

Az eurózóna a válság után: fiskális unió nélkül is működőképes monetáris unió

SOÓS KÁROLY ATTILA

*Közgazdászok széles körében elterjedt nézet az, hogy egy monetáris unió nem igazán működőképes az USA-belihez lényegében hasonló fiskális unió, ezen belül is fiskális kockázatközösség nélkül. Ez a nézet azonban végső soron megalapozatlannak bizonyult: az eurózóna túlélte egy súlyos válságot, működőképes volt és maradt úgy, ahogy létrehozták: egy vele párosuló fiskális unió nélkül. Az euróválság 2010 elején Görögország fiskális válságaként tört ki. Az alapja azonban a válságországokká vált déli tagállamok – Görögországon kívül Portugália, Spanyolország, Olaszország, valamint a Dél és Észak között nehezen elhelyezhető Írország – gyors munkaadóegységköltség-növekedése, bér- és árinflációja volt. Az „északi stílusú munkaügyi koordináció” hiánya – több-kevesebb fiskális felelőtlenséggel és a déli államok inflációjához képest alacsony kamatokkal is párosulva – buborékgazdaságot hozott létre, rontotta ezen országok versenyképességét, folyó fizetési mérlegét, valamint fenntarthatatlan tőkebeáramlással járt. A tőkebeáramlás hirtelen leállása a korábbi évek fiskális felelőtlenségének káros következményeit is felerősítette. Az EU – tagállamainak aktív közreműködésével és az IMF segítségével – úrrá tudott lenni a válságon, annak ellenére, hogy kezelése során súlyos hibákat is elkövettek. További reformokra szükség van, de ezek bevezetésének lassúsága vagy elmaradása esetén sincs ok annak feltételezésére, hogy egy esetleges újabb hasonló válságot ne tudna az EU és az IMF kezelni, vagy valamely tagállam kilépésre kényszerülne, esetleg gazdasági megfontolásokból elhatározná a kilépést az eurózónából.**

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E3, E5, E6, F45, G01, G28.

* Köszönettel tartozom Berend T. Ivánnak, Halpern Lászlónak, Oblath Gábornak, Simonovits Andrásnak, Surányi Györgynek és az anonim lektornak a cikk korábbi változataihoz tett megjegyzéseikért és javaslataikért.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2019.63.9-10.3>

Soós Károly Attila, az MTA KRTK Közgazdaság-tudományi Intézet ny. tudományos főmunkatársa. E-mail: soos.karolyattila@krtk.mta.hu

Bevezetés – az amerikai fiskális unió és az EU szerény költségvetése

2009–2010 fordulóján a görög államháztartás addig titkolt problémáinak nyilvánosságra kerülésével és súlyosbodásával megkezdődött az euróválság (vagy az euróövezet válsága),¹ amely a nemzetközi pénzügyi válságnak az eurózónára és néhány ahhoz közeli, attól gazdaságilag erősen függő országra korlátozódó második szakasza volt. Számos közgazdász – elsősorban keynesiánusok és ehhez az irányzathoz közelállók, lehangosabban amerikaiak (a korai figyelmeztetésekről lásd *Masini* [2018] összefoglaló elemzését) – már jó előre felvetette, hogy a monetáris unió megfelelő fiskális unió nélkül problematikus, később pedig az utóbbi hiányával magyarázták részben a válság kirobbanását is, de főleg a súlyosságát és a hosszúságát. A fiskális uniónak nincs általánosan elfogadott definíciója. *Fuest–Peichl* [2012] különféle lehetséges elemeit sorolja fel. A bennünket érdeklő vitában a résztvevők általában egy vagy néhány tagállamot sújtó súlyos dekonjunktúra következményeit jelentős mértékben enyhíteni képes kölcsönös biztosítási, más megfogalmazásokban stabilizációs mechanizmusra gondoltak; ez leginkább egy közös, központi költségvetés lehet. Azt gondolták tehát, hogyha a monetáris unió körülményei között egy tagállam a valutáját nem tudja leértékelni, és egyéb monetáris politikai eszközökkel sem rendelkezik, akkor szükség van valamilyen tagállamok közötti fiskális támogatási mechanizmusra. Ez kipótolhatja az egyes tagállamok korlátozott fiskális intervenciók képességeit akkor, ha ezek némelyikét kedvezőtlen makrogazdasági események (aszimmetrikus sokkok) folytán súlyos gazdasági veszteségek érik. Rámutattak (*Eichengreen*, 1991) arra is, hogy az eurózóna az erről szóló elmélet (*Mundell*, 1961) értelmében nem optimális valutaterület. Sokkal kevésbé az, mint az USA tagállamainak összessége, például azért, mert a munkaerő elvándorlását a kedvezőtlen konjunktúrájú államokból itt sokkal inkább fékezik nyelvi, kulturális és más különbségek, és a konjunktúraingadozások is kevésbé integráltak, párhuzamosak. Ráadásul a tőke- és hitelpiacok is kevésbé integráltak az eurózónában, mint az USA-ban. Az USA-ban a tőkejövedelmek áramlásai kiegyenlítik az államok közötti aszimmetrikus sokkok jövedelemegyenlőtlenségi következményeinek egy részét, egyes számítások szerint 40 százalékát, a hitelpiacok pedig kiegyenlítenek további 25 százalékot (*Asdrubali et al.*, 1996, *Hoffman–Sorensen*, 2012). A kevésbé integrált tőke- és hitelpiacok körülményei között az eurózónában az egyes országok jó vagy rossz konjunktúrájának hatásai piaci folyamatok révén meglehetősen kevésbé

¹ A válságnak és hosszas, bonyolult kezelésének tengernyi irodalma van (*Blustein*, 2016, *Brunnermeier et al.*, 2017, *Stiglitz*, 2018).

egyenlítődnék ki, terülnek szét az egységes valutaterület egészén. Az elmélet szerint az eurózónában tulajdonképpen nagyobb szükség van a tagállamok közötti fiskális támogatási mechanizmusra, mint az USA-ban.

Föderális felépítésű államokban mindig van központi költségvetés. Az Egyesült Államokban ez adja az összes állami (közösségi) költségvetés kétharmadát, a maradék egyharmadon az államok, a megyék, a helyi hatóságok osztoznak. Az amerikai szövetségi kiadások a GDP-hez mérve általában 20 százalék körüliek. A nemzetközi pénzügyi és gazdasági válság folyamán ideiglenesen magasabbra szöktek, 2009-ben megközelítették a 25 százalékot. (Az adatok forrása: a Federal Reserve Bank of Saint Louis FRED adatbázisa: <https://fred.stlouisfed.org>) Az USA esetében a szövetségi költségvetés nem olyan módon játssza el biztosítási szerepét, hogy kimentené a csődből a dekonjunktúra által sújtott tagállamok költségvetését. Ehelyett leginkább azzal játszik biztosítástermészetű szerepet, hogy számos szociális jellegű és így politikailag rendkívül kényes funkciót jelentős részben maga teljesít. Ilyenek az állami nyugdíj, jelentős foglalkoztatási gondok esetén a munkanélküliségi járadék fizetése, az egészségbiztosítás. Ezeket a jövedelmeket (ellátásokat) így a helyi dekonjunktúra nem vagy csak kevésbé érinti. Emellett a szövetségi költségvetés által beszedett személyi jövedelemadó progresszív, tehát előnyös a rosszabb helyzetű államok, területek számára. Az államok közötti nettó jövedelem-újraelosztás mértéke így is csekélynek tűnik. Azt az Európai Bizottság (EB) által megbízott kutatócsoport az USA-ban az 1970-es években a (szövetségi) GDP 2,5 százalékának (a régiók közötti újraelosztást az Egyesült Királyságban a GDP 3,7, Olaszországban 4,2 százalékának) találta (MacDougall Report, 1977, I. rész, 31. o.). Ezek az arányok azóta sem változtak lényegesen (IMF, 2013). Ezekhez a számokhoz képest jelentős az újraelosztás hatása. *Pisani-Ferry et al.* [1993] szerint az USA-ban a kérdéses újraelosztás átlagosan 17 százalékkal csökkentette a regionális aszimmetrikus sokkok jövedelmi hatását. *Pogoshyan et al.* [2015] egy módszerrel 5, egy másikkal 12 százalékosnak találta ezt a hatást. Egy több korábbi kutatás eredményeit összefoglaló tanulmány (IMF, 2013) úgy találta, hogy néhány nagy föderális berendezkedésű országban a központi költségvetési újraelosztások a regionális sokkok jövedelmi hatását 15–30 százalékkal csökkentik. Az USA-ra – amelynek szövetségi költségvetése és annak regionális jövedelem-újraelosztó része is a legalacsonyabbak közé tartozik – az alsó határ érvényes. Kutatások (az USA esetére) azt is kimutatták, hogy a jövedelemkiegyenlítésben lényegesen nagyobb szerepet játszanak a szövetségi adók, mint a szövetségi kiadások (*Sachs–Sala-i-Martin*, 1991).

Az USA-val szemben az EU-ban és azon belül az eurózónában (amelynek nincs is külön költségvetése) a fiskális kockázatmegosztás „majdnem nem létező” *Allard et al.* [2013, 15. o.] szerint. Nincsenek közös adók, és az EU költségvetési kiadásainak területén a közös döntéshozatal az összes GDP alig több mint egy (a 2014–2020-as költségvetési periódusban 1,1) százalékának megfelelő mennyiségű pénzeszközre terjed ki. Ez a GDP 35–55 százalékára rúgó tagállami költségvetésekhez képest nagyon csekély mértékű központi újraelosztást jelent, fiskális unióról itt nem lehet beszélni. Különösképpen nem mondhatjuk, hogy ez a költségvetés alkalmas lenne érdemi stabilizációs szerepre a dekonjunktúrába kerülő tagállamoknál (*Kengyel*, 2019, 522. o.).²

A fiskális kockázatközösség egykori tervei az eurózónában

A monetáris unió (hivatalos nevén Gazdasági és Monetáris Unió – GMU) első tervei jelentős méretű közös költségvetéssel számoltak. És amennyiben a dokumentumok ezzel kapcsolatban részletekbe is bocsátkoztak, annyiban ennek jórészt kölcsönös biztosításjellegű működését vetették fel (noha ennek mechanizmusait nem taglalták). Az EB által az integráció fiskális összefüggéseinek tanulmányozására 1976-ban felállított kutatócsoport jelentése a közösségi költségvetés akkori nagyon korlátozott terjedelme mellett nem is tartotta megvalósíthatónak a monetáris uniót (*MacDougall Report*, 1977, I. rész, 12. o.). A kívánatos nagyobb közös költségvetés kapcsán pedig a dokumentum szólt arról, hogy egy-egy tagállamot érhet olyan hátrányos makrogazdasági hatás (ma aszimmetrikus sokkot mondanánk), amelynek hatását legalább részben ellensúlyozni kell. Ebben a nemzeti monetáris politikák megszűnésével egy-egy ország szintjén eltűnik a monetáris eszközök makrogazdasági célokra való alkalmazásának lehetősége – szükség lehet a közösségi költségvetés segítségére (*MacDougall Report*, 1977, I. rész, 12. o.). Később a GMU első részletes tervét tartalmazó *Delors*-jelentés (*Delors*, 1989) noha hangsúlyozta a különféle regionális egyenlőtlenségek kezelésének kiemelt fontosságát, mégis megalkudott a csekély közösségi költségvetéssel: a strukturális és regionális alapok már korábban elhatározott megduplázásával. Ennek a tervnek a fő vonalain alapuló GMU került bele az 1992. évi maastrichti szerződésbe.

² A szerző ehhez hozzáteszi, hogy a kohéziós politikai transferek révén az EU költségvetési kiadásainak van némi stabilizációs szerepe, és az is ebben az irányban hat, hogy a GNI-alapú tagállami befizetések összege az azonos befizetési kulcs miatt a mindenkor gazdasági teljesítmények függvényében alakul.

Azonban szakértői elemzések ezek után sem hagytak fel annak hangoztatásával, hogy a monetáris integráció megkövetel egy az akkor kirajzolódónál lényegesen nagyobb mértékű, érdemi fiskális kockázatmegosztásra alkalmas közös költségvetést (*Van der Ploeg, 1991, Wyplosz, 1991*). Egy 1993-ban készült kollektív szakértői bizottsági tanulmány is felvázolt egy ilyen rendszert. E szerint azok az országok kaphattak volna (vissza nem térítendő) juttatást, amelyekben a munkanélküliség mindenkori változása kedvezőtlenebb a közösség átlagánál (*Stable...*, 74–78. o.). Ez a javaslat azonban a tanulmány fő mondanivalóihoz képest erősen zárójeles volt. A szerzők szerint ilyen mechanizmus nélkül sem várható igazi baj. A dekonjunktúra által sújtott ország – különös tekintettel arra, hogy monetáris gazdaságélénkítési eszközei nem lesznek – rá fog kényszerülni fiskális lazításra, de ez nem fog gondot okozni, mert az euró tényleges bevezetéséig azok a (többségben lévő) országok is a Maastrichtban előírt határok alá fogják leszorítani államadósságukat és folyó költségvetési hiányukat, amelyek akkor ennél rosszabbul álltak. Így még az esetleg szükségessé váló lazítással sem fognak a GDP 3 százalékánál (lényegesen) nagyobb hiányt, 60 százalékánál (lényegesen) nagyobb államadósságot produkálni (*Stable Money...*, 45. o.). Ténylegesen azonban a fiskális fegyelem javulása csak alig élte túl az eurózóna létrejöttét megelőző felkészülési/teljesítménymérési időszakot, és később már romlott. Az eredetileg 1999-ben csatlakozott 11 ország és az egy évvel később belépett Görögország átlagos konszolidált, ciklikusan kiigazított költségvetési deficitje a GDP 1995-ös 7,4 százalékáról 1996–1997-ben 4,3, illetve 3,0 százalékra, 1998-ban 2,4-re, 1999-ben 1,5-re, 2000-ben 0,2-re csökkent, utána azonban nőtt: 2001-ben 2,0, 2002-ben 2,7, 2003-ban már a Növekedési és Stabilitási Egyezmény előírását meghaladó 3,2 százalék volt. Az átlagos konszolidált államadósság a GDP-hez viszonyítva 2000-ben 68,2 százalék volt, 2008-ra nem csökkent; igaz, lényegében nem is nőtt (68,7 százalék lett). 2009-ben – a nemzetközi pénzügyi és gazdasági válság hatására – már több mint 10 százalékponttal, 80,1 százalékra nőtt a 12 tagállamnak ez az átlagos eladósodottsági mutatószáma, de ez önmagában még mindig nem lett volna különösen aggasztó. (Az adatok forrása az Európai Bizottság AMECO adatlapja.)

