

GYÖRFFY DÓRA

Válság és válságkezelés Görögországban

A puha költségvetési korlát szerepe a gazdasági összeomlásban

A globális pénzügyi válság talán legsúlyosabb esete Görögország. A kelet-európai országok transzformációs válságát idéző visszaesés mértéke önmagában is magyarázatra szorul, ám az eset elemzése két ok miatt is túlmutathat a görög válságon. Egyrészt a hatalmas megszorításokat követő visszaesés prominens példaként szerepel a növekedés vagy megszorítás vitában. Másrészt a válság a Gazdasági és Monetáris Unió egészét sodorta veszélybe, ezért a tanulságok feltárása a jövőbeli működőképesség egyik alapja. A tanulmány fő kérdése, hogy miért volt ennyire mély a görög válság, és milyen következtetések vonhatók le a Gazdasági és Monetáris Unió számára. A probléma elemzéséhez a szerző a Kornai János által kidolgozott puha költségvetési korlát elméletét használja. A görög válság eredetének és a válságkezelés bemutatásának leírását követően a puha költségvetési korlát jelenségét először nemzeti, majd nemzetközi szinten vizsgálja, rámutatva a két szint kapcsolódási pontjaira. A szereplők motivációinak elemzése alapján a fő állítás, hogy a válságkezelés kudarca és a hatalmas visszaesés jelentős mértékben visszavezethető a költségvetési korlát megkeményítéséért folytatott küzdelem generálta bizonytalanságra, ami súlyosbította a görög gazdaságban egyébként is jelentős szerkezeti problémákat.*
Journal of Economic Literature (JEL) kód: E65, F33, G01, H11, P16.

A görög visszaesés rejtélye

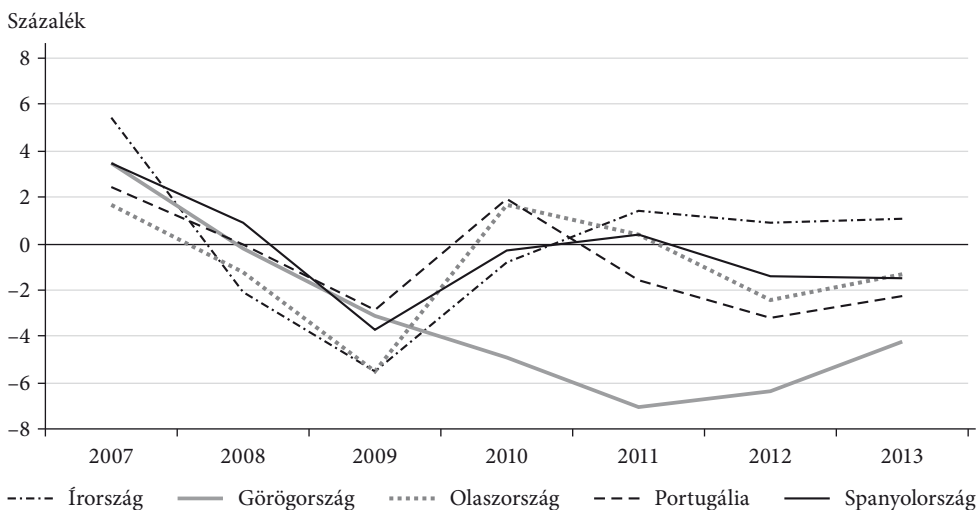
A 2013-as év Görögország hatodik éve a recesszióban. A GDP csökkenése már elérte a 20 százalékot, amire a kelet-európai transzformációs recesszió során volt példa. Ez a visszaesés több szempontból is meglepő. A recesszió mértéke messze meghaladja a többi GIIPS országot,¹ amelyek szintén bajba kerültek az elmúlt években (*1. ábra*). Ez a visszaesés ráadásul teljesen váratlanul következett be: a nemzetközi szervezetek éveken át alulbecsülték a visszaesést, és a tények rendszeresen alulmúlták a várakozásokat (*Darvas [2012] 2. o.*).

* A tanulmány korábbi változatához fűzött értékes észrevételekért és javaslatokért hálás vagyok Csaba Lászlónak, Kornai Jánosnak és két anonim lektornak. Köszönettel tartozom az MTA Bolyai-ösztöndíjának támogatásáért is.

¹ Az euróövezet válságtérsége: Görögország, Írország, Olaszország, Portugália és Spanyolország (GIIPS). A szójátékot kihasználva, a rövidítésben gyakran gúnyosan felcserélik az ábécésorrendet: PIIGS.

1. ábra

A GDP alakulásának üteme a GIIPS-országokban, 2007–2013 (2005. évi áron)



Forrás: EB [2013a] 48. o.

A visszaesés mélységének okairól három, egymásnak látszólag ellentmondó vélemény létezik. A legelterjedtebb nézet szerint a recesszió a hitelezők nyomására véghezvitt hatalmas megszorítások következménye. *Krugman* [2012] szerint a megszorítások erőltetése pusztán pénzügyi szempontból is hibás stratégia, mivel a visszaeső kibocsátás miatt az adósság aránya növekszik. Ez a nézet szigorú kritikát fogalmaz meg elsősorban Németországgal szemben, hogy nem hajlandó vállalni az euróövezet fenntartásával járó költségeket. Ezzel éles ellentétben áll az a vélemény, hogy a görög politikusok szabotálták a válságkezelést, és a problémák gyökerét sokkal inkább a szerkezeti reformok halogatása jelenti, mint a feltételeknek való túlzott megfelelésre törekvés. Ezt a nézetet fejt ki részletesen *Visvizi* [2012]. Végül, az IMF hivatalos véleménye szerint az elhúzódó visszaesés oka, hogy a válságkezelő lépésekre a magánszektor jóval lassabban és másképpen reagált, mint ahogy azt a mentőcsomagok összeállítása során várták (*IMF* [2013] 22–23. o.).

A három nézet mindegyike tényeken alapul – e tanulmány egyik fontos célja, hogy megmutatassa, miként lehetnek ezek a látszólag ellentmondó állítások egyszerre igazak. A megközelítések között levő kapcsolat feltárásához a puha költségvetési korlát elmélete szolgál, várakozásaikon keresztül megértette a szereplők viselkedését.

A puha költségvetési korlát fogalmát Kornai János 1979-ben használta először a szocialista rendszerben jellemző hiány jelenségének magyarázatára. Cikkében azt mutatta be, hogy a veszteségek szinte automatikus állami finanszírozása korlátlan nyersanyagigényt támaszt, ami nemzetgazdasági szinten hiányjelenségekhez vezet. A puha költségvetési korlát tehát azt jelenti, hogy a vállalatoknak nem kell kiadásaikat az eladásaikhoz igazítani, és bevételeiknél több pénzt költhetnek (*Kornai* [1979] 806. o.). Későbbi munkáiban Kornai a várakozásokkal való kapcsolatot hangsúlyozta, hogy a puha költségvetési korlát egy *ex ante* változó, és a vállalat jövőbeli

– amikor a kérdéses kiadás esedékes – anyagi helyzetével kapcsolatos várakozásokat jeleníti meg (*Kornai* [1986] 4. o.). Bemutatta azt is, hogy a költségvetési korlát puhításának számos eszköze van, beleértve a puha állami támogatásokat, a puha adóztatást, a hitelszerződések kikényszerítésének hiányát, illetve az adminisztratív árak feletti alkukat. A puha költségvetési korlát legfontosabb következménye az árak csökkenő szerepe a vállalat viselkedésében – a keresleti görbe elaszticitása jelentősen csökken minden ártípusra, beleértve a kamatokat és az árfolyamot. Az árak csökkenő szerepe egyben azt is jelenti, hogy a keresleti korlát és az elosztási hatékonyság gyengül, akár csak az innovációra és a fejlesztésre való ösztönzés (uo. 9–11. o.).

A puha költségvetési korlát fogalma további kutatásokat inspirált, és hamarosan formalizálták a jelenséget. E kutatások összefoglalását adja *Kornai–Maskin–Roland* [2004]. A szerzők egy dinamikus elköteleződési problémaként írják le jelenséget, ahol a támogató intézmény – leggyakrabban az állam – „képtelen elkötelezni magát arra, hogy az eredeti összegzen felül ne adjon további hitelt a költségvetési korlátos szervezetnek” (778. o.). Ez az alapvető probléma látható a különféle kimentések mögött, legyen szó bankokról, önkormányzatokról, nonprofit intézményekről vagy országokról. A rendszeres kimentéseket több minden motiválhatja: paternalizmus, a korábbi beruházások elvesztése miatti félelem, tovagyűrűző hatások vagy pedig a korrupció (uo. 611–613. o.).

Két szempont is indokolja, hogy Görögországra alkalmazzuk a puha költségvetési korlát elméletét. Egyrészt a válság egy olyan állam válsága, amelynek működése nagyban emlékeztet a szocializmusra. Másrészt az egymást követő mentőcsomagok a válságkezelés során önmagukban is olyan jelenségek kiváltói lehetnek, amelyeket ez az elmélet leír.²

A tanulmány először általános áttekintést nyújt a görög állam működéséről, a válság kitöréséről és a válságkezelés legfontosabb lépéseiről. Majd bemutatja, hogyan játszott szerepet a puha költségvetési korlát szindrómája a válság kitörésében és kezelésének kudarcában. A szereplők motivációinak elemzése során rávilágít arra, hogy a költségvetési korlát megkeményítésért folytatott küzdelem keltette bizonytalanság jelentősen súlyosbította a görög gazdaság szerkezeti problémáiból fakadó gondokat, és hozzájárult a gazdasági összeomláshoz. Végül az euróövezet jövője szempontjából vizsgálja meg a görög eset tanulságait.

A görög állam a válság előtt

Görögország 1974-ben szabadult fel egy hétéves jobboldali katonai diktatúra alól. Az azt követő időszakot két politikai párt uralta: a Konsztantin Karamanlisz által alapított konzervatív Új Demokrácia (ND) és az Andreasz Papandreu által alapított baloldali Pánhellén Szocialista Mozgalom (Paszok). Az Új Demokrácia 1974–1981, 1990–1993 és 2004–2009 között, míg a Paszok 1981–1990, 1993–2004 és 2009–2012 között volt hatalmon.

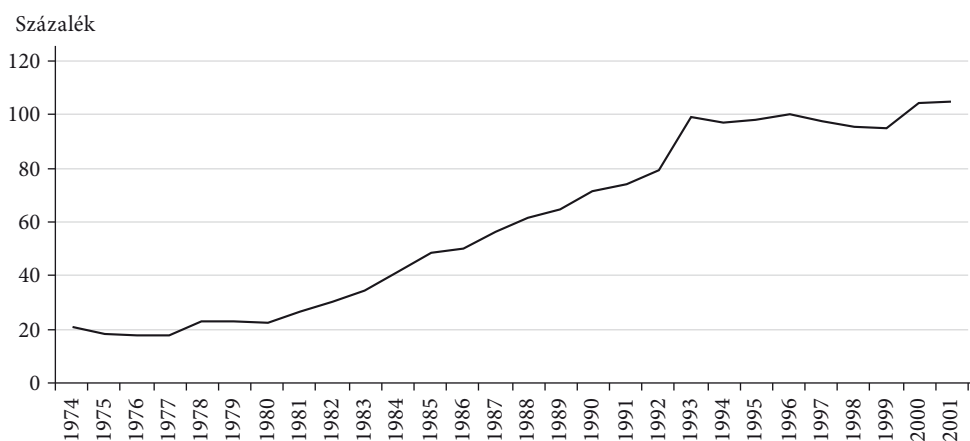
² A puha költségvetési korlát fogalmának az euróövezet kormányzására való alkalmazhatóságát mutatja be *Mihályi* [2011] is.

