kötelezettségvállalás – a lejáróval megegyező mennyiségben –, mivel a magasabb kamatlábakon vállalt új adósságállomány növelné az adósságszolgáltatásra fordított kamatkidások arányát, s így az adósságrátát is. A fiskális politika az elsődleges egyenlegen keresztül hat az adósságráta értékére. Az elsődleges egyenleg többlete csökkenti, míg a deficit növeli az adósságállomány szintjét. A szufficit megteremti a lehetőségét a fennálló adósságszolgálati kötelezettségek – nem újabb adósságkötelezettségekből történő – visszafizetésére és az adósságállomány csökkentésére. Az egyenleg deficitjének finanszírozása újabb adósságkötelezettségek felhalmozását vonja maga után, amely az adósságállomány növekedését realizálja. Ceteris paribus az adósságállomány mérséklődésének az adósságszolgálattal összefüggésben két alapkövetelménye van. Egyfelől a kamatfeltétel, vagyis az új adósságkötelezettségek kamata ne haladja meg a lejáró kötelezettség-vállalások kamatlábait. Másfelől az elsődleges egyenleg többletének kritériuma, vagyis, hogy a realizálódó új adósságállomány mennyiségének alacsonyabbnak kell lennie, mint a tárgyévben lejáró államadóssággal kapcsolatos teljesített kötelezettségek mértéke. Az elsődleges egyenleg javulását és szufficitessé jelleget a fiskális politika kiigazító intézkedések révén képes befolyásolni. A korábbiakban megfogalmazott adósságállomány csökkentésének igényét tehát a fiskális kiigazítás révén lehet elérni. Mindazonáltal elengedhetetlen megvizsgálni, hogy a fiskális konszolidáció

által kifejtett pozitív hatásokat nem eliminálja-e a kiigazítás keynesi hatása. Más módon megfogalmazva, felvetődik a probléma, hogy a restriktív intézkedések kontraproduktív módon befolyásolják az adósságráta alakulását, vagyis a növekedési áldozat nagyobb lesz, mint az elsődleges egyenleg javulása nyomán végbe menő pozitív következmények.

A probléma fontosságának ellenére a nemzetközi szakirodalomban korlátozott számban lehet fel a fiskális kiigazítás adósságrátára gyakorolt hatásaival foglalkozó szakirodalom. A meglévő elméleti és empirikus irodalom szerteágazó, azonban a mainstream kutatási irányvonalak a hatásmechanizmusok azonosítására (különösképp a rövid és középtávú befolyásra), a fiskális multiplikátorral való összefüggésekre, valamint a konszolidáció és fennálló nemzetközi környezet jellegére fókuszálnak. A hatások terén konszenzus mutatkozik az eltérő elemzésekben. Rövid távon ugyanis a kiigazítás negatív kibocsátási hatást von maga után, s az alacsonyabb GDP a nevezőhatáson, míg az automatikus stabilizátorok a számlálóhatáson keresztül hatnak ki az adósságráta alakulására (Eyraud, Weber, 2013). A konszolidáció jellegét tekintve viszonylagos egyetértés alakult ki, s a kiadásoldali intézkedések tekinthetők sikeresnek az adósságcsökkentésben. A fiskális konszolidáció adósságrátára gyakorolt mérséklő hatását nagyban befolyásolja a gazdasági növekedés. Kimutatható, hogy növekedési problémák esetén az adósságráta rövid távon növekedhet, kiváltképp a kiadásoldali kiigazításnál. Mindazonáltal hosszú távon a kiadásalapú intézkedések sikeresebbnek bizonyulnak az adósságcsökkentésben, összetételükben a közszféra alacsony hatékonysága mellett a támogatások és az állami szféra létszámának és bérkiadásainak csökkentése tekinthető sikerkritériumoknak. Az állami beruházások csökkentésének azonban kontraproduktív hatása van (Heylen et al., 2011). Almeida et al. (2011) egy új keynesi ál-

