

La nature des crises économiques – L'introduction

PETER ÁKOS BOD

P. A. Bod est professeur et Chef du Département de l'économie politique à l'Université Corvinus de Budapest, et il est ancien gouverneur de la Banque nationale de Hongrie.

Les causes et les réactions politiques initiales

Après les crises bancaires et monétaires de caractère régional dans les années 1980, les récessions de transition et des effondrements bancaires après 1990 dans les anciennes économies planifiées, les dépréciations de la monnaie et les crises bancaires profondes dans certains pays émergents à croissance rapide dans les années 1990, les explosions des prix des actifs et l'implosion de bourses dans certains pays développés, maintenant l'économie mondiale a connu de nouveau une crise financière à part entière. Les turbulences sur les marchés financiers internationaux, partant en 2007, ont progressivement évolué vers la récession qui est la plus synchronisée depuis la Grande Dépression de 1929-1933. Aucun pays ouvert, dépendant de libre-échange pourrait rester à l'abri du malaise général. Mais, curieusement, pas tous souffrait de la même manière et au même degré. Trois ans après, des données concrètes indiquent que les conséquences économiques de la crise se sont révélées être assez différentes par les pays et les continents (FMI, 2010; BRI 2010, Économie Européenne, 2009).

Depuis l'éclatement de la bulle de «basse classe» américaine au printemps de 2007, beaucoup ont été écrit sur les causes et les conducteurs des problèmes financiers qui ont premièrement apparu dans le «noyau de l'âme»: dans les économies de marché développées. A l'époque d'une finance globalisée il n'est pas surprenant que le malaise se répande bientôt à la périphérie du globe. Pourtant, il est important de noter que les Etats-Unis et les pays de la zone euro ont été touchés les premiers; des turbulences financières précédentes ont tendu à la surface dans les pays émergents, les pays de la transformation et les pays en voie de développement. En revanche, cette fois les grandes économies en développement («émergentes») comme l'Inde et la Chine, n'ont pas beaucoup souffert des effets directs de la tempête dans les centres financiers.

Comme les «économies-noyau» ont été les premières victimes des effets de la crise, ils ont également été le premier à récupérer d'une récession durant un an et demi. Par rapport aux crises précédentes, cette actuelle s'est avérée être très différente: dans le domaine de la perte des emplois, des tensions sociales a montré des signes plus légers qu'aucune crise précédente. Mais avant de féliciter les décideurs et chefs d'entreprise, il faut ajouter rapidement: les gouvernements ont accumulé une dette publique énorme à cette période de temps relativement courte. Évidemment, cela a été le prix pour sauver leurs économies d'une dépression traditionnelle. Maintenant, l'histoire ne s'est pas répétée: bien que la crise actuelle est presque telle profonde par rapport à la production industrielle, comme dans les années 1930 pendant la Grande Dépression, mais cette fois-ci la consommation privée a diminué dans une faible mesure dans les économies développées au cours de la crise, et le chômage est resté modéré (Bordo et Landon-Lane, 2010).

Cependant, la récession s'est révélée plus profonde dans les économies émergentes européennes (EEE). Il semble que l'ouverture économique, qui est encore un principe indiscutable de toute bonne politique économique et sociale, a contribué à une récession plus profonde que prévue. En 2008, les investisseurs étrangers ont soudainement perdu la foi dans ces marchés, qui ont été appréciés des opportunités d'investissement sûrs et avec de la rentabilité plus élevée. Quand les gestionnaires et les investisseurs ont pris de panique, les monnaies nationales se sont dépréciées, les marchés boursiers ont chuté, le commerce extérieur a diminué, et avec eux, le PIB et le niveau de vie ont baissé (Bod, 2009).