A diktatúrából történő átmenetet a köztársaság kiépítése követte, melynek során a királyság intézményét népszavazás révén megszüntették, és az új alkotmányban garantálták az alapvető emberi és politikai jogokat. A Karamanlisz-kormány annak ellenére sikerrel harcolta ki az Európai Közösségekhez való csatlakozást (1981. január 1.), hogy az Európai Bizottság Görögországot nem tartotta alkalmasnak a belépésre (*Chrysoloras* [2013] 10–11. o.).

A csatlakozás után néhány hónappal azonban az ellenzék aratott nagyarányú győzelmet Andreasz Papandreu vezetésével. Papandreu ellenezte az EK-csatlakozást, és győzelmében jelentős szerepet játszott az idegenellenes retorika. Bár kormányra kerülésekor nem kezdeményezte a kilépést, számára az EK, a NATO és az Egyesült Államok Görögország megnyomortását és a gazdasági függőséget jelenítették meg. Helyettük az állam által vezérelt önfenntartó fejlődést tűzte ki célul, melynek része volt az importhelyettesítő iparpolitika és az el nem kötelezett országokkal kialakított kétoldalú gazdasági kapcsolatok (*Pappas* [2010] 1247. o.). Az emberek „jólétét” az állam révén biztosító ideológia jegyében Papandreu az állami szféra radikális kiterjesztésébe kezdett. Hatalomra jutása után első lépése volt, hogy az állami béreket 88 százalékkal, a nyugdíjakat 76 százalékkal növelte. A csőd által fenyegetett vállalatok körében jelentős államosításokat hajtott végre, és számos új állami szervezetet is létrehozott, ahol követői számára jól fizető állást biztosított (*Chrysoloras* [2013] 12. o.). Míg 1981-ben a közszféra 350 ezer főt foglalkoztatott, 1992-ben már 616 ezret (*Ioakimidis* [2001] 77. o.). Ebben a rendszerben a párthoz való csatlakozás fő motívációja egy biztonságos, jól fizető állami állás elérése volt (uo. 13. o.). Mivel az állam terjeszkedése az adóbevételek növelése nélkül ment végbe, a teljes időszakra jellemző volt a magas költségvetési hiány és a drámai mértékben növekvő adósság (2. ábra).

2. ábra

Görögország adósságának alakulása, 1974–2001 (a GDP százalékában)



Forrás: EB [2013a] 184. o.

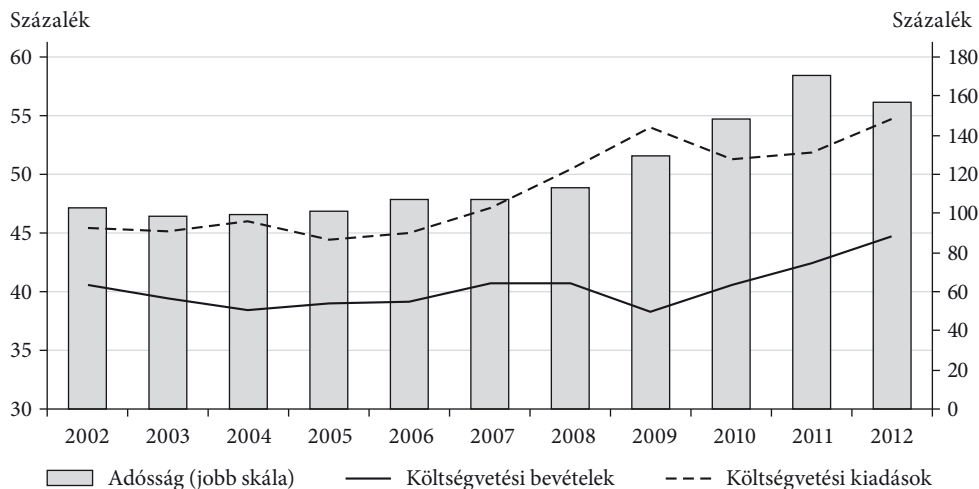
Az 1990-es években egy rövid időre az adósság növekedése megállt. 1990-ben a Papandreu-kormányzat botránnyai és a lassú gazdasági növekedés miatt a konzervatívok

kerültek hatalomra. A Micotakis-kormány megkísérelte a reformokat: 28 állami vállalatot privatizáltak, és igyekeztek csökkenteni a költségvetési hiányt (*Karagiannis-Kondeas* [2012] 56. o.). A lépések azonban népszerűtlenek voltak – a Paszok-párti állami szakszervezetek folyamatosan tiltakoztak, és a megszorítások miatti gazdasági lassulás is elégedetlenséget keltett (*Chrysoloras* [2013] 13. o.). Az 1993-ban visszatérő Paszok-kormány – először Papandreu majd Kosztasz Szimitisz vezetésével – mind a költségvetési konszolidációt, mind pedig a privatizációt mégis továbbvitte elsősorban az euróövezethez való csatlakozás érdekében (uo. 14. o.). Az évtized végére a korábban jellemző 10 százalékos feletti hiányt sikerült 3 százalékos közelébe leszorítani (*EB* [2013a] 180. o.). Bár mint utólag kiderült, az országnak a 3 százalékos küszöböt soha nem sikerült elérnie, illetve az adósság is jóval meghaladta a 60 százalékos követelmény szintjét, 2001-ben mégis felvették Görögországot az euróövezetbe.

Az euró bevezetése utáni időszak meghatározó jellemzője – immár a Karamanlisz vezette Új Demokrácia-kormányzat alatt – a magas költségvetési hiány állandósulása (3. ábra), ami hosszú ideig nem okozott adósságnövekedést, mivel a kamatok jelentős csökkenésével³ a korábbi magas kamatozású adósságokat lecserelték, ami jelentős megtakarítást hozott a költségvetésnek (*Jones* [2013] 4. o.).⁴ Ez azonban egyben azt is jelentette, hogy reformok nélkül is jelentős lett a költségvetési megtakarítás, ami lehetővé tette a kormányzat számára a bérek és a jóléti transzferek növelését (4. ábra). Mindez egyfajta kompenzációként is értelmezhető az 1990-es évek korábbiakhoz képest szigorú költségvetési politikája után.

3. ábra

Költségvetési bevételek, kiadások és adósság Görögországban, 2002–2012



Forrás: *EB* [2013a] 172., 178. és 184. o.

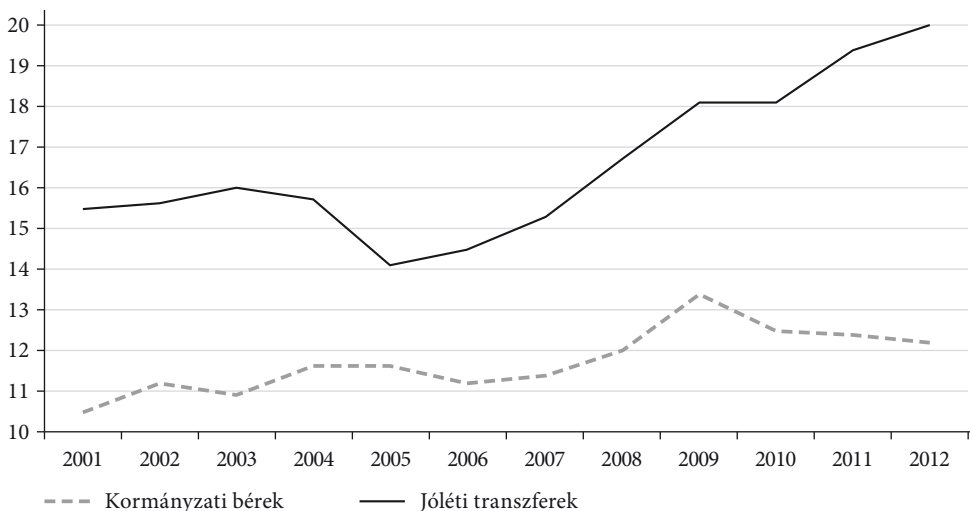
³ A hosszú távú kamatok az 1992-es 24,1 százalékról 3,6 százalékra estek 2005-re (*EB* [2013a] 126. o.).

⁴ Az adósság után fizetendő kamatok 1994-ben voltak a legmagasabb szinten, a GDP 12,5 százalékán, majd 2006-ra süllyedtek a legalacsonyabb szintre, 4,4 százalékra, közel stabil adósságszint mellett (*EB* [2013] 160. o.).

4. ábra

A kormányzati bérek és a pénzbeli jóléti transferek alakulása, 2001–2012

A GDP százalékában



Forrás: EB [2013a] 152. és 156. o.

A reformok elkerülése ráadásul nem egyszerűen azt jelentette, hogy nem sikerült csökkenteni a magas adósságot. Ennél sokkal fontosabbnak tekinthető, hogy elmaradt a rendkívül alacsony színvonalú és drága közszolgáltatások reformja. Az 1990-es évek privatizációjának ellenére az állam szerepe a foglalkoztatásban tovább nőtt, és 2009-re elérte az 1,2 millió főt a nagyjából ötmilliós munkavállalói állományból (Visvizi [2012] 18. o.).

Az állam növekedésével együtt járt az állami szabályozások sokasága – a termék- és munkaerő-szabályozás Görögországban a legkiterjedtebb az Európai Unión belül (Ioakimidis [2001] 77. o.). Ezt erősíti meg az EB [2006] felmérése is, amely szerint az EU-ban Görögország adminisztrációs költségei a legmagasabbak. A szabályozások sokasága tág teret nyújt a korrupciónak, ami a feketegazdaság kiterjedéséhez vezet. Görögországban becslések szerint ez a hivatalos gazdaság 30 százaléka (OECD [2010] 10. o.).

A korrupció erőteljesen jelen van az adók behajtásában is: az OECD felmérése szerint a forgalmi adó beszedésének hatékonysága Görögországban a legalacsonyabb az euróövezeten belül (OECD [2010] 9. o.). Artavanis–Morse–Tsoutsoura [2012] kutatásai azt mutatják, hogy az adókerülők fő csoportjai éppen azok a foglalkozások, amelyeknek hatásuk van a döntéshozókra – orvosok, könyvelők, pénzügyi ügynökök, magántanárok, ügyvédek.