talános egyensúlyi modell alkalmazásával kis, euróövezeti gazdaságon elemezte a konszolidáció rövid és hosszú távú hatásait. A háztartásoknak nyújtott transzferek és a kormányzati fogyasztás csökkentése alacsonyabb rövid távú beruházási, magánfogyasztási költségekkel jár, s ezáltal alacsonyabb növekedési és jóléti áldozatot eredményez. Hosszú távon az adóterhek a munkát terhelő adóktól a fogyasztási adók irányába való eltolása maximalizálhatja az előnyöket, ez a reálárfolyam csökkenése révén beruházás- és munkaerőkínálat-ösztönző és versenyképességet javító intézkedés. A rövid távon várható adósságnövekedés hossza legfeljebb három évre tehető, ám ez az időszak a súlyosan eladósodott országoknál meghosszabbodhat (Boussard et al., 2012). Ugyanezen időszakot Attinasi, Metelli (2016) panel VAR-moddellel végzett elemzésük alapján négy negyedévre datálják.

A kiadásoldali intézkedések adósságcsökkentésben betöltött szerepének sikerességét az empirikus adatsorokon elvégzett elemzések eredményei is alátámasztják. Cafiso, Cellini (2012) 13 EU-tagállamon 1980–2009 között végrehajtott empirikus elemzése alapján megállapították, hogy a kiadási oldalon folytatott konszolidációs intézkedések nagyobb valószínűséggel csökkentik az adósságráta arányát, mint a bevételi oldaliak. Nickel et al. (2010) az EU-15 országsoporton 1985–2009 között elvégzett vizsgálata alapján a kamatlábak, a reál GDP-növekedés, valamint a kiadásoldali intézkedések hatékonyságát hangsúlyozza az adósságcsökkentés eléréséhez. A magas adósságcsökkentési költségek is elősegíthetik a konszolidáció sikerességét, mivel a magas kamatlábak ösztönzőleg hatnak a kormányzat elhivatottságára a fiskális kiigazítás végrehajtásának szempontjából. Attinasi, Metelli (2016) 11 euróövezeti tagállamon panel VAR-moddellel elvégzett elemzése kimutatták, hogy az elsődleges kiadásokon keresztül végrehajtott konszolidációs intézkedések

ugyan növelik az adósságállományt, viszont ezt követően a krízis előtti szint alá csökkentik azt. A bevételeken alapuló konszolidációnál a kezdeti adósságnövekedés mértéke és hossza is nagyobb, s azt követően csupán a krízis előtti szintet éri el az adósságráta. A két oldalon végrehajtott restriktív intézkedések közötti különbségek a növekedési hatásra, vagyis a kibocsátás nagyobb visszaesésére, valamint a számlálóhatásra, azaz a bevételi konszolidáció esetében az elsődleges egyenleg kisebb ütemű javulására vezethetők vissza. *Baldacci et al.* (2013) azonban cáfolják a kiadásoldali intézkedések sikerességét, ugyanis a hitelkínálat korlátozásának feltételezése mellett megállapították, hogy a kiadásoldali, kezdeti szakaszra összpontosító konszolidációk negatív hatást gyakorolhatnak a növekedésre, mivel a kiadáscsökkentés nem képes ellensúlyozni a magán-szektor gazdasági tevékenységének visszaeséséből fakadó negatív hatásokat. A bevételi és kiadási intézkedések kombinálása fokozatosan végrehajtott kiigazítás esetén elősegíthetik a növekedés bővülését, s így adósságcsökkenést eredményezhetnek. A kiadáscsökkentés ugyanis mérsékli az aggregált keresletet, amely csökkenti az adósság inflációs nyomását, s a közkiadások változatlanága mellett növelheti a középtávú kibocsátás szintjét. Hasonló hatásokat okozhat a bevételek növelése, amely kisebb negatív növekedési hatást von maga után rövid távon, s az adóalap szélesítése, valamint a termelékenység, s így a versenyképesség elősegítő reformok ösztönözhetik a középtávú növekedést.