C'est la raison pour laquelle il ne suffit pas d'analyser des causes générales qui ont conduit à la confusion globale dans cette partie du monde: il est essentiel de recueillir les leçons qu'on peut déjà se renseigner sur des erreurs de politique particulière et/ou des facteurs structurels, en gardant un œil sur l'avenir. L'histoire de la crise de la région des économies émergentes européennes n'est pas de chapitre fermé. Même si la récession a officiellement fini, d'après les prévisions – comme László Csaba l'a formulé – on ne compte plus

pour le retour à la croissance du PIB normale c'est-à-dire de 4-5% en Europe centrale et orientale, et en général, il n'y aura pas de retour au «statu quo ante» (Csaba, 2009).

Non pas que les «économies-noyau» laissent derrière eux les turbulences récentes. Les analyses de haut niveau du FMI, de la BRI, de l'OCDE et des banques centrales se portent sur la décomposition de la crise et sur les garanties institutionnelles d'éviter d'une crise pareille proche; évidemment, leur souci principal était la santé et la sécurité du système financier international. Le système fonctionne à nouveau, et à l'intérieur des organisations internationales des initiatives ont été lancées pour renforcer le capital des institutions financières de la structure sensible, et pour les autorités nationales de surveillance financière travailler mieux.

Pendant l'écriture de cet essai il semble que le système financier fonctionne. Bien que ce soit une énonciation simple, elle peut être considérée du résultat en comparaison des autres crises financières en vertu de la recherche de *C. Reinhart* et *K. Rogoff* (Reinhart et Rogoff, 2009b). Dans leur vaste échantillon historique international, l'effondrement du marché des actifs s'est avéré profond et prolongé: pendant la rechute de trois ans et demi en moyenne la baisse des prix de l'action était 55% en moyenne. Deuxièmement, la crise bancaire a été accompagnée par la forte diminution de la production et de l'emploi: le taux de chômage a augmenté en moyenne de 7 points de pourcentage dans le stade en bas du cycle qui a duré de plus de quatre ans en moyenne. Dans l'échantillon, la production a diminué de plus de 9% en moyenne du sommet au creux, bien que le stade de la baisse de la production (environ deux ans en moyenne) est un peu plus court que celui qui est observé dans le cas du chômage. Troisièmement, il a été constaté que la valeur réelle de la dette publique a tendance à exploser, c'est-à-dire elle a augmenté par 86% en moyenne pendant les crises après la seconde guerre mondiale. Ils ont ajouté que, curieusement, le coût de l'assistance-publique et de la recapitalisation du système bancaire n'était pas la cause principale de la croissance explosive de la dette souveraine: la cause réelle de l'augmentation de la dette était, d'une part, la baisse des recettes fiscales d'État inévitablement entraînée par la longue et profonde récession dans la production, et d'autre part, la politique budgétaire contre-cyclique et souvent ambitieuse visant à atténuer le déclin.

En comparant avec le modèle historique, la crise économique et financière des années 2007-2009 montre un certain nombre de similitudes et des différences. La restauration du système financier a eu lieu assez rapidement – trop rapidement, pourrait le Lecteur ajouter. Les économies développées ont dû payer un prix élevé pour la fonctionnalité récupérée de la communauté financière mondiale. En raison des énormes stimulateurs fiscaux de 2009, la dette souveraine est devenu - sans surprise - le principal problème économique. Comme Jean-Claude Trichet, le président de la Banque centrale européenne a résumé, les problèmes d'endettement des pays développés sont originaire de la libéralisation financière et les innovations des années 1980 et 1990, et donc ils viennent des malheurs mûrissants pendant des longues décennies (Trichet, 2010). Lors de cet «âge d'or» des nouveaux produits financiers ont été publiés qui ont changé le comportement économique des ménages et des entreprises aussi. Les finances modernes ont porté la promesse de l'augmentation général du bien-être; notamment que les familles peuvent mieux lisser leur consommation en temps, et que le financement hypothécaire devient disponible pour les strates sociales qui ont été exclus de ce marché. Toutes ces promesses ont conduit à la fin que les gens se sont amèrement déçus des marchés, des finances sophistiquées, de la politique sociale d'intégration – et de l'économie conforme. Maintenant, il est grand temps de repenser les vieilles certitudes par rapport à l'économie et aux finances, et pareillement le moment est venu que les contribuables remboursent les dette d'État accumulées.

