

ÚJ KÖNYVEK

Az euróválság kezelése: viták és döntések **Markus K. Brunnermeier – Harold James –** **Jean-Pierre Landau: The Euro and the Battle** **of Ideas**

Princeton University Press, 2017, 440 o.

A könyvet két amerikai és egy francia professzor írta az euróválságról és annak kezeléséről, az utóbbit kísérő főleg, de nem csak német–francia vitákról és arról, hogy miként hatott mindez az Európai Unióra és annak egyes intézményeire.

Már fejtegetéseik elején rámutatnak arra, hogy a válság és annak kezelése az unión belüli hatalmi viszonyok többszöri jelentős átalakulásával járt együtt. Először az Európai Bizottság (EB) szerepe vált a korábbiakhoz (főképp a korábbi válság-periódusokhoz) képest passzívvá és kevésbé hatásossá. A korábbi forgatókönyv – amely szerint egy-egy válság megoldása több Európát, így az EB számára fontosabb szerepet követel – most nem működött. Az EB hangja most nem erősebb, hanem gyöngébb lett. A szerzők szerint azért, mert az intézmény hatalma elsősorban a szabályozásra terjed ki. Ez nagyon fontos szerep egy pénzügyi válság megelőzésében, de nem központi jelentőségű a válság és következményei kezelésében. Az utóbbi főleg fiskális eszközök mozgósítását követelte meg; erre csak a nemzeti kormányok voltak képesek.

2010 januárjában egyértelművé vált, hogy Görögországot ki kell segíteni. Csak-hogy pénz ehhez nem volt. A maastrichti szerződés „kiszegítési tilalma” megakadályozta azt, hogy az eurózona tagjai pénzügyi segítséget nyújtsanak egymásnak, és ilyen segítségnyújtást az EU közös költségvetéséből sem engedett meg. Később,

<https://doi.org/10.47630/KULG.2017.61.11-12.90>

júniusban megtalálták a szabály által meghagyott kikaput, de tavasszal, a görög üggyel kapcsolatos viták kezdetén még nem tartottak ott. Három lehetséges „újítás” közül kellett választani. Fel kellett adni a kisegítési tilalmat, vagy új instrumentumokat kellett teremteni, vagy külső segítséget kellett kérni az egyetlen lehetséges (persze nem adományokat, hanem hiteleket nyújtó) donortól: a Nemzetközi Valutaalaptól (IMF). Az év folyamán végül is mindhárom opciót elfogadták. A döntések az eurózóna tagállamainak vitájában születtek.

Az IMF bevonását eleinte egyöntetűen ellenezték; ellenezte az Európai Központi Bank (EKB) is. Márciusban azonban Németország – amely nem bízott igazán az EU-intézmények fiskális fegyelmet kikényszerítő képességében – megváltoztatta az álláspontját (*Schäuble* pénzügyminiszter feladta azt a tervét, hogy egy külön európai IMF-et hozzanak létre), és az IMF bekapcsolódását gyorsan elfogadták a többiek is. A németek nem akarták azt, hogy a görög mentőprogram irányító szerve az EB legyen; Franciaország támogatásával ezt is elfogadtatták a társországokkal. (A francia–német tandem, amely a program fő kereteiről szóló határozatot előkészítette, *Herman Van Rompuy*-t, az Európai Tanács akkori elnökét sem engedte be a kétoldalú tárgyalásra.) Az irányítást az EB, az EKB és az IMF „trojkájára” bízta.

Ugyancsak a nemzetek feletti intézmények működésétől a kormányközi alku-mechanizmusok felé való elmozdulást tükrözte a pénzügyi kisegítési célú alapok létrehozása. Két ilyen jelentősebb alapot hoztak létre: először az ideiglenesnek szánt Európai Pénzügyi Stabilitási Alapot (EFSF), majd az állandó Európai Stabilitási Mechanizmust (ESM). Ezek szükség esetén több százmilliárd eurót tudtak (volna) a bajba jutott országoknak kölcsönözni. Irányító testületeiket az eurózóna tagállamai nevezték ki és felügyelték. Velük szemben csupán 60 milliárd euróval rendelkezett az EB-nek alárendelt Európai Pénzügyi Stabilizációs Mechanizmus (EFSM).

A többi euróország szerepét korlátozó szoros német–francia együttműködést mindig zavarta a sok tekintetben ellentétes gondolkodás (erről bőven lesz még szó). Azonban 2010. október 18-án *Merkel* kancellár és *Sarkozy* elnök deauville-i tengerparti sétája áttörésszerűen hozott egy olyan egyetértést közöttük, amellyel dominálhatták a görög mentőprogram kialakítását. *Merkel* feladta azt a német követelést, hogy az euróországok állami költségvetését ne csak utólag, hanem előzetesen is ellenőrizze (engedélyezze) a közösség; *Sarkozy* beleegyezett abba, hogy a görög mentőcsomagba „bevonják a magánszektor” (private sector involvement – PSI), magyarul csökkentsék a bankokkal és más magánvállalatokkal szembeni görög államadósságot. A tandemnek ez a diadala azonban nagyon gyorsan átváltott Németország uralkodó helyzetébe. A piacok megértették, hogy csak a német állampapír

igazán biztos, és a periférikus országoknak hitelezők veszélyeket vállalnak. Az euró bevezetésével gyakorlatilag eltűnt hozamkülönbségek az állampapírok között újra megjelentek és növekedtek. A periférikus országok piaci nyomás alá kerültek. A német hozamokat kell megközelíteniük, és ennek érdekében a német gazdaságpolitikát kell követniük. *Sarkozy* hamarosan, később utódja, *Hollande* pedig 2012-es hivatalba lépésétől kezdve fel szerette volna adni a „magánszektor bevonását” (és a költségvetési deficit- és államadósság-szabályok 2010 utáni szigorításait); a kulcspozícióba került Németország azonban ragaszkodott az új rendszerhez.

Németország mellett még egy nyertese volt az eurózónán belüli hatalmi változásoknak: az EKB, „az európai valuta őre”. Ugyanakkor az utóbbi nemcsak kulcsfontosságú partner a németek számára, hanem – noha gyakran a német Bundesbank örökösének tekintik – a fő ellenzék szerepét is játssza Németországgal szemben, mert az EKB Tanácsát a francia nézetrendszerhez közel állók dominálják.