A nemzetközi szakirodalomban az európai szuverén adósságválság nyomán bevezetett fiskális kiigazítások hatékonyságának megkérdőjeleződésével egy új fogalom is teret nyert: az „önmegsemmisítő” fiskális konszolidáció („*self-defeating consolidation*”) koncepciója. Az ilyen jellegű konszolidáció során a kiadások csökkentése vagy a bevételek növelése olyan mértékben korlátozza az aggregált ke-

resletet, hogy azáltal a növekedési áldozat nagyobb lesz, mint a kiigazítás okozta nyereség, s ezáltal az adósságráta értéke a kívánt mérséklődés ellenére is emelkedést realizál. Ez a hatásmechanizmus azonban csak rövid távon mehet végbe, ha a kezdeti adósságráta és a fiskális multiplikátor meghaladja az egyet (Gros, 2011). A teljesen önmegsemmisítő kiigazítás csupán magas multiplikátorértékek, a pénzpiacok magas fokú rövidlátása, valamint a kamatlábak – a konszolidáció és az adósság alakulása okán kialakult – jelentős reakciója mellett mehet végbe (Boussard et al., 2013). Mindazonáltal a jövőbeni csökkenő fiskális multiplikátor reményében elhalasztott konszolidáció nem eredményezi az adósságráta csökkenését, ráadásul késleltetheti az adósságcsökkenést is, s a további adósságnövekedés kedvezőtlen piaci reakciókat idézhetnek elő (Berti et al., 2013).

*Boussard et al.* (2013) az adósságráta csökkenésének sikerességét a bevezetett fiskális konszolidáció első évében mutatott fiskális multiplikátor értékétől teszi függővé. A multiplikátor magas szintje mellett az adósság valószínűsíthetően emelkedni fog rövid távon a kiigazítás hatására, ugyanakkor a hatás hosszát a multiplikátor értékének magas szinten való tartóssága befolyásolja. *Berti et al.* (2013) EU-tagállamokon elvégzett szimulációi alapján a multiplikátor 0,5-ös értékénél a konszolidáció által okozott adósságnövekedési hatás nem figyelhető meg, ez a hatás csupán 1,5 értékű mutatónál jelentkezik.

A nemzetközi környezet fontosságát hangsúlyozó kutatások közül *Heylen et al.* (2011) kiemeli, hogy az adósságcsökkentés alacsony kamatkörnyezetben és magas nemzetközi gazdasági növekedés mellett hatékonyabbnak bizonyul. A magas adóssággal rendelkező államokban könnyebb rövid távú hasznot elérni, viszont a fiskális multiplikátor és a növekedési áldozat is magasabb lehet. A kedvező növekedési környezetben végrehajtott fiskális

kiigazítás csökkenti a kibocsátási áldozatot is. A recesszió alatt alkalmazott konszolidáció akkor jár kisebb negatív növekedési hatással és nagyobb adósságráta-mérséklődéssel, ha a kiadási oldalon az állami fogyasztás és a beruházások arányát csökkenti, s ezzel párhuzamosan bevételi oldalon a nettó adóbevételek növelésére koncentrálnak (Batini et al., 2012). A fiskális stressz időszakában vállalt konszolidáció azonban kevésbé sikeres, amely különösen igaz a kiadásoldali konszolidációkra (Attinasi, Metelli, 2016). *Castro et al.* (2015) DSGE-modell alkalmazásával három elkülönített eseten (viszonylag alacsonyan eladósodott országot kedvező gazdasági környezetbe; magas adósságrátájú államot kedvező és kedvezőtlen környezetben) vizsgálták a kiigazítás adósságrátára gyakorolt rövid távú hatásait. Az eredményeik alapján a kevésbé eladósodott gazdaságban a bevételi és kiadási alapú kiigazító intézkedések kisebb negatív hatást gyakorolnak az adósságrátára. A hógolyóhatás korlátozottan jelentkezik, mivel a kibocsátási veszteségek alacsonyak, az infláció pedig stabil maradt. A magasabb adósságrátával bíró országnál a szigorúbb költségvetési kiigazítás rövid távon magasabb adósságráta-növekedést eredményez, különösen a bevételi oldali intézkedéseknél. A hógolyóhatás meghaladja az elsődleges egyenlegre kifejtett hatást. A kedvezőtlen gazdasági környezetben az adósságráta és kibocsátási veszteségek emelkedése még meredekebb lehet. Középtávon a hógolyóhatás mindhárom esetben korlátozott, így a fiskális kiigazítás hatékonyan csökkenti az adósságráta mértékét, a kibocsátási veszteségek ugyanakkor számottevők lehetnek. A szimulációik alapján a pénzügyi krízis során végrehajtott restriktív fiskális politika esetén a kiadásoldali és a végső szakaszra koncentrálnak<sup>6</sup> intézkedések kisebb kibocsátási áldozattal járnak, viszont rövid távon az adósságráta emelkedése magasabb lehet. Ezzel ellentétesen a kezdeti szakaszra összpontosító kiigazítások – szemben az

egyenletes konszolidációkkal – nagyobb zsugorodást generálnak, s így késleltetik az adósságráta mérséklődését is (Batini et al., 2012). Az elülső konszolidációk rövid távon nagyobb negatív hatásmechanizmusokat fejtenek ki a kibocsátás, a fogyasztás, a beruházás, a munkaórák és a jólét terén, mint az egyenletes konszolidációk (Almeida et al., 2011).