Sur l'économie, les économistes et l'économie politique

Il vaut la peine de s'arrêter un peu sur les idées reçues et les certitudes professionnels de la profession économique. Lorsque le changement de régime dans les anciennes économies planifiées dès le début des années 1990, la vision d'une économie de marché (le capitalisme) qui peut se préoccuper de lui-même avait son âge d'or. Les éléments principaux de la pensée étaient «le fin de l'histoire», la foi dans les marchés qui peuvent résoudre tous les problèmes possibles, et la suspicion par rapport à n'importe quel rôle économique de l'état.

Les processus de privatisation et de libéralisation se sont accomplis à toute vapeur dans les pays riches et dans les pays en transition, appuyé par les pensées principales de l'économie. Les avantages de la déréglementation financière et l'innovation des marchés de capitaux (par exemple la titrisation et les produits structurés) semblent être soutenus à l'Ouest par des conditions particulièrement profitables pour faire des affaires. Dans les principaux marchés (hormis le Japon), l'environnement macroéconomique a été favorable à la croissance économique et à la création de richesse, et tout cela semblait être fermement soutenue par la

prise de décision d'économie politique avancée et des connaissances profondes sur l'économie. Cette environnement de «quasi-nirvana» est devenue connue sous le nom de «Grande Modération» par les déclarations de B. Bernanke entre autres, ancien professeur de Princeton (Bernanke, 2004). On peut citer aussi d'autres auteurs influents tels que l'économiste lauréat du Prix Nobel R. Lucas, de l'Université de Chicago, de qui Paul Krugman ne manque pas de mentionner que Lucas a déclaré que «la macro-économie dans ce sens originel a réussi. Son problème central de la prévention de dépression a été résolu à toutes fins pratiques, et a en fait été résolu depuis de nombreuses décennies» (Lucas, 2003) (Krugman, 2009).

Il est certainement intéressant de se souvenir comment pas si longtemps, les hommes politique, les banquiers centraux et les économistes influents ont déclaré une bataille gagnée avec succès contre l'inflation et endommageant la volatilité macroéconomique. La promesse a été, et il semblait être livrés pour une longue période, d'éviter des instabilités graves au sein du système financier mondialisé. Une bataille peut-être gagnée, mais pas la guerre. L'époque de la «Grande Modération» a produit un certain nombre de malfaisances. Les innovations financières et les marchés de capitaux libéralisés, en combinaison avec des globalement faibles taux d'intérêt réels, ont conduit à l'accumulation du potentiel de création de crédit énorme, en favorisant une augmentation rapide des prix des actifs qui a finalement conduit aux excès et aux déséquilibres mondiaux.

2007 et ce qui est venu après, ont effacé l'assurance de la profession d'économiste. Les hommes politiques des pays développés ont aussi été forcés à repenser les réalités en termes du pouvoir de marché relatif; voyez le rôle émergent du G20 remplaçant des groupements et des formules de puissance anciens. Les déséquilibres cette fois n'ont pas éclaté d'abord dans la périphérie de l'économie mondiale, à l'encontre des nombreuses crises monétaires et bancaires de la dernière demi-siècle. C'est certainement une situation nouvelle par rapport aux chapitres précédents dans l'histoire qui ont vu les pays moins développés devenir (sans péché ou péché) les victimes des crises extérieures, comme dans le cas des certains pays d'Amérique latine dans les années 1980, des économies de l'Asie orientale dans les années 1990, de la Russie en 1998. Cette fois, c'est la Grande-Bretagne et les Etats-Unis qui ont enregistré un déficit du secteur public à deux chiffres en 2009 – l'ampleur du déséquilibre fiscal précédemment connue seulement dans les pays en développement mal gérés.

