

FERKELT BALÁZS<sup>1</sup>

## Az eurózóna helyzete 2015-ben: Egyben tartható a monetáris unió?

### Bevezetés

A 2008. évi világméretű pénzügyi és gazdasági válság, valamint a 2010-ben Európában kirobant szuverén adósságválság az eurózóna több országának gazdaságát megrendítette, és ezeket az országokat a fizetéseképtelenség határára sodorta. Mindez nem okozta az eurózóna egészének válságát, még akkor sem, ha néhány tagállamban maga az eurózóna konstrukciója, illetve az euró bevezetése is hozzájárult a válság kialakulásához és súlyosbodásához. A szuverén adósságválságok sokkal inkább tekinthetőek részben országspecifikus problémák által okozott aszimmetrikus sokkhatások következményének. A monetáris unió egyben tartása alapvető érdeke az Európai Uniónak. Az utóbbi években számos intézkedés, szabályozás született ennek jegyében. Időközben az eurózóna bővülésének is szemtanúi lehettünk, 2015. január 1-jén Litvánia már az eurózóna 19. tagja lett. Görögország pénzügyi helyzete továbbra is kritikusnak mondható. A 2015-ös görög választások ismét növelték az eurózónából történő görög kilépés valószínűségét, így a monetáris unió jövője, egyben tartása újra aktuális kérdéssé vált. A tanulmány az alábbi kérdésekre keresi a választ: Mennyiben járultak hozzá a monetáris unió egyben tartására hozott intézkedések a válságból való kilábaláshoz, a monetáris unió stabilizálásához, megerősítéséhez? Hogyan értékelhető a monetáris unió működése és jövőképe 2015-ben? Milyen előnyei és hátrányai lennének Görögország eurózónából történő kilépésének az eurózóna és a mediterrán ország szemszögéből?

### Válságkezelés és kilábalás a válságból, az eurózóna jelenlegi helyzete

#### *Válság és válságkezelés*

A 2008. évi, Amerikai Egyesült Államokból begyűrűző pénzügyi és gazdasági válság, valamint a 2010. évi európai szuverén adósságválság az európai integráció történetének legsúlyosabb recesszióját eredményezte. 2009-ben az EU-ban a reál-GDP-visszaesés mértéke 4,4, míg

---

1 Általános rektorhelyettes, tanszékvezető egyetemi docens, BGF; e-mail: ferkelt.balazs@bgf.hu.

az eurózónában 4,5 százalék volt. 2012-ben 0,4, illetve 0,8 százalék volt a visszaesés mértéke. A válság éveit három ország (Észtország, Görögország és Lettország) több mint 20 százalékos GDP-visszaesést szenvedett el. További 13 ország GDP-je 2009-ben több mint 5 százalékkal zsugorodott. A 2008-ban kirobbant válság kezelését több tényező is hátráltatta: az Európai Unió intézményeinek és tagállamainak lassú reakcióideje, a nem megfelelő koordináció és kommunikáció, az uniós források korlátozott rendelkezésre állása, a válságok idején fel-fellángoló protekcionista nézetek, valamint tagállami érdekkülönbözőségek, nézeteltérések is. A reálgazdasági válság elmélyülését megakadályozó több mint 400 Mrd eurót kitevő költségvetési csomag meghatározó részét a tagállami költségvetések fedezték, tekintettel arra, hogy ez az összeg az uniós költségvetés több mint hároméves összkiadásait meghaladja, valamint hasonló célokra egyáltalán nem található tartalék a többéves uniós költségvetésben. Az európai intézmények elsősorban a szabályozás, illetve a szabályok rugalmasabb kezelése terén voltak aktívak, így engedélyezték a bankmentő csomagokat, az autópálya számára nyújtott állami támogatást, növelték a kohéziós támogatások esetén kifizetendő előlegek mértékét, rugalmasan kezelték a Stabilitási és Növekedési Paktum rendelkezéseit, míg az Európai Központi Bank összehangolt kamatláb-módosítást hajtott végre. Mindezekon kívül döntés született az európai pénzügyi felügyeleti struktúra létrehozásáról is. (Az ennek eredményeképpen létrejött Európai Bankfelügyelet a legnagyobb európai bankok vonatkozásában már 2011-ben stressztesztet végzett.) A 2008-as igen alacsony növekedést és a 2009-es recessziót követően 2010-ben és 2011-ben ismét gazdasági növekedés volt megfigyelhető a legtöbb tagországban (1. táblázat). A következő évben azonban ismét recesszióba került az Európai Unió, és 2013-ban is stagnálást láthatunk az integráció általában, meglehetősen nagy különbségekkel az egyes tagállamok között. Az eurózóna növekedési üteme általában elmarad az egész Európai Unióra vetített növekedési ütemtől, különösen 2012-től szembevetve a különbség. Az eurózóna növekedési kilátásain az sem segített, hogy a folyamatos kamatlábcsökkentés eredményeképpen 2014. szeptember 10-ére az eurózóna irányadó kamatlába 0,05%-ra csökkent, a bankok pedig negatív kamatláb mellett helyezhetnek el betéteket az európai jegybanknál.