Az ismertetett elméleti és empirikus elemzések alapján meghatározhatók azok a gazdasági körülmények és tényezők, amelyek mellett a fiskális kiigazító intézkedések a legkisebb rövid távú növekedési áldozatot és adósságnövekedést, valamint a legnagyobb közép- és hosszú távú előnyöket realizálhatnak. Összesen négy faktor azonosítható: kedvező gazdasági környezet, alacsony fiskális multiplikátor, egyenletes és kiadásoldali intézkedések. A fiskális kiigazítás kedvező gazdasági környezetben, egészséges gazdasági növekedés mellett sokkal kisebb növekedési áldozattal jár. Emellett ki kell emelni a fiskális multiplikátor alacsony értékének fontos szerepét is, valamint hogy a konszolidáció jellegét illetően akkor érhető el a leghatékonyabban az adósságcsökkenés, ha kiadásoldali intézkedések (a közberuházások változatlanlansága és a transzferrek csökkentése révén) kerülnek végrehajtásra, s a kiigazítási időszak egyenletesként valósul meg. Le kell szögezni továbbá, hogy a négy tényező korlátozott teljesülése mellett a negatív hatásmechanizmusok hatványozottabban jelentkezhetnek, függően attól, hogy mely kritériumok nem teljesülnek s azok korlátozott-ságának mértékétől is.

## ÖSSZEGZÉS

Napjaink kedvező világgazdasági környezete ugyan elfedi az egyensúlytalanságokat, azonban a pénz-, és ingatlanpiacokon már látszanak a turbulenciák. Az államadósság fennálló magas szintje egy esetleges sokk esetén meg-

kérdőjelezheti a fiskális fenntarthatóságot, s az adósságfinanszírozás nehézségeihez vezethet. Az államadósság-pozíciók empirikus elemzése nyomán leszögezhető, hogy a GDP-hez viszonyított államadóssági ráta mérséklődése 23 tagállamban, valamint az Európai Unió és az euróövezet szintjén is a növekedési hatásra vezethető vissza. A 2014-es bázisértékekhez képest az adósságráta értéke 21 országban csökkent, viszont a tényleges adósságállomány csak 8 tagállamnál mutat mérséklődést. Azon országcsoportnál, ahol a mutató alakulásában az adósságállomány hatása volt a jelentősebb tényező – 7 országból 6-nál –, az adósságráta értéke emelkedést reprezentált.

Az adósságállomány mérséklése az elsődleges egyenlegen keresztül a fiskális kiigazítás révén valósítható meg, amelynek megítélése az adósságkrízis nyomán jelentősen romlott. Mindazonáltal a fiskális konszolidáció szükséges feltétel a jövőbeni fiskális fenntarthatóság megkérdőjeleződésének elkerülésére, valamint a szükséges fiskális tér biztosításához. Az államadósság és a fiskális kiigazítás kapcsolatát vizsgáló elméleti és empirikus eredmények rendszerezését követően megállapítható, hogy rövid távon a fiskális kiigazítás növelheti az adósságráta szintjét, ugyanakkor ez csak átmeneti állapot, s középtávon adósságcsökkentő hatás lép fel. Így az „önmegsemmisí-

tő” hatásmechanizmus csupán rövid távon érvényesülhet. A rövid távú negatív kibocsátási és adósságráta-hatás minimalizálása, valamint a középtávú előnyök maximalizálása érdekében négy követelmény fogalmazható meg: a kedvező, egészséges növekedéssel bíró nemzetközi gazdasági környezet, a fiskális multiplikátor alacsony értéke, valamint a konszolidáció egyenletes, illetve kiadásoldali jellege. A feltevéseket ugyanakkor körültekintően kell kezelni, ugyanis a tényezők relatívak, s országspecifikus tényezőktől függhetnek, valamint az egyes követelmények gyengülésének, esetleges korlátozódása esetén a rövid távú negatív hatások is fokozódhatnak.