A német és francia nézetrendszereket – amelyek közötti harcra a könyv címe is utal – részben évszázados hagyományok, részben huszadik századi megrázkódtatások alakították ki. Ami Németországot illeti, az elmúlt évszázadokban nem liberalizmusáról volt ismert, de igencsak decentralizált volt. Azonban a szigorúan centralizált, 12 évig tartó náci diktatúra katasztrófája az államközpontú hagyományoktól a szabályokon alapuló liberalizmus felé fordította a német gondolkodást és társadalmi-gazdasági felépítést, és a jogállamiság évszázadokra visszamenő hagyománya is kedvezett ennek az irányzatnak. Ezzel szemben a Rajna másik partján, ahol évszázados etatista, centralista hagyományok ugyanúgy vannak, mint liberálisak, az államgyöngeségét hibáztatták a második világháborús megaláztatás fő oka gyanánt, és az erős állam, erős kormány meg a gazdasági tervezés vált uralkodóvá a politikai gondolkodásban.

A szerzők más, kevésbé fontos területek mellett monetáris, bank- és pénzügyekben mutatják be a két országban a szemlélet különbségeit. A németek korai, 1920-as évekbeli hiperinflációjára a reakció a Reichsbank kormánytól való függetlenségét biztosító törvény meghozatala volt; ez a függetlenség (noha Hitler uralma alatt lényegében szünetelt) később a Bundesbankra is átöröklődött. Franciaországban viszont az „egy és oszthatatlan” köztársaság eszméjébe az 1990-es évek elejéig egyáltalán nem fért bele a kormánytól elválasztott központi bank intézménye. A francia parlamentnek és kormánynak fiskális területen is igen kiterjedt diszkrecionális döntési lehetőségei vannak; Németországban az ilyen döntéseket behatárolja a *Finanzausgleich* nehézkesen változtatható és a decentralizációval összefüggő – mert a tartományok kölcsönös féltékenységén alapuló – szabályrendszere.

A német gazdaságfilozófia fő jellemzői a rögzített szabályok között működő szabad piacok jogi, erkölcsi és politikai alapjainak központi szerepe; a piaci szereplők felelősségének hangsúlyozása, akiknek viselniük kell rossz döntéseik következményeit; a végső hitelezői (lender of last resort) tevékenységekkel együtt járó potenciális erkölcsi kockázattal kapcsolatos aggodalom (ennek példája volt az 1994–1995-ös mexikói IMF-program éles kritikája amiatt, hogy az bátoríthatta államok felelőtlen hitelfelvételét); a végső hitelezői tevékenység (kötelezettség) monetáris és persze áremelkedési következményeit illető aggodalom; az a meggyőződés, hogy az állami túlköltekezés, ha azt nem korlátozzák kérlelhetetlenül, végső soron pénzhígításhoz és az árszínvonal emelkedéséhez vezet; szigorú hozzáállás az államadóssághoz és annak előre elhatározott korlátjaihoz; az az elv, hogy gazdasági növekedést nem többletpénzzel és -erőforrásokkal, hanem strukturális reformokkal lehet elérni, a többletpénz csak trükk, amely nem vezet sikerre; továbbá az a hit, hogy a mai eredményért – vagy megszorításért – a jövő jutalmat ad. Mindez kiegészül a nemzetközi gazdasági kapcsolatokat illető két fontos elvvel. Egyrészt az exporttöbblet versenyképességet jelez, és az egészséges, erős gazdaság jellemzője, másrészt a nemzetközi tőkemozgásnak szabadnak kell lennie, a valutaárfolyamokat pedig nem szabad rögzíteni.

A francia gazdaságfilozófia alapvető elveit a szerzők az említettektől igencsak eltérőnek látják. Ebben a szabályok a politikai folyamat alá vannak rendelve és újratárgyalhatók; a válságkezelés rugalmas reagálást követel; a kormányzati cselekvés – és hitelfelvétel – korlátozása nem elfogadható, mert ellentétes a demokráciával; a monetáris politikának az egyszerű árstabilitásnál általánosabb célokat kell szolgálnia: törődnie kell a gazdasági növekedéssel; az 1929–1933-as válság egyik tanulása az, hogy a nemzetközi kereskedelmi kapcsolatok egyensúlyi problémáit szimmetrikusan kell kezelni: a többletet realizáló országoknak is hozzá kell járulniuk a megoldáshoz; tekintve, hogy a gazdasági folyamatokban többféle egyensúly is lehetséges, a jelenben választott alacsonyabb gazdasági teljesítményi pálya állandósulhat, ahelyett hogy eltávolítaná a későbbi növekedés akadályait; a mai erőny, megszorítás a későbbi jutalom reményében önellentmondás, önkárosító magatartás. És a nemzetközi gazdasági kapcsolatokat illető elvekben sincs egyetértés a németekkel: a túl nagy export nem a gazdasági erő, hanem a merkantilista, mások kárára folytatott gazdaságpolitika jele; a tőkemozgásokat aktívan kontrollálni, a valutaárfolyamokat rögzíteni kell.

A két nézetrendszer vitája végigkísérte az európai integráció egész történetét. Németország és különösen a Bundesbank vonakodva ment bele a valutaárfolyamok

rögzítésének különféle lépéseibe. Francia részről pedig csak a nemzeti hagyományoktól meglehetősen elrugaszkodó, 1983 után követett „erős frank” politikával vált lehetővé az, hogy létrejöjjön az egységes piacot 1992-re megteremtő Egységes Európai Okmány (Single European Act), amely a tőkemozgások liberalizálását is előírányozta. És a továbbiakban Franciaország ezt a liberalizálást halogatni próbálta.

Az euró bevezetését követő jó években ezekről az ellentétekről keveset lehetett hallani. De aztán a válság felszínre hozta őket.

A németek azt hangsúlyozzák, hogy a szabályok irányítják a piaci szereplők várakozásait, és a szabályokra alapozott rendszer hosszú távon jót hoz, például alacsony államadósság és infláció formájában; a válság megismétlődése így elkerülhető. A franciák viszont a jelenlévő válság kezelésére koncentrálnak. Nem félnek a szabályok megszegésétől, ha ez segít a válság megoldásában; ugyanakkor a jelen finanszírozási szükségletek csökkentése érdekében készek olyan kötelezettségeket vállalni, amelyek később még súlyosabb válságba vihetik őket. Meg vannak győződve arról, hogy bármilyen állami fizetési kötelezettség nem teljesítésére való utalás bizalmi válságot idéz elő. Ha az állami pénzügyekben felhalmozódott feszültségek levezetésének részeként ütnek egy kis lyukat az állam fizetőképességén, az a lyuk hatalmassá tágul és mindent tönkretesz. A németek viszont ugyanebben az aktusban hasznos biztonsági szelepet látnak. Az eurózóna más tagállamai is megosztottak ebben a kérdésben.