Az euróválság kitörése és a bérkoordináció; a pozitív visszacsatolások

Súlyos aggodalmak akkor jelentek meg, amikor 2009–2010 fordulóján nyilvánosságra kerültek a görög államadósság és állami költségvetési hiány megdöbbentő valós számai: 2009 végén a GDP 126,7 százalékának felelt meg az államadós-

ság, ami az egy évvel korábbihoz képest 17,3 százalékpontos növekedést jelentett, és 15,1 százalékos (ugyancsak GDP-arányos) volt a költségvetési hiány (az adatok forrása: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/). Egyúttal napfényre került ennek a fiskális katasztrófának a nemzetközi dimenziója is: az előző évtizedben az ország folyó fizetési mérlege hatalmas, esetenként a GDP 12 százalékát is meghaladó deficitet mutatott (forrás: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tipsbp11/default/table?lang=en>). Ezután hamarosan kiderült és a figyelem előterébe került a másik nagy fiskálisdeficit-halmozó Portugália esetében is a hiány külföldi finanszírozása. „Érvénytelenné” vált az a korábban domináns nézet, amely szerint a gazdag centrumországok felől a perifériára irányuló masszív tőkeáramlás a felzárkózás kívánatos velejárója, tehát a pénzügyi (és persze a folyó) fizetési mérlegek aszimmetriái nem okoznak problémát (Ahearne et al., 2007). Az alapos közgazdasági elemzés jót is, rosszat is, fenntarthatót is, fenntarthatatlant is talált ezekben a folyamatokban (Gaulier–Vicard, 2012),³ azonban uralkodó nézetté az ilyen irányú tőkeáramlás általános hibáztatása vált.

A piacok reakciója a jól ismert „sudden stop” (a tőkebeáramlás hirtelen leállása) volt. Az előző években jelentős folyó fizetésimérleg-hiányt felhalmozó tagállamok sorban elvesztették az ilyen hiányok további finanszírozásának lehetőségét, mert a piac nem fogadta el az újonnan kibocsátani kívánt kötvényeiket (Baldwin–Giavazzi, 2015b, 19. o.). A már a piacon lévő kötvények kamata – hozama – pedig igen magasra szökött, a 10 éves lejáratú görög államkötvény esetében a maximumot, 48,6 százalékot 2012 márciusában érte el, azóta sem esett vissza 2005. júniusi 3,2 százalékos mélypontjára, amely teljesen irreális módon két százalékponttal sem haladta meg a hasonló német államkötvény hozamát (Akram–Das, 2017). A válságországok közé került Írország és Spanyolország is, két olyan ország, amelyekben a folyó fizetésimérleg-hiány mögött nem állt fiskális deficit. (2000–2007 között évi átlagban a görögöknél a GDP 5,4 százaléka, a portugáloknál a GDP 3,7 százaléka volt a hiány; ezzel szemben az íreknél 1,5, a spanyoloknál 0,3 százalékos többlet volt.) (Kash, 2011a, 2011b). Igazán felelős fiskális politikáról azonban az utóbbi két ország esetében sem beszélhetünk. Ugyanis gazdaságuk túlfűtöttsége, a potenciális feletti szintű GDP-jük jobb fiskális teljesítményt indokolt volna. (A ciklikusan kiigazított átlagos GDP-arányos költségvetési többlet a nyolc évben csak 0,2 százalék

³ Egy másik elemzés szerint „a valutaövezeti tagság ... legfeljebb kijebb tolta, de nem iktathatta ki a makrogazdasági folyamatok fenntarthatósági korlátait, hiszen a GDP-arányos adósságok egy pénzügyi unió tagországaiban sem emelkedhetnek minden határ nélkül (Neményi–Oblath, 2012, 674. o.).

volt Írországban, Spanyolországban pedig így számolva 1 százalékos hiány adódik. Persze a ciklikusan kiigazított egyenleg a görög és a portugál esetben is rosszabb volt – 7,6, illetve 4,6 százalék – a fenti korrigálatlan adatoknál.) (http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/) A folyó fizetésimérleg-hiányokat és az ezeket fedező jelentős tőkebeáramlást nemcsak az utóbbi két ország, hanem részben Görögország és Portugália esetében is a gazdaság (ingatlan- és más eszközárak emelkedését is előidéző) túlfűtöttsége okozta. A kérdéses túlfűtöttséget részben az eurózónán belül kevésbé különböző – az említett országok viszonylag gyors inflációjához képest alacsony – kamatlábakra lehet visszavezetni (Berend, 2013). A túlfűtöttség másik fontos magyarázó tényezője az eurózóna tagországai két országcsoportja közötti fontos intézményrendszerbeli különbségből fakadt. A némi leegyszerűsítéssel kialakítható két csoport: az Észak, illetve a Dél. A déli országokban – Görögországban, Spanyolországban, Portugáliában, továbbá Olaszországban – és az Észak és Dél között egyébként nehezen elhelyezhető Írországban is megfigyelhető volt az erős bér- és keresetnövekedési hajlandóság: hiányzott az „északi stílusú munkaügyi koordináció”.⁴ Az erősen exportorientált, intézményeiben is ehhez alkalmazkodó Németországhoz, Hollandiához, Ausztriához, Finnországhoz és Belgiumhoz képest jóval gyorsabban növekedett náluk a munka névleges egységköltsége (NULC), ami a közös valuta miatt egyúttal a reális egységköltség divergenciáját is mutatja (Bibow, 2013a, 2013b). A jövedelmek gyors növekedése a déli országokban (a nemzetközi versenynek kitett

⁴ Hall–Soskice [2001] „koordinált piacgazdaságokként” írja le az északi államok csoportját, amelyeket exportvezérelt növekedéssel, a bérek koordinált és mértéktartó növekedésének támogatására alkalmas szakszervezetek jelenlétével jellemez. Ezzel szemben a déli országokban egymással versengő szakszervezetek teszik nehezzé a béremelkedés koordinálását, és ez inflációs hatással jár. Az eurózóna országainak béralku- és bérkoordinációs-rendszereit elemzi Höpner–Lutter [2014]. A szerzők azt vizsgálják, hogy e rendszerek tíz fő dimenziójának változatai (egyéb tényezők, például a GDP-növekedés üteme mellett) hogyan befolyásolják az önmérsékletre való hajlandóságot a bérek emelésében. A tíz dimenzió között szerepel például a dolgozók szakszervezeti szervezethez tartozásának hányada, a béralkuba való kormányzati beavatkozás mértéke stb. A szerzők azt találják, hogy az eurózónában átlag alatti munkaegységköltség-növekedés csak olyan országokban volt megfigyelhető, amelyekben „a szociális partnerségnek mély gyökerei voltak, amelyekben a bérkoordináció erősen intézményesített volt, és amelyeket évtizedek óta »korporatív irányzatúaknak« tartottak” (Höpner–Lutter, 2014. 19. o.). Ezek a sajátosságok sokkal inkább jellemzők voltak az északi, mint a déli országokra. A szerzők külön szólnak a legfontosabb és a béremelési önmérsékletben vezető északi országról, Németországról. Ott a dolgozókat a magasabb szintű bértárgyalásokon a szakszervezetek képviselik. Azonban 1995 után a vállalatok szintjén nagyon elterjedt az így megállapodott béremelésektől lefelé való eltérés, amelyet a vállalati munkatanácsokban tárgyalnak meg. A dolgozók a munkahelyeik védelmében vállalnak ilyen engedményeket. (Dustmann et al., 2014). Ez utóbbi cikk arra is rámutat, hogy az igen elterjedt vélekedéssel szemben a 2003-ban indult és a német munkanélküliség csökkentésében nagyon eredményes Hartz-reformoknak a német bérmérsékletben nem volt érdemleges szerepük (lásd még: Johnston et al., 2014).

ágazatokban is) árinflációs hatással járt, rontva ezeknek a gazdaságoknak a versenyképességét, ezzel a folyó fizetési mérlegeiket is. A tőkeimport lehetőségétől hirtelen megfosztott, túlfűtöttségéből visszaesésbe került gazdaságokban egy csapásra sok igény támadt állami segítségre, nem meglepő módon jórészt a bankrendszerben. A kormányok aligha tagadhatták volna meg a jelentkező igények teljesítését. Azonban a segítség „ördögi kör” (az általános szabályozáselmélet nyelvén pozitív visszacsatolás) forrása lett. Az ördögi kör abból kiindulva alakult ki, hogy a segítséggel nőtt az államadósság, ezzel csökkent az állam hitelképessége. Az ebből fakadó kamat- (hozam-) emelkedés csökkentette a korábban kibocsátott államkötvények értékét, és mivel a („saját”) bankok kihelyezései között ezek általában nem jelentéktelen súllyal szerepeltek, a bankokat veszteség érte. Nekik így újabb állami segítségre lett szükségük, amivel ismét nőtt az államadósság, és így tovább (*De Grauwe*, 2015). E folyamat „iskolapéldáját” lehetett megfigyelni Írországból 2008-ban és a következő években, amelyekben az állam (a későbbi megtérülések levonása nélkül számolva) a GDP 42 százalékát fordította bankok megsegítésére (OECD, 2011, 67. o., *Kinsella–Tiou-Tagba Aliti*, 2013). A spanyol bankok veszteségei és az azokból fakadó kényszerű állami támogatások is hasonló következményekkel fenyegettek (*Johnson*, 2012). Ez az ördögi kör nem is meglepő. Hasonló jelenség megfigyelhető volt az Egyesült Államokban is, amíg fennállt a tagállamok kormányai és a bennük működő bankok függése egymástól. Ezt csak az 1933 utáni reformok szüntették meg a Szövetségi Tartalékbank Rendszer (FED) potenciálisan korlátlan szövetségi költségvetési támogatásának biztosításával és a Szövetségi Betétbiztosító Intézet (FDIC) létrehozásával (*Kirkegaard–Posen*, 2018).

A válságországok helyzetét egy másik ördögi kör is súlyosbította. Gyorsan növekvő eladósodottságuk jelentőséget adott annak a ténynek, hogy az euró bizonyos értelemben nem a saját valutájuk. Az euró az eurózóna tagállamai számára ugyan nem idegen, de egyikük által sem uralt, ebben az értelemben nem saját valuta. Ez azt jelenti, hogy egyetlen tagország sem korlátlanul fizetőképes euróban.⁵ Ha a piac elkezd félni attól, hogy egy országnak nem lesz elegendő eurója ahhoz, hogy minden fizetési kötelezettségét teljesítse, akkor félelmét magasabb kamatokban fejezi ki. Ez természetesen tovább rontja az ország fizetőképességét, további kamatemelkedéshez vezet. Ha erre az ország kemény gazdasági megszorításokkal reagál, akkor deflációs spirálba kerülhet, tovább súlyosbítva saját fiskális válságát. Ilyen ördögi körbe kerültek a válságországok, és ezek a fenyegető folyamatok részben a sokkal kisebb folyó

⁵ *De Grauwe* [2015] rámutat arra, hogy ezt a jelenséget korábban olyan fejlődő országoknál figyelték meg, amelyek idegen valutában vettek fel hiteleket.

fizetésimérleg-deficiteket realizáló (de erősen eladósodott) Olaszországnál is megjelentek (*Giavazzi–Spaventa*, 2010, *Gros*, 2015, *Kash*, 2011a, 2011b, *Merler–Pisani-Ferry*, 2012).

Szokatlan monetáris és lassú fiskális segítség a válságországoknak

A válságországok segítségre szorultak. A segítség jelentős részben az Európai Központi Bankok Rendszerétől (ESCB), azaz az Európai Központi Banktól (EKB-tól) és az általa felügyelt nemzeti központi bankoktól érkezett. Már a Lehman Brothers amerikai beruházási bank 2008. októberi csődje után – amikor számos európai bank iránt megingott a bizalom, ami csökkentette piaci hitelfelvételi lehetőségeiket – megélnékült a nemzeti központi bankok hitelnyújtása „saját” bankjaiknak (erre van önállóan gyakorolható joguk szükséghelyzet esetén). Ezt támogatta is az EKB a hitelbiztosítékokkal kapcsolatos politikájának lazításával. Az euróválság kitörése után (2010 májusában) pedig az EKB már programot hirdetett meg a déli országok és Írország kormányai által kibocsátott értékpapírok vásárlására. Másfél évvel később a bankközi pénz- és hitelpiacok súlyos zavarainak elhárítása érdekében meghirdették a hosszú távú refinanszírozási műveleteket (long term refinancing operations, LTRO), amelyek keretében az EKB 1020 milliárd euró hitelt bocsátott a bankok rendelkezésére három évre, egyszázalékos kamattal. Ennek a hatalmas összegnek a 70 százalékát déli bankok vették igénybe, ugyanakkor főleg északi bankok parkoltattak 700 milliárd eurót EKB-betétben (*Sinn*, 2018, 6. o., *Steinberg–Vermeiren*, 2016, 396. o.) Az ESCB ilyen akciói – mint látni fogjuk – súlyos vitákat váltottak ki.

Kevésbé „újító” jellegű (nem monetáris eredetű) támogatást jelentettek a válságországoknak nyújtott hitelcsomagok. Ezek nyújtására két válságkezelést célzó kölcsönalapot is létrehoztak: 2010-ben az ideiglenes Európai Pénzügyi Stabilitási Alapot (European Financial Stability Facility [EFSF]), ezt 2012-ben az Európai Stabilitási Mechanizmussal (European Stability Mechanism [ESM]) váltották fel. Az EFSF–ESM – a Nemzetközi Valutaalappal (IMF) együtt – 2010 májusában és később, 2012-ben, majd 2015-ben is Görögországnak, 2010 novemberében Írországnak, 2011 májusában Portugáliának nyújtott hitelcsomag formájában „mentőövet”. Az IMF részvételére leginkább a szakértelme (vagy a másik oldalról nézve az uniós intézmények szakértelmének gyengesége) miatt volt szükség. Az IMF az egyébként igen nagy hitelcsomagokhoz viszonylag szerény összegekkel – például az ír 85 milliárd eurós csomag esetében 22,5 milliárd euróval (*Blustein*, 2016, 175. o.) – járult

hozzá. A hitelcsomagokat az országok kormányaival az Európai Bizottság (EB), az EKB és az IMF képviselőiből álló „trojka” tárgyalta meg. Speciális eset volt Ciprusé, amely 2013 márciusában kapott az ESM-től 9 milliárd euró hitelt, és ettől elkülönülten állapodott meg az IMF-fel egy egymilliárd dolláros hitelprogramról. Spanyolország pedig 2012 decemberében és 2013 februárjában kapott az ESM-től összesen 41,3 milliárd euró hitelt bankjai veszteségeinek rendezésére.

Az EFSF–ESM hitelcsomagok jóváhagyása meglehetősen nehézkes volt. Ez technikai értelemben jórészt abból fakadt, hogy az EFSF-ben (és az ESM-ben is) a részt vevő országok képviselői egyhangúlag (konszenzuálisan) hoznak döntéseket. Az EFSF nem volt (és az ESM sem) az EU intézménye, hanem annak szervezetén kívül áll, külön államközi egyezményen alapul. Az EB szeretné az ESM-et „bevinni” az EU-ba és Európai Valutaalappá alakítani. Ez az átalakítás elsősorban épp a konszenzusos döntéshozatal szavazattöbbségivé változtatását célozná (és így az Európai Valutaalap lényegében az IMF-hez és más nemzetközi pénzügyi intézményekhez hasonlóan működhetne). Egy ilyen átalakításnak azonban súlyos, korántsem technikai akadályai vannak. (Ezzel a cikk későbbi, Az integráció politikai korlátai és a nélkülözhető fiskális unió című részében foglalkozunk.)