A jelenlegi világgazdasági környezet megteremti az igényt (kiváltképp a fejlett gazdaságok adósságrátáinak szintjei nyomán) és a kritériumok feltételeit is a fiskális kiigazítás adósságcsökkentő hatásának maximalizálásához. Mindazonáltal a kilábalási időszak befejeződésének közelsége okán jelenleg a növekedési kilátások jelentősen torzulnának egy esetleges restriktív fiskális politikai intézkedés nyomán. Az igény ugyanakkor fennáll, s a növekedés tartósságával néhány negyedéven, de legfeljebb egy éven belül – a kedvező világgazdasági környezet változatlansága mellett – a fiskális kiigazítási folyamat megkezdhetővé válik.

## JEGYZETEK

<sup>1</sup> A mű a KÖFOP–2.1.2-VEKOP–15–2016–00001 azonosítószámú, „A jó kormányzást megalapozó közszolgálat-fejlesztés” elnevezésű kiemelt projekt keretében működtetett Ludovika Kiemelt Kutatóműhely keretében, a Nemzeti Közszolgálati Egyetem felkérésére készült.

<sup>2</sup> Görögország speciális helyzete visszavezethető a 2010-es szuverén adósságválság során végbement folyamatokra, valamint a válságkezelés nyomán vég-

rehajtott strukturális változásokra és az adósság átstrukturálására.

<sup>3</sup> A csoport ilyen aspektusból heterogénnek tekinthető, mivel 7 országban csökkent, míg 16-ban emelkedett az adósságállomány szintje.

<sup>4</sup> A 2008. októberi World Economic Outlook (WEO) jelentésében az IMF 1970 és 2007 között összesen 21 országban vizsgálta meg a fiskális multiplikátor

értékét. A mutató értéke a vizsgált gazdaságokban átlagosan három évet felölelő időintervallumon belül 0,5 volt. Az expanzív válságkezelő intézkedések 2008 és 2010 között eltérő fiskális multiplikátor értéket mutatnak (IMF, 2009).

<sup>5</sup> Az elsődleges egyenleg a költségvetési egyenleg azon része, mely mentes az adósságszolgálathoz köthető bevételektől (hitel- és kamatbevételek) és kiadásoktól (kamatkiadások), valamint a privatizá-

ciós bevételektől és a jegybankhoz kötődő elszámolásoktól.

<sup>6</sup> A kezdeti szakaszra összpontosító vagy elülső konszolidációnál (*front-loaded consolidation*) a kiigazítási időszak első felében a teljes deficit csökkenésének 50 százaléka valósul meg. A végső szakaszra összpontosító vagy hátulsi kiigazításnál (*back-loaded consolidation*) teljesen ellentétes módon zajlanak le a folyamatok (Baldacci et al. 2004).

## IRODALOM

ALESINA, A., ARDAGNA, S. (2009). Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending. *NBER Working Paper* 15438 Cambridge MA: National Bureau of Economic Research

ALESINA, A., ARDAGNA, S. (2012). The design of fiscal adjustments. *NBER Working Paper* 18423 Cambridge MA: National Bureau of Economic Research

ALESINA, A., FAVERO, C. and GIAVAZZI, F. (2014). The output effect of fiscal consolidation plans. *Journal of International Economics* vol. 96

ALMEIDA, V., CASTRO, G., FÉLIX, R. M. and MARIA, J. F. (2011). Fiscal consolidation in a small euro area economy. *Banco de Portugal Working Paper*, No. 5, February 2011

ATTINASSI, M. G., METELLI, L. (2016). Is fiscal consolidation self-defeating? A panel-VAR analysis for the euro area countries. *ECB Working Paper Series* No. 1883, February 2016

BALDACCI, E., CLEMENTS, B., GUPTA, S. and MULAS-GRANADOS, C. (2004). Front-Loaded or Back-Loaded Fiscal Adjustments: What Works in Emerging Market Economies? *IMF Working Paper* 04/157

BALDACCI, E., GUPTA, S. and MULAS-GRANADOS, C. (2013). Debt Reduction, Fiscal Adjustment, and