Az egyes országok önmagukért, saját politikájuk következményeiért viselt felelőssége és az országok közötti szolidaritás kérdésében is különböző a hozzáállás a Rajna két partján. A decentralizált rend szerinti működéshez szokott németek abból indulnak ki, hogy az egyes országok maguk alakítják ki politikájukat, és nem jó, ha ez a közösség részéről túlzott mértékű biztosítással párosul, mert az erkölcsi kockázatot von maga után. A maastrichti szerződésnek az az előírása, amely tiltja az euróországok közötti kölcsönös kimentést kormányzati fiskális gondok esetén, ezt a megközelítést tükrözi. Francia részről azonban nem tulajdonítanak ilyen nagy jelentőséget ennek a szabálynak. Vele szemben áll a szolidaritás, a gyöngék megsegítése; ezek a francia központosító hagyományok természetes velejárói.

Noha a kölcsönös kimentés tilalmát a németeken kívül más északi tagállamok is nagyon komolyan gondolták, az eurózóna egész szabályrendszerén nem vezették át ennek következményeit. A bankok az összes tagállam állampapírjait kockázatmentesként kezelhették: a legtöbb más kihelyezéstől eltérően nem kellett alaptőkével fedezni ezek semekkora hányadát. Annak ellenére sem, hogy a kölcsönös kimentés tilalma miatt az államcsődök veszélye nem volt kizárva. Ennek az ellentmondásnak

az enyhítése érdekében fontos (több szabályban is kodifikált) német törekvés lett a költségvetési deficitok és az államadósságok korlátozása. És a németek ezen túlmenően is felléptek minden olyan törekvéssel szemben, amely más országok deficitos államháztartásra való hajlandóságának következményeit valamifajta fiskális uniós kezdemények révén rájuk háríthatta volna. Így például elvetették a közös munkanélküliségi biztosítás javaslatát (amelyet az EB támogatott). Elvetették az eurózóna tagállamai által közösen kibocsátandó kötvények („eurókötvények”) különféle javaslatait is.

Német–francia viták vették körül a szerencsétlen magyar „fizetéseképtelenség” szó kétféle közgazdasági jelentését is: az *inszolvenciát* és az *illikviditást*. Az utóbbi azt a helyzetet jelöli, amikor egy gazdasági szereplő nem tud elegendő pénzhez jutni ahhoz, hogy folyó fizetési kötelezettségeinek eleget tegyen. Az inszolvencia nemcsak fogalmilag bonyolultabb, hanem súlyosabb helyzetet is jelöl: azt, amelyben a jövőbeni bevételek nem fedezik a kiadásokat. Ha itt egy államról van szó, akkor csökkenteni kell az adósságát és/vagy a kiadásait, növelni az adóbevételeit, növekedésgyorsító gazdasági reformokat kell bevezetni.

Német megfigyelők már 2010 közepétől kezdve inszolvenciát láttak a görög állam pénzügyeiben; ennek megfelelően adósságcsökkentést és strukturális reformokat sürgettek. Nem fogadták el azt a nézetet, amely szerint az egyébként súlyos likviditási helyzet állami eszközökkel való kezelése megoldotta volna azokat az alapvetően kínálati oldali problémákat, amelyek szerintük a gazdasági visszaesés mögött álltak.

Azonban az eurózóna körülményei között az illikviditást is nagyon komolyan kell venni. Ha egy országnak van saját központi bankja, az annyi pénzt teremthet, amennyit akar, és akkor egyébként normális helyzetben és legalábbis az államkincstárra nézve nincs likviditási probléma. Csakhogy monetáris unióban egyetlen tagországnak sincs saját központi bankja; ha a görög, portugál stb. gazdasági szereplők Németországba viszik a pénzüket, akkor az előbbi országokban pénzzükre támad, kamatemelkedéssel, súlyos gazdasági következményekkel, és így hibás kör alakul ki.

Tehát az adott körülmények között a likviditás teremtése, sőt annak pusztja, de hitelesen hangzó ígérete is jelentős javulást hozhat, és ez valóban megmutatkozott *Draghi* EKB-elnök 2012. július 26-i beszéde nyomán, amelyben kilátásba helyezte azt, hogy a bank hatáskörének keretei között mindent („whatever it takes”) meg fog tenni az euró megmentése érdekében. A kilátásba helyezett, a későbbi elnevezés szerint közvetlen pénzügyi tranzakciókra – OMT – aztán már nem is volt szükség,

azok nem valósultak meg. A szándékolt hatást – a kamatok csökkentését a periférius országok állami hitelfelvételeinél – magával a bejelentéssel elérték. Ez a történet egyúttal megvilágítja a francia, inszolvenca helyett inkább illikviditást látni vélő válságkezelési megközelítés racionális magját is: van olyan helyzet, amikor a likviditásteremtés sokat javít, és az is igaz (lehet), hogy az ilyen akció nem (végső soron sem) sérti a kölcsönös kimentés tilalmát.

Azt persze egymással vitatkozó németek és franciák nélkül sem mindig könnyű megállapítani, hogy egy probléma illikviditás vagy inszolvenca természetű-e, és a kettő között nincs is kínai fal: az illikviditás megoldásának halogatása inszolvenciához vezethet. Elvben egy-egy probléma illikviditás vagy inszolvenca természete alapján kellett (volna) eldönteni azokat a kemény vitákat is, hogy kinek kell beavatkoznia: az EKB-nak vagy a kormányoknak. Ha egyszerű illikviditásról volt szó, akkor a megoldás az EKB feladata volt. Ha viszont a hitelnyújtás kockázattal járt, akkor az fiskális ügy lett, amely a kormányokra tartozott. Német szemszögből az EKB által vállalt bármilyen hitelkockázat veszélyezteteti annak függetlenségét és végső soron azt is, hogy az hatékonyan örökjön az árak stabilitása felett. A franciák nem tulajdonítanak ilyen nagy jelentőséget a fiskális és a monetáris támogatás effajta megkülönböztetésének.