Nem görög bankok megmentése görög katasztrófával

A görög állampénzügyi katasztrófa rövid bemutatását egy Írországhoz kötődő történettel vezetjük be, amely az ennek az országnak 2010 novemberében nyújtott EFSF–IMF-hitelcsomaghoz kapcsolódott. Az ír állam 2007 utáni – már említett – horribilis mértékű adósságnövekedését túlnyomó részben az okozta, hogy a kormány megtérítette a főleg az ingatlanpiaci válságból fakadó banki veszteségeket. Az IMF-nek nem tetszett az, hogy közpénzt balul sikerült magánspekulációk következményeinek felszámolására használtak fel, és a kormánynak azt javasolta, hogy legalább az egyébként is felszámolás alatt álló Anglo-Irish Bank veszteségét ne térítse meg. A dolog nem volt egyszerű, mert ez a bank nagy kölcsönöket kapott francia és német bankoktól, amelyekre ráadásul az ír kormány garanciát vállalt. Ilyen helyzetben a nem fizetés általában súlyosan rongálhatja az érintett kormány hitelképességét; ezt nehéz vállalni. Esetünkben azonban a piac már többé-kevésbé beárazta azt, hogy szorult helyzetükben az írek egy amúgy is becsődölt bank nevében nem fognak fizetni. A kormánynak tehát már nem volt igazán vesztenivalója, és el akarta fogadni az IMF javaslatát. Ezt azonban az uniós intézmények elutasították. *Jean Claude*

Trichet, az EKB akkori elnöke azzal fenyegetőzött, hogy ha nem fizetnek, akkor az EKB kizárja az ír bankokat a likviditási hitelek nyújtásából (*Blustein*, 2016, 171–175. o.). Ezzel Írország kiesett volna az eurózónából, amit a kormány természetesen nem vállalhatott. A hitelcsomag az ír állam adósságává vált, miközben részben német, francia és más bankok veszteségektől való megmentésére szolgált. A szerencsétlen ügyre a londoni *The Financial Times* is ráirányította a figyelmet⁶ (*Wolf*, 2010). A bankmentések magasra, de azért még kezelhető szintre – 2012-re már a GDP 119,9 százalékára – emelték Írország államadósságát. A veszteségektől megtisztított bankok értékesítésével és más intézkedésekkel azonban a kormány ki tudott kapaszkodni a bajból: 2015-re a GDP 76,8 százalékára csökkent az államadósság.

Görögország rosszabbul járt a külföldi bankkapcsolatokkal. Igaz, katasztrófáját részben az is okozta, hogy a válság előtti „induló” államadóssága (2007-ben a GDP 103,1 százaléka) sokkal magasabb volt, mint Írországé (23,9 százalék). (Az adatok forrása: <https://www.esm.europa.eu/> és http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/.) A görög államkincstár már 2010 márciusában sem tudott kötvényeket eladni olyan hozam mellett sem, amelyet képviselői maguk is fönnttarthatatlanul magasnak ítélték (*Smith*, 2010). A GDP 126,7 százalékára rúgó 2009 végi adóssága igen magas volt; ezt tetézte annak gyors növekedése, bizonyos állami bevételeinek elzálogosítása és a bizonytalanság, amely a korábbi adathamisításokból adódott. Adósságcsökkentés nélkül az IMF nem tartotta kezelhetőnek a görög államkincstár helyzetét. Ezt a megoldást azonban akkor még egyáltalán nem – az adósság egy euróval való csökkentését sem – tudta elfogadtatni az EU vezető szerveivel. Közismert volt az, hogy a görög állam és bankok külföldi adósságait jelentős részben francia és német bankok finanszírozták – 2010 első negyedében, az első EFSF–IMF hitelcsomag előtt a külföldi székhelyű bankok 209 milliárd dollárnyi kihelyezésének 53 százalékát (a Bank for International Settlements adatai szerint, lásd: <https://stats.bis.org/>). Az érintett bankok egyébként is súlyos veszteségeket szenvedtek el és okoztak a francia, illetve a német adófizetőknek. A második görög hitelcsomag kialakításakor, 2012 tavaszán (március végi adatok szerint) a külföldi bankok összes, 97,2 milliárd dollár értékű kihelyezésének 65 százalékát finanszírozták francia és német bankok. 2012 tavaszán az előző év végi, a GDP 172,1 százalékának megfelelő államadósság bázisán elfogadták a magánszektor részvételének (private sector involvement) elvét. Ez azt jelentette, hogy a görög államkötvények magánkézben lévő hányadának

⁶ A kormányoknak való felelőtlen nemzetközi hitelezés válságban játszott szerepét elemzi: *Győrffy* [2014].

névértékét 2012 márciusában 53,5 százalékkal, 107 milliárd euróval csökkentették.⁷ Azonban az államadósság így is kirívóan magas, a GDP 160 százaléka maradt az év végére. (Az adatok forrása: <https://www.esm.europa.eu/> és http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/.)

Elvileg természetesen lehet arról vitatkozni, hogy ilyen eladósodottság mellett lehet-e a piacra menni hitelért, de a gyakorlati döntést a piac hozta meg, amely nem volt vevő új görög államkötvényekre. Más szóval a kormány inszolvens maradt, az adósságpiacra való visszatéréshez további adósságcsökkentésre lett volna szüksége. Ez nyilvánvaló volt, mint ahogy az is, hogy ennek ellenzésében fontos szerepe volt a hiteleket nyújtó külföldi bankok és az ő veszteségeiket fedezni kényszerülő államkincstárak érdekeinek.⁸ Az IMF szorgalmazta a csökkentést, de végül – az EB és az EKB nyomására – ismét beleegyezett egy olyan hitelcsomag nyújtásába, amellyel nyilvánvalóan nem állhatott helyre a görög állam hitelképessége. Az ilyen – további hitelcsomagoknak megágyazó – „mentőakciók” súlyosan ártottak az IMF (már korábban, a 2001. évi argentin válság hasonlóan elhibázott kezelése által megtépázott) hírnevének,⁹ és persze az EB és az EKB hírnevének is. Némi adósságcsökkentéssel elismerték a görög államcsődöt, de a fenntarthatatlan államadósság meghagyásával mégsem ismerték azt el igazán. Pedig elvileg – melleleg a maastrichti szerződésnek ellentmondó, de aligha helyteleníthető módon – elismerték az eurózónán belüli államcsőd lehetőségét azzal, hogy az ESM létrehozásáról szóló Euró Plusz Egyezményben (European Council, 2011) elrendelték, hogy 2013-tól az eurózóna tagállamai olyan kollektív akciós klauzula nélkül nem bocsáthatnak ki kötvényeket, amely a hitelezők minősített többsége által elfogadott kényszeregyezséget (kötvényértékcsökkentést) az összes hitelezőre nézve kötelezővé teszi. Ez a szabály nem más, mint felkészülés olyan kényszeregyezésekre, amelyek államcsődök kezelését szolgálják.

⁷ Valójában a magánkézben lévő hányad 97 százalékát érintette az akció, a kötvények maradék három százalékának tulajdonosai elzárkóztak a programban való részvételtől.

⁸ Bár kevesen fejezték ezt úgy ki, mint *Varufakis*, aki később, 2015-ben néhány hónapon át görög pénzügyminiszter volt. (*Bosotti*, 2018).

⁹ A 2001-es valutaválságában Argentína IMF-hitelt kért. A szakértők egy része támogatta a kérelmet, mások úgy látták, hogy az argentin kormány teljesíthetetlen fizetési kötelezettségeket vállalt, és a kérés teljesítésével nem tudnának rajta segíteni. Végül mégis megadták a hitelt, és négy és fél hónap múlva az egész világot megrázó csőd következett. Az IMF hírnevének nagyon sokat ártott ez az esemény, és elhatározták, hogy „soha még egy Argentínát!”. Ez nemcsak az argentin esethez hasonló gyors csőddel járó program elkerülésének szándékát jelentette. A nagy elhatározás az volt, hogy csak olyan programba vágnak bele, amely visszaviszi az érintett országot a piacra, azaz képessé teszi arra, hogy piaci forrásokból finanszírozza az államadósságát. Márpedig az említett görög mentőcsomagok nyilvánvalóan nem feleltek meg ennek a követelménynek. Az IMF sok – éveken át szünet nélkül folytatott – vitával, de végül is megalkudott mindhárom csődhalogató görög hitelcsomaggal. Nagyrészt erről a vitáról szól *Blustein* [2016] könyve.

Oksanen [2016] szimulációs modellszámítása jól mutatja azt, hogy Görögország a szerencsétlen „mentőcsomagokkal” mennyire lehetetlen helyzetbe került – vagy mondhatjuk úgy is, hogy a csomagok mennyire lehetetlen helyzetben hagyták. A szerző az eurózónán belüli fiskális kockázatközösség egy automatizált változatát dolgozta ki. Ilyen automatizmusra előtte is tettek javaslatokat *Andor* [2014], *Artus* et al. [2013] és *Dullien* [2014].

Oksanen [2016] javaslata a potenciális GDP-től való eltérésekhez kapcsolt automatikus hitelnyújtási (és -visszafizetési, azaz kompenzációs) rendszer, amely abból indul ki, hogy amelyik ország egy (hétéves) időszakban GDP-je kedvezőtlen alakulása miatt összességében nettó kedvezményezett volt, az a következő időszakban visszafizeti azt, amit akkor kapott. Számunkra a szerző által végzett próbaszámítások eredményei érdekesek, amelyek szerint megfelelő szabályok és mértékek alkalmazásával az eurózóna elmúlt évtizedében ez a rendszer – Görögország nélkül – működőképes lett volna. Ha nem is tette volna feleslegessé, jelentősen tehermentesíthette volna az ESM nehézkesen működő döntési mechanizmusát. Görögország azonban – a potenciálistól messze elmaradó tényleges GDP-je alapján – nagyon nagy támogatásokra lett volna jogosult a 2009-et követő években. És később nagyon aggodalmas lett volna a 2009–2016 között így felhalmozott, a GDP-je 25 százalékát elérő kompenzációs kötelezettsége. Ezt a következő években törleszteni kellett volna, amire egyébként is magas adóssága mellett aligha lett volna képes.

A magas induló eladósodottság – kezelhető – problémája

Egy esetleges újabb, a 2008–2014-eshez hasonló válság során más eurózóna-tagállamok is kerülhetnének a Görögorszáéhoz hasonló nehéz helyzetbe magas induló államadósság-szintjük miatt. Ugyanis az alacsony eladósodottság mostanra „kiment a divatból”. 2017 végén a GDP 88,9 százalékával már az eurózóna átlagában sem volt alacsony az államadósság, és a 19 tagállam közül csak hétben volt kisebb a GDP 60 százalékánál, négyben pedig meghaladta annak 100 százalékát is. (Az adatok forrása az EB AMECO honlapja: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco.) Ez azt jelenti, hogy az államadósság esetleges gyors növekedése számos tagállamot sodorhatna súlyos helyzetbe.

A magas eladósodottság szokványos módokon való csökkentése – ha gyors gazdasági növekedés nem látszik lehetségesnek – nehéz, áldozatos, hosszadalmas dolog. (Hiszen gyors növekedés esetén egyrészt könnyebb forrást kihalászni a hi-

teltörlesztésre, másrészt az eladósodottság – az adósság és a GDP hányadosa – a GDP növekedésével is csökken.) Felmerültek javaslatok, amelyek nem nyilvánvalóan megvalósíthatatlanok, mert nem politikailag elfogadhatatlan, hanem „trükkös” államadósság-csökkentésre tesznek javaslatot. Az egyik ilyen terv a mai államadósságok egy részét átterhelné az EKB jövőbeni seigniorage-jövedelmére, annak az egyes országokat megillető hányadára (*Páris–Wyplosz*, 2014). Egy másik terv a tagállamok jövőbeni bevételei egy részének nagyon hosszú távú elzálogosításával vásárolná vissza az államadósságok egy részét (*Corsetti et al.*, 2015). Ezek a tervek komolyan veendőek, mert nagyon fontos problémát oldanának meg. Az euróválság egyik – ha nem a – legfontosabb mozzanata volt a fertőzésveszély. A görög válság és néhány más ország időnként kiéleződő nehézségei kapcsán mindig felvetődött az, hogy a piac aggodalmai átterjedhetnek más erősen eladósodott és/vagy magas folyó deficitű országokra. Az ilyen fertőzésveszély a válság idején az irodalom fontos témája lett és napjainkig is az maradt (*Darvas et al.*, 2018, *Lucarelli*, 2012). Sajnos azonban egy ilyen terv – talán remélhető – megvalósulásából sem következnek az, hogy az eurózóna egyszer s mindenkorra megszabadulna az államcsődök veszélyétől. Az következnek belőle – és az sem lenne kevés –, hogy egy-egy súlyos fiskális válságba kerülő tagország csődbe engedhető lenne mások megfertőzésének a mainál sokkal kisebb veszélyével.

A pozitív visszacsatolások (az ördögi körök) megfékezése

Persze alacsony induló eladósodottság is válságot okozó mértékűvé nőhet, ha a növekedése gyors. Az előzőekben láttuk azt, hogy a gyors államadósságnövekedésnek két fő útja volt: két ördögi kör. Az egyik eredete az, hogy az eurózóna tagállamai (külön-külön) nem uralták korlátlanul saját valutájukat: nem bocsáthatták azt ki korlátlanul. Ezért a hitelezők aggódni kezdhettek akkor, ha egy tagország (adóssággal kapcsolatos és egyéb) külső fizetési kötelezettségei a bevételeihez képest kedvezőtlenül kezdtek alakulni, és erre kamat- (hozam-) emeléssel reagál, amivel tovább rontotta fizetőképességét, és ez további kamatemelésre készítette. A másik ördögi körben az egyes tagországok és azok bankjai egymásba kapcsolódó fokozódó eladósodásának, hitelképesség-vesztésének az alapja a romló minőségű aktívákkal (hitelportfólióval) rendelkező bankok rászorultsága volt „saját” államuk segítségére, továbbá az állam adósminőségének az ilyen segítségnyújtással összefüggő romlása.

Ami az első hibáskör-folyamatot illeti, az 2012 első felében több válságországban is kezdett fenyegető méreteket ölteni, és már-már magáért az euróért, annak fönmaradásáért is aggódni lehetett. Azonban a kibontakozó bajnak egy csapásra véget vetett az EKB egy újabb akciója, az azonnali készpénzes vásárlások (Outright Monetary Transactions, OMT) programja. *Mario Draghi*, az EKB elnöke 2012. júliusi beszédében még csak általánosságban annyit jelentett be, hogy „(m) andátumunk keretei között az EKB kész megtenni mindent, ami szükséges ahhoz, hogy megőrizzük az eurót. És higgyenek nekem, amit teszünk, elegendő lesz a cél eléréséhez” (European Central Bank, 2012). A piacokat már ez is kezdte megnyugtatni. Azután kiderült: a program lényege az, hogy az EKB kész volt a másodlagos piacokon korlátlan mennyiségben felvásárolni az eurózóna azon tagországainak államkötvényeit, amelyek segítségért az ESM-hez fordultak. Ez a program *Sinn* igen-csak meggyőző érvelése szerint nem volt egyéb, mint ingyenes Credit Default Swap (CDS) biztosítás az eurózóna kormányainak kötvényvásárlói számára.¹⁰ A piacokat kielégítette maga a biztosítás tényének bejelentése: a válságországok erősen csökkenő kamatfelárrakkal tudtak új kötvényeket kibocsátani. Így soha nem került sor egyetlen OMT-tranzakcióra sem. A másik előzőekben tárgyalt ördögi kör a bankok és saját (nemzeti) kormányaik egymásba kapcsolódó eladósodása, hitelképességvesztése sajnos nem intézhető el az előbbihez hasonló huszárvágással. A megoldás nyilvánvalóan a bankokat és kormányaikat összekötő „köldökzsinór” elvágásában keresendő: hosszabb távra ez a 2012-ben elfogadott célkitűzés. A célkitűzés neve bankunió,¹¹ és ez lényegében a bankügyek, a bankproblémák kezelésének a közösség szintjére emelését jelenti.