Az intézményi környezet gyengeségeit jól mutatják az ország versenyképességi mutatói. A Világbank Doing Business című éves kiadványai szerint több mint 180 ország rangsorolása alapján Görögország a válság előtti években (2006–2008) a 106. és a 111. hely között állt, a legkevésbé versenyképes az Európai Unióban.⁵ Ez a

⁵ A rangsorok elérhetők a kiadvány weboldalán: <http://www.doingbusiness.org>.

helyzet a kormányzás minőségének erőteljes romlását mutatja az euró bevezetését követően, és helyezi el Görögországot a Nyugat-Balkán (Horvátország, Bulgária és Románia) szintjén (*Benczes–Rezessy* [2013] 140. o.). Egy ilyen környezet kevéssé vonzó a külföldi működőtőkének is, amely a fejlett technológiát viheti be az országba. Az *UNCTAD* [2012] jelentése szerint bár Görögországnak 1,9 százalékos részesedése van az EU GDP-jéből, működőtőke-részesedése mindössze 0,5 százalék. A teljes működőtőke-állomány még 2010-ben is csupán a GDP 11,6 százalékát érte el – összehasonlításként Magyarországon ez az érték 71 százalék, Írországbán 121 százalék (*UNCTAD* [2011a], [2011b]). A külföldi működőtőkét leginkább akadályozó tényezők közé tartozik a bürokrácia, az adórendszer, a korrupció és a jogrendszer kiszámíthatatlansága (*Karagiannis–Kondeas* [2012] 57. o.).

A versenyképesség hiánya mutatkozott meg a válság előtt a gazdasági szerkezet alakulásában is. A növekedéssel látszólag nem volt baj, hiszen 2000 és 2007 között átlagosan 4,2 százalékkal nőtt a kibocsátás (*EB* [2013a] 48. o.) Ennek oka kezdetben a 2004-es olimpiát megelőző hatalmas befektetések, majd a rendkívül alacsony kamatszint, amely a fogyasztást serkentette (*Chrysoloras* [2013] 17. o.). Ebben az időszakban a fizetési mérleg hiánya volt az egyetlen komoly figyelmeztető jel – a 2000-es években végig 10 százalék feletti volt, és 2008-ra elérte a 18 százalékot (*EB* [2013a] 116. o.), azaz az ország jóval többet vásárolt külföldről, mint amennyit képes volt exportálni. Mindez azt jelentette, hogy olyan gazdasági szerkezet alakult ki, amelyben a vállalkozás és beruházások helyett a magas bérekre épülő fogyasztás fűti a növekedést – a görög magánfogyasztás GDP-beli 70 százalék körüli a részesedése jóval magasabb az euróövezet 57 százalék körüli átlagánál (uo. 54. o.).

Összességében a válság előtti Görögország jellemzője, hogy az állam legitimitását nem a hatékony kormányzásra, hanem a munkahelyek biztosítására, populista osztogatásra és a fogyasztás növelésére alapozta. Ez nagyon kedvezőtlen üzleti környezetet teremtett a magánszektor számára, amit valamennyire ellensúlyozott az adók beszedésének lazasága. A rendszer egyáltalán nem volt népszerűtlen, hiszen egészen a válságig a görögök jelentős többsége elégedett volt a demokrácia működésével (lásd később a 9. ábrát), ami a rendszerszintű bizalom egyik fontos mutatója. A bizalmat csupán a 2008-ban kitörő globális pénzügyi válság ásta alá.

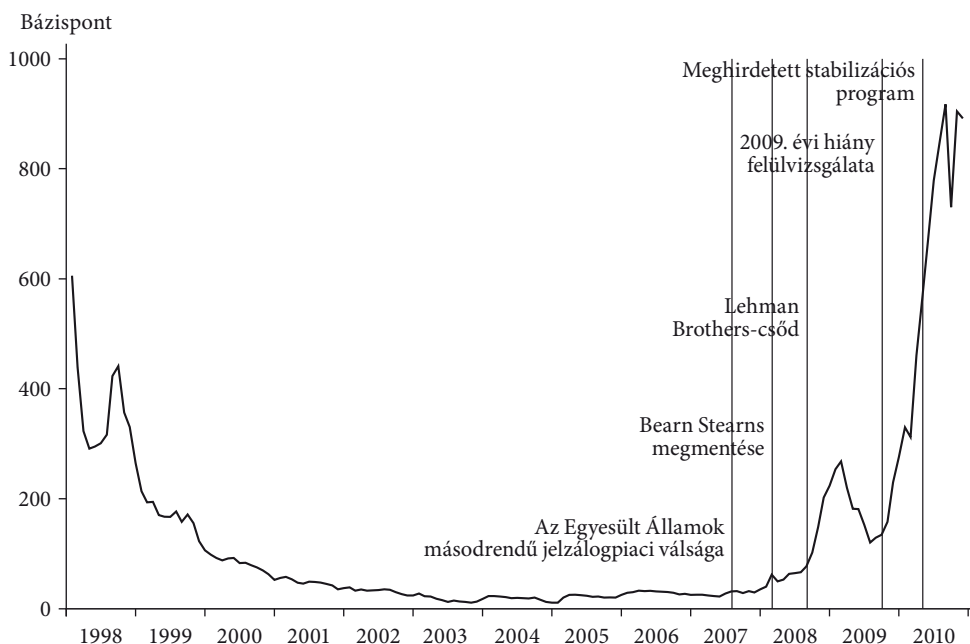
A válság kitörése

Görögországot a Lehman Brothers 2008. őszi összeomlását követő pénzügyi válság első szakasza kevéssé érintette, hiszen a görög bankok másodrendű hitelekkel szembeni kitéettsége minimális volt (*Visvizi* [2012] 16–17. o.). Emellett a teljes görög adósság (állami és magán) is alacsonyabb volt (a GDP 230 százaléka), mint akár a brit (466 százalék), a francia (323 százalék) vagy a német (285 százalék) adósság (*Chrysoloras* [2013] (3. o.). Mindennek következtében a válság első szakaszában Görögország közvetlenül nem volt érintett, bár a globális visszaesés miatt jelentősen zsugorodott két legfontosabb szektora: a hajózás és a turizmus.

A válság kitörését a 2009 végén jelentősen emelkedni kezdő görög kamatszint jelezte (5. ábra). Ennek legfontosabb oka számos elemző szerint a költségvetési hiánycél 2009. októberi emelése (Gibson–Hall–Tavlas [2011] 9–10. o., Visvizi [2012] 21. o., Chrysoloras [2013] 16. o.). A globális válság ellenére a Paszok populista kampányt folytatott, majd győzelme után az előző kormány 6 százalékos hiány-előrejelzését 12,7 százalékra módosította annak érdekében, hogy kampányígéreteit megvalósíthassa. Ezt a lépést követte decemberben annak elismerése, hogy az államadósság elérte a 300 milliárd eurót, azaz a GDP 113 százalékát. A két bejelentésre a hitelminősítő intézetek is gyorsan reagáltak, és az országot bővli kategóriába sorolták.⁶

5. ábra

Görög–német kamatkülönbség (tízéves államkötvények, bázispont)



Forrás: Gibson–Hall–Tavlas [2011] 29. o.

Bár az adatok jórészt alátámasztják ezt az értékelést, Jones [2012] (13. o.) mellett érvel, hogy a befektetők tudtak Görögország alapvető problémáiról, és a számok módosításával nem érte őket különösebb meglepetés. Ezt igazolja az is, hogy 2009 elején egy módosítás hatására a kamatok időszakosan megemelkedtek, de később csökkentek – amit Peer Steinbrück német szociáldemokrata pénzügyminiszter azon kijelentésének tulajdonítanak, hogy az euróövezet egyetlen állama sem fog csődbe menni. A piaci nyugtalanságra 2009 végén egészen más válasz született.

⁶ A válság kitörése fő eseményeinek összefoglalója időrendben elérhető: <http://www.britannica.com/EBchecked/topic/1795026/euro-zone-debt-crisis/301861/Timeline-of-key-events-in-the-European-sovereign-debt-crisis>.

Ekkorra a kereszténydemokraták felmondták a nagykoalíciót, és egy új jobbközép kormányt alakítottak a liberálisokkal. Az új kormány a kimentésekkel kapcsolatosan jóval keményebb álláspontot képviselt, amit Angela Merkel az Európai Tanács 2010. márciusi ülésén tett egyértelművé. A görög kamatszintek csupán azt követően emelkedtek meg, hogy Merkel kijelentette: bármifajta kimentésről csak akkor lehet szó, ha egy ország elveszíti pénzüpiaci hozzáférését. Ez néhány nap alatt be is következett (uo. 14. o.).

A válság kezelése

A görög válság kitörését követően számos beavatkozás történt a válság elhárítására. A következőkben leírtak azokat a lépéseket mutatják be, amelyek 2010 májusa és 2012 novembere között születtek a megoldásra.

Az euróövezet és az IMF

Az EU és az IMF hosszas halogatás után, 2010 májusában döntött úgy, hogy 110 milliárd eurós mentőcsomagot nyújt Görögországnak hároméves időtartamra. A csomagból 80 milliárd eurót fizettek az euróövezet tagállamai, 30 milliárdot pedig az IMF biztosított készenléti hitelmegállapodás keretében. A csomag feltételeként költségvetési konszolidációt (2014-re a hiány 3 százalék alá csökkentését), illetve szerkezeti reformokat írtak elő.⁷

A feltételek azonban túlzottan ambiciózusnak bizonyultak, a tervezett és a megvalósult teljesítmény távol állt egymástól (*Viszivi* [2012] 29. o.). A görög gazdaság egyre zsugorodott, ami jelentősen megnehezítette a konszolidációt. Emellett a válság elérte Írországot és Portugáliát, ami miatt Görögország 2011-ben nem tudott visszatérni a nemzetközi pénzüpiacokra.

Pénzüpiaci hozzáférés hiányában egy újabb mentőcsomag vált szükségessé, amelyet 2012 márciusában véglegesítettek. Ennek feltételei még az elsónél is szigorúbbak voltak, és azt célozták, hogy 2014-re 4,5 százalékos elsődleges többlettel zárjon a görög költségvetés, illetve 2020-ra 120 százalékra csökkenjen az adósságállomány. Az OECD-országok elmúlt 40 évének tapasztalatai alapján egyetlen más ország sem hajtott végre olyan mértékű konszolidációt, mint amilyent a csomagban előírtak (*Ardagna-Caselli* [2012]).

A megállapodás ráadásul a választási kampány hajrájában született, aminek során az ellenzék fő pártja, a Radikális Baloldal Koalíció (Syriza) a feltételek megváltoztatása mellett kampányolt. A politikai bizonytalanságot mutatta az is, hogy a májusi választásokat követően nem sikerült többségi kormányt alakítani, és júniusban új választás kiírására volt szükség. Bár ezen az európai tömörülések (Új Demokrácia, Paszok, Demokratikus Baloldal) szűk többséghez jutottak, első

⁷ A részletes feltételrendszert lásd *EB* [2010].

ígéretük a választások után a mentőcsomag foglalkoztatást érintő feltételeinek újratárgyalása volt.⁸

Az EU 2012 novemberében további megszorítások fejében hajlandónak mutatkozott a feltételek könnyítésére, és eltolta a hiány 3 százalék alá történő teljesítését 2016-ig. A hitelkamatok csökkentése, illetve a lejárat meghosszabbítása szintén könnyítésnek tekinthető, amely felért egy új 40 milliárd eurós csomaggal, bár senki sem merte mentőcsomagnak hívni.⁹

Az Európai Központi Bank beavatkozásai

A mentőcsomagok tárgyalásainak elhúzódása következtében az Európai Központi Bank (EKB) fontos szerepet játszott a piacok megnyugtatásában. Az EKB beavatkozásai számos módon segítették Görögországot.¹⁰

A pénzügyi válság kitörését követően az EKB lazított a refinanszírozási műveletekhez szükséges fedezeti kritériumain, ami azt jelentette, hogy a sorozatos leértékelések ellenére a görög állampapírokat továbbra is elfogadták.