Growth in Credit-Constrained Economies. *IMF Working Paper* 13/238

BATINI, N., G. CALLEGAR, and G. MELINA (2012). Successful austerity in the United States, Europe and Japan. *IMF Working Paper* 12/190

BERTI, K., DE CASTRO F. and SALTO, M. (2013). Effects of fiscal consolidation envisaged in the 2013 Stability and Convergence Programmes on public debt dynamics in EU Member States. *Economic Paper* 504, Directorate General Economic and Monetary Affairs, European Commission, September 2013

BLANCHARD, O., D. LEIGH (2013). Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers. *IMF Working Paper* WP/13/1

BOUSSARD, J., DE CASTRO F. and SALTO, M. (2012). Fiscal multipliers and Public Debt Dynamics in Consolidations. *Economic Paper* 460, Directorate General Economic and Monetary Affairs, European Commission, July 2012

CAFISO, G., CELLINI, R. (2012). Evidence on Fiscal Consolidations and the Evolution of Public Debt in Europe. *CESifo Working Paper* No.4027, December 2012

CAHUC, P., CARCILLO, S. (2012). Can Public Sector Wage Bills Be Reduced? *NBER Working Paper*, 17881



- Cambridge MA: National Bureau of Economic Research
- CARNOT, N. (2013). *The composition of fiscal adjustments: some principles*. ECFIN Economic Brief
- CASTRO, G., FÉLIX, R. M., JÚLIO, P. and MARIA, J. R. (2015). Unpleasant debt dynamics: Can fiscal consolidations raise debt ratios? *Journal of Macroeconomics*, 44, 276–294
- COTTARELLI, C., JARAMILLO, L. (2012). Walking Hand in Hand: Fiscal Policy and Growth in Advanced Economies. *IMF Working Paper*, 12/137
- CUGNASCA, A., ROTHER, P. (2015). Fiscal multipliers during consolidation: evidence from the European Union. *ECB Working Papers*, No. 1863, October 2015
- DE COS, P. H., MORAL-BENITO, E. (2011). Endogenous Fiscal Consolidations. *Banco de Espana Working Paper* No. 1102
- EYRAUD, L., WEBER, A. (2013). The Challenge of Debt Reduction during Fiscal Consolidation. *IMF Working Paper* 12/67
- DEDÁK I. (1998). Államadósság és gazdasági növekedés. *Közgazdasági Szemle*, XLV. évf., 1998. november (989–1003. oldal)
- GECHERT, S., HUGHES HALLETT, A. and RANNENBERG, A. (2015). Fiscal multipliers in downturns and the effects of Eurozone consolidation. VOX CEPR's Policy Portal, <http://voxeu.org/article/fiscal-multipliers-and-eurozone-consolidation>
- GIAVAZZI, F., PAGANO, M. (1990). Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary? Tales of Two Small European Countries. *NBER Working Paper*, 3372 Cambridge MA: National Bureau of Economic Research
- GROS, D. (2011). Can austerity be self-defeating? VoxEU.org, 29 November., <http://voxeu.org/article/can-austerity-be-self-defeating>
- HANSEN, A. H. (1939). Economic Progress and Declining Population Growth. *American Economic Review* 29 (1): 1–15
- HEYLEN, F., HOEBEECK, A. and BUYSE, T. (2011). Fiscal consolidation, institutions and institutional reform: a multivariate analysis of public debt dynamic. *Working Paper*, D/2011/7012/68, Universiteit Gent
- NICKEL, C., ROTHER, P. and ZIMMERMANN, L. (2010). Major Public Debt Reductions. Lessons from the past, lessons for the future. *ECB Working Paper Series* No. 1241, September 2010
- ECB (2009). Experience with government debt reductions in euro area countries. *Monthly Bulletin*, ECB, September 2009
- ECB (2011). Past Experience of EU countries with sustaining large primary budget surpluses. *Monthly Bulletin*, ECB, June 2011
- European Commission (2010). *European Economic Forecast Autumn 2010*
- IMF (2008). *World Economic Outlook: Financial Stress, Downturns*
- IMF (2017a). *Fiscal Monitor. Achieving More with Less*, April 2017
- IMF (2017b). *World Economic Outlook*, April 2017