A bankunió első pillére az egységes felügyeleti mechanizmus (Single Supervisory Mechanism, SSM), amely egységesíti a felügyeleti szabályokat a bankunió országaiban (az eurózónában és a bankunióhoz csatlakozó más EU-tagállamokban). A rendszerszinten fontos bankokat az EKB ellenőrzi. Az SSM kialakítását nem övezték különösebb ellentétek, kiéleződött viták a tagállamok között. A bankunió további teendőire azonban ez már nem igaz (*Goyal et al.*, 2013).

¹⁰ „A piacokat ... nem győzték meg a fiskális mentőprogramok.... Ilyen intervencióra ... 2012 szeptemberében, a válság csúcán került sor az EKB OMT programjával. Elnevezése nagyon félrevezető. Valójában az OMT nem volt semmi egyéb, mint ingyenes Credit Default Swap (CDS) biztosítás az eurózóna kormányainak kötvényvásárlói számára. Ilyen biztosítást jelentett ugyanis az EKB azon ajánlata, hogy korlátlan mennyiségben vásárol vissza ilyen kötvényeket a befektetőktől, amennyiben az országok valamelyike bajba kerül, és segítségért az ESM-hez fordul” (*Sinn*, 2018, 7. o.).

¹¹ A Gazdasági és Monetáris Unió továbbfejlesztéséről szóló dokumentumok is nagy jelentőséget tulajdonítanak ennek. (European Commission, 2015, 11. o.)

A második pillér az egységes szanálási mechanizmus (Single Resolution Mechanism, SRM), amelynek gyakorlati felépítése 2014 augusztusában megkezdődött. A mechanizmus része az egységes szanálási bizottság, amely dönt arról, hogy egy fizetési nehézségekbe került bankot szanáljanak-e vagy felszámolják. A mechanizmushoz tartozik az egységes szanálási alap is, amely (a bankok hozzájárulásaiból származó) pénzeszközökkel támogatja az érintett bankok szanálását, de ehhez szükséges eszközei csak 2024-re érik el a szükségesnek ítélt összeget (az eurózóna bankjai és a bankunióhoz csatlakozott, eurózónán kívüli EU-tagállamok bankjai összes betétének egy százalékát, körülbelül 55 milliárd eurót). Az alap eszközeit néhány jelentősebb bank csődje kimerítheti, ezért szükség van fiskális támogatási háttérre (amellyel a kapcsolatának hosszú távon nullszaldósna kell lennie). Az EB javaslata szerint ilyen háttérrel a majdani Európai Valutaalap biztosíthat. Egyelőre a rendszer nem veszi célba azt, hogy a bankok szanálásában teljesen kiváltsa a nemzeti költségvetések szerepét (*Euractiv*, 2017).

A nemzeti kormányok és bankjaik közötti egymásrautaltságot, összefonódást a betétbiztosítási rendszerek egyesítése is csökkentheti. Az EB ezt is javasolja, annál is inkább, mert némely nagyobb, az eurózóna több országában aktív bank csődjét saját állama nem tudná kezelni. Nyilvánvaló, hogy a betétbiztosítási rendszerek egyesítése, az egyesített rendszer mögé megfelelő költségvetési garancia állítása nélkül a bankunió nem lehet teljes. E követelmények teljesülése nélkül fennmarad a bankok és saját nemzeti kormányaik közötti kölcsönös „életbiztosítási” kapcsolat, összefonódás, együtt a belőle fakadó veszélyekkel. Itt is – úgy, mint az egységes szanálási alapnál – a létrehozandó Európai Valutaalap biztosíthatná a kérdéses garanciát. Ha a garanciának összegkorlátja lesz, az csökkenti a hatását. Emlékeztetünk itt arra, hogy az USA-ban csak a Szövetségi Tartalékbank rendszere (Fed) és a szövetségi betétbiztosítás potenciálisan korlátlan szövetségi költségvetési biztosítása szüntette meg az eurózónához hasonló nexust a helyi bankok és a helyi kormányok között.

A nemzeti kormányok és bankjaik közötti összefonódás gyöngyítésére, felszámolására szolgáló további eszköz lehetne olyan kötvények forgalomba hozatala, amelyek valamilyen módon egyesítve tartalmazzák az eurózóna összes tagállamának államkötvényeit. Erre több elképzelést is kidolgoztak, de igazán használható eredményt (a tagállamok hitelképességi különbségei miatt) egyik sem adott.¹²

¹² A „Négy elnök jelentése” („Four Presidents’ Report”. *Van Rompuy*, 2012) már felvetette a problémát, de a nehéz technikai részletekbe nem bocsátkozott bele. Még ugyanabban az évben jelentkezett megoldási javaslattal a „Tommaso Padoa Schioppa csoport”. Egy európai adósságügynökséget hoztak volna létre, amelynek adósságait az összes tagállam egyetemleges garanciája fedezte volna. És minden tagállam az ügynökségen keresztül bocsáthatta volna ki adóssága 10 százalékát. Nyilvánvaló,

Az integráció politikai korlátai és a nélkülözhető fiskális unió

A politikai szélsőségek elmúlt évtizedben történt megjelenésével, megerősödésével súlyosabbak lettek az integráció előrehaladásának politikai akadályai.¹³ Azonban az akadályok jóval korábbi eredetűek. Mint az előzőekben tárgyaltuk, már a GMU több mint negyedszázada megszületett tervébe sem került bele egy nagyobb méretű közös költségvetés, ezen belül valamilyen mértékű fiskális kockázatközösség, stabilizációs eszköz (noha az előkészületek folyamán született szakértői vélemé-

hogyan adósságának erre a (kamatfizetésnél, törlesztésnél elsőbbséget élvező) részére minden tagállam ugyanakkora kamatot (hozamot) fizetett volna, és pedig a német Bund-kötvények hozamát. Azonban maga a Bund-hozam alighanem emelkedett volna, hiszen ebben a rendszerben (az általános kölcsönös garancia vállalásával) külön-külön mindegyik részt vevő kormány potenciális adósságterhe – így a német kormányé is – növekedett volna. A megoldást ezért a német kormány – általában az északi országok kormányai – nehezen fogadhatták volna el, annak ellenére is, hogy a javaslat fenn akarta tartani a fiskális szabályokat, megerősítve azzal, hogy az őket megsértő kormányokat fokozatosan megfosztották volna fiskális önállóságuktól. (Ez a déli országokban okozhatott vonakodást.) Ugyancsak még 2012-ben jelentkezett egy másik szakértői csoport a European safe bonds (európai biztonságos kötvények) ötletével (*Brunnermeier et al., 2012*). Ők a korlátozottabb hitelképességit tagállamok (kormányok) problémáját nem úgy igyekeztek kezelni, hogy egy országnak csak kevés kötvényét engedték volna belefoglalni a közös kötvénykibocsátási mechanizmusba (azzal, hogy ha a többit elbukják is, azt a keveset csak nem fogják elbukni). Ehelyett az egyes kormányok egyes kötvényeit bontották volna – a piacon ismert és kiterjedten gyakorolt módon – egy kockázatmentes (senior) részre, amelyet államcsőd esetén is kifizetnének, és egy másik, a veszteség kockázatát viselő részre. És a nemzeti kötvények így meghatározott senior részeit állították volna közös európai kötvények mögé. Ez a javaslat sem aratott általános szakmai sikert, például azért sem, mert a kötvények hosszú lejáratú alatt az egyes kormányok hitelképessége romolhat, amivel csökkenhetne a közös kötvény piaci értéke, és ez a többi kormány hitelképességére is rossz fényt vetne. Azóta további, még bonyolultabb ötletek is születtek a közös kötvényre. A legújabb megoldási kísérlet az Európai rendszerkockázati testület (European Systemic Risk Board, ESRB, az EU által a rendszerszintű pénzügyi kockázatok tanulmányozására létrehozott szervezet) nevéhez fűződik. A kísérlet – javaslat államkötvényekre támaszkodó értékpapírok (sovereign bond-backed securities, SBBS) kibocsátására (ESRB, 2018) – éppoly kevésbé talált pozitív konszenzusra, mint elődei. *Tonveronachi* [2018] erősen kritikus írása az adott próbálkozásra túlmenően a feladat megoldhatóságát is erősen kétségessé teszi. És itt persze még csak a pénzügyszakmai megoldhatóságról van szó. A tagállamok kötvényeinek egyesítése azonban, bármilyen körültekintő módon történne is, mindenképpen felvetne olyan politikai aggályokat, amelyekről később, az Európai Központi Bank fiskális szerepéről és a Stabilitási és növekedési egyezményről szóló részben írunk. Ha ez az egyesítés mégis megoldható lenne, az előrevinné a bankunió megvalósítását, de valójában sem nem elégséges, sem nem szükséges ahhoz. Az említett feltételek – távolról sem könnyű, elintéztetnek semmiképp sem tekinthető – megvalósulása a bankunióhoz elegendő lenne. *Tonveronachi* [2018] tanulmánya egyúttal javasolja azt, hogy az EKB maga bocsásson ki kötvényeket. Ezek a kötvények játszhatnák el az ESRB-tanulmányban javasolt SBBS-eknek azt a másik szerepét, hogy euróhozam-görbét adjanak, amely fontos a hatékony monetáris politika folytatásához.

¹³ „Sokkal mélyebb Európa egyszerűen el sem gondolható akkor, amikor Franciaországban a Nemzeti Front, Olaszországban az Öt Csillag Mozgalom, Spanyolországban a Podemos, Finnországban az Igazi Finnek, Hollandiában a Szabadságpárt a feltörekvő politikai erő, Németországban pedig a legutóbbi időkig az Alternatíva Németország számára volt az” (*Wyplosz*, 2015, 203. o.).

nyek ezt szükségesnek nyilvánították). Ennek legfőbb nyilvánvaló oka az volt, hogy egyes, fiskális szigorukról ismert országok (kormányok) tartottak attól az erkölcsi kockázattól, amelyet előidézhetek volna azzal, ha fiskális védőernyőt tartottak volna olyan országok (kormányok) fölé, amelyeket kevésbé jellemez a fiskális szigor.

És ez a félelem ma is jelen van. A németek és velük együtt az északi országok egy csoportja – a Hollandia által vezetett és Németország jóindulatú barátságát élvező (*Kahn*, 2018) Új Hanza Szövetség (New Hanseatic League) tagállamai: Dánia, Észtország, Finnország, Írország, Lettország, Litvánia és Svédország – fél attól, hogy a déli országok (Görögország, Spanyolország, Olaszország, Portugália és Ciprus) nem viszonyulnak igazán felelősen a költségvetési deficit, az államadósság problémáihoz, és a fiskális kockázatközösség megteremtésével a déliek tékozlásából fakadó bajokért nekik kellene fizetniük (*The Economist*, 2019). A portugál *Ervedosa* [2017, 137. o.] összefoglaló, kissé sértődött és túlzó jellemzése szerint „...Észak médiájában a Délt homogenizálták, »lényegére egyszerűsítették«, és »lefokozták« egy »mi és ők«, barát és ellenség duális univerzumban, ami jól ismert a gyarmatosítás időszakából. Ez a Délnek lustaként, irracionálisként, emócióorientáltként, szexualizáltként, pazarlóként, elmaradottként való bemutatását jelentette, miközben Németország, a narrátor ebben a »mi és ők« diskurzusban úgy mutatkozik meg, mint iparkodó, racionális, takarékos, modern ország.”

Német szemszögből a jelentős mértékű államháztartási deficit legfeljebb csak kivételes helyzetekben elfogadható – ilyen volt például a német újraegyesítést követő években, de akkor is inkább csak a kormány szerint volt elfogadható. A kormány-nál is konzervatívabb Bundesbank akkor sem helyeselte ezt, és a kormány túlköltekezésére válaszul kamatot emelt (*Marsh*, 2014). Különösen akkor vélnek bűnös könnyelműséget látni, ha egy kormány addig halmozza a deficiteket, míg végül adósságtörlesztési nehézségekkel kerül szembe, ezért segítséget kényszerül kérni. A szemlélet szigorát az is tükrözi, hogy ilyen helyzetekben a németek általában sokkal inkább hajlamosak inszolvenciát, mint illikviditást látni. *Brunnermeier* et al. [2017, 116. o.] elemzése szembeállítja ezt a francia megközelítéssel: „(h)a kétség merül fel – és az szinte mindig felmerül –, akkor a németek minden problémát szolvenciaproblémának látnak, viszont a franciák szerint likviditási problémáról van szó. Francia szempontból nézve a likviditási segítség nem kimentés az adósságból, nem sérti a kimentés (a maastrichti és a lisszaboni szerződések szerinti – *S. K. A.*) tilalmát”. De persze nagyon is sérti ugyanaz a segítség a kimentés tilalmát, ha – a német megközelítésnek megfelelően – inszolvenciáról van szó, azaz úgy kellene hirtelt nyújtani, hogy annak a visszafizetésére nem lehet számítani.

Az ilyen potenciálisan „végleges (egyirányú) fiskális transzferektől” (*Sapir*, 2016) való félelem a nyilvánvaló oka az előbbieken tárgyaltak közül például annak is, hogy az ESM döntéseit az eurózóna-tagállamok konszenzussal hozzák. Ezért halasztódik az EB terve, amely szerint az ESM-et többségi döntések alapján működő Európai Valutaalappá alakítanák. Németország (és a többi északi tagállam) tart az erősen eladósodott államok többségi döntésekben játszandó szerepétől, ragaszkodnak a konszenzusrendszer által biztosított vétőjogukhoz. (*Euractiv*, 2018.) Az északiaknak persze eszük ágában sincs elfogadni a fiskális segítségnyújtás „automatizált” rendszerét, sem annak már említett *Oksanen*-féle, sem más változatát.

Az északi országok ilyen félelmei kiterjednek a bankunió potenciális problémáira is. Így például német igényre került bele az egységes szanálási mechanizmus szabályaiba az, hogy ez az alap nem használható fel a 2014 előtti bankveszteségek pótlására, és az Európai Tanácsnak vétőjoga van az egyes bankok szanálásáról hozott döntésekkel szemben (*Euractiv*, 2017, *Steinberg–Vermeiren*, 2016). Hasonló aggodalmak az egységes betétbiztosítási alap tervével kapcsolatban is vannak: az északi országokat aggasztja az, hogy a veszteségek átháríthatósága erősítheti a bankok viselkedésében az erkölcsi kockázatot, és szükségesnek tartanak azt, hogy a bankok betétbiztosítási hozzájárulását egyedi kockázati mutatóik figyelembevételével állapítsák meg (OECD, 2018, 42. o.).