2010 májusában alakították ki azt az állampapír-vásárlási programot (*Securities Markets Programme, SMP*), amely likviditást biztosított a pénzpiacokról kiszorult papírok számára. A cél a hozamok jelentős emelkedésének megakadályozása volt. Az EKB 42 milliárd euró értékben vett görög állampapírt, amelyek névértéke 60 milliárd euró volt (*Ruparel–Persson* [2011] 8. o.). A 2012. novemberi megállapodásban a vételi ár és a névérték közötti különbséget elengedték Görögországnak. Az állampapír-piaci beavatkozások lehetősége továbbra is fennáll abban az esetben, ha elfogadhatatlanul magas hozamok alakulnak ki. Ezt Mario Draghi, az EKB elnöke 2012. augusztus 2-i beszédében jelentette be.

Az EKB nem csupán az állampapírok vásárlásával segített: lényegesek azok a hosszú távú refinanszírozási programok (*Long-term Refinancing Operations, LTRO*), amelyek a bajban levő bankokat kívánták kisegíteni. Az állampapírok értékének csökkenése gyengítette a mérlegüket, és egyre nehezebben jutottak hosszú távú forrásokhoz. Erre a problémára kínált megoldást az EKB két hosszú távú refinanszírozási programja, amelyek összesen 1000 milliárd eurót juttattak a bajban levő bankokhoz hároméves időtartamra, 1 százalékos kamattal. Az IMF becslései szerint a görög bankok 110 milliárd euróval részesültek a programból (*IMF* [2012a] 3. o.).

Az új eszközökön túl az euróövezet normális működése is jelentősen segítette Görögországot. Ahogy a pénz kiáramlott a periféria országaiból, az egyenleget a transzeurópai automatizált valós idejű bruttó elszámolási rendszerben¹¹ számolták el, amiben gyakorlatilag a magországok hitelt nyújtanak a periféria országainak. Szin-

⁸ Lásd a BBC [2012] tudósítását.

⁹ A csomag részleteiről lásd az eurócsoport november 27-i nyilatkozatát (*Eurogroup* [2012]).

¹⁰ Ha másképpen nincs jelölve, az itt következők *Cour-Thimman–Winkler* [2012] összefoglalójára támaszkodnak.

¹¹ Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (TARGET2).

tén fontos az úgynevezett készenléti likviditási támogatás lehetősége,¹² aminek révén a görög nemzeti bank mindaddig kölcsönt vehet fel az EKB-tól, amíg az euróövezet tagja marad. Számítások szerint 2011 szeptemberéig Görögország 120 milliárd euró támogatásban részesült e két mechanizmus révén (*Whittaker* [2011] 5. o.).

A magánszektor bevonása

Az első mentőcsomag kudarca után és a görög gazdaság összeomlása tükrében egyértelművé vált, hogy Görögország nem lesz képes visszafizetni az adósságát, amely 2011 végén a GDP 165 százalékán állt (*IMF* [2012b] 67. o.). A második mentőcsomag ezért a magánszektor bevonására (*Private sector involvement, PSI*) is épített, ami gyakorlatilag a görög államadósság 53,5 százalékos leírását jelentette. A befektetők a görög állampapírokat új 30 éves lejáratú görög állampapírokra cserélték az eredeti tartozás 31,5 százalékában, illetve a fennálló tartozás 15 százalékának megfelelő kétéves lejáratú papírokat kaptak az európai pénzügyi stabilitási eszközből (*European Financial Stability Facility, EFSF*), amelyek kvázikészpénzt jelentettek számukra. Az adósságcsere-program 194,5 milliárd eurónyi görög hitelt érintett.¹³

Költségvetési megszorítások

A költségvetési kiigazítás kérdése a válság kezdetétől a görög gazdaságpolitika középpontjában állt, és a kormányok számos konszolidációs csomagot hirdettek meg. A válság elején ezeknek a programoknak a súlypontja a bevételek növelésén volt. Emelték a forgalmiadó-kulcsot, a jövedéki és a vállalati adókat, illetve meghirdették az adóelkerülés elleni küzdelmet (*Visvizi* [2012] 31–32. o.). A költségvetési konszolidáció irodalmából azonban tudható, a bevételoldali konszolidációk általában kevésbé sikeresek, mint a kiadásoldali programok (lásd például *Ardagna* [2004]). Ez jól magyarázható politikai gazdaságtani megközelítésben: míg a kiadások csökkentése (különösen a jóléti transzfereké) azonnal érzékelhető az érintettek számára, és ezért nagyon népszerűtlen, az adók emelése a terhet elosztja a társadalomban, és kevésbé valószínű, hogy jól szervezett érdekcsoportok mobilizálódnak ellene. Mindez érthetővé teszi, miért is kezdte Görögország a bevételi oldalon a kiigazítást.

Ahogy a válság súlyosbodott, a fenti stratégia tarthatatlanná vált. A nyugdíjak, kormányzati bérek és jóléti transzferek csökkentése megkerülhetetlenné vált. Összességében 2010 januárja és 2013 januárja között a GDP 22,5 százalékának, azaz 50 milliárd eurónak megfelelő megszorítási intézkedéseket hoztak, és 2015-ig további 15 milliárdot terveznek többek között a közszférában történő 150 ezer fős elbocsátás révén (*Monastiriotis* [2013] 5–6. o.).¹⁴ A megszorítások során a bérek és nyugdíjak

¹² Emergency Liquidity Assistance (ELA).

¹³ A program részleteit lásd *IMF* [2012b] 45. o.

¹⁴ Meg kell azonban jegyezni, hogy ennek a leépítésnek az elsődleges eszköze az a szabály, hogy a közszférát elhagyó minden öt munkavállaló helyett csupán egy főt lehet felvenni.

25 százalékkal csökkentek, az adók pedig 20 százalékkal emelkedtek. A növekedés összeomlása miatt az eredmény GDP-arányosan kevésbé látványos: a kormányzati kiadások 2009-hez képest a GDP 54 százalékáról 2010-ben és 2011-ben 52 százalék alá csökkentek, de 2012-ben már ismét 54 százalék fölé emelkedtek. Eközben a bevételek stabilan nőttek – a 2009. évi 38,3 százalékos mélypontról 44,7 százalékra (lásd a korábbi 3. ábrát).

A fentiek tükrében nem véletlen, hogy a 2012. novemberi megállapodás által előírt 13,4 milliárdos megszorításból 11,25 milliárd a kiadási oldalon jelenik meg (*EB* [2012] 30. o.). A jelentés azonban jelzi az ezzel kapcsolatos bizonytalanságokat.

Szerkezeti reformok

A költségvetési megszorítások mellett a nemzetközi mentőcsomagok szigorú szerkezeti reformokat is előírtak a kormányzat, a munkapiacok, a pénzügyi rendszer és az árupiacok hatékonyabb működése érdekében. A szükséges reformok részletessége az egyik legszembeötlőbb eleme a mentőcsomagoknak. Ennek érzékeltetéseként érdemes megemlíteni, hogy míg Írország esetében a feltételek egyetlen oldalon voltak felsorolva (*EB* [2011] 58. o.), Görögországban ugyanez a lista a második csomag esetén 72 oldalas volt (*EB* [2012] 61–132. o.).

A támogatást nyújtó szervezetek előírásai a költségvetés terén az adóbeszedés hatékonyságának növelését, a közpénzek elköltését szabályozó intézmények erősítését, nyugdíj-, egészségügyi és oktatási reformot vártak. A munkaerőpiacon a minimálbér csökkentése, illetve a munkahely-védelmi szabályozások könnyítése volt a cél. Emellett a szabályozott hivatások deregulációja is napirenden volt annak érdekében, hogy az oligopolisztikus viszonyokat felszámolják.¹⁵

Az IMF értékelése szerint a páratlanul részletes előírásokra azért volt szükség, mert a görög államigazgatás színvonala és végrehajtási képessége rendkívül gyengének bizonyult, ezért a nemzetközi szervezeteknek kellett kidolgozniuk az ajánlásokat (*IMF* [2013] (24–25. o.)). A követelményként megfogalmazott reformokat azonban a görög államigazgatás a legkevésbé sem érezte sajátjának – míg a szükséges jogszabályokat valóban elfogadta a parlament, a megvalósítás komoly késedelmet szenvedett mind a munkaerőpiac, mind a szabályozások, mind pedig az árupiacok tekintetében (uo. 18. o.).

Privatizáció

Mint az előzőkből kiderült, a görög állami vállalatok szintén eszközei voltak a politikusok azon törekvésének, hogy a híveiket álláshoz juttassák. Az OECD értékelése szerint összesen 74 vállalat van állami kézben, összértékük 44 milliárd euró (*OECD* [2010] 7. o.). Ezek a vállalatok általában túl sok embert foglalkoztatnak magas bé-

¹⁵ A kívánt szerkezeti reformokról lásd *EB* [2012].

rekért. Emellett alacsony technológiai színvonalon működnek, és komoly közfunkciókat látnak el. Mindez együttesen járul hozzá ahhoz, hogy jelentős veszteséget termelnek. Eladásuk mellett tehát mind költségvetési, mind versenyképességi szempontok szólnak.

Az itt leírtak ellenére az első mentőcsomag idején a privatizáció kérdése szinte teljesen háttérbe szorult (*Visvizi* [2012] 33. o.). A kormányzat csupán 2011 márciusában hirdetett meg egy 50 milliárd eurós privatizációs programot. Ezek a tervek azonban komoly késedelmet szenvedtek, ami részben a gyenge finanszírozási környezetet tükrözi, részben pedig a szakszervezetek erejét ezekben a vállalatokban.

Összességében 2012 novemberére mindössze 1,6 milliárd euró privatizációs bevétel keletkezett. Ennek következtében a célokat jelentősen csökkentették, és immár 2020-ra várnak 22 milliárdos bevételt.

A puha költségvetési korlát szerepe a válság kialakulásában és a válságkezelésben

A válságkezelő lépések leírásából jól látszik, hogy a válságkezelés kudarcának okai leegyszerűsítő értékelésekkel nem ragadhatók meg. Nem lehet azt mondani, hogy az EB/EKB/IMF trojkája szűkmarkú volt, hiszen Görögország különféle csatornákon hatalmas összegekhez jutott a kimentés során. Szintén nem lehet azzal érvelni, hogy a görögök elszabotálták a válságkezelést – az ország valóban hatalmas megszorításokat hajtott végre, amelyek az OECD-országok történetében is kiemelkedő méretűek. Azzal sem lehet azonban érvelni, hogy a nemzetközi szervezetek követelményeinek túlteljesítése okozta volna a problémákat, hiszen a leírásunkból az is jól látható, hogy számos feltétel nem teljesült.