Már a maastrichti szerződést előkészítő tárgyalásokon felmerültek kétségek az az kapcsolatban, hogy a kölcsönös kimentés tilalma elegendő piaci fegyelmező erőt jelent-e a jó konjunktúra időszakában. Ezért hozták létre a Stabilitási és Növekedési Egyezményt (SGP), amelynek ötlete nem véletlenül a német Pénzügyminisztériumban született; nem volt könnyű elfogadtatni. Franciaország eleve fél szívvel csatlakozott hozzá, és azzal a feltétellel, hogy a címébe bekerül a stabilitás mellé a növekedés is. A megszorító vagy ösztönző gazdaságpolitika körüli konfliktusokban fontos szerepe volt a fiskális multiplikátorról szóló vitának. A franciák természetesen azt a nézetet támogatták, hogy a multiplikátor nagy: az állami kiadások és bevételek egyenlegének javítása a tovagyrúzó hatásokat is figyelembe véve önmagánál jóval nagyobb mértékben csökkenti a GDP-t, tehát ez önsorsrontó válságkezelés. Német részről ezt vitatták, de még inkább a keresletivel szemben a kínálati oldalt: a strukturális reformok kínálatélénkítő hatását hangsúlyozták. A német felfogás szerint az ilyen reformokat azért is válságok idején kell bevezetni, mert politikai okokból majdnem lehetetlen ezt megtenni akkor, amikor jó a konjunktúra. A reformok sok érdeket sértenek; nehéz helyzetben lehet őket elfogadtatni.

Szélsőséges helyzetben azért a németek is belementek a „francia típusú” keynesiánus költségvetési politika alkalmazásába: 2008 őszén a Lehman-csőd után

ők is élénkítettek, csakúgy, mint mások Kínától az USA-ig. Azonban a depressziós veszély enyhülésével visszatértek a megszokott viták; ezek jellemezték a Stabilitási és Növekedési Egyezmény tökéletesítésére irányuló új rendelkezéseket is. Német értelmezés szerint a gazdasági egyensúlyi viszonyok közösségi monitorozása a költségvetési szigor erősítését szolgálja; a franciák és a déli országok viszont az eurózóna stabilitását szerintük súlyosan veszélyeztető német kereskedelmi és folyó fizetési mérlegtöbbletek felé akarták irányítani ezt a fegyvert. Uralkodó azonban a német megközelítés volt. 2012-ben *Hollande* került (a németekkel szembeni engedékenység miatt otthon bírált) *Sarkozy* helyére, és próbálkozott a francia nézetrendszer pozícióinak erősítésével, de éppoly kevésbé volt sikeres, mint a három évvel később Görögországban megalakult Sziriza-kormány, amely lazító-ösztönző gazdaságpolitikához szerette volna megnyerni az EU támogatását.

A bank- és pénzügyi szektorban a szerzők a maastrichti szerződés mostohagyermekét látják, enyhítő körülményként rámutatva arra, hogy a szerződés előkészítése idején ez a mainál sokkal kisebb méretű, kevésbé koncentrált és kockázatos volt. Brit és francia törekvés volt arra, hogy a bankokat az EKB felügyelete alá helyezték. Német szemszögből azonban ez összeférhetetlen lett volna az EKB végső hitelező státuszával: az általa felügyelt bankokat esetleg a kockázatokkal kevésbé törődve finanszírozta volna. A bankok maradtak nemzeti hatóságaik felügyeletében, amelyek tevékenységének koordinációja gyöngye volt. A válság előtti évekre az eurózóna bankjai közül jó néhány a világ legnagyobbjai közé fejlődött, kiterjedten fektetett be bonyolult értékpapírpiazi termékekbe, és jelentős mértékben a bankközi pénzpiacról finanszírozta magát; mindezzel igen kockázatosakká váltak nemcsak részvényeseikre, hanem kormányaira nézve is.

A válság kitörésével több nagy francia bank és német tartományi tulajdonú ún. Landesbank került csődhelyzet közelébe; a kormányoknak meg kellett menteniük őket. Másutt – elsősorban Spanyolországban és Írországban – a válság előtt a gyors gazdasági növekedés átcsapott túlfűtöttségbe, ami az infláció gyorsulását is jelentette; ehhez az inflációhoz képest az (eurózóna-szerte lényegében egységes) alacsony kamatok ösztönözték az ingatlanbefektetéseket, amelyeket az ottani bankok nagyrészt külföldi források kölcsönvételével hiteleztek. Ez azt jelenti, hogy a hitelnyújtás legalábbis jórészt alacsony termelékenységű beruházásokat táplált; Görögországban és Portugáliában pedig ennél is szerencsétlenebbül, fiskális deficiteken keresztül jórészt a fogyasztást. Tehát a periféria felé irányuló tőkemozgás csak részben szolgálta a periféria célul kitűzött felzárkózását. A válság kitörésével azonban még nagyobb lett a baj. A bankközi hitelezés – különösen a periférikus országok bankjai felé – hir-

telen megszűnt (sudden stop); a lejáró hitelek helyett sem lehetett újakat kapni. Az ingatlanárak a központi és a periférikus országokban is növekedésről csökkenésre váltottak; mindez az eurózóna egész bankrendszerét katasztrófával fenyegette. A tagállamok tőkeinjekciókkal segítették saját bankjaikat, és közülük néhány ezzel vált aggasztó mértékben eladósodottá. „Ördögi kör” alakult ki: az erősen eladósodó, új kötvényeiket növekvő kamatlábakkal kibocsátani kényszerülő államok régebbi kötvényei, amelyeket jelentős részben „saját” bankjaik tartottak, a kamatok emelkedése miatt leértékelődtek, ami a bankoknak veszteséget okozott, újabb megsegítésüket követelte az államadósság további növelésével.

Valamilyen közös megoldás keresése a tovaggyűrűzések miatt is elkerülhetetlen volt. A nehéz helyzetbe került bankok csökkentették kihelyezéseiket; az utóbbiak 2013–2015-ben évről évre csökkentek. Ez természetesen dezinflációs spirált eredményezett, amely itt-ott rövidebb időszakokra deflációig is elment. Mindez erősen sújtotta a reálgazdaságot is, ami aztán ismét visszahatott a pénzügyi szektorra.

Ennek a bankválságnak és következményeinek kezelésében (is) felszínre kerültek a francia és a német filozófia különbségei. Francia részről – a katasztrofális következmények elkerülése érdekében – azt sürgették, hogy az USA-hoz hasonlóan adópenzék agresszív felhasználásával támogassák a bankokat. Ezzel szemben Németország itt is inszolvenciát vélt látni, és a múltbeli felelőtlen költekezés megismétlésének ösztönzésétől félt. A német oldal fontos érve volt, hogy maga az „ördögi kör”, az államok és „saját” bankjaik kiterjedt adós–hitelező kapcsolata eleve a bankok közpénzből való kimentésén – mint kialakult és a jövőben is követendő normán – alapult, és ennek követése, ezzel újabb hasonló „ördögi körök” kialakulásának ösztönzése helyett ezt a folyamatot a csődök csődökként való elismerésével, a tartozások egy részének törlésével meg kell törni.