Eh bien, les leçons de la Grande Crise précédente ont été tirés. Cette dépression a suivi une bulle spéculative (des années 1920), une manifestation de surinvestissement, mais à cette époque-là, les prescriptions de politique ont contenu une politique monétaire restrictive, une politique budgétaire rigoureuse et des réductions de salaires pour rétablir l'équilibre. C'étaient Keynes (1936) et ses adeptes qui ont rejeté le courant dominant (les «Classics») qui avait affirmé que finalement un retour au plein emploi serait atteint par des réductions de salaires et par la baisse des prix. Keynes a attribué la stagnation à un effondrement de la demande globale, en particulier à l'investissement privé, donc sa prescription de politique a été d'utiliser la politique budgétaire – l'augmentation de la masse monétaire et les dépenses publiques massives. Il a fonctionné. Dans l'ère post-seconde guerre mondiale, les vues keynésiennes ont dominé la profession d'économiste, et les hommes politiques ont adopté le nouveau courant dominant.

Il y a quelque chose de curieux sur le retour instantané au keynésianisme au cours des dernières années. Etant un courant dominant d'autrefois, puis s'estompait quand des nouvelles écoles de pensée économique ont pris sa place dans les années 1970, le keynésianisme est de retour dans la pratique de l'économie politique des pays développés - sans beaucoup d'explications et débats. C'est vrai, comme le note László Csaba, que le keynésianisme peut avoir passer de mode dans les principaux départements universitaires, mais il n'a jamais vraiment perdu de son attrait sur les décideurs politiques, il suffit de mentionner le Pacte de stabilité et de croissance de l'UE qui prévoit des excédents du secteur public dans bons moments, mais le déficit budgétaire au mauvais temps, selon les principes d'origine keynésiennes (Csaba, 2009).

La plupart des gouvernements dans et hors de l'UE ont toutefois eu tendance à appliquer ces principes de manière asymétrique: s'engager aux dépenses massives en crise sans faire des épargnes pendant des bons moments. Pourtant, les Etats-Unis et l'Union européenne et en fait la plupart des pays du G20 ont agi de façon budgétaire keynésienne, et les banques centrales ont appliqué également leur mesures d'assouplissement monétaire. Il semble fonctionner: la dépression des années 1930 a été jusqu'ici évitée.

Mais le prix est énorme. Les données du déficit du secteur publiques en 2009 sont telles élevées qu'il est difficile de croire, en particulier pour quelqu'un qui n'est pas soulevé dans un moule orthodoxe keynésien: des massifs déficits publics en pourcentage du PIB ont été relevés par l'Irlande (-14,3%), la Grèce (-13,6%), le Royaume-Uni (-11,5%), l'Espagne (-11,2%), le Portugal (-9,4%), la Lettonie (-9,0%), la Lituanie (-8,9%), la Roumanie (-8,3%), la France (-7,5%) et la Pologne (-7,1%) (Eurostat, 2010). Les conséquences de ces dépenses massives de déficit ne peuvent pas être évitées même si les pays développés réclament l'accès facile aux marchés financiers aux conditions relativement favorables. Mais ce serait une généralisation

excessive de déclarer que les pays riches peuvent se permettre tout simplement de dépenser plus d'argent public qu'ils en ont dans leurs coffres. Certes, il n'y a pas longtemps que les marchés financiers ne semblaient pas se soucier de la solvabilité des Etats membres de l'UE, estimant que les pays européens ne pouvait pas simplement faire faillite. Mais la crise de la dette souveraine grecque au début de 2010 révèle que les acteurs du marché sont d'apprendre à différencier les clients. Il suffit de rappeler que, dans l'automne de 2010, les rendements des obligations à dix ans émises, par exemple, par l'Irlande et le Portugal ont été aussi élevé que 6 pour-cent, tandis que le rendement de l'Italie est en dessous de 4 pour-cent, en Allemagne il est au moins de 3 pour-cent pour un an - que tout cela signifie que les investisseurs puissent faire de distinction entre des bonnes risques européennes et des moins bonnes.