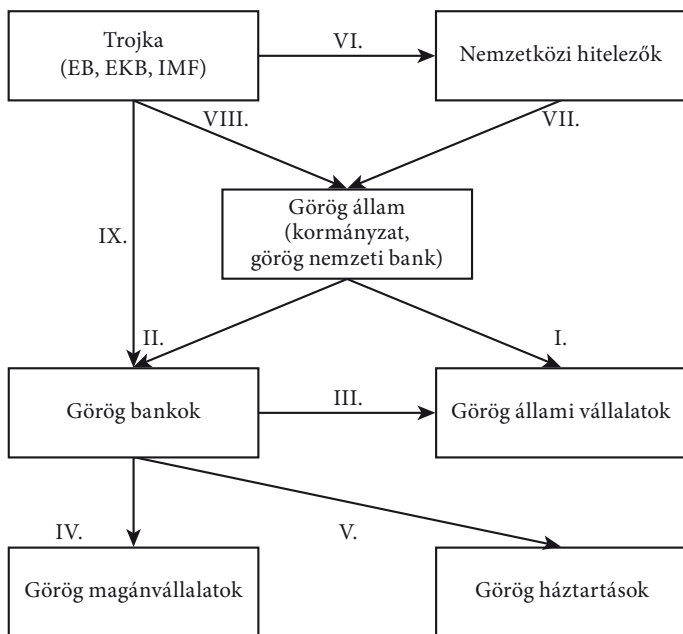
A következőkben a puha költségvetési korlát elméletének alkalmazásával próbáljuk megválaszolni, hogyan is magyarázható a görög összeomlás. A puha költségvetési korlát jelenségének bemutatása következik először nemzeti, majd nemzetközi szinten. Ezt követően a szereplők motivációival és a puha költségvetési korlát megkeményítésének dilemmáival foglalkozunk.

Nemzeti szint

A puha költségvetési korlát jelensége Görögországban hosszú időszakokra tekint vissza (6. ábra). A jelenség szocializmusból is ismert legalapvetőbb formája, amikor az állam a veszteséges vállalatokat megmenti a csődtől, ami csökkenti a vállalat ár- és költségérzékenységét, azaz a piaci teljesítményre való készetetést (6. ábra I. kapcsolat). Az állam motivációja a kimentésre általában az adott szolgáltatás kedvező áron történő biztosítása, illetve a munkahelyek megőrzése.

6. ábra

A puha költségvetési korlát a görög gazdaság fő szereplői között



Az 1. táblázat a tíz legnagyobb veszteséget termelő állami vállalatot mutatja. A táblázatból jól látható, hogy míg az átlagos bérszint a görög magánszektorban évi 18 ezer euró, addig ezeknél a vállalatoknál 28 771 és 57 584 között mozog (Visvizi [2012] 20. o.). A probléma annál is súlyosabb, mivel ezek a vállalatok általában a klientúrapolitika következtében a kelleténél több embert foglalkoztatnak. A magas munkaerőköltségek emellett komoly technológiai lemaradással, illetve alacsony ár-szabással is együtt járnak, melyek együttesen magyarázzák a rossz pénzügyi teljesítményt, illetve a szolgáltatások alacsony minőségét (OECD [2010] 7. o.). A veszteséges állami vállalatok kormányzat révén történt kimentései a hiányban és az adósságban mutatkoztak meg, amiről már volt szó.

Az állami vállalatokon túl a költségvetési korlát puhításának fontos eszköze az állam által a görög bankszektorban nyújtott támogatás (6. ábra II. kapcsolata). Az 1990-es éveket megelőzően az állam – amely többségi vagy kisebbségi tulajdonos volt a bankszektorban – jelentős befolyást gyakorolt a görög bankok működésére. Ez lehetővé tette, hogy egészen 1982-ig egy állami valutabizottság jóváhagyása kellett a banki hitelezéshez, illetve a hitelek feltételeihez. Az állam ennek révén volt képes megvalósítani iparpolitikáját (Katseli [1990] 240. o.). Ez egyben azt is jelentette, hogy az állami tulajdonlás miatt az állam az esetleges várhatóan veszteségeket megtérítette, amire elsősorban a görög nemzeti banknak volt lehetősége.

Az 1980-as évek végén főleg az európai közös tőkepiac fejlődésének hatására a görög bankrendszer jelentősen átalakult. A kamatokat liberalizálták, feloldották a

1. táblázat

A legnagyobb veszteséget termelő állami vállalatok 2009-ben

| Vállalat | Adózás előtti egyenleg (millió euró) | Foglalkoztatottak száma | Átlagbér (foglalkoztatott/ év, euró) |
|------------------------------------|--|----------------------------|--|
| Hellenic Railways | -481,8 | 187 | 41 426 |
| Thermal Buses Corp | -316,4 | 6733 | 37 526 |
| Trainose SA | -231,1 | 1784 | 50 414 |
| Railway Infrastructure Manager | -173,8 | 4737 | 40 621 |
| Hellenic Defense Systems | -164,7 | 1575 | 41 794 |
| Athens Piraeus Electrical Railways | -93,3 | 1337 | 57 584 |
| Trolley Buses Corp. | -69,3 | 1564 | 36 408 |
| Toursim Development Co. | -47,7 | 473 | 33 946 |
| Hellenic Horse Racing Org. | -27,9 | 343 | 48 626 |
| National Highways Fund | -15,1 | 347 | 28 771 |

Forrás: *Visvizi* [2012] 19. o.

tőkeáramlás korlátozását és – bár maradtak bankok állami kézben – kiterjedt privatizáció ment végbe a szektorban (*Mylonidis–Kelnikola* [2005] 124. o.). A privatizáció jelentősen javította a bankok hatékonyságát, ugyanis az európai szintű szabályozások miatt a görög bankszektor jóval kevésbé érintette az országra jellemző általános korrupció, mint a többi szektort (*Karagiannis–Kondeas* [2012] 57. o.). Az euró bevezetése tovább keményítette a költségvetési korlátot, hiszen a görög nemzeti bank számos eszközét elveszítette a közvetlen banki segítségnyújtáshoz.

A pénzügyi válság azonban azt is megmutatta, hogy a költségvetési korlát puhításának lehetősége továbbra sem tűnt el. A betétek kiáramlását (lásd később) a hivatalos pénzáramlások képesek voltak helyettesíteni a transzeurópai elszámolási rendszeren (TARGET2) és a készletli likviditási támogatási rendszeren (ELA) keresztül. Emellett a görög kormányzat is komoly összegeket költött a bankok feltőkésítésére, ami eléri a GDP 4 százalékát (*EB* [2013b] 21. o.).

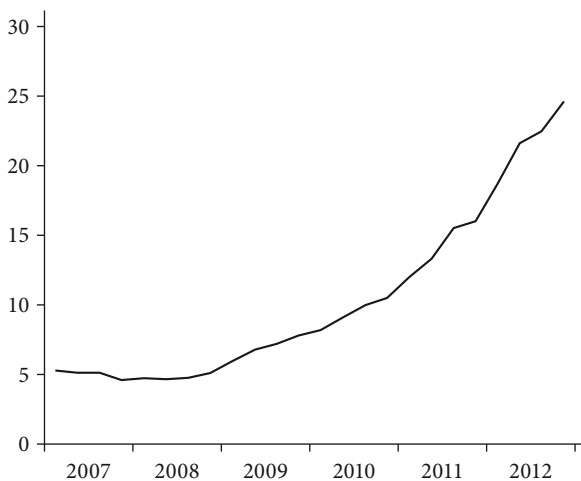
A görög bankrendszer támogatása lehetőséget biztosít a görög vállalatok, illetve háztartások költségvetési korlátjának puhítására mind a válságot megelőzően, mind utána (6. ábra III–V. kapcsolat). A válságot megelőzően a bankok a veszteséges cégek finanszírozása révén a csőd lehetőségét elkerülhetővé tették.¹⁶ Emellett implicit támogatásra szintén lehetőség nyílt a puha hitelek révén, például negatív reálkamatokkal (*Katseli* [1990] 259. o.). A pénzügyi válság idején a bankok szerepe a költségvetési korlát lazulásában szintén jelentős. Ez a nem teljesítő hitelek emelkedésén érhető tetten (7. ábra).

¹⁶ *Katseli* [1990] adatai alapján 1979 és 1986 között a cégek 40 százaléka veszteséges volt, a csődök aránya mindössze 7 százalék volt.

7. ábra

A nem teljesítő hitelek aránya, 2007–2013

Százalék



Forrás: EB [2013b] 17. o.

A nem teljesítő hitelek 57 százaléka vállalati hitel, míg a többi a háztartásoké (EB [2013b] 16. o.). Bár a nem teljesítő hitelek aránya önmagában nem feltétlenül jelent puha költségvetési korlátot, a nem teljesítő hitelek megújítása, illetve a csődeljárás megindításának késlekedése már igen. Erről sajnos nehéz pontos adatot találni. Az EB–EKB–IMF trojka azonban amellettt érvel, hogy a nem teljesítő hitelek aránya mögött komoly erkölcsi kockázat áll – a háztartások számára lehetőség van arra, hogy túlzott adósságteher visszafizetésének felfüggesztését kérik (uo. 39. o.). Ilyen kérelmet elvileg azok is beadhatnak, akik egyébként képesek fizetni a tartozásukat. Az állami szabályozás ily módon a bankokat kényszerhitelezővé teszi, és ezzel a háztartások és a vállalatok költségvetési korlátját puhítja.

Összességében jól látható, hogy Görögországban az elmúlt négy évtizedben a költségvetési korlát puhasága számos formában jelentkezett. Bár 1990-ben a jelenség visszaszorulása volt megfigyelhető, a válság idején a jelenség ismét felerősödött. A válság mélységének ismeretében ez természetesen valahol érthető, ám hosszú távú következménye a piaci alkalmazkodás visszaszorulása, illetve a létező problémák továbbgörgetése. A fizetési morál romlása mellett kevésbé valószínűek az új hitelek és beruházások, ami aláássa a válságból való kilábalás lehetőségét. Erre a problémára még visszatérünk.

Puha költségvetési korlát nemzetközi szinten

Görögország számára a nemzetközi eladósodás lehetősége teremtette meg azt, hogy a nemzetközi tőkepiacok finanszírozták a puha költségvetési korlátból eredő költségeket.

Bár az euró működését megalapozó maastrichti szerződés tartalmazott egy kitélt a kimentések tiltásáról,¹⁷ utólag látható, hogy a tilalom nem volt hiteles. A kamatok az euróövezetben kiegyenlítődtek – az euró bevezetését követően egészen a válság kitöréséig csekély különbség volt a görög és a német kamatok között (lásd korábban az 5. ábrát). Mivel a két ország alapvető mutatói jelentősen különböztek, és profesz-szionális befektetőkről nem tételezhetjük fel, hogy ennek ne lettek volna tudatában, a kamatkonvergencia magyarázatát máshol kell keresnünk.

Az első lehetőség: a piacok úgy gondolták, hogy a stabilitási és növekedési egyezmény kikényszeríti majd a költségvetési fegyelmet a tagállamokban, tehát a piacoknak erre nem szükséges figyelniük. 2003 előtt ez akár ésszerűnek is hangozhatott, ám miután Franciaország és Németország nem tartotta be az egyezményt, és ezért nem kaptak büntetést, ez a várakozás már nem volt reális.