Az itt felmerülő problémákat a szerzők a ciprusi bankválság kezelésének bemutatásával szemléltetik. Az intenzív görög–ciprusi pénzügyi kapcsolatok miatt a ciprusi bankok megszenvették a görög államadósság csökkentését, és 2012 közepére ezek, az őket támogató ciprusi államkasszával együtt, súlyos helyzetbe kerültek. A kormány segítséget kért az EU-tól és az IMF-től. Az EB, az összeomlás felé haladó bankokat egyre rosszabb lelkiismerettel finanszírozó EKB és az itt is inkább csak illikviditást látó Franciaország támogatta a kérést, mert a fenyegető nyílt válságot rendszerszintűnek vélték. Az IMF és az azzal érvelő Németország, hogy „ha Ciprus rendszerszintű, akkor minden rendszerszintű”, ellenezte ezt, nem függetlenül attól a közismert tényről, hogy a ciprusi bankokban jelentős nagybetétesek voltak különböző szovjet utódállamok gazdagjai. Végül Görögország, Írország, Portugália

és Spanyolország után ötödik euróországgént Ciprus kapott egy 10 milliárd eurós EU–IMF hitelcsomagot, de ez önmagában nem volt elegendő. A kormány nem akart fizetéseképtelenséget deklarálni, inkább „megadóztatták” a bankbetéteket. Először az adó a kisebb betétekre is kiterjedt volna azért, hogy a 100 000 euró feletti betéteket se kelljen 10 százaléknál nagyobb sarccal sújtani. Ebből az országban zavargások lettek; végül a nagybetétesek elvesztették pénzüik nagyobb részét, és az egyik nagybankot (Laiki) még így is be kellett zárni. *Dijsselbloem* holland pénzügyminiszter – akkor az eurócsoport elnöke – tett egy nyilatkozatot, amelyet a sajtó úgy interpretált (nem félre), hogy a megoldás a hasonló helyzetek jövőbeni kezelésének modellje. A tőzsdéken a periférius országok bankrészvényei percekben belül zuhanni kezdtek, és a modell szót hamarosan vissza is vonták, de az eurózóna hivatalos képviselői megerősítették azt, hogy a magántartozások adósságrendezésbe való részleges bevonása (PSI) továbbra is a politika része marad.

A válságkezeléseti és általános nehézségein túlmenően is nagyon problematikus volt a bank- és pénzügyek maastrichti kezelése. A bankok nemzeti határokat átlépő működése párosulva a nemzetállami szabályozással nyilvánvaló ellentmondás. A hitelezők csupán részleges kielégítéséről hozott döntésekben a nemzeti szabályozót befolyásolhatta a hitelezők nemzeti hovatartozása. Emellett a nemzetállami szabályozó könnyű szívvel nyilváníthatta egy bank bármely szorult helyzetét csupán illikviditásnak. Ezzel a baj kezelését az EKB-ra testálta, amely – nem lévén felügyeleti pozícióban – nem is tudta vitatni ezt az értékelést. A bankügyek kezelésének nem kevésbé súlyos fogyatékoságait tükrözték a bankok eurózóna-szintű 2010. és 2011. évi stressztesztjei, amelyeket az Európai Bankügyi Hatóság (EBA) végzett, és amelyek – szigorú amerikai megfelelőikkal ellentétben – megalapozatlanul kedvező képet festettek, súlyosan rontva az EBA hitelességét. Megoldás a problémákra csak a bankunió irányában mutatkozik; ezt a felismerést lassan tettek is követték.

Az első lépés a nagyobb bankok EKB-felügyelet alá helyezése volt 2014 novemberében. Ezután 2016 januárjára alakult meg az Egységes Szanálási Mechanizmus (Single Resolution Mechanism – SRM) intézményrendszere; a szanálást részben az érintett tagország, részben az Európai Stabilitási Mechanizmus finanszírozza, de a bankok befizetéseiből fokozatosan létrejön egy külön bankszanálási célú alap is (az egységes betétbiztosítási alap létrehozásáról folytatott viták már nagyobb részben a könyv lezárása után folytatódtak).

A bankválságok ügyéhez kapcsolódva tárgyalja a könyv az eurózónából való kilépés, kiesés kérdését. Az összekapcsolás logikus, ugyanis az utóbbi fajta esemény leginkább elképzelhető forgatókönyve az, hogy egy euróország vezetése és

az eurózóna vezető intézményei között olyan természetű és súlyú gazdaságpolitikai ellentétek merülnek fel, amelyek folytán az EKB megtagadja a hitelnyújtást az ország bankjainak. Ebben a helyzetben nem lenne más lehetőség, mint egy új nemzeti valuta kibocsátása, azaz a kilépés az eurózónából.

Az eurózónát létrehozó dokumentumok nem ismernek kilépési lehetőséget. Ez gyakorlati lehetőségként mégis felmerült 2012 nyarán Grexit formájában, amikor a görög kormány, az EB, az EKB és az IMF közötti megállapodás szinte lehetetlennek tűnt. Ennek a története is német–francia vitában kezdődött. Franciaország és az EKB élesen elleneztek a kilépésnek még a gondolatát is. Hatalmas felfordulástól tartottak, bankrohamoktól Olaszországban és Spanyolországban, amelyeket a tömeghisztéria a következő kilépőknek vélhetett volna. A német kormány eleinte nyitottnak látszott a görög kilépéssel szemben, hiszen ez az eurózónát az oly fontos fiskális fegyelem közösségévé tette volna. A Bundesbank pedig ki is nyilvánította azt, hogy a Grexit jobb lenne, mint egy görög államcsőd. Az EB és az IMF pedig titokban dolgoztak egy a kilépési helyzet kezelésére szolgáló „Z terven”. Később azonban Merkel kancellárt erősen aggasztani kezdték a várható tovagyűrűző hatások, és a német kormány is elutasította a Grexitet. Ezzel nem ért véget a történet: 2015-ben a szélsőbaloldali Sziriza párt görögországi kormányra kerülésével és a megszorító politikával való szembenállásával a kilépés ismét a látótérbe került, és ismét éles szigorú német–francia viták középpontjába került. Végül azonban a görög kormány elfogadta a szigorú költségvetési fegyelemre és strukturális reformokra irányuló követeléseket, és megszületett a harmadik görög mentőcsomag, amivel a Grexit lekerült a napirendről.