Des cas de crise surprenants - la mendicité pour voir l'explication

Les crises financières et de défauts souverains ont été jusqu'à récemment surtout associés aux nations en voie de développement ou aux marchés émergents. Curieusement, les défauts sur les dettes extérieures ont été beaucoup plus concentrés dans les marchés émergents que les crises bancaires, mais, comme la recherche historique le révèle, les défauts souverains sur les dettes extérieures ont été tout à fait communs dans les pays arrivant à maturité d'un état de marché émergent dans leur ascension à une classe économique avancée (Reinhardt et Rogoff, 2009a).

Cette dernière crise a été atypique en ce que les économies développées ou bien-placées ont subi un déclin de production choquant ou des chocs quasi-défaillance. La section européenne de l'histoire des turbulences financières a ouvert avec l'Islande, une île assez riche, et la Hongrie, un Etat membre de l'Union européenne depuis mai 2004. Ce sont les deux premiers pays européens en trois décennies qui se sont tournés vers le Fonds monétaire international pour des fonds afin d'éviter l'effondrement financier à la fin de 2008, ils ont été bientôt suivi par la Lettonie, un pays balte, et puis par l'Ukraine, pas de membre de l'UE.

La crise bancaire et financière de l'Islande pourrait être considéré un accident, ou une conséquence regrettable mais compréhensible des «sur-prêts» et des erreurs politiques choquante des banquiers: voyez l'analyse franche de l'affaire (Gylfason et al 2010). Les auteurs montrent clairement que les autorités des petits pays en crise ne peuvent pas être entièrement déchargés de leur responsabilité: pas tous les chocs sont d'origine externe, et les institutions et les politiques nationales ont leur propre rôle dans la gestion des effets ultérieurs des chocs. «Certains cas extrêmes, comme l'Irlande et l'Islande, ont été principalement des crises de l'origine domestique qui ont été seulement enflammés par les conséquences mondiales. Depuis des années, ils ont continué des politiques laxistes ou expansionnistes et ils ont fait bien trop peu pour assurer la régulation et la surveillance adéquates de leurs systèmes financiers. Rétrospectivement, il est clair (et, selon de nombreux observateurs, non seulement rétrospectivement) que ces pays ont permis l'expansion du crédit de procéder et la bulle immobilière de construire en façon non durable» (Gylfason, 2010).

Par rapport à l'histoire islandaise, le cas de la Hongrie semble plus mystérieux et stimulant dans le contexte global de l'ordre financier mondial. Voici l'économie ne s'est pas échauffée avant les événements, et il n'y avait pas de bulle immobilière. L'économie hongroise est étroitement liée à d'autres anciens et nouveaux Etats membres de l'UE, et étant le membre, le pays est une partie d'un certain nombre d'institutions politiques de l'UE visant à coordonner, contrôler et harmoniser les économies politiques nationales. Certes, l'économie politique avait été défectueux pendant des années avant que la crise ait frappé l'Europe - mais cette explication pour le processus qui a conduit aux résultats triste invite une question: comment se fait que l'adhésion à l'UE ne sauve pas un Etat membre de développer de graves déséquilibres qui peuvent déclencher des attaques spéculatives contre la monnaie?

Maintenant, les problèmes avec la Grèce font évident que le Pacte de stabilité et de croissance, les critères de Maastricht pour l'entrée en zone euro, et des autres institutions similaires ne fonctionnent pas de manière suffisamment efficace pour parer aux graves échecs des politiques nationales au sein de l'UE. Dans le cas de la Hongrie, les dépenses excessives du gouvernement entre 2002 et 2006, l'aggravation de notation du risque souverain, et trop peu de réformes véritables pendant longtemps - ces toutes réduisent la capacité du pays à résister aux chocs extérieurs tels que la perturbation de la circulation transfrontalière des financiers, l'augmentation de la volatilité des monnaies et le rétrécissement des marchés étrangers. Les politiques nationales comptent, ils comptent plus en période de turbulence que par beau temps.