A kamatkonvergencia magyarázatának második lehetősége, hogy a piacok az euróövezetet közös piacnak tekintették, és az volt a várakozásuk, hogy ha egy ország bajba kerül, a többiek a segítségére sietnek. A kockázatmentesség képzetét a szabályozások is erősítették – a nemzetközi banki szabályozások alapján a fejlett országok állampapírjai után nem kell tartalékot képezni, mivel ezeket kockázatmentesnek tekintik (Gros [2013]). Ez a szabályozás kifejezetten vonzóvá teszi a fejlett országoknak történő hitelezést akár a fundamentumok alapján indokoltnál alacsonyabb kamatszinten is. Végül, a kamatkonvergenciát szintén magyarázhatja a válságot megelőző hatalmas likviditás, amely a kockázat iránt érzéketlenné tette a befektetőket. Bár ez feltehetően szerepet játszott, az euróövezeten kívüli országok kamatszintje messze nem közelítette meg oly mértékben Németországot, mint Görögország kamatszintje.¹⁸

E magyarázatok összességében jórészt kiegészítik egymást, és a nagyobb kockázatvállalás felé terelik a befektetőket. Ebben a kockázatvállalásban azonban komoly erkölcsi kockázat is meghúzódik, ami azt jelenti, hogy egy befektetés hasznát és kockázatát nem ugyanazok a szereplők viselik – míg a haszon a befektetőknél, a kockázatokat az adófizetőknél jelentkezik.

Az euró válságának kitörése, aminek során a kimentés automatikus voltának megkérdőjelezése azonnali pánikot okozott, nyomós érvnek tekinthető az erkölcsi kockázat megléte mellett. Visszatekintve az is megállapítható, hogy a kimentésre vonatkozó befektetői várakozások igazoltnak tekinthetők – a válságkezelő lépések során mind a hitelező bankok, mind pedig a bajba került országok részesültek a kimentésből. Azaz megállapítható, hogy fennállt a puha költségvetési korlát jelenléte a trojka és a nemzetközi hitelezők között (6. ábra VI. kapcsolat). A nemzetközi mentőcsomagok elsősorban éppen a hitelezőkkel szemben fennálló tartozások rendezésére szolgálnak.

A nemzetközi hitelezőket azonban nem mentették ki teljes mértékben, és a 2012. februári adósságleírás során a nemzetközi szervezetek nyomására nekik is veszte-

¹⁷ Az Európai Unióról szóló szerződés 107. cikke garantálja a monetáris politika önállóságát (<http://www.eurotreaties.com/maastrichtec.pdf>).

¹⁸ A legalacsonyabb kamatszintek 2005-ben voltak jellemzők – Németországban 3,4 százalék, Görögországban 3,6 százalék, míg Magyarországon 6,6 százalék, illetve Lengyelországban 5,2 százalék (EB [2013a] 128–129. o.).

ségeket kellett vállalniuk. Az adósság elengedése vagy átstrukturálása a puha hitelezés egy formája, amely a kimentett részéről teret adhat további hasonló lépésekre utaló várakozásoknak. Ezt jelzi a 6. ábrán a VII. kapcsolat. Meg kell azonban jegyeznünk, hogy a felsorolt esetek közül ez a legkevésbé egyértelmű puha költségvetési korlát, és jelentősen függ a trojka–hitelezők kapcsolattól. Az adósságelengedést elemezve *Roubini* [2012b] amellet érvel, hogy az ügyletet úgy alakították ki, hogy a veszteségeket még ebben az esetben is elsősorban a trojka és a mögöttük álló adófizetők viseljék.¹⁹ Ugyanezt a nézetet erősíti a válságkezelés tanulságairól szóló IMF-jelentés is, amely szerint az adósságátütemezés késlekedése lehetővé tette a befektetők jelentős részének kiszállását a megelőző időszakban, és ezért a magánszektor bevonása jóval kevésbé volt sikeres, mint gondolnánk. Ez más szóval azt jelenti, hogy korábban a magánszektor befektetői jelentős mértékben a trojka pénzének segítségével szálltak ki (*IMF* [2013] 18. o.).

A görög válságkezelés történetének fő tanulsága, hogy a nemzetközi hitelezők által a válságot megelőzően nyújtott forrásokat a válság kitörését követően a hivatalos szervek biztosították. A mentőcsomagok révén finanszírozáshoz jutott a görög kormány, míg az EKB beavatkozásai jelentősen segítették a görög bankokat. Itt egészen egyértelműen kitapintható a puha költségvetési korlát jelensége (6. ábra VIII–IX. kapcsolat), hiszen nem csupán egyszeri kényszer hatására történt adósságelengedéséről van szó, hanem az intézkedések hatástalanságát követően újabb forrásokat nyújtottak.

A nemzetközi finanszírozás fennmaradása lehetővé tette azt, hogy a görög rendszer számos eleme továbbéljen. Ennek leglátványosabb jele, hogy a kormányzat jórészt sikeresen elkerülte a kiterjedt privatizációt. Ez azt jelenti, hogy a görög állami vállalatok továbbra is felhasználhatók különböző politikai célokra, beleértve az olcsó szolgáltatásokat és a munkahelyek biztosítását a klientúrának. Emellett az is jól látható, a foglalkoztatási veszteségeket elsősorban a magánszektor szenvedte el, míg a közszférában szinte alig volt elbocsátás, ennek a kormányzat a legerőteljesebb külső nyomás idején is sikeresen állt ellen (*IMF* [2012b] 62. o., *IMF* [2013] 24. o.).

A költségvetési korlát keményítését övező nehézségek

A görög eset jól illusztrálja, hogy a költségvetési korlát megkeményítése milyen nehézségekbe ütközik. Mint kiderült, a válságkezelés az alapvető problémákat nem oldotta meg, sokkal inkább elodázta őket. Éppen ezért fontos kérdés, hogy mi az oka annak, hogy a válságkezelésnek ezt az útját választották.

A következőkben először a válság megoldásának lehetőségeiről lesz szó, majd a nemzetközi szereplők motivációiról. A nehézségek áttekintése közelebb visz ahhoz, hogy a tanulmány eredeti kérdésére választ találjunk: miért volt jóval mélyebb a görög recesszió, mint a többi válság sújtotta országé?

¹⁹ Ezt eredményezi többek között az, hogy az adósságleírással egy időben kialakított második 130 milliárdos mentőcsomag jelentős részben a hitelezők veszteségeit téríti.

Normatív álláspontok

A görög válság megoldására a döntéshozók számára négy lehetőség állt nyitva.

Az első lehetőség a szolidaritás volt, azaz Görögország feltételek nélküli megsegítése. Ennek a javaslatnak számos változata van. Idetartozik a transzferunió kialakításának gondolata (Wolff [2012]), ami a jelenleginél lényegesebb nagyobb EU-költségvetésből segítené ki a bajba jutott tagállamokat. Hasonló gondolat az eurókötvények bevezetése (Weizsäcker–Delpla [2011]), amely szerint részben vagy egészében az euróövezet tagállamainak adósságáért a közösségnek kellene helytállnia. Végül, ilyen lehetőség a könnyű feltételekkel nyújtott kimentés, amelyet esetleg egy Marshall-segély jellegű beruházási támogatás is követhetne. A bevezetőben már említett meglátás szerint ennek a típusú szolidaritásnak pénzügyi indoka, hogy a megszorítások komoly növekedési visszaeséssel járnak, ami önmagában is adósságnövelő tényező, azaz megoldás helyett súlyosbítja a problémát (Krugman [2012]).

A második lehetőség az úgynevezett *Grexit* volt, azaz Görögország kilépése az euróövezetből. Számos elemző szerint a görög versenyképesség visszanyerése a valuta leértékelése révén lehetséges, ami azt jelenti, hogy ki kell lépniük az euróövezetből. Emellett érvelt több amerikai közgazdász, akik mindvégig szkeptikusak voltak az euróövezet működésével kapcsolatban, és a görög kilépést csak idő kérdésének látták, mint például Roubini [2012a]. Rajtuk kívül szintén a görög kilépés mellett érvelt H.-W. Sinn vezető német közgazdász (Sinn [2012]). Fontos felismerni, hogy a GMU országai ebben az esetben sem mentesültek volna egy mentőcsomag költségei alól. Mivel az euróövezetből való kilépés hatalmas leértékelődéssel jár, ez egyben egy adósságrobbanást is jelent, ami a csődöt kikerülhetetlenné teszi. Így a GMU-tagoknak nem Görögországot, hanem saját bankjaikat kellett volna menteni, amelyek a görög csőd érzékenyen érintett volna.

A harmadik lehetőség az adósság átütemezése, illetve részleges vagy teljes leírása volt, aminek legfontosabb indoka az adósságpálya fenntarthatatlansága. Ahhoz, hogy a görög adósság csökkenő pályára kerüljön, 166 százalékos adósságszint és 5 százalékos kamatok mellett évi 8,3 százalékos növekedés szükséges (Karagiannis–Kondeas [2012] 62. o.). A görög versenyképesség előzőekben kifejtett problémái miatt ez nyilvánvalóan irreális. Mint a korábbiakból kiderült, ezt végül a trojka döntéshozói is felismerték, ám az IMF által is bevallottan a felismerés túl későn született (IMF [2013] 26–27. o.).

Végül a negyedik lehetőség valósult meg, azaz a szigorú feltételekkel történő kimentés azzal a céllal, hogy Görögország az euróövezetben maradjon, és mihamarabb visszatérhessen a pénzügyi finanszírozáshoz. Ez a megoldás feltételezte, hogy a görög problémák részben a piaci bizalomvesztés következményei, és reformok révén orvosolhatók.

A válság kitörésének idején mindegyik lehetőség nyitva állt, és nehéz lett volna meghatározni a különböző alternatívák valószínűségét. Azt, hogy végül a kimentés szigorú feltételekkel lett a megoldás, politikai megfontolások döntötték el.

A mentőcsomagokat övező küzdelmek az EU-ban

Az Európai Unió kormányainak okuk van óvatosan kezelni a mentőcsomagok ügyét, hiszen a saját adófizetőik pénzét kezelik, és ebből alapvetően nem kívánnak támogatni túlköltekező államokat. A német polgárok véleményét felmérve, *Bechtel–Hainmueller–Margalit* [2012] azt találta, hogy a németeknek kevesebb mint harmada támogatja az eladósodott EU-tagok kimentését, míg azok aránya, akik a segítség növelését kívánják, 5 százalék alatt van (2. táblázat).

2. táblázat

A kimentő csomagokkal kapcsolatos vélemények Németországban

| Mennyiben ellenzi vagy támogatja az eladósodott EU-tagállamoknak nyújtott pénzügyi segítséget? | Százalék | Több vagy kevesebb pénzt kellene Németországnak befizetnie az európai pénzügyi mentőalapba? | Százalék |
|--|----------|---|----------|
| Erősen támogatja | 3,0 | Sokkal többet | 0,5 |
| Inkább támogatja | 24,5 | Valamivel többet | 4,0 |
| Se nem támogatja, se nem ellenzi | 10,2 | Változatlanul | 25,4 |
| Inkább ellenzi | 40,1 | Valamivel kevesebbet | 34,2 |
| Inkább támogatja | 20,9 | Sokkal kevesebbet | 32,6 |
| Nem tudja | 1,5 | Nem tudja | 3,4 |

Forrás: *Bechtel–Heinmueller–Margalit* [2012] 35. o.