Nyilvánvaló, hogy mai állapotában a bankunió csak enyhíti, de nem szünteti meg a bankok és kormányaik tagállamszintű nexusát és az ebből fakadó veszélyt. A bankunióból egyelőre lényegében csak az egységes felügyeleti mechanizmus működik. De ez is jóval több, mint semmi. Alkalmas arra, hogy a Központi Bankok Európai Rendszere (ESCB) szintjén jelezze a banki aktívák esetleges súlyos minőségromlását és megfelelő intézkedések meghozatalának szükségességét. Az előzőekben mondottak szerint a következő néhány évben ennél sokkal több nem is várható a bankuniótól. Az érintett tagállam azonban kaphat az ESM-től hitelt, éspedig kifejezetten bankjai helyzetének stabilizálására is. A spanyol példát már említettük, és jegyezzük itt meg: az ESM hitele elegendő segítségnek bizonyult ahhoz, hogy Spanyolország stabilizálja súlyos veszteségeket elszenvedett nagybankjai helyzetét, ezzel kikerüljön a válságországstátusból – azaz a továbbiakban hivatalos hitelekért való kilincselés nélkül, a piacról tudja fedezni hitelfelvételi szükségleteit.

Az EFSF–ESM többi említett (nagyobb részben az IMF-fel együtt nyújtott és a még tárgyalandó egyéb intézkedésekkel is kiegészített) hitele is hasonlóképpen eredményes volt, a görög hitelcsomagok kivételével, amelyekről valójában nem is várták a görög államkincstár piaci hitelképességének helyreállítását. Nagyon fontos azon-

ban az, hogy megértsük: a görög katasztrófa elkerüléséhez nem lett volna szükség fiskális unióra. Egyszerűen csak arra lett volna szükség, hogy egy nyilvánvaló államcsődöt, azaz inszolvenciát ne próbáljanak illikviditásként kezelni. El kellett volna fogadni azt, hogy néhány Athénnek felelőtlenül hiteleket nyújtó bank elszenvedje ennek hasonló esetekben megszokott következményeit. Ha ezek a bankok ezután segítségre szorultak volna, akkor – minthogy akkor még nem volt bankunió – saját kormányuk kincstárának kellett volna stabilizálnia őket.

Az elmondottak alapján leszögezhetjük, hogy egy igen súlyos válságban a monetáris unió fiskális unió nélkül működőképesnek bizonyult (és ezt a sajátos görög eset nem cáfolja). A fiskális unió helyett ehhez elegendő volt egy hitelalap – mint láttuk, ráadásul meglehetősen nehézkes – működtetése (a következő részben tárgyalt egyéb intézkedésekkel együtt). Meg kell jegyezni, hogy volt, aki ezt előre látta. *Buiter* [1997, 22. o.] – határozottan elutasítva a fiskális unió nélkülözhetetlenségének gondolatát – 1997-ben leszögezte, hogy „amire az EU-nak szüksége van ahhoz, hogy kompenzálja a nemzeti monetáris szuverenitás és a névleges valutaárfolyam elvesztését, az egy nemzetközi transzfermechanizmus, amely képes ideiglenes (azaz önmagukat megszüntető) transzferek megvalósítására az országok között”. A szerző ezt a meglátását arra a tényre alapozta, hogy egy nem túlságosan nagy és erősen nyitott gazdaságban a nemzeti valuta leértékelése csak nagyon korlátozott és rövid ideig tartó védelmet ad ahhoz, hogy egy aszimmetrikus sokk hatását kivédjék. Tehát aránytévesztés az a nagyon elterjedt nézet, amely szerint a monetáris unióban rendelkezésre nem álló leértékelést mint védőeszközt feltétlenül mély fiskális unióval (mondhatnánk: a csúzlit atomfegyverrel) kellene helyettesíteni. A *Buiter* által cáfolt nézet lényegében az optimális valutaterület már említett elméletének része.¹⁴

Az Európai Központi Bank fiskális szerepe és a Stabilitási és növekedési egyezmény

Az EKB kiemelkedően fontos szerepet játszott a válság kezelésében. Lényegében fiskális jellegű feladatokra vállalkozott. Ezeket a cikk két korábbi – a Szokatlan mo-

¹⁴ Ennek az elméletnek a túlzásait *Buiter* [1997, 22. o.] általában más pontokon is bírálja. Például kifogásolja azt, hogy a nemzeti valuta leértékelésének alternatívájaként kezelik a munkaerő országok közötti mozgását (*de Grauwe*, 1997, 73–76. o.), amely rendkívül költséges és kiváltó okaira lomhán reagáló folyamat, ezért nem alkalmas az árfolyam-ingadozásokat kompenzáló szerepre.

netáris és lassú fiskális segítség a válságországoknak, illetve A pozitív visszacsatolások (az ördögi körök) megfékezése című – részében tárgyaltuk.

Az EKB ilyen szerepe elleni tiltakozásul lemondott *Axel Weber*, a német Bundesbank elnöke és *Jürgen Stark*, az EKB (német) főközigazdásza. A 2011-ben hivatalba lépett új Bundesbank-elnök, *Jens Weidmann* is élesen ellenzi, nyilvános beszédeiben is, az EKB pénzmennyiség-növelési, bankmentő, államkincstárak fizetőképességét javító tevékenységét.¹⁵ Mindezek kapcsán azonban *Steinberg–Vermeiren* [2016, 402. o.] joggal mutat rá a német érdekek belső ellentmondásaira. Igaz, a maastrichti szerződésbe (az EKB feladatainak meghatározásába) a német kormány vitte be a szigorú Bundesbank-szellemet.¹⁶ Azonban az euróválság kezelése folyamán a német kormányzat épp az EKB fiskális szerepének ellenzéséből adta fel a legtöbbet azok közül a szigorú elvek közül, amelyeket a monetáris unió kialakításától az euróválság kezdeti időszakáig határozottan képviselt. Az előző két részben láttuk, hogy az itt tapasztalható engedékenységgel szemben nagyon keveset és lassan adtak fel a (fiskális) transzferunióknak, a transzferek veszélyével járó intézmények elfogadásának ellenzéséből és a béreknek az infláció kordában tartását célzó koordinációjából.

Nagyon valószínűtlen, hogy az eurózóna ma még fönnállna, ha a német kormányzat az EKB fiskális jellegű szerepvállalása területén is olyan keményen ragaszkodott volna a korábbi elveihez, mint a fiskális kockázatközösség és (amiről a következő részben szólnunk) a bérszabályozás területén. *Steinberg–Vermeiren* [2016, 397. o.] hangsúlyozza, hogy ezzel Németország végső soron a déliek hitelezője lett. Lényeges azonban az, hogy ez olyan sajátos megoldás, amelyben nincs szó közvetlen hitelnyújtásról, adósságvállalásról. Így nincs konfliktus sem az adófizetők szervezeteivel, sem a szövetségi adók növelését nem szerető tartományokkal (hanem csak a Bundesbankkal meg néhány száz közigazdással). Abból is rendkívül kellemetlen konfliktusok fakadhattak volna (a munkaadók különféle szervezeteivel), ha a kormányzat a béremelések területén támogatott volna felfelé irányuló eltérést a korábban megszokott normáktól. Ugyanakkor azonban a német társadalom semmilyen jelentős érdekcsoportjai nem vesznek részt az EKB monetáris politikájának alakításában, érdekeik közvetlenül nem kapcsolódnak ahhoz. Ezért a kormányzat számára

¹⁵ Például egy 2012-ben elmondott beszéde szerint „sem gyengélkedő bankok életben tartása, sem államkincstárak fizetőképességének megtámogatása nem tartozik a monetáris politika feladatkörébe” (*Weidmann*, 2012).

¹⁶ *Moravcsik* [2012] szerint a monetáris unió elfogadásáért cserébe Berlin engedményt nem tűrő követelése egy olyan európai központi bank volt, amely helyzetében még függetlenebb és mandátumában még inflációellenesebb, mint a Bundesbank.

könnyebb, kényelmesebb volt az elveket itt feladni, mint az előbbi területeken (uo., 395. o.).

Az EKB fiskális szerepvállalásában fontos fordulópont volt a 2012. szeptemberi OMT. Néhány hónappal korábban, a görög államadósság csökkentésekor az EKB – ugyanúgy, mint az ESM – még elsőbbségi hitelezői (preferred creditor) státuszt élvezett, tehát az ő követeléseit az akció során nem csökkentették. Az OMT kapcsán azonban az EKB feladta ezt a státuszát (*Reuters*, 2012). (Elsőbbségi hitelezőként a többi kötvénytulajdonosra hárította volna az egy válságország esetleges államcsődjéből fakadó veszteséget. Ezzel egyáltalán nem bátorított volna a kérdéses országok kötvényeinek vásárlására, holott épp ez volt a célja.) Ezzel a változással azonban már nem áll fenn az, hogy egy-egy tagország fiskális felelőtlenségével elsősorban önmagának okoz kárt.¹⁷

Így indokolttá vált az, hogy a közösség kontrollálja az egyes tagországok fiskális politikáját. Más szóval megeremtődött a sokat vitatott Stabilitási és Növekedési Egyezmény (SGP) létalapja, amelyről tehát ez után már nem mondható el az, hogy indokolatlanul korlátozza a tagállamok fiskális politikáját,¹⁸ és ezzel az automatikus stabilizátorok működését azok gazdaságában.¹⁹ Az SGP-ben szereplő konkrét szabályokról, mértékekről természetesen lehet vitatkozni. A válság tapasztalatai alapján az is megfontolható, hogy a fiskális folyamatok mellett a nemzetközi fizetésimérlegpozíciók ügye is belekerüljön az ellenőrzés rendszerébe. Megfontolandó, de nem itt tisztázandó kérdés az, hogy célszerű-e fenntartani a minden országra egyformán érvényes számszerű korlátokat – nem jobb-e helyett egy „bölcsek tanácsa” felállítása, amelynek nyomatékos ajánlásait a negatív piaci reakcióktól való félelem tartatja be a kormánnyal.

¹⁷ *Buiter* [1997, 29. o.] azzal magyarázta a Stabilitási és Növekedési Egyezménnyel szembeni elengetését, hogy egy tagállam esetleges fiskális felelőtlenségével elsősorban magának okoz kárt. (Persze ezt 1997-ben, tehát akkor írta, amikor még messze voltunk a hamarosan létrehozandó EKB majdani fiskális szerepvállalásától.)

¹⁸ Tehát az adott rendszerbe nem illeszthető bele az a javaslat (*Eichengreen–Wyplosz*, 2016), hogy a tagállamok fiskális működésének központi ellenőrzését meg kellene szüntetni.

¹⁹ IMF-szakértők csoportjának az EU fiskális uniójáról szóló írása a következőképpen jellemzi a nemzetközi gyakorlatot. Az országok első csoportjában az országnál (a szövetségénél) alacsonyabb szintű kormányzatok pénzügyi fegyelmét megerősíti egy hiteles »ki nem mentési« szabály és az önként vállalt deficitkorlátok (USA, Kanada). A másik szélsőség esetében, ahol hasonló decentralizált kormányzatokat a közelmúltban kimentettek, a félelem az erősebb központi felügyeletből adódik (Brazília és újabban Németország) (*Allard et al.*, 2013, 12. o.). A SGP-t, mint olyat eleve ellenző vélemények – bármilyen megalapozottak is sok más szempontból (*Wyplosz*, 2015, 204. o.) – figyelmen kívül hagyják a közösségi szintű kockázatvállalás és ellenőrzés közötti nyilvánvaló összefüggést.

Az északi, főleg a német szuper versenyképesség

A cikk korábbi részében rámutattunk arra, hogy az euróválság egyik fontos oka a munkapiaci intézmények heterogenitása volt: az „északi stílusú munkaügyi koordináció” hiányzott a déli országokban, és ez náluk viszonylag gyors bér- és árinflációt okozott, amivel hozzájárult folyó fizetési mérlegüknek a válságban kulcsszerepet kapott romlásához.

Gyakran vetik fel, hogy ez a heterogenitás lehetetlenné teszi az eurózóna normális működését. *Sapir* [2016, 185. o.] szerint „(a)z Eurózóna nem haladhat előre a munkapiaci intézmények ma főnálló heterogenitásával. A monetáris unió összes tagállamának rendelkeznie kell olyan intézményekkel, amelyek biztosítani tudják a bérek alakulásának a termelékenység növekedésével való összhangját.”

Sapirnak ez a megfogalmazása (és ehhez hasonlóan *Höpner–Lutter*, 2014 is) egyértelműen a délieket teszi felelőssé a munkaköltségek divergáló alakulásáért. Valójában a dolog nem ennyire egyszerű. Az EKB monetáris politikájának egyik alapköve a „két százalékos alatti, de azt megközelítő” infláció. Csakhogy Németországban 2000 és 2011 között a munka névleges egységköltsége (NULC) átlagosan (és így persze az egyes évek többségében is) jóval kisebb mértékben növekedett – egyes években csökkent –, így *Bibow* [2013a] joggal állapítja meg, hogy Németország (is) divergált. Az infláció erős korlátozására és az – úgymond a gazdaság versenyképességét tükröző – külkereskedelmi aktívumra való törekvés a német gazdaságpolitikát már az euró előtti időszakban is jellemezte (*Brunnermeier et al.*, 2017, 66. o. és 82. o.), de akkor a kereskedelmi partnerek számára „menekülő utat” hagyott valutájuk leértékelésének lehetőségére. 1999-től azonban ez a lehetőség (az eurózóna tagországai számára) megszűnt (*Steinberg–Vermeiren*, 2016, 390. o.).

Most a déliek „belső leértékeléssel”, azaz a bérek és az árak csökkentésével (reálleértékeléssel) segíthettek volna magukon. Ennek igazi lehetőségeit azonban mások mellett az EB is korlátozottan látta, ezért inkább az északi országoknak javasolt reálleértékelő politikát, azaz gyorsabb bér- és árinflációt (Commission, 2013). Ez utóbbi kikényszerítésére azonban az EB-nek nem voltak eszközei. Német részről pedig mindig elhárították az ilyen igényeket (*Issing*, 2014). A német kormányzat – közelebbről a Bundesbank, nevezetesen Weidmann, annak elnöke – csak egyszer, már a válság után, 2014 nyarán lazított (nem nagymértékben, de látványosan) ezen a szigorú antiinflációs politikán, amikor legalább háromszázalékos országos béremelést javasolt (és akkor a Bank közgazdaszai is béremelési követelésekre biztatták a Német Szakszervezeti Szövetséget). *Steinberg–Vermeiren* [2016, 402. o.] ezeket a

szokatlan akciókat azzal magyarázza, hogy a Bundesbank ezt kisebb hibának látta, mint az EKB úgynevezett pénzmenyiség-növelési (quantitative easing, QE) politikáját, amelyet más módon nem tudott akadályozni (feleslegessé tenni).

Az eurózóna fenntarthatósága

Persze amellet, hogy Németország milyen elveket adott fel (és milyeneket nem), az is fontos kérdés, hogy egyáltalán miért adott fel elveket. Miért hozott az NSZK áldozatokat az eurózóna megmentése érdekében?