A kulcsszerepet játszó Németországon és Franciaországon kívül további fontos szereplők szándékainak és viselkedésének bemutatása is jelentősen hozzájárulhat az euró és az euróválság történetének alaposabb megismeréséhez. A szerzők Olaszország, Nagy-Britannia, az USA, Kína és Oroszország, az IMF és az EKB szerepét tárgyalják.

A két nagy angolszász országban jóval határozottabb, agresszívabb módon kezelték a 2007-ben kirobbant válságot. Egyrészt azért, mert (az ismertető szavaival) az ő belső vitáikban, ha nem is hiányzott, gyöngé volt a „német oldal”. Inkább a francia típusúhoz hasonló, többé-kevésbé keynesiánus gondolkodás uralkodott, amely az európai politikában néha kifejezetten Milton Friedmant vélte látni, és nem tudta elfogadni. Másrészt abban a két országban gyors döntéshozatalra képes központi kormányok hoztak válságkezelési döntéseket; az eurózónában bonyolultabb volt a döntési mechanizmus. Emellett amerikai közgazdászok az egész európrojektet el-

hibázottnak tartották fiskális és persze (abból is következően) politikai unió nélkül. Sokszor emlékeztettek a központi hatalom nélküli (skandináv és latin) monetáris uniók kudarcára és az első amerikai pénzügyminiszter, *Alexander Hamilton* nagyságára, aki a tagállamok adósságának federalizálásával sokat tett az USA államiságának megteremtéséért. Ugyancsak fontos megemlíteni azt, hogy az USA-ban uralkodó szemlélet és gyakorlat szerint a csőd sokkal kevésbé számít halálos bűnnek, mint az, amit Európában megszoktunk. Így aztán a tengeren túl nem talált túlzott megértésre a fenntarthatatlan államadósságok leírásától való ódzkodás. (Ebben persze az amerikai megközelítés nem a franciához, hanem a némethez áll közelebb.) Néhány fontos döntésben az amerikai kormányzat befolyásolni tudta az előbbieken tárgyalt döntéseket. Ilyen volt például a Grexitnek mint súlyos, nehezen kezelhető válságnak a pragmatikus elutasítása.

Az IMF bevonása a válság kezelésébe annak beismerését jelentette, hogy Európában hiányzott a felkészültség vagy a hatalom és tekintély saját gondjaik kezeléséhez. Azonban az IMF szakértelme nem egészen abban állt, amire Európának szüksége volt. Egyrészt a korábbi évtizedekben az IMF főleg adósságkezelésre, adósságok fenntarthatóságára irányuló programokat menedzselte Latin-Amerikában, Ázsiában; itt most alapvetően másról volt szó. Másrészt, az IMF kialakította azt a gyakorlatot, hogy strukturális reformokból olyanok megvalósítását követeli meg támogatásának feltételeként, amelyek megvalósításának fontosságáról a támogatott kormányokkal és azokon belül is konszenzus volt (ezt a programok megsegített ország általi „tulajdonlásának” nevezik). Itt viszont az IMF-től legalább részben a hiányzó konszenzust helyettesítő szakértői tanácsokat vártak.

Az IMF belépéséhez további kisebb súlyú nehézségek is kapcsolódtak – például (az első, 2010-ben indult mentőcsomagnál) dilemma volt, hogy a csomag kedvezményezettje Görögország-e vagy az eurózóna –, de a dél-ázsiai és az orosz válságot követő közel egy évtized teendőhiánya után maga az intézmény nagyon is szorgalmazta a részvételt.

Az IMF részvétele aztán mind szakértelmével, mind hiteleivel fontos volt, de súlyos konfliktusokkal járt. A (politikai, mert lényegében a gazdag országok pénzügyminisztereit képviselő igazgatóságban megtestesülő) vezetéssel és a szakértői állománnyal is nagyon nehéz volt elfogadtatni azt, hogy az egymást követő görög mentőcsomagok kialakításánál megsértették az IMF egy fontos alapelvét. Nevezetesen olyan programokat fogadtak el, amelyek nem vezettek el fenntartható adósságállományhoz, tehát ahhoz, hogy a kormány a továbbiakban a piacokról tudja finanszírozni magát. (Ezt a kompromisszumot az IMF-en kívül is sokan rendkívül

szerencsétlennek, az intézmény hitelességére, jövőjére nézve súlyosan károsnak tartották.)¹

Az IMF azzal kényszerült bele ebbe a kompromisszumba, hogy az EB-t és az EKB-t (no meg az euróországok mögöttük lévő vezetőit) nem tudta meggyőzni a görög államadósság jelentős mértékű csökkentésének szükségességéről. A már említett erről szóló deauville-i, a magánszektor bevonására vonatkozó megállapodást a gyakorlatban csak nagyon óatosan voltak hajlandók alkalmazni. Franciaországnak, az EB-nek és az EKB-nak eleve nem tetszett az adósságcsökkentés. A csökkentést elvben támogató német kormány sem forszírozta azt túlzottan, mert az a német bankokkal szembeni jelentős tartozások csökkentését is jelentette volna. (A kormányt részben maguk a potenciális banki veszteségek aggasztották; a bankokat ideiglenesen ki is kellett volna segítenie. Részben azonban a német közvélemény reagálásától féltek, mert az nem szereti, ha adópénzei a déli euróországok „felelőtlen gazdálkodását” támogatják.) Az adósság alig csökkentésével összefüggött egy másik vita is. Nevezetesen az IMF ellenezte a görög költségvetési deficit csökkentésének túlzott sebességét és mértékét. A mentőcsomagért felelős „trojka” másik két tagja az uniós deficit szabályok szemszögéből, az IMF azonban makrogazdasági megfontolások szempontjából szemlélte ezt a kérdést. Az intézmény főközgazdásza és munkatársai akkortájt épp a fiskális mutatókorról szóló tanulmányon dolgoztak, megállapítva, hogy az megszorítások esetén a feltételezettnél általában nagyobb, azaz a deficitcsökkentés a vártnál nagyobb mértékben veti vissza a GDP növekedését (lásd: *Blanchard–Leigh*, 2013). (Noha a donorok egymás közötti vitáit nem verték nagy dobra, a magyar olvasó bizonyára tudja, hogy a 2008-ban indult magyar IMF–EU mentőcsomagnál is hasonló volt a „szereposztás”: az európai intézmények kemény költségvetési szigorot követeltek, az IMF pedig – amely a válság idején, fönnállása óta először, a gazdag országokat költségvetési deficitjük növelésére, a gazdasági visszaesés ezzel való fékezésére ösztökölte – nálunk is óvatosságra intett ebben.) Ráadásul az IMF arra is buzdított, hogy az EKB emelje fel négy százalékra az infláció előirányzatát, mert az ehhez igazított monetáris politika hasznos szolgálatot tehetett (volna) a gazdasági visszaesés fékezésében. Mindezekkel az IMF dühöt váltott ki a németekből (akik egyébként, mint láttuk, az IMF válságkezelésbe való bevonásának legfőbb támogatói voltak, mert attól a szigor erősítését várták). Egy későbbi IMF-értékelés a görög vonakodásnak – annak, hogy a kormány nem vált a mentőcsomag