Bár a szavazók nem támogatják a túlköltekező államok megsegítését, a döntéshozók nem hagyhatták figyelmen kívül az euróövezet sorsát. A Lehman Brothers összeomlását követő események gyakran jelentek meg azokban a figyelmeztetésekből, amelyek Görögország euróövezetből való esetleges kilépésének következményeit taglalták. Egy bizalmas – ám később kiszivárgott – IMF-jelentésben a lehetséges költségek számbavétele után jóval ezermilliárd euró feletti veszteség jött ki (*IMF* [2012a] 1. o.). A költségek közé sorolták többek között a görög adósság leírását a magán- és a hivatalos hitelezők részéről, az EKB veszteségeit, a fertőző hatás miatt megemelkedő kamatszintet a periférián, a bankok feltőkésítésének költségeit, illetve a globálisan alacsonyabb növekedési ütemből fakadó adóbevétel-csökkenést. A jelentés figyelmeztetett arra is, hogy a görög csőd és kilépés az euróövezetből a Lehman-csődnél jóval komolyabb következményekkel járhat.

A válság kezdetén az adósságátütemezés komolyan nem merült fel. Az IMF visszatekintése alapján ennek három oka volt (*IMF* [2013] (27. o.)). Egyrészt félték attól, hogy a lépés komoly erkölcsi kockázattal jár, és emiatt az euróövezet tagországai nem hagyják jóvá. Ez a félelem nyilvánvalóan nem volt alaptalan, hisz a görög adósság 40 százaléka francia, 23 százaléka német bankok kezében volt 2009 decemberében (*Alcidi és szerzőtársai* [2012] 3. o.). Másrészt félték attól, hogy a csőd a görög bankokat érintené legérzékenyebben, amelyek nagy arányban tartottak görög államadósságot, és így még nagyobb mentőcsomagra lenne szükség. Végül a fertőző hatás lehetősége is nagyon erős volt, azaz az attól való félelem, hogy a

csőd hasonló spekulációt indít el más perifériaországok kapcsán is, melyek önbeteljesítő várakozásnak bizonyulhatnak.

A fenti, egymással ellentétes félelmek és várakozások együttesen magyarázzák azt, hogy a válság megoldása elhúzódott, és az egymást követő mentőcsomagokkal csupán jegelték a problémát. A görög válság kitörésének időpontjától majdnem fél év telt el az első mentőcsomag kialakításáig, ami jelentősen fokozta az euróövezet egészét jellemző bizonytalanságot. Mikor 2011 júniusára nyilvánvalóvá lett, hogy az első csomag nem elégséges, mivel Görögország továbbra sem fért hozzá a nemzetközi pénzpiachoz, egészen 2012 februárjáig tartott, hogy aláírják a második mentőcsomagot. A bizonytalanság a mentőcsomag aláírása után sem csökkent, hiszen a májusi és júniusi választásokon jelentős erők érveltek a feltételek elutasítása, illetve könnyítése mellett, melynek a trojka igyekezett ellenállni. 2012 novemberében azonban mégiscsak sor került a feltételek könnyítésére.

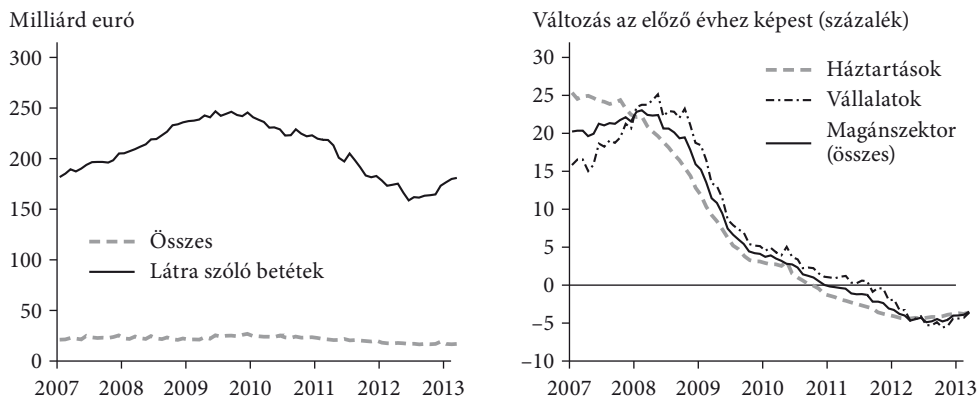
Összességében több mint két évig tartott annak eldöntése, hogy Görögország az euróövezetben maradjon-e. Ezzel az IMF által vizionált katasztrófa-forgatókönyv elmaradt, a választók megbékítése érdekében azonban rendkívül szigorú feltételek léptek életbe.

A mentőcsomagok körüli küzdelmek Görögországban

A mentőcsomagok feletti elhúzódó tárgyalások során az euróövezetből való kilépés lehetősége hosszú ideig fennállt. Az ebből fakadó bizonytalanság közvetlen következménye az volt, hogy a banki betétek tulajdonosai igyekeztek kimenekíteni pénzüket az országból. A válság kezdetétől 2012 novemberéig a görög banki betétek hozzávetőlegesen 30 százalékkal, azaz közel 100 milliárd euróval csökkentek, aminek következtében növekedett az eszköz-betét arány, illetve csökkentek a hitelezésre felhasználható források (8. ábra).

8. ábra

A banki betétek és a banki hitelezés alakulása, 2007–2013

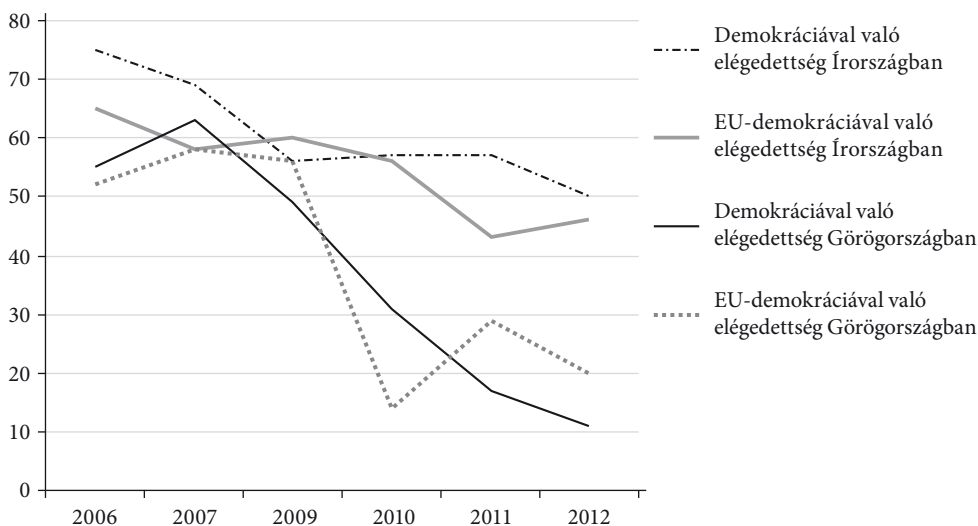


Forrás: EB [2013b] 16. o.

A bizonytalanság állandósulása mellett a görög kormányzat komoly megszorításokat is végrehajtott. Bár kezdetben az adóelkerülés elleni fellépés volt előtérben, később jelentős bér- és nyugdíjcsökkentésekre is rákényszerült a kormány. Ezek a lépések erodálták a kormányzat legitimitációját, és rávilágítottak a rossz kormányzás következményeire, amelyet a puha költségvetési korlát eszközrendszerével a kormányzat korábban tompítani tudott. A legitimitáció összeomlása jól látszik a demokráciával való elégedettség mutatójának alakulásában (9. ábra). A görög mutatót érdemes összehasonlítani Írországgal, amely szintén komoly bankválságba került, és szigorú megszorítási intézkedéseket vezetett be, ám Görögországhoz képest a legitimitáció csökkenése jóval kevésbé volt látványos. Szintén feltűnő az is, hogy Görögországban a drasztikus lépések kikényszerítése ellenére az EU iránt még így is nagyobb a bizalom, mint a görög rendszer iránt.

9. ábra

A demokráciával való elégedettség alakulása Írországból és Görögországból



Forrás: Eurobarometer-felmérések, http://ec.europa.eu/public_opinion/archives/eb_arch_en.htm.

A legitimitáció összeomlása két fontos következménnyel járt, amelyek tovább erősítették azt a bizonytalanságot, amelyet a mentőcsomagok körüli tárgyalások elhúzódása váltott ki. Egyrészt megerősödtek a szélsőséges ideológiát képviselő pártok, amelyek visszautasították a mentőcsomagok feltételeit. Ezt jelezte a 2012. májusi, majd eredménytelensége miatt megismételt júniusi választás, amelynek során a szélső baloldali Syriza majdnem megnyerte a választást, míg a szélső jobboldali Arany Hajnal párt a szavazatok közel 7 százalékát kapta.²⁰ A szélsőséges politikai pártok megerősödése

²⁰ A 2012 júniusi választások eredménye: 1. Új Demokrácia: 29,66 százalék, 2. Radikális Baloldal Koalíció (Syriza): 26,89 százalék, 3. Pánhellén Szocialista Mozgalom (Paszok): 12,28 százalék, 4. Független görögök: 7,51 százalék, 5. Arany Hajnal: 6,92 százalék, 6. Demokratikus baloldal: 6,26 százalék, 7. Görög Kommunista Párt: 4,5 százalék.

tovább növelte a megszorító csomagok körüli bizonytalanságot, és fenntartotta az euróövezetből való kilépés lehetőségét.

A legitimáció összeomlásának másik következménye az volt, hogy a rossz kormányzás költségei egyértelművé váltak. Ez azt jelentette, hogy a kínálati oldal mellett a hitelek iránt a kereslet is összeomlott. A következmény a tőkeberuházások jelentős csökkenése – a beruházások részesedése a görög kibocsátásából a 2007. évi 26,6 százalékról 13,1 százalékra esett 2012-re (EB [2013a] 68. o.).

A görög válságkezelés tanulságai

A görög válság jól mutatja, hogy a nemzetközi hitelek elérhetősége nem csupán lehetőségeket, hanem komoly veszélyeket is magában rejt. Bár a nemzetközi pénzügyek irodalmában a veszélyeket elsősorban a gyors tőkekiáramlás (*sudden stop*) lehetőségében és az ebből fakadó volatilitásban látják (Calvo [1998], Kose és szerzőtársai [2009]), a görög eset élesen jelzi a fogyasztás által fűtött növekedés idején a szerkezeti reformok elmulasztásának költségét is.

A puha költségvetési korlát elmélete a szereplők közötti kölcsönös függésre és a várakozásokra való rávilágítás révén segít annak megértésében, hogy miért vallott kudarcot a görög válságkezelés, és miért volt annyira mély a visszaesés. A nemzetközi szereplők ambivalens hozzáállása a görög válsághoz jelentős bizonytalanságot okozott mind nemzetközi, mind pedig nemzeti szinten, ami hozzájárult a súlyos visszaeséshez. Ez a megközelítés rámutat arra is, hogy mennyire céljukat tévesztettek azok a vélemények, amelyek megszorítások helyett további források biztosításában látnák a válság megoldását – bár a kiigazítás keynesi hatásai nem vitathatók Görögországban, az elemzés rámutat arra, hogy a puha költségvetési korlát fennmaradása csupán egy rossz gazdasági szerkezetet konzerválna.