Különbféle elemzések készültek arról, mit veszítene Németország az eurózóna megszűnésével. *Peterson et al.* [2013] szerint 2013–2025 között kibocsátásban 1,2 ezermilliárd euró lenne a veszteség. Ebben alapvetően az új német valuta elkerülhetetlen felértékelődéséből adódó versenyképesség-csökkenés következményeit vették számba: nem számoltak például az állam és az üzleti szektor külföldi követelésesei egy nem jelentéktelen részének behajthatatlanná válásával. *Steinberg–Vermeiren* [2016] a német társadalom fontosabb érdekcsoportjainak szempontjai alapján vizsgálja ugyanezt a kérdést. Az exportáló vállalatok (beleértve azok dolgozóit) sokat veszítenének. A bankokat nagy veszteségek érnék. Az adófizetők szervezetei hatalmas állami veszteségekkel szembesülnének. Németország – és általában az északi országok – számára aligha vonzó alternatíva az eurózóna megszűnése (vagy az abból való kilépés).

Bonyolultabb a probléma a déli országok szemszögéből nézve. Bér- és árversenyképességük gyenge, és javítása ugyanazon okok miatt nehéz, amelyek miatt az gyenge. Ez lassú növekedésre, folyó fizetésimérleg-deficitre és fiskális deficitre is hajlamosá teszi őket, ami miatt az északiaknál erősebben megszenvedhetnek minden kisebb-nagyobb válságot, ami jöhet. Sokan Messiást látnak a külön nemzeti valutákban, amelyek az eurózónából való kilépéssel rögtön mindent jobbra fordítanak. Azonban az új nemzeti valuták gyorsan és erősen leértékelődnének az euróhoz képest, amelyben a déli országok mai magán- és államadóságai nominálva vannak. Ezért adóssághegyekkel, súlyos veszteségekkel, valamint rövid és középtávra a mostaniaknál is súlyosabb növekedési problémákkal kerülnének szembe.²⁰ A monetáris és fiskális unió közötti szoros összefüggést hangsúlyozók gyakran hivat-

²⁰ A kilépés költségeiről vannak – elnagyolt – szakértői becslések. Például *Moravcsik* [2012] szerint „(h)a Görögország feladná az eurót, a gyors tőkekiáramlás, a tömeges bank- és vállalati csődök és egy nemzeti valutához való alkalmazkodás költsége valószínűleg elérne ezermilliárd eurót”.

koznak az első világháború előtti skandináv és latin – fiskális unió nélküli – monetáris uniók könnyű összeomlására (Bordo, 2004). Azonban az áru-, a szolgáltatás- és a tőkepiacok mai integráltsága mellett az új nemzeti valuták létrejöttével együtt járó árfolyam-ingadozások jóval nagyobb károkat okoznának az érintett országoknak, mint okoztak akkor, amikor az első világháború kirobbanásával a világkereskedelem egyébként is visszaesett.

Az új valuták leértékelődése inflációs nyomást is eredményezne. Ráadásul a kilépést a gazdasági szereplők nagyrészt nyilván (és helytállóan) az infláció megfékezésének alternatívájaként, az inflációs politika választásaként értelmeznék. Ha ilyen körülmények között mégis meg akarnák fékezni az inflációt, az drákói intézkedéseket tenne szükségessé. De ha ilyeneket hoznának, joggal lenne felvethető, hogy ezért kár volt kilépni az eurózónából. Ha viszont nem hoznának ilyen intézkedéseket, az elszabaduló inflációt akkor is hamarosan, nem kis károk okozásával meg kellene fékezni. És a kényes pénzügyi, makrogazdasági helyzetben újra szembe kerülnének azzal a – régről jól ismert – problémával, hogy mennyire nehéz és költséges tud lenni a nemzeti valuta árfolyamának kontrollálása.²¹

Ezeket az áldozatokat kellene vállalni azért, hogy a visszanyert monetáris szuverenitás meghozza a remélt gyorsabb növekedést. De vajon meghozná-e? Megpróbálhatjuk megítélni, hogy a nagy recesszió és az azt követő euróválság idején az eurózónához tartozás hogyan hatott a gazdasági növekedésre. Azt látjuk, hogy Olaszország és Spanyolország érezhetően lemaradt a növekedésben: egy lakosra jutó, vásárlóerő-paritáson mért GDP-jük 2008 és 2014 között rendre az EU-átlag 105 százalékaról 96-ra, illetve 102-ről 91-re csökkent. A görög relatív visszaesés ezeknél is nagyobb, 21 százalékpont volt, de Portugália esetében csak egy százalékpontos volt a csökkenés, Írország pedig két százalékpontos növekedést könyvelhetett el. Ugyanakkor az eurózónán kívül maradóok között öt százalékpontos visszaesést szenvedett el az Egyesült Királyság és három százalékpontosat Svédország. Legnagyobbat – 14 százalékpontot – Lengyelország, egy kívül maradó ugrott előre, de eurózónatagok követték: Litvánia 12 százalékponttal, továbbá Németország és Észtország 8-8 százalékponttal. Persze nem igazán meglepő, hogy néhány ilyen számadat nem mondja meg, hogy helyes vagy helytelen volt-e az euróhoz csatlakozni. Nem látszik segíteni a más tényezők hatásának kontrollálására többé-kevésbé alkalmas ökonometriai elemzés sem: az EKB kutatócsoportja nem talált semmilyen

²¹ Erről a problémáról – arról, hogy rugalmas árfolyamok esetén pénzügyi és más nominális sokkok ideiglenes változásokat okoznak a nemzetközi árakban és költségekben, amelyek alkalmazkodási költségeket vonnak maguk után – alapos elemzések találhatók *Buiter* [1997, 15–17. o.] írásaiban.

összefüggést az eurózónához tartozás és a gazdasági növekedés között, és azt is kimutatta, hogy az olasz növekedés lassulása nem a monetáris unióval, hanem korábban kezdődött.²²

Ugyanakkor azonban az a hit, hogy az eurózónából való kilépés jelentős kedvező következményekkel járna, sokfelé elterjedt. Például a Wolfson Economics Prize (<https://policyexchange.org.uk/wolfsonprize/>) pályázatot hirdetett, és 250 000 angol font jutalmat adott a „legjobb arra irányuló javaslatra, hogy egy ország lépjen ki az eurózónából”.²³ Csakhogy egy ilyen hitből nehezen fakadhat cselekvés. A nehézséget a politikai döntések egy fontos általános vonása okozza, nevezetesen az, hogy ezeknél a döntéseknél a rövid távú előnyöket és hátrányokat nagyobb, a hosszabb távúakat kisebb súllyal veszik figyelembe. Márpedig az itt mondottak szerint az eurózónából való kilépéssel súlyos, ráadásul nagy biztonsággal előrelátható rövid távú hátrányok állnának szemben legalábbis bizonytalan hosszú távú előnyökkel. Ezért nehéz elképzelni, hogy egy vagy több déli ország kilépne az eurózónából.²⁴

Végül is tehát nemigen számíthatunk az eurózónából komolyan kilépni akaró kormányok, országok felbukkanására. Egyes politikai mozgalmak handabandájában lehet szó kilépésről, és nem lehetünk biztosak abban, hogy nem áll elő valahol olyan politikai akarat,²⁵ amely mégis szakítást akar. A szakítás végül is lehetséges, de sokba fog kerülni.

Attól is aligha kell tartanunk, hogy egy néhány éven belüli, a 2010-ben elkezdődöthöz többé-kevésbé hasonló válság következtében valamilyen spontán, a tagállamok által nem kontrollált módon felbomlik az eurózóna, vagy néhány ország kihullását nem tudják megakadályozni. Hiszen nincs okunk feltételezni azt, hogy ilyen helyzetben nem használnák ismét a már alkalmazott válságkezelő eszközöket, megoldásokat. Azt sincs okunk feltételezni, hogy ezek az eszközök, megoldások –

²² Arra is rámutatnak, hogy bizonyos, sokak által tudni vélt összefüggések tévedésen alapulnak. Például az olasz gazdasági növekedés ismert lelassulása jóval az euró bevezetése előtt történt (*Del Hoyo et al.*, 2017).

²³ A győztes tanulmány címe „Leaving the euro. A practical guide” volt, Görögországot használta modellként (*Bootle*, 2012).

²⁴ A kilépés azzal a (hosszabb távú) hátránnyal is járna, hogy a kilépő(k) számára megszűnne a *Rose*-hatás, azaz az integrálódás közös valutából adódó erősödése, amelyet *Andrew K. Rose*-ról, az ilyen hatást behatóan elsőként elemző közgazdászról neveztek el (*Rose*, 1999). A hatás működéséről az eurózónában lásd: *Micco et al.* [2003], *Glick–Rose* [2016], *Vamvu et al.* [2016].

²⁵ *Bordo–Jonung* [1999] elemzése politikai döntéstől teszi függővé az eurózóna esetleges megszűnését, de nem hangsúlyozza egy ilyen döntés magas költségét. A szerzők szerint a Gazdasági és Monetáris unió (GMU) „közgazdászok által felvetett »gazdasági« gyöngeségeinek nem kell katasztrófához vezetniük” (32. o.), továbbá az eurózóna működésének alkalmazkodási-tanulási folyamata „folytatódni fog mindaddig, amíg az unió fönntartásának politikai szándéka jelen lesz. Ha egyszer eltűnik, akkor a GMU széteshet.” (33. o.)

bármilyen tökéletlenek is – nem hoznának ismét lényegében megnyugtató eredményeket.

Ami a hosszú távot illeti, az eurózóna fenntarthatósága mellett újabban már nemcsak egyes írások, hanem cikkgyűjtemények is állást foglalnak (*Baldwin–Giavazzi, 2015a*). Ezek szerzői azonban a fenntarthatóságot jelentős változások feltételéhez kötik. Például *Johnston et al. [2014]* és *Sapir [2016]* szerint hosszú távon feltétlen szükség van az északi és déli bérkoordinációs rendszerek jelentős közelítésére, ellenkező esetben az eurózóna nem lesz működőképes. *Steinberg–Vermeiren [2016, 405. o.]* ehhez hozzáteszi az államadósságok közössé tételére irányuló lépések szükségességét is, főleg a bankunió területén, azaz elmozdulást a fiskális unió felé. Mások is hangsúlyozzák azt, hogy a bankunió előrehaladása nagyon jelentősen javíthatja az eurózóna működését (*Fuest–Peichel, 2012*).

Kétségtelen, hogy az idézett szerzők olyan változásokat sürgetnek, amelyek fontosak lennének, sokat javítanának az eurózóna működésén. Vajon meg fognak-e valósulni? Jósolni mindig nehéz. A 2000-es években nem gondoltuk, hogy az előzőekben leírt gyökeres változások néhány év alatt megvalósulhatnak, de a válság alatt ez mégis megtörtént.²⁶ Most is azt látjuk, hogy a további reformjavaslatok súlyos politikai akadályokkal állnak szemben, amelyek gyakran mélyen gyökereznek szokásokban, nemzeti hagyományokban, fontos (nemzeti) választói csoportok ellenállásában. Megvalósulásuk csak lassan haladhat előre. Ilyen körülmények között az igazi kérdés az, hogy mi történik akkor, ha nem lesz bennük számottevő előrehaladás.

Ezt a kérdést elvileg már a válság előtt is fel lehetett volna tenni. El lehetett volna már akkor képzelni, hogy az EKB néhány déli ország bankrendszerének megmentése érdekében játszani fog némi fiskális szerepet. Azt azonban aligha gondolta volna bárki, hogy az előzőekben ismertetett mértékekig elmehet ebben. Most nyilvánvalóan magasabban sejtjük az EKB ilyen szerepének a határát, mint akkor sejtettük volna. De most miért lenne inkább igazunk, mint akkor lett volna? Miből következik, hogy egyáltalán van ilyen határ? Ezek az erős kétségek érvényesek a másik problémára, a munkaegységköltések Észak–Dél közötti divergenciájára is. Akármilyen súlyos feszültséget okoz is ez, nem tudunk megadni egy olyan határt, amelyen túl már nem elviselhető a divergencia.

²⁶ *Csaba [2013]* a maastrichti szerződés óta a legnagyobb jelentőségű változásoknak tekinti a válságban született új intézményeket, szervezeteket.

Összefoglalás és következtetések

Az eurózóna létrehozói nem követték a közgazdászok széles körének azt a nézetét, hogy a monetáris unió nem igazán működőképes az USA-belihez lényegében hasonló fiskális unió, ezen belül fiskális kockázatközösség nélkül. Ez a nézet azonban végső soron megalapozatlannak bizonyult.

Az euróválság 2009–2010 fordulóján Görögország fiskális válságaként tört ki; alapja a déli tagállamok – Görögországon kívül Portugália, Spanyolország, Olaszország, valamint a Dél és Észak között nehezen elhelyezhető Írország – gyors munkaadóegységköltség-növekedése, bér- és árinflációja volt. Az „északi stílusú munkaügyi koordinációnak” ez a hiánya – több-kevesebb fiskális felelőtlenséggel és a déli államok inflációjához képest alacsony kamatokkal is párosulva – buborékgazdaságot okozott, rontotta ezen országok versenyképességét, folyó fizetési mérlegét, fenntarthatatlan tőkebeáramlással járt. A tőkebeáramlás hirtelen leállása (sudden stop) a korábbi évek fiskális felelőtlenségének következményeit is felerősítette. A növekedés lelassulása, az eszközárak csökkenése további károkat okozott a déli országok és Írország – a 2008–2009-es nagy recesszióban is súlyos veszteségeket szenvedett – bankrendszerének, sok bank állami segítségre szorult.

A válságországok maguk is segítségre szorultak. 2010 májusában az EKB programot hirdetett a déli országok és Írország kormányai által kibocsátott értékpapírok megvásárlására. Másfél évvel később, a bankközi pénz- és hitelpiacok súlyos zavarainak elhárítása érdekében meghirdették a hosszú távú refinanszírozási műveleteket, amelyek keretében 1020 milliárd euró hitelt bocsátottak a bankok rendelkezésére. Ennek 70 százalékát a déli bankok vették igénybe, ugyanakkor főleg északi bankok parkoltattak 700 milliárd eurót EKB-betétben. Ezzel az EKB olyan fiskális jellegű feladatot vállalt, amely nehezen volt összeegyeztethető a rá vonatkozó előírásokkal. 2010–2012-ben a tagországok előbb egy ideiglenes, majd egy tartósabb, nem monetáris eredetű hitelalapot (európai stabilitási mechanizmus – ESM) is létrehoztak, amelyből – többnyire az IMF-fel összefogva – hitelcsomagokat nyújtottak a válságországoknak.

A hitelcsomagok általában sikeresek voltak: a spanyol esetben segítettek a bankok veszteségeinek rendezésében, az ír és a portugál államkincstárat (más intézkedésekkel együtt) visszavezették a pénz- és hitelpiacokra. A görög eset volt az egyetlen kudarc: a kormány hitelesomagról hitelcsomagra bukdácsolt. Minthogy azonban nem illikvid volt, hanem inszolvens, hitelekkel nem is volt kezelhető a helyzete. Adósságsökkentésre szorult. Ezt sürgette az IMF, de ebbe az EU döntéshozói csak

nagy késedelemmel mentek bele, és akkor sem a szükséges mértékben. Ebben a szerencsétlenkedésben nyilvánvalóan fontos szerepe volt annak, hogy a görög államadósság nagyobb mértékű – kezelhető szintig menő – csökkentése érzékenyen érintette volna a görög kormánynak (és bankoknak) korábban felelőtlenül hitelező, legnagyobb részben német és francia bankokat.

A görög katasztrófa története (és az eurózóna-tagállamok kötvénykibocsátásainak 2012. évi szabályozása) arról tanúskodik, hogy az elvben – a Stabilitási és Növekedési Egyezmény (SGP) szigorú deficitkorlátozásaival – kezdettől fogva kizárt államcsőd (kormányzati inszolvenca) végső lehetőségként bekerült az eurózónában előfordulható és kezelendő események közé.