¹ Lásd például: *Blustein* [2016].

„tulajdonosává” – tudta be a gyöngye eredményeket, magát a vonakodást pedig annak, hogy az adósságot nem csökkentették le észszerű, kezelhető mértékre.

Külön fejezetet szentelnek a szerzők az Európai Központi Bank válságkezelésben játszott szerepének is. Megemlítik, hogy az USA-ban a Fed korán játszott nagyon fontos szerepet a 2007-ben kirobbant válság kezelésében. A Fed intézkedéseinek nagy jelentősége részben ugyan azon múlt, hogy a kormányt és a Kongresszust megbénították a közelgő elnökválasztás előkészületei; részben azonban egyszerűen az az általános szabály működött ott, hogy a központi bank mindig gyorsabban tud egy új helyzetre reagálni, mint a kormány és különösen a parlament. Így aztán nem meglepő az EKB szerepének erősödése a válsággal, sőt az sem, hogy – mint a szerzők írják – a bank a válság idején újrateremtette önmagát.

Az EKB a Fed-től nagyon eltérő intézménynek született. A Fed mandátuma kettős: az ár- és az általános gazdasági stabilitás biztosítására is törekednie kell. Az EKB tulajdonképpen az „inflációhéja” német Bundesbank utódjaként született; mandátuma és tényleges tevékenysége a válság előtti jó években nem terjedt túl az árstabilitás biztosításán. Ez a válsággal alaposan megváltozott.

Amikor a hitelminősítők elkezdték leminősíteni a periférikus euróországok állampapírjait, a bank elfogadta az alacsonyabb minőségű állampapírokat hitelbiztosítékként. Amikor ezekből az országokból menekülni kezdett a pénz, a bankjaikat az EKB gyorsan növekvő összegekkel hitelezte. Igaz, ez technikailag nem volt intézkedés, csupán hétköznapi működés. Azonban az EKB nem tett vagy javasolt semmit az ilyen hitelek gyors növekedéséből fakadó, a TARGET2 fizetési rendszerben mutatózó tekintélyes mértékű negatív országegyenlegek mérséklésére, noha a folyamat, főleg Németországban, figyelmet és aggodalmat keltett.

Az EKB nemcsak egyik tagja volt a mentőcsomagokat kezelő trojkának, hanem egy-egy ország bankjainak való hitelnyújtását esetenként függővé tette attól, hogy annak kormánya végrehajtja-e az előirányzott reformokat; ezzel kvázi fiskális, tulajdonképpen politikai szerepet vállalt. Ugyancsak politikai szerepbe került az EKB akkor, amikor vitatta az ír kormány azon döntését, hogy két évre garantálja az ír nagybankok összes tartozását. 2013 márciusában pedig egyhetes ultimátumot adott a ciprusi kormánynak: ha az addig nem állapodik meg a trojkával egy mentőcsomagról, akkor a ciprusi bankoknak való hitelnyújtást megtagadja (technikailag: a ciprusi központi bank ilyen tevékenységét megtiltja), amivel Ciprust kiejtette volna az eurózónából. Az EKB ilyen lépéseit a Bundesbank vezetői élesen bírálták. (Nyilvánvalóan nem azért, mintha ellenezték volna magukat a kérdéses intézkedéseket, illetve megállapodást. Az nem tetszett nekik, hogy úgy ítélték: az EKB a feladat-

körétől idegen területre tévedt.)² Amikor 2011 novemberében az EKB élén *Draghi* váltotta *Trichet-t*, a bank politikája a korábbinál aktívabban, bátrabban élénkítő jellegű lett: az év vége előtt két kamatcsökkentést hajtottak végre, és nagy likviditásteremtő akciót jelentettek be; az utóbbival a következő hónapokban 1000 milliárd eurót pumpáltak be a pénzpiacra. Az akció egyik célja az volt, hogy élénkítse az állampapírok gyöngélkedő piacát. Később azonban ebben a (megvalósult) célban inkább árnyoldalt láttak, mert a bankok elsősorban saját államuk papírjait vásárolták, amivel erősödött az a bankok–államkincstár pénzügyi összefonódás, amely az említett „ördögi kör” alapja volt. Így 2014-ben, amikor az eurózána átlagos inflációja kezdett messze elmaradni a „két százalék alatti, de ahhoz közeli” céltól, az EKB ismét lépéskényszerbe került, új hitelnyújtási programot indítottak, de most olyat, amely a reálgazdaságot finanszírozó bankoknak kedvezett. Emellett magán-értékpapírokat (ún. eszközalapú papírokat) kezdtek vásárolni, és negatív kamatlábakat is alkalmaztak. 2015-ben, a folytatódó deflációs nyomás körülményei között, az EKB mennyiségi könnyítésbe (QE) is kezdett. Az utóbbit erős német ellenzés fogadta: vitatták azt, hogy a piacokon deflációs várakozások uralkodtak és azt is, hogy a QE megfelelően befolyásolja ezeket.

Az EKB-válság kezelésében játszott kiemelkedő fontosságú szerepét az intézmény mindkét adott időszakbeli elnöke: *Trichet* éppúgy, mint *Draghi* túlzottnak tartotta; úgy gondolták, hogy sürgős szükség van ellensúlyra megerősödött EU-intézmények formájában.

A záró fejezetben a szerzők következtetéseket fogalmaznak meg.