A görög válság kialakulásának és kudarcának fontos tanulságai vannak az euróövezet jövőjével kapcsolatosan is. Bár más perifériaországok válsága (Írország, Spanyolország) nem az állami, hanem a magánszektor túlzott eladósodásából fakadt, közös bennük a felelőtlen hitelezés, aminek oka részben a korábban már tárgyalt erkölcsi kockázat. Meg kell jegyeznünk, hogy ezt a problémát az EU számos válságkezelési lépése jórészt súlyosbította (Csaba [2013], Györffy [2013]). Éppen ezért az euróövezet jövőjével kapcsolatosan megkerülhetetlen kérdés a piac fegyelmező erejének növelése. Ennek alapja a nincs kimentés elvének érvényesítése, ahogy arra az Egyesült Államok elemzése alapján Henning–Kessler [2012] rámutat. A piac fegyelmező ereje csökkenthetné leginkább azt az erkölcsi kockázatot, amely jelenleg a kimentéssel kapcsolatos várakozásokból, illetve a banki szabályozásokból fakad, és a befektetőket felelőtlen magatartásra ösztönzi. Éppen ezért az euróövezet reformjai között kiemelt jelentőségűnek kell tekinteni a kockázatok helyes árazását a bank- és költségvetési unió kialakítása során – ez érinti mind a tartalékolási követelményeket, mind pedig a rendezett államcsőd lehetőségét.

A puha költségvetési korlát megkeményítése nemzetközi szinten fontos biztosíték lehet arra, hogy felelőtlen politikusok ne jussanak olcsó finanszírozási források-

hoz, ne adósíthassák el korlátlanul országukat, és ne hitelbuborékok révén érjenek el növekedést. Bár nyilván nem tekinthető csodaszernek, a finanszírozási korlátok megkeményítése erőteljesen ösztönözheti a szerkezeti reformokat, amelyekre a Görögországhoz hasonló államoknak szükségük van.

Hivatkozások

- ALCIDI, C.–GIOVANNINI, A.–GROS, D. [2012]: 'Grexit': Who would pay for it? CEPS Policy Brief, No. 272. <http://www.ceps.eu/book/'grexit'-who-would-pay-it>.
- ARDAGNA, S. [2004]: Fiscal Stabilizations: When Do They Work and Why. *European Economic Review*, Vol. 48. No. 5. 1047–1074. o.
- ARDAGNA, S.–CASELLI, F. [2012]: The Political Economy of the Greek Debt Crisis: A Tale of Two Bailouts. LSE Center for Economic Performance Special Paper, No. 25. <http://personal.lse.ac.uk/casellif/papers/greece.pdf>.
- ARTAVANIS, N.–MORSE, A.–TSOUTSOURA, M. [2012]: Tax Evasion across Industries: Soft Credit Evidence from Greece. Chicago Booth Research Paper, No. 12–25. <http://ssrn.com/abstract=2109500>.
- BBC [2012]: Greek coalition proposes easing bailout terms. Június 23. <http://www.bbc.co.uk/news/world-europe-18564266>.
- BECHTEL, M.–HAINMUELLER, J.–MARGALIT, Y. [2012]: Sharing the Pain: Explaining Public Opinion Towards International Financial Bailouts? MIT Political Science Department Research Paper, No. 2012-5. <http://ssrn.com/abstract=2032147>.
- BENCZES ISTVÁN–REZESSY ZSOLT [2013]: Kormányzás Európában, trendek és törésvonalak. *Pénzügyi Szemle*, 58. évf. 2. sz. 136–150. o.
- CALVO, G. [1998]: Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics*, Vol. 1. No. 1. 35–54. o.
- CHRYSOLORAS, N. [2013]: Rebuilding Eurozone's Ground Zero: A Review of the Greek Economic Crisis. GreeSE Paper, No. 66. London School of Economics, London, <http://eprints.lse.ac.uk/48254>.
- COUR-THIMANN, P.–WINKLER, B. [2012]: The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 28. No. 4. 765–803. o.
- CSABA LÁSZLÓ [2013]: Válságkezelés Európában: új gazdaságfilozófia felé? *Köz-gazdaság*, 8. évf. 2. sz. 47–61. o.
- DARVAS ZSOLT [2012]: The Greek Debt Trap: An Escape Plan. Bruegel Policy Contribution, No. 19.
- EB [2006]: Measuring administrative costs and reducing administrative burdens in the European Union. Commission Working Document, No. 691. Európai Bizottság, Brüsszel.
- EB [2010]: The Economic Adjustment Program for Greece. Occasional Papers, No. 61. Európai Bizottság, Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság, Brüsszel.
- EB [2012]: The Second Economic Adjustment Programme for Greece First Review – December 2012. Occasional Papers, No. 123. Európai Bizottság, Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság, Brüsszel.
- EB [2013a]: Statistical Annex of European Economy, Spring. Európai Bizottság, Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság, Brüsszel, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2013/2013-sa-spring_en.htm.

- EB [2013b]: The Second Economic Adjustment Programme for Greece – Second Review. Occasional Papers, No. 148. Európai Bizottság, Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság, Brüsszel.
- EUROGROUP [2012]: Eurogroup statement on Greece. http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ecofin/133857.pdf.
- GIBSON, H. D.–HALL, S. G.–TAVLAS, G. S. [2011]: The Greek Financial Crisis: Growing Imbalances and Sovereign Spreads. Working Paper, No. 124. Bank of Greece, Athén.
- GROS, D. [2013]: EZ banking union with a sovereign virus. Vox, június 14. <http://www.voxeu.org/article/ez-banking-union-sovereign-virus>.
- GYÓRFFY DÓRA [2013]: Válságkezelés Európában, a gazdaságpolitika depolitizálásának kilátásai. Pénzügyi Szemle, 58. évf. 2. sz. 123–135. o.
- HENNING, R.–KESSLER, M. [2012]: Fiscal Federalism: US History for Architects of Europe's Fiscal Union. Peterson Institute for International Economics, Working Paper, No. 12/1. Washington, D.C.
- IMF [2012a]: Implications of a Disorderly Greek Default and Euro Exit. IMF Staff Note, február 18. <http://online.wsj.com/public/resources/documents/ImpactofPossibleGreece-Default02182012.pdf>.
- IMF [2012b]: Greece: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility–Staff Report. IMF Country Report, No. 12/57.
- IMF [2013]: Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement. IMF Country Report, No. 13/156. www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13156.pdf.
- IOAKIMIDIS, P. C. [2001]: The Europeanization of Greece: An Overall Assessment. Megjelent: *Featherstone, K.–Kazamias, G. (szerk.): Europeanization and the Southern Periphery*. Frank Cass, London, 73–94. o.
- JONES, E. [2012]: Future of the euro. Megjelent: *Great Decisions 2013 Briefing Book*. Foreign Policy Association, New York, 5–18. o.
- JONES, E. [2013]: Getting to Greece: Uncertainty, Misfortune, and the Origins of Political Disorder. *European Political Science*, Vol. 12. 294–304. o. doi:10.1057/eps.2012.35.
- KARAGIANNIS, N.–KONDEAS, A. [2012]: The Greek Financial Crisis and a Developmental Path to Recovery: Lessons and Options. *Real-World Economics Review*, 60. 54–73. o. <http://www.paecon.net/PAERreview/issue60/KaragiannisKondeas60.pdf>.
- KATSELI, L. [1990]: Economic Integration in the Enlarged European Community: Structural Adjustment of the Greek economy. Megjelent: *Bliss, C.–Braga de Macedo, J. (szerk.): Unity with Diversity in the European Economy: The Community's Southern Frontier*. Cambridge University Press, Cambridge, 235–309. o.
- KORNAI JÁNOS [1979]: Resource-Constrained versus Demand-Constrained Systems. *Econometrica*, Vol. 47. No. 4. 801–819. o.
- KORNAI JÁNOS [1986]: The Soft Budget Constraint. *Kyklos*, Vol. 39. No. 1. 3–30. o.
- KORNAI JÁNOS–MASKIN, E.–ROLAND, G. [2004]: A puha költségvetési korlát, I–II. rész. *Közgazdasági Szemle*, 51. évf. 7–8. és 9. sz. 608–624. és 777–809. o.
- KOSE, A.–PRASAD, E.–ROGOFF, K.–WEI, S.-J. [2009]: Financial Globalization: A Reappraisal. *IMF Staff Papers*, Vol. 56. No. 1. 8–62. o.
- KRUGMAN, P. [2012]: What Greece Means. *New York Times*, március 11.
- MIHÁLYI PÉTER [2011]: The 2011 Governance Reform of the Eurozone: Two Well-Known Problems of the Centrally Planned Economies. *Acta Oeconomica*, Vol. 61. No. 3. 281–291. o.
- MONASTIRIOTIS, V. [2013]: A Very Greek Crisis. *Intereconomics*, Vol. 48. No. 1. 4–9. o.

- MYLONIDIS, N.–KELNIKOLA, I. [2005]: Merging activity in the Greek Banking System: A Financial Accounting Perspective. *South Eastern Europe Journal of Economics*, Vol. 3. No. 1. 121–144. o.
- OECD [2010]: *Greece at a Glance: Policies for Sustainable Recovery*. OECD, Párizs, www.oecd.org/greece/44785912.pdf.
- PAPPAS, T. [2010]: Macroeconomic Policy, Strategic Leadership, and Voter Behaviour: The Disparate Tales of Socialist Reformism in Greece and Spain during the 1980s. *West European Politics*, Vol. 33. No. 6. 1241–1260. o.
- ROUBINI, N. [2012a]: Greece Must Exit. Project Syndicate, május 17. <http://www.project-syndicate.org/commentary/greece-must-exit>.
- ROUBINI, N. [2012b]: Greece's Private Creditors are the Lucky Ones. *Financial Times*, március 7. <http://blogs.ft.com/the-a-list/2012/03/07/greece-s-private-creditors-are-the-lucky-ones/?Authorised=false#axzz1oT9A4cmS>.
- RUPAREL, R.–PERSSON, M. [2011]: *A House Built on Sand? The ECB and the Hidden Cost of Saving the Euro*. Open Europe, London.
- SINN, H.-W. (2011): Greek tragedy. *Vox*, július 26. <http://www.voxeu.org/article/greek-tragedy>.
- UNCTAD [2011a]: Country Factsheet – Hungary. http://unctad.org/Sections/dite_dir/docs/wir11_fs_hu_en.pdf.
- UNCTAD [2011b]: Country Factsheet – Ireland. http://unctad.org/Sections/dite_dir/docs/wir11_fs_ie_en.pdf.
- UNCTAD [2012]: Investment Country Profiles – Greece. http://unctad.org/en/Publication-Library/webdiaeia2012d9_en.pdf.
- VISVIZI, A. [2012]: The Crisis in Greece and the EU–IMF Rescue Package: Determinants and Pitfalls. *Acta Oeconomica*, Vol. 62. No. 1. 15–39. o.
- WEIZSÄCKER, J.–DELPLA, J. [2011]: Eurobonds: The blue bond concept and its implications. *Bruegel Policy Contribution*, No. 2.
- WHITTAKER, J. [2011]: Eurosystem Debt, Greece, and the Role of Banknotes. Munich Personal RePEc Archive Paper, No. 38406. http://mpa.ub.uni-muenchen.de/38406/1/MPRA_paper_38406.pdf.
- WOLFF, G. B. [2012]: A Budget for Europe's Monetary Union. *Bruegel Policy Contribution*, No. 2012/22.