A válság kezelése folyamán súlyos gondot okozott két önmagát erősítő káros folyamat. Az egyik abból indult ki, hogy a bankoknak nyújtott kormányzati segítség növelte az érintett kormányok adósságát, rontotta hitelképességüket, ami hitelfelvételeik kamat- (hozam-) emelkedésével járt. Ezzel csökkent korábban kibocsátott kötvényeik értéke, tovább rontva az ilyeneket tulajdonló bankjaik portfóliójának minőségét. A bankoknak tehát újra segíteni kellett: így ördögi kör (pozitív visszacsatolás) alakult ki. A másik ördögi kör abból fakadt, hogy külön-külön a tagországok egyike sem uralja az euró kibocsátását; egyikük sem korlátlanul fizetőképes euróban. Ha a hitelezők kételkedni kezdtek valamely tagország közeljövőbeli fizetőképességében, akkor magasabb kamatot (hozamot) vártak el tőle. Ezzel természetesen még kétségesebbé vált a fizetőképessége, tehát még magasabb kamatot kellett tőle várni, és így tovább.

A második ördögi kört az EKB egy huszárvágással megfékezte: kilátásba helyezte a nehéz helyzetbe került tagállamok kötvényeinek korlátlan másodpiaci felvásárlását, és ez – egyetlen tényleges ügylet megvalósítása nélkül – megállította a bajt. Az első ördögi kört, a bankok és nemzeti kormányok közötti nexust a bankunióval, a kormányok és „saját” bankjaik közötti köldökzsinór elvágásával akarják megszüntetni. Ez lassú, nehéz folyamat. Ebből megvalósult a (jelentősebb) bankok egységes felügyelete az EKB szintjén. Ez fontos, hasznos eredmény, hiszen segíti a gyors, hatásos cselekvést. De maga a cselekvés, a bankmérlegek rendbehozatala csak nagyon lassan, fokozatosan kerül a közösség szintjére, és a közös betétbiztosítási rendszer kialakítása is nagyon nehezen halad előre.

Miért? A németek és velük együtt az északi országok csoportja fél attól, hogy a déli országok nem viszonyulnak igazán felelősen a költségvetési deficit, az államadósság problémáihoz, és a fiskális kockázatközösség megteremtésével a déliek tékozlásából fakadó bajokért nekik kellene fizetniük. Ez a félelem tette lehetetlenné a

fiskális unió megteremtését az eurózóna létrehozatalakor, és ez okozza azt is, hogy a bankunió – amely maga is lényegében fiskális kockázatközösség – lassan, viták által nehezítve lép túl a bankok közös felügyeletén. Persze a bankproblémák kezelését már a közös felügyelet is segíti, és az érintett tagállamok kaphatnak hitelt a feltárt bankveszteségek pótlására, ahogyan az a spanyol esetben történt.

Sokat javítana az eurózóna működésén az, ha az északi és déli bérkoordinációs rendszerek gyorsan, jelentős mértékben közelednének egymáshoz. Erre azonban aligha számíthatunk ezek mély társadalmi, gazdasági, politikai beágyazottsága miatt. A fiskális kockázatközösség eszközrendszerét, amely ma formálisan az ESM-re korlátozódik, nyilvánvalóan csak lassan fogja további eszközökkel bővíteni a bankunió fejlődése. Így továbbra is szükség lesz az EKB fiskális szerepére. Egyszerre meglepő és magától értetődő az, hogy az eurózóna fennmaradásában erősen érdekelt, de a másik két területen részben gazdasági, részben politikai okokból nagyon kevésbé kompromisszumkész Németország lényegében feladta a maastrichti szerződésbe önmaga által bevitt szigorú Bundesbank-szellemet.

Ugyanakkor az EKB fiskális szerepe – különösen azóta, hogy 2012 őszén az azonnali készpénzes vásárlások programjával feladta elsőbbségi hitelezői státuszát – együtt jár azzal, hogy egy-egy tagállam fiskális felelőtlensége közvetlenül károkat okozhat az eurózóna egészének. Ez indokolja az egyes tagállamok fiskális gazdálkodásának valamilyen központi ellenőrzését, amelyet célszerű a nemzetközi fizetési mérleg-pozíciók ellenőrzésével is kombinálni.

A válság kezelésére kialakultak olyan eszközök, amelyekkel elhárítható volt az a katalizma, amely 2010-ben fenyegetni látszott. A monetáris unió működőképességének bizonyult fiskális unió nélkül. Nincs okunk feltételezni, hogy ugyanezeket az eszközöket nem vagy kevesebb eredménnyel alkalmaznák egy esetleges újabb, az elmúlthoz többé-kevésbé hasonló válságban.

Nincs okunk azt gondolni sem, hogy akár északi, akár déli országok az eurózónából való kilépésre vagy annak felbomlasztására törekednének. Az északiak számára a rögzített árfolyam saját lassabb bér- és árinflációjukkal párosulva versenyképességi előnyt jelent. Ugyanez a helyzet a déli országok számára néha megszorítások kényszerűségével jár együtt. Azonban – erősen nyitott és nem nagy gazdaságokról lévén szó – új nemzeti valutáik ismétlődő leértékeléseivel (vagy nagy kilengésekkel járó fokozatos leértékelődésével), gyorsuló, de időnként mégis megfékezendő inflációval aligha kerülnének hosszabb távon jobb helyzetbe. Kutatások nem tudtak kimutatni semmiféle összefüggést az eurózónához tartozás és a gazda-

sági növekedés között. A bizonytalan előnyökért aligha vállalnák ezek az országok a kilépéssel járó azonnali veszteségeket és bizonytalanságokat.

A válság alatt sokan lényegében azonnali gyökeres változtatásoktól tették függővé az eurózóna fennmaradását (*Krugman*, 2012), mások nem ennyire sürgősnek, de ugyancsak létfontosságúnak gondolták a gyökeres átalakulást (lásd például: *Berend*, 2013). Természetesen gyökeres változásokkal járó teendők állnak az eurózóna előtt. A bankunió előírányzott lépéseit meg kell valósítani, az ESM-et tagállamközi szerződésből uniós intézménnyé kellene változtatni (e nélkül nem szüntethető meg döntéshozatalának nehézsége), az államcsődéjárast ki kell alakítani, hogy csak a legfontosabbakat említsem. Lehet, hogy mindez csak nagyon lassan, részlegesen valósul meg. De az eurózóna ettől függetlenül fönn fog maradni.

Hivatkozások

- Ahearn*, A. – *Schmitz*, B. – *von Hagen*, J. [2007]: Current Account Imbalances in the Euro Area. Hong Kong Institute for Monetary Research, Hong Kong. Letölthető: http://www.hkimr.org/uploads/seminars/213/sem_paper_0_245_current_account_imbalances.pdf, letöltve: 2019. január 19.
- Akram*, T. – *Das*, A. [2017]: The Dynamics of Government Bond Yields in the Eurozone. Working Paper, No. 889., Levy Economics Institute of Bard College. Letölthető: <http://www.levyinstitute.org/>, letöltve: 2018. 12. 3.
- Allard*, C. – *Brooks*, P. K. – *Bluedorn*, J. C. – *Bornhorst*, F. – *Christopherson*, K. – *Ohnsorge*, F. – *Poghosyan*, T. és IMF-munkatársak egy csoportja [2013]: Toward a Fiscal Union for the Euro Area. IMF Staff Discussion Note, SDN 2013/09., IMF, Washington, D. C. Letölthető: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1309.pdf>, letöltve: 2018. 11. 16.
- Andor*, L. [2014]: Basic European Unemployment Insurance – The Best Way Forward in Strengthening the EMU’s Resilience and Europe’s Recovery. *Intereconomics*, Vol. 49., 184–189. o. DOI: 10.1007/s10272-014-0500-4.
- Artus*, P. – *Bénassy-Quéré*, A. – *Boone*, L. – *Cailloux*, J. – *Delpla*, J. – *Farhi*, E. – *Gourinchas*, P. – *Tirole*, J. – *Wolff*, G. [2013]: Completing the Euro. *Les notes du Conseil d’Analyse Economique*, No. 3., Conseil d’analyse économique, Paris.
- Asdrubali*, P. – *Sørensen*, B. E. – *Yosha*, O. [1996]: Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963–1990. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111., Issue 4., 1081–1110. o.
- Baldwin*, R. – *Giavazzi*, F. (eds.) [2015a]: The Eurozone Crisis. A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions. CEPR Press, London. Letölthető: <https://voxeu.org/content/eurozone-crisis-consensus-view-causes-and-few-possible-solutions>, letöltve: 2017. 07. 23.
- Baldwin*, R. – *Giavazzi*, F. (eds.) [2015b]: Introduction. In: *Baldwin – Giavazzi* (eds.) [2015a], 18–62. o.
- Baldwin*, R. – *Giavazzi*, F. (eds.) [2016]: How to Fix Europe’s Monetary Union: Views of Leading Economists. CEPR Press, London, 2015. Letölthető: http://voxeu.org/sites/default/files/file/epub/rebooting2_upload.pdf, letöltve: 2017. 07. 23.
- Bénassy-Quéré*, A. [2015]: Maastricht flaws and remedies. In: *Baldwin – Giavazzi* (eds.) [2015a], 71–83. o.
- Berend*, T. I. [2013]: Europe In Crisis. Bolt From the Blue? Routledge, New York.
- Bibow*, J. [2013a]: The Euroland Crisis and Germany’s Euro Trilemma. 16th FMM conference: “The State of Economics after the Crisis”. Berlin, 25–27 October 2012, Letölthető: https://www.boeckler.de/pdf/v_2012_10_25_bibow.pdf.

- Bibow, J.* [2013b]: The Euroland crisis and Germany's euro trilemma. *International Review of Applied Economics*, Vol. 27., No. 3., 360–385. o. Letölthető: <http://dx.doi.org/10.1080/02692171.2012.721757>
- Blustein, P.* [2016]: Laid Low. Inside the Crisis that Overwhelmed Europe and the IMF. Center for International Governance Innovation, Waterloo, Canada.
- Bootle, R.* (szerk.) [2012]: Leaving the Euro. A Practical Guide. Letölthető: <https://web.archive.org/web/20130118203115/http://www.policyexchange.org.uk/images/WolfsonPrize/wolfson%20economics%20prize%20winning%20entry.pdf>, letöltve: 2019. 03. 14.
- Bordo, M. D. – Jonung, L.* [1999]: The Future of EmuEMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us? NBER Working Paper, 7365., National Bureau of Economic Research, Cambridge (Mass.)
- Bordo, M. D.* [2004]: The United States as a Monetary Union and the Euro: a Historical Perspective. *Cato Journal*, Vol. 24., Issue 1–2 (Spring/Summer), 163–170. o.
- Bosotti, A.* [2018]: Varoufakis explodes at EU: 'They foisted bailout to save German and French banks!' *Express*, augusztus 21. Letölthető: <https://www.express.co.uk/news/world/1005690/EU-news-Varoufakis-Greece-bailout-European-Union-Germany-France-bank-crisis-latest>, letöltve: 2019. 01. 10.
- Brunnermeier, M. K. – James, H. – Landau, J. P.* [2017]: The Euro and the Battle of Ideas. Princeton University Press, Princeton.
- Brunnermeier, M. K. – Garicano, L. – Lane, P. R. – Pagano, M. – Reis, R. – Santos, T. – Thesmar, D. – Van Nieuwerburgh, S. – Vayanos, D.* [2012]: European Safe Bonds (ESBies). The euro-nomics group, Brüsszel. Letölthető: <http://personal.lse.ac.uk/vayanos/euronomics/esbies.pdf>, letöltve: 2018. 12. 10.
- Buchheit, L. C. – Gelpern, A. – Gulati, M. – Panizza, U. – Weder di Mauro, B. – Zettelmeyer, J.* (szerk.) [2013]: Revisiting Sovereign Bankruptcy. Committee on International Economic Policy and Reform, Washington, D. C. Letölthető: https://pdfs.semanticscholar.org/d1ce/4887536ea5b17e9d9f621d81cc5486ca47e0.pdf?_ga=2.57756643.896097382.1543227471-1554024854.1543227471, letöltve: 2018. 11. 16.
- Buiter, W. H.* [1997]: The Economic Case for Monetary Union in the European Union. *Review of International Economics*, Vol. 5., No. 5., 10–35.o. Letölthető: <https://doi.org/10.1111/1467-9396.5.4s.2>.
- Commission of the European Communities [2013]: Alert Mechanism Report 2014. Report from the EC to the European Parliament, the Council, the ECB and European Economic and Social Committee, Brüsszel. Letölthető: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macro-economic-imbalance-procedure/alert-mechanism-report_en, letöltve: 2019. 03. 22.
- Corsetti, G. C. – Feld, L. – Lane, P. – Reichlin, L. – Rey, H. – Vayanos, D. – Weder di Mauro, B.* [2015]: A New Start for the Eurozone: Dealing with Debt. Report on Monitoring the Eurozone, No. 1., CEPR, London.
- Csaba László* [2013]: Válságkezelés Európában: új gazdaságfilozófia felé? *Köz-gazdaság*, 8. évf., 2. sz., 47–61. o.
- Darvas, Zs. – Martin, P. – Ragot, X.* [2018]: European Fiscal Rules Require a Major Overhaul. Les notes du Conseil d'Analyse Economique, No. 47., Conseil d'analyse économique, Paris.
- De Grauwe, P.* [1997]: The Economics of Monetary Integration. Oxford University Press, Oxford.
- De Grauwe, P.* [2011]: The Governance of a Fragile Eurozone. CEPS Working Document, No. 346. Letölthető: <https://www.ceps.eu/system/files/book/2011/05/WD%20346%20De%20Grauwe%20on%20Eurozone%20Governance.pdf>, letöltve: 2018. december 17.
- De Grauwe, P.* [2015]: Design failures of the Eurozone. In: *Baldwin–Giavazzi* (eds.) [2015], 99–108. o.
- Del Hoyo, J. L. D. – Dorrucci, E. – Heinz, F. F. – Muzikarova, S.* [2017]: Real convergence in the euro area: a long-term perspective. Occasional Paper Series, No. 203/2017., European Central Bank, Frankfurt/M.