Qu'est-ce qu'on peut faire alors?

Tout ceci est l'histoire. La recherche politique académique et appliquée doit apporter des réponses fiables à la question évidente: qu'est-ce qu'il faut faire maintenant, après avoir survécu aux chocs et turbulences récents en Europe? Ci-dessous, l'auteur décrit un certain nombre de questions politiques à clef déjà être à l'ordre du jour de recherche, et il ajoute ses propres réponses tentatives, décidément du point de vue des économies émergentes européennes.

Premièrement, devrions-nous tourner le dos à la mondialisation financière? L'une des conséquences du commerce et de la libéralisation financière écrasant et de la privatisation rapide pendant le processus de changement de régime a été la profonde pénétration des capitaux étrangers, et en particulier des institutions financières étrangères dans l'anciennes économies planifiées. Leur entrée a sans aucun doute élevé le niveau de sophistication de la finance, et a ouvert des voies pour les fonds qui ne seraient pas venus à la région autrement. Pourtant, dans la période de crise mondiale du crédit, cette histoire de succès a révélé son revers: l'économie de la région est devenue trop dépendante des capitaux et des marchés étrangers.

La sagesse précédente était que les banques étrangères ont garanti les normes professionnelles élevées et la liquidité abondante en devises fortes – les ingrédients clés de la croissance économique et du soutien à l'entrepreneuriat. Après la crise, il est moins convaincant que cette dépendance à l'égard des banques étrangères ayant leur siège à l'étranger est sans risque pour le pays d'accueil. Un système financier qui fonctionne bien est un facteur crucial dans la reprise de la partie centrale, orientale et méridionale de l'Europe – il n'y a pas de question sur ce point. Mais la liaison entre les banques (majoritairement détenues par des acteurs mondiaux éloignés), les entreprises (étrangères et nationales) et les gouvernements s'est révélés être floue et sous-optimale. Ainsi, la première conclusion tentative est qu'une relation plus équilibrée est nécessaire entre les acteurs et parties intéressées de l'intermédiation financière dans les économies en transition et émergentes.

Deuxièmement, est-il temps de revenir à un certain protectionnisme du marché, sur une plate-forme de «l'économie politique patriotique»? La première réaction de nombreux hommes politiques était de protéger les emplois nationaux en inversant l'externalisation – souvenez-vous du voeu de M. Sarkozy de ramener des emplois de construction automobile française de la Slovénie et des autres Etats membres avec des coûts inférieurs. En fait, pas beaucoup de ces choses est arrivé – heureusement. Avec l'Europe sous la pression concurrentielle, il est vital pour les entreprises de combiner les facteurs de la production d'une manière rationnelle – cela peut signifier l'intégration des compétences de l'homme à faible coût et les avantages géographiques offerts par l'Europe orientale, centrale et du sud. La nouvelle usine d'assemblage de Mercedes ou l'agrandissement de l'usine de moteurs existante d'Audi en Hongrie sont les cas les plus récents pour indiquer la poursuite de la tendance à l'externalisation. Le commerce est essentiel pour les économies en transition et émergentes; aucun repli vers le protectionnisme dans le monde tuerait les perspectives de convergence nominale et réelle au «noyau» de l'Europe. Mais dans leur état actuel, les entreprises nationales dans les économies émergentes européennes devraient être renforcées par un soutien supplémentaire aux entreprises moyennes et petites. Sans avoir une économie dynamique interne (et une classe moyenne saine), les économies ouvertes sont trop dépendantes de facteurs extérieurs occasionnels, et eux-mêmes ne peuvent pas beaucoup contribuer à la compétitivité pan-européenne.