A német–francia szemléleti különbségek kapcsán – amelyek konfliktusait persze tovább bonyolítja más országok és intézmények szerepe – megjegyzi azt, hogy effajta különböző nézetrendszerek másutt is léteznek: például az USA-ban egyfelől a keleti és nyugati parti (sósvízi), inkább keynesiánus, másfelől az édesvízi (Chicago, Minnesota), inkább neoklasszikus közgazdaságtani iskolák között. De persze egyszerre mindkettő ott nincs kormányon. A szerzők azt tartják különösen szerencsésnek, hogy a két nézetrendszer között nincs igazi dialógus (amelybe persze a többi országot is be kellene vonni). A megállapodások gyakran homályos eredményekkel születnek meg, és a problémák megoldatlanok maradnak. Könyvük célja a mélyebb kölcsönös megértés előmozdítása.

2008-tól Európában – ugyanúgy, mint másutt – a nemzetállami szintű politika két okból is fontosabbá vált. Egyrészt a válságra való emocionális reagálásként,

² Lásd erről: *Sandbu* [2015].

másrészt pénzügyi vagy fiskális reagálásként, amely a kihívásokra adott válaszokat alakítja. A globalizáció körülményei között a nemzetállami szintű politika erősödése gyakran bezárkózást jelent a kereskedelem terén és más vonatkozásokban is. A nemzetállami szintű politika erősödésével összefügg a német és francia nézetek dominanciája és az is, hogy Németország Franciaországnál is jóval nagyobb befolyással rendelkezik. A szerzők rámutatnak arra, hogy ez a helyzet nem szerencsés, hiszen a nacionalista jobboldal mindenütt másutt nemzeti önzést fog látni Németország minden lépésében.

Európa különféle válságok, problémák egész sorával kényszerül szembenézni (ezek között Ukrajnát, a menekültválságot és a brexitet is említik a szerzők). És nincs elég új ötlet, energia mindegyik kezeléséhez. Csakhogy az Európai Unió arra a gondolatra épült, hogy szükség van válságokra mint a további együttműködés és integráció előmozdítóira. *Jean Monnet*, az európai integráció e világi szentje többször visszatért arra a gondolatra, hogy Európa az új kihívásokra adott válaszokkal fog felépülni. Ez a felfogás azonban megköveteli azt, hogy mindegyik probléma, válság eléggé kicsi legyen ahhoz, hogy kezelhető legyen. A mechanizmusban gondot okoz az is, hogy minden egyes ország úgy számolhat, hogy nyer az egyik válság megoldásán, de veszít a másikén. Például Németország veszíthet a déli országok adósságainak csökkentésén, de nyerhet a menekültválság egységes európai szintű kezelésén. Ez a gond azonban, mutatnak rá, előnnyé is tehető; ha a különféle válságokat, nehézségeket egy csokorba szedjük, és együtt oldjuk meg őket, az mindenki számára előnyöket hozhat. Így érvényre juthat a Monnet-elv: a válságokra való elkerülhetetlen reagálás ismét válhat Európa tovább építésévé.

A következtetések és a fejezetek egy részének végén található gazdaságpolitikai tanácsok – amelyeket nem ismertettem – nem tartoznak a könyv erősségei közé: részben kevéssé eredetiek, részben nem igazán szerencsések. Az előbbire található példa a költségvetési szigorról és ösztönzőkről szóló fejezet végén. Itt megállapítják, hogy válságban a kormányzati politika erős hitelessége esetén fiskális megszorításra nincs szükség; ezzel szemben az erősen eladósodott országok ilyenkor dilemmával kerülnek szembe. Gazdaságuk helyzetét tovább rontja az, ha megszorítanak; ha viszont ezt nem teszik, azzal aláássák a későbbre ígért szigorúbb politika ígéretének hitelességét. Ezt a dilemmát feloldotta a 2011. évi Európlusz Egyezmény (Sixpack) és a 2012. évi Fiskális Stabilitási Egyezmény, amelyek kötelező szabállyá és így hitelessé tették a válságkezelő laza költségvetési politikát követő szigorítást. A nem igazán szerencsés javaslatok közé tartozik az, amely szerint a bankok, általánosabban a pénzügyi szektor szempontjából Európát olyanná kellene tenni, mintha egy ország

lenne, a szabályozáson, felügyeleten túl az adóztatást is központosítva. Abban persze igazuk van, hogy a bankok „saját” kormányaiktól való távolságának illetően módon való növelése is jelentősen csökkenthetne olyan súlyos problémákat, amelyeket könyvükben elemeznek. Csakhogy a javaslat nem számol a politikai realitásokkal (a magyar olvasó bizonyosan meg tud nevezni egy olyan kormányt, amely ilyesmiről hallani sem akarna, de van még azon kívül is néhány). És azt is figyelembe kell venni, hogy a nyereséget a tagállamok már a központi adóztatás előtt kivethetnék a bankokból különadóval – ilyen adó számos euróországban is van, köztük Szlovákiában a magyart megközelítő nagyságrendben –, de ha ezt is központosítják, akkor az elvben nem a bankokat sújtó tranzakciós adóval stb.-vel még mindig lehet ügyeskedni. Tehát az adóztatás uniós szintre emelése nehéz vállalkozás lenne, és csak a bankokra valószínűleg nem is lehetne bevezetni.

A könyv további gyöngéje a benne található sok ismételtes.

Erőssége viszont az euróválságnak és a válság kezelésének ideológia- és érdekalapú vitákból született döntések sorozataként való bemutatása, egyes intézmények – főleg az EKB – fejlődésének, a nehéz helyzetbe hozott IMF belső vívódásának alapos, körültekintő leírása. A könyv megmutatja, hogy nemcsak a válságnak, hanem a válságkezelésnek is volt sodrása. Megmutatja nemcsak azt, hogy a bajokra majdnem mindig késve és sohasem a legjobb megoldást találták meg, hanem azt is, hogy végül is mindig megtalálták a megoldást.

Soós Károly Attila

Hivatkozások

- Blanchard, O. – Leigh, D.* [2013]: Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers. IMF working Paper, WP, 13/1, International Monetary Fund, Washington, D. C.
- Blustein, P.* [2016]: Laid Low. Inside the Crisis that Overwhelmed Europe and the IMF. Center for International Governance Innovation, Waterloo, Canada.
- Sandbu, M.* [2015]: Europe's Orphan. The Future of the Euro and the Politics of Debt. Princeton University Press, Princeton.

Soós Károly Attila, az MTA KRTK Közgazdaságtudományi Intézetének tudományos főmunkatársa. E-mail: soos.karolyattila@krtk.mta.hu