- Delors, J.* [1989]: Committee for the Study of Economic and Monetary Union. Report on economic and monetary union in the European Community. Committee for the Study of Economic and Monetary Union. Commission of the European Communities, Brüsszel. Letöltve: 2018. 11. 11.
- Dullien, S.* [2014]: The Macroeconomic Stabilisation Impact of a European Basic Unemployment Insurance Scheme. *Intereconomics*, Vol. 49., 189–193. o. DOI: 10.1007/s10272-014-0500-4.
- Dustmann, C. – Fitzenberger, B. – Schönberg, U. – Spitz-Oener, A.* [2014]: From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany’s Resurgent Economy. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 28., No. 1., 167–88. o.
- Eichengreen, B. – Wyplosz, C.* [2016]: Minimal conditions for the survival of the euro. In: *Baldwin – Giavazzi* (eds.) [2016], 33–45. o.
- Eichengreen, B.* [1991]: Is Europe an Optimal Currency area? NBER Working Paper, No. 3597., NBER, Cambridge (Mass.).
- Enderlein, H. – Guttenberg, L. – Spiess, J.* [2013b]: Blueprint for a Cyclical Shock Insurance Fund for the Euro Area. Notre Europe – Jacques Delors Institute, Studies and Reports, 100.
- Enderlein, H. L. – Guttenberg, L. – Spiess, J.* [2013a]: Making One Size Fit All, Designing a Cyclical Adjustment Insurance Fund for the Eurozone. Notre Europe – Jacques Delors Institute, Policy Paper, 61.
- Ervedosa, C.* [2017]: The Calibanisation of the South in the German public ‘Euro crisis’ discourse. *Postcolonial Studies*, Vol. 20., NOno. 2., 137–62. o. Letölthető: <https://doi.org/10.1080/13688790.2017.1359873>
- ESRB High-Level Task Force on Safe Assets ([2018]: Sovereign bond-backed securities: a feasibility study. Volume 1: main findings. European Systemic Risk Board, Brüsszel.
- Euractiv* [2017]: Brussels unveils Single Resolution Mechanism for banking union. *Euractiv*, 2017. március 27. Letölthető: <https://www.euractiv.com/section/euro-finance/video/brussels-unveils-single-resolution-mechanism-for-banking-union/>,
- Euractiv* [2018]: Germany proposes tough conditions for ‘European IMF’. *Euractiv*, 2018. november 22. Letölthető: <https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/germany-proposes-tough-conditions-for-european-imf/>, letöltve: 2018. 12. 8.
- European Commission [2015]: Completing Europe’s Economic and Monetary Union. Report by *Jean-Claude Juncker* in close cooperation with *Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi* and *Martin Schulz*. Commission of the European Communities, Brüsszel. Letölthető: https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report_en.pdf, letöltve: 2017.07.15.
- European Central Bank [2012]: Verbatim of the remarks made by Mario Draghi. Letölthető: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>, letöltve: 2019. március 22.
- European Council [2011]: European Council conclusions. Március 25., Brüsszel.
- Fuest, C. – Heinemann, F. – Schröder, C.* [2014]: A Viable Insolvency Procedure for Sovereigns (VIPS) in the Euro Area. Discussion Paper, No. 14-053., Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH, Mannheim. Letölthető: <http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp14053.pdf>, letöltve: 2018. 11. 23.
- Fuest, C. – Peichl, A.* [2012]: European Fiscal Union: What Is It? Does It Work? And Are There Really ‘No Alternatives’? IZA Policy Paper, No. 39., Institute for the Study of Labor, Köln.
- Gaulier, G. – Vicard, V.* [2012]: Current account imbalances in the euro area: competitiveness or demand shock? Banque de France, *Quarterly Selection of Articles*, No. 27., Autumn 2012. Letölthető: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.590.7608&rep=rep1&type=pdf>, letöltve: 2019. 01. 19.
- Giavazzi, F. – Spaventa, L.* [2010]: Why the current account may matter in a monetary union: Lessons from the financial crisis in the Eurozone. CEPR Discussion Paper, 8008., CEPR, London.
- Glick, R. – Rose, A. K.* [2016]: How Much Does the EMU Benefit Trade? *FRBSF Economic Letter*, 2016-09., Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco.

- Goyal, R. – Koeva Brooks, P. – Pradhan, M. – Tressel, T. – Dell’Ariccia, G. – Leckow, R. – Pazarbasioglu, C. és IMF-munkatársak egy csoportja [2013]: A Banking Union for the Euro Area. IMF Staff Discussion Note, SDN/13/01, Washington, D. C.
- Gros, D. [2015]: The Eurozone crisis and foreign debt. In: *Baldwin–Giavazzi* (eds.) [2015], 121–128. o.
- Győrffy Dóra. [2014]: Válság és válságkezelés Görögországban. A puha költségvetési korlát szerepe a gazdasági összeomlásban. *Közgazdasági Szemle*, 66. évf., 1. sz., 27–52. o.
- Hall, P. A. – Soskice, D. (eds.) [2001]: *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford, Oxford University Press, Oxford, London.
- Hall, P. A. [2012]: Debate. The Mythology of European Monetary Union. *Swiss Political Science Review*, Vol. 18., No. 4., 508–513. o.
- Hoffmann, B. – Sorensen, M. [2012]: Don’t expect too much from EZ fiscal union – and complete the unfinished integration of European capital markets! Vox CEPR Policy Portal. Letölthető: <https://voxeu.org/article/hedging-macroeconomic-risk-eurozone-fiscal-union-versus-capital-markets>, letöltve: 2018. november 23.
- Höpner, M. – Lutter, M. [2014]: One Currency and Many Modes of Wage Formation. Why the Eurozone Is Too Heterogeneous for the Euro. MPIfG Discussion Paper, 14/14., Max Planck Institute for the Study of Societies, Köln.
- IMF [2011]: Press Release: IMF Executive Board Approves an €26 Billion Extended Arrangement for Portugal. Letölthető: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr11190>, letöltve: 2018. 12. 20.
- IMF [2013]: Toward a Fiscal Union for The Euro Area: Technical Background Notes. Letölthető: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1309tn.pdf>, letöltve: 2018. 11. 17.
- Issing, O. [2014]: Get your finances in order and stop blaming Germany. *Financial Times*, március 25.
- Johnson, M. [2012]: Spain prepares to make rescue request. *Financial Times*, október 24.
- Johnston, A. – Hancké, B. – Pant, S. [2014]: Comparative institutional advantage in the European sovereign debt crisis. *Comparative Political Studies*, Vol. 47., No. 13., 1771–1800. o., DOI:10.1177/0010414013516917
- Kahn, M. [2018]: New ‘Hanseatic’ states stick together in EU big league. *Financial Times*, november 28.
- Kash [2011a]: What Really Caused the Eurozone Crisis? (Part 1.) Letölthető: <http://streetlightblog.blogspot.com/2011/09>, letöltve: 2018. 12. 18.
- Kash [2011b]: Causes of the Eurozone Crisis (Part 2.): Policy Implications. Letölthető: <http://streetlightblog.blogspot.com/2011/09/>, letöltve: 2018. 11. 19.
- Kengyel Ákos [2019]: Az európai unió költségvetésének jövője a 2021–2027-es többéves pénzügyi keret tükrében. *Közgazdasági Szemle*, Vol. 65., No. 5., 521–550. o.
- Kinsella, S. – Tiou-Tagba Aliti, G. [2013]: Modeling Moments of Crisis: The Case of Ireland. *Journal of Economic Issues*, Vol. 47., No. 2. DOI: 10.2753/JEI0021-3624470230
- Kirkegaard, J. F. [2018]: A More Perfect (Fiscal) Union: US Experience in Establishing a Continent-Sized Fiscal Union and Its Key Elements Most Relevant to the Euro Area. In: *Kirkegaard – Posen* (szerk.) [2018], 1–15. o.
- Kirkegaard, J. F. – Posen, A. F. (szerk.) [2018]: Lessons for EU Integration from US History. Report to the European Commission, Peterson Institute for International Economics, Washington, D. C. Letölthető: https://piie.com/system/files/documents/kirkegaard-posen_ec-report2018-01.pdf, letöltve: 2018. november 6.
- Krugman, P. [2012]: Apocalypse Fairly Soon. *The New York Times*, május 26.
- Lucarelli, B. [2012]: German Neomercantilism and the European Sovereign Debt Crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter, 2011–2012, Vol. 34., No. 2., 205–224. o., Peterson Institute for International Economics, Washington, D. C.
- MacDougall Report, I. és II. rész [1977]. Commission of the European Communities, Brüsszel. Letölthető: <https://www.cvce.eu/content/publication/2012/5/31/c475e949-ed28-490b-81ae-a33ce9860d09/>

- publishable_en.pdf és https://www.ecvce.eu/content/publication/2012/5/31/91882415-8b25-4f01-b18c-4b6123a597f3/publishable_en.pdf, letöltve: 2018. 11. 11.
- Marsh, D. [2014]: Opinion: 6 lessons for Yellen & Draghi from the life of Karl Otto Pöhl. Letölthető: <https://www.marketwatch.com/story/6-lessons-for-yellen-draghi-from-the-life-of-karl-otto-pohl-2014-12-15>, letöltve: 2019. 04. 08.
- Masini, F. [2018]: “It Can’t Happen, It’s a Bad Idea, It Won’t Last”. Us Economists and The Euro; A Reappraisal. *On-line Journal Modelling the New Europe*, No. 25/2018, DOI:10.24193/OJMNE.2018.25.03.
- Merler, S. – Pisani-Ferry, J. [2012]: Sudden stops in the Euro Area. Bruegel PolicyBrief, 2012/06.
- Micco, A. – Stein, E. – Ordoñez, G. [2003]: The currency union effect on trade: early evidence from EMU. *Economic Policy*, Vol. 18., No. 37., 315–56. o. Letölthető: https://doi.org/10.1111/1468-0327.00109_1.
- Moravcsik, A. [2012]: Europe After the Crisis. *Foreign Affairs*, Vol. 91., No. 3.
- Mundell, R. A. [1961]: A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, Vol. 51., No. 4., 657–665. o.
- Neményi Judit – Oblath Gábor [2012]: Az euró bevezetésének újragondolása, *Közgazdasági Szemle*, Vol. 59., No. 6., 569–684. o.
- OECD [2011]: OECD Economic Surveys. Ireland 2011, OECD, Párizs.
- OECD [2018]: OECD Economic Surveys. Euro Area 2018, OECD, Párizs.
- Oksanen, H. [2016]: Smoothing Asymmetric Shocks vs. Redistribution in the Euro Area: a Simple Proposal for Dealing with Mistrust. CESifo Economic Studies, 332–375. o. DOI: 10.1093/cesifo/ifw009
- Páris, P., – Wyplosz, C. [2014]: The PADRE plan: Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone. 28 January 2014. Vox CEPR Policy Portal. Letölthető: <https://voxeu.org/article/padre-plan-politically-acceptable-debt-restructuring-eurozone>, letöltve: 2018. november 23.
- Peeters, M. – den Reijer, A. [2012]: Apart from the fiscal compact – on competitiveness, nominal wages and labour productivity. Vox CEPR Policy Portal. Letölthető: <https://voxeu.org/article/wages-and-productivity-eurozone>, letöltve: 2019. 05. 25.
- Petersen, T. – Böhmer, M. – vom Stein, H. [2013]: How Germany Benefits from the Euro in Economic Terms. Policy Brief, No. 2013/01., Bertelsmann Stiftung, Gütersloh. Letölthető: https://www.bertelsmann-stiftung.de/fileadmin/files/BSt/Presse/imported/downloads/xcms_bst_dms_37730_37731_2.pdf, letöltve: 2019. március 20.
- Pisani-Ferry, J. – Italianer, A. – Lescure, R. [1993]: Stabilization Properties of Budgetary Systems: A Simulation Analysis. In: European Commission: The Economics of Community Public Finance. *European Economy*, No. 5., 511–538. o.
- Pisani-Ferry, J. [2016]: The Eurozone’s Zeno paradox – and how to solve it. In: Baldwin–Giavazzi (eds.) [2016], 75–86. o.
- Poghosyan, T. – Abdelhak, S. – Cottarelli, C. [2015]: The Role of Fiscal Transfers in Smoothing Regional Shocks. In: Cottarelli, C. – Guerguil, M. (eds.): Designing a European Fiscal Union: Lessons from the experience of fiscal federations. Routledge, London and New York, 60–89. o., London and New York.
- Reuters [2012]: ECB drops preferred creditor status for new bond buys. *Business News*, szeptember 6. Letölthető: <https://www.reuters.com/article/us-ecb-eurozone-creditorstatus/ecb-drops-preferred-creditor-status-for-new-bond-buys-idUSBRE8850MJ20120906>, letöltve: 2019. március 6.
- Rose, A. K. [1999]: One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies On Trade. NBER Working Paper, 7432., National Bureau of Economic Research, Cambridge (Mass.). Letölthető: <http://www.nber.org/papers/w7432>, letöltve: 2019. január 19.
- Sachs, J. – Sala-i-Martin, X. [1991]: Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States. NBER Working Paper, No. 3855., NBER, Cambridge (Mass.).
- Sapir, A. [2016]: The Eurozone needs less heterogeneity. In: Baldwin–Giavazzi (eds.) [2016], 179–187. o.

- Sinn, H.-W. [2018]: The ECB's Fiscal Policy. NBER Working Paper, No. 24613., NBER, Cambridge (Mass.).
- Smith, H. [2010]: Greece Struggles On after Weak Response to Bond Sale. Letölthető: <https://www.theguardian.com/world/2010/mar/29/greece-bond-sale-weak-response>, letöltve: 2019. július 22.
- Stable Money – Sound Finances. Community Public Finance in the Perspective of EMU. Report of an Independent Group of Economists [1993]: *European Economy*, No. 53., 1–119. o.
- Steinberg, F. – Vermeiren, M. [2016]: Germany's Institutional Power and the EMU Regime after the Crisis: Towards a Germanized Euro Area? *Journal of Common Market Studies*, Vol. 54., No 2., 388–407. o.
- Stiglitz, J. E. [2018]: The euro. How a Common Currency threatens the Future of Europe. W. W. Norton & Co., New York.
- The Economist* [2019]: Undercooked union. *The Economist*, 01. 05.
- Tonveronachi, M. [2018]: European Sovereign Bond-Backed Securities: An Assessment And An Alternative Proposal. *Public Policy Brief*, No. 145., Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- Vamvu, D. – Miron, D. – Miclăuş, P. – Tamas, A. [2016]: Bilateral Trade and Currency Union: Evidence From the Eurozone. 3rd International Multidisciplinary Scientific Conference on Social Sciences & Arts, SGEM 2016, mimeo.
- Van der Ploeg, F. [1991]: Macroeconomic Policy Coordination Issues During the Various Phases of Economic and Monetary Integration In Europe. *European Economy*, Special edition, No 1., 136–164. o.
- Van Rompuy, H. [2012]: Towards a genuine Economic and Monetary Union. Report to the European Council Meeting, December 13–14, 2012, in close collaboration with J. M. Barroso, J.-C. Juncker and M. Draghi. „The Four Presidents' Report, European Commission, Brüsszel.
- Weidmann, J. [2012]: Containing the sovereign debt crisis – Germany's role and contribution. Special address by Dr Jens Weidmann, President of the Deutsche Bundesbank, at the HighLevel Public-Private Sector Conference, G-20 Agenda under the Mexican Chairmanship, Mexico City, 24 February 2012. Letölthető: <https://www.bis.org/review/r120228b.pdf>, letöltve: 2019. április 14.
- Wolf, M. [2010]: Why the Irish Crisis is Such a Huge Test for the Eurozone. *Financial Times*, november 30.
- Wolff, G. B. [2012]: A Budget for Europe's Monetary Union. Bruegel Policy Contribution, 2012/22., 2–13. o., Letölthető: <http://bruegel.org/2012/12/a-budget-for-europes-monetary-union/>, letöltve: 2018. november 28.
- Wyplosz, C. [1991]: Monetary Union and Fiscal Policy Discipline. *European Economy*, Special edition, No 1., 165–184. o.
- Wyplosz, C. [2015]: The Eurozone crisis: Too few lessons learned. In: Baldwin – Giavazzi (eds.) [2015], 201–207 o.