Troisièmement, l'UE va perdre son importance dans la coordination d'économie politique mondiale? Est-il nécessaire pour les Etats membres «pas-noyau» de chercher une nouvelle direction, en vertu de nouveaux configuration (Groupe des 20) au lieu de l'UE? A la base des prévisions et des analyses du marché, on peut oser dire que la majeure partie de l'économie européenne semble avoir retrouvé des chocs de 2008-2009, bien que la dette du secteur public soit un défi à long terme pour le continent. Et un défi pour l'euro, la monnaie commune européenne, comme une question de fait. On peut espérer que la récente crise suscite la réalisation de la nécessité de plus de souplesse institutionnelle et de dynamisme en Europe. La G20 ou un autre forum international ne rendre guère les institutions européennes superflues dans la coordination des politiques et l'harmonisation de la réglementation pour les états européens dépendants du commerce, déjà dans l'UE ou à l'extérieur de celle. Les prévisions du marché à long terme, cependant, indiquent que la part relative de l'Europe dans le commerce et la finance mondial diminue, et comme ça, le pouvoir de négociation du continent pourrait se rétrécir aussi. Compte tenu des tendances du marché, les nouveaux et les anciens membres aussi doit tenter de diversifier leurs marchés des produits et les clients financiers pour réduire la dépendance de quelques marchés pas trop dynamiques.

En bref: les milieux gouvernementaux et les intellectuels dans les économies émergentes de l'Europe ne peut pas épargner les efforts pour repenser la position de leur pays dans les marchés mondiaux changeants rapidement et les politiques socio-économiques qui peuvent les aider à rester dans le jeu pour rattraper les voisins plus développés et instaurés. La récente crise a été assez particulière parmi le grand nombre de cas semblables, les réponses politiques à cette espèce peuvent également être particulières et innovantes.

Traduit par Zsuzsanna Réka Kecse

Références

- Bernanke, Ben S. (2004): The great moderation. *BIS Review* 12/2004.
- BIS (2010): Annual Report 2009/10. Basel.
- Bod, Péter Ákos (2009): The Financial Landscape - Seen From a Converging Country. In: Otto Hieronymi & Alexandre Vautravers (Editors): *Globalization and the reform of the international banking and monetary system*. Palgrave Macmillan
- Bordo, Michael D. & Landon-Lane, John (2010): The lessons from the bnking panics in the United States in the 1930s for the financial ciris of 2007-2008. NBER Working Paper 16365
- Carone, G. et al. (2009): The EU's response to support the real economy during the economic crisis: an overview of Member States' recovery measures. *European Economy. Occasional Papers*. 51. July 2009. Brussels. 94 pp
- Csaba, László (2009): Unintended Consequences of Crisis Management. *Zeitschrift für Staats- und Europawissenschaften (ZSE)* No. 3–4.
- Dooley, Michael P. & Folkerts-Landau, David & Garber, Peter M. (2009): Bretton Woods II still defines the international monetary system. *NBER Working Paper Series* 14731
- European Union (2009): Economic Crisis in Europe. Causes, Consequences and Responses. *European Economy* No.7/2009
- Eurostat (2010): News release. Provision of deficit and debt data for 2009 (22 April 2010)
- Gylfason, Thorvaldur & Holmström, Bengt & Korkman, Sixten & Söderström, Hans Tson & Vihriälä, Vesa (2010): Nordics in Global Crisis. Vulnerability and resilience. The Research Institute of the Finnish Economy (ETLA)
- International Monetary Fund (2010): World Economic Outlook - Rebalancing Growth.. Washington DC. April 2010
- Krugman, Paul (2009): How Did Economists Get it So Wrong? *The New York Times*, September 6.
- Lucas, R. E. (2003).: Macroeconomic Priorities. *American Economic Review*, Vol. 93, No. 1 (Mar., 2003), pp. 1-14.
- Reinhart, Carmen M. & Rogoff, Kenneth S. (2009a): *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press
- Reinhart, Carmen M & Rogoff, Kenneth S. (2009b): The Aftermath of Financial Crises. NBER. *Working Paper* 14656. January 2009.
- Trichet, Jean-Claude (2010): Central banking in uncertain times – conviction and responsibility. *BIS Review* No 111 .1 September

*

institute@southeast-europe.org
www.southeast-europe.org

© DKE 2010.