A szuverén adósságválság 2010 májusában bekövetkezett kirobbanása felpörgette az eseményeket, és az EU ekkor már lényegesen rövidebb reakcióidővel hozta meg a válságkezelő intézkedéseket. A szuverén adósságválságok részben országspecifikus problémák által okozott aszimmetrikus sokkhatások következményének is tekinthetőek, de kialakulásukban az eurózóna konstrukciója, a gazdasági és monetáris unió harmadik szakaszában való részvételtől a Tanács által hozott politikai döntés és az országok euróövezeti csatlakozása is szerepet játszott, például a csökkenő irányadó és hitelkamatláb, valamint a tagsághoz kapcsolódó növekvő bizalom által olcsóbbá váló adósságfinanszírozás által. A válság kirobbanását követően rövid időn belül létrejött a válságkezelés két átmeneti alapja, az EFSF és az EFSM, majd két évvel

később a lisszaboni szerződések módosítása és egy kormányközi szerződés eredményeképpen létrejött az állandó válságkezelési eszköz, az ESM. Az EKB a másodlagos piacon görög, ír, portugál, majd spanyol és olasz állampapír-vásárlásba kezdett. Időközben 2011. december 13-án hatályba lépett az ún. hatos csomag, amely egyszerre módosította a Stabilitási és Növekedési Paktumot, erősítve a tagállamok költségvetési politikájának felügyeletét, bevezette a makrogazdasági egyensúlytalanság rendszeres vizsgálatát, valamint intézkedéseket hozott a statisztikák „kozmetikázásának” megelőzésére és szankcionálására.

**1. táblázat:** Az EU tagországainak (EU-27) éves reál-GDP-növekedése 2006 és 2016 között (%)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Ausztria	3,4	3,6	1,5	-3,8	1,9	3,1	0,9	0,2	0,2	0,8	1,5
Belgium	2,6	3,0	1,0	-2,6	2,5	1,6	0,1	0,3	1,0	1,1	1,4
Bulgária	6,5	6,9	5,8	-5,0	0,7	2,0	0,5	1,1	1,4	0,8	1,0
Ciprus	4,5	4,9	3,6	-2,0	1,4	0,3	-2,4	-5,4 <sup>P</sup>	-2,8	0,4	1,6
Csehország	6,9	5,5	2,7	-4,8	2,3	2,0	-0,8	-0,7	2,3	2,5	2,6
Dánia	3,8	0,8	-0,7	-5,1	1,6	1,2	-0,7	-0,5	0,8	1,7	2,1
Egyesült Kir.	3,0	2,6	-0,3	-4,3	1,9	1,6	0,7	1,7	2,6	2,6	2,4
Észtország	10,4	7,9	-5,3	-14,7	2,5	8,3	4,7	1,6	1,9	2,3	2,9
Finnország	4,1	5,2	0,7	-8,3	3,0	2,6	-1,4	-1,3	0,0	0,8	1,4
Franciaország	2,4	2,4	0,2	-2,9	2,0	2,1	0,3	0,3	0,4	1,0	1,8
Görögország	5,8	3,5	-0,4	-4,4	-5,4	-8,9 <sup>P</sup>	-6,6 <sup>P</sup>	-3,9 <sup>P</sup>	1,0	2,5	3,6
Hollandia	3,8	4,2	2,1	-3,3	1,1	1,7	-1,6 <sup>P</sup>	-0,7 <sup>P</sup>	0,7	1,4	1,7
Írország	5,5	4,9	-2,6	-6,4	-0,3	2,8	-0,3	0,2	4,8	3,5	3,6
Lengyelország	6,2	7,2	3,9	2,6	3,7	4,8	1,8	1,7	3,3	3,2	3,4
Lettország	11,6	9,8	-3,2	-14,2	-2,9	5,0	4,8	4,2	2,6	2,9	3,6
Litvánia	7,4	11,1	2,6	-14,8	1,6	6,1	3,8	3,3	3,0	3,0	3,4
Luxemburg	4,9	6,5	0,5	-5,3	5,1	2,6	-0,2	2,0	3,0	2,6	2,9
Magyarország	4,0	0,5	0,9	-6,6	0,8	1,8	-1,5	1,5	3,3	2,4	1,9
Málta	1,8	4,0	3,3	-2,5	3,5	2,2	2,5	2,5	3,3	3,3	2,9
Németország	3,7	3,3	1,1	-5,6	4,1	3,6	0,4	0,1	1,5	1,5	2,0
Olaszország	2,0	1,5	-1,0	-5,5	1,7	0,6	-2,8	-1,7	-0,5	0,6	1,3
Portugália	1,6	2,5	0,2	-3,0	1,9	-1,8	-3,3 <sup>B</sup>	-1,4 <sup>B</sup>	1,0	1,6	1,7
Románia	8,1	6,9	8,5	-7,1	-0,8	1,1	0,6	3,4 <sup>P</sup>	3,0	2,7	2,9
Spanyolország	4,2 <sup>P</sup>	3,8 <sup>P</sup>	1,1 <sup>P</sup>	-3,6 <sup>P</sup>	0,0 <sup>P</sup>	-0,6 <sup>P</sup>	-2,1 <sup>P</sup>	-1,2 <sup>P</sup>	1,4	2,3	2,5
Svédország	4,7	3,4	-0,6	-5,2	6,0	2,7	-0,3	1,3	1,8	2,3	2,6
Szlovákia	8,3	10,7	5,4	-5,3	4,8	2,7	1,6	1,4	2,4	2,5	3,2
Szlovénia	5,7	6,9	3,3	-7,8	1,2	0,6	-2,6	-1,0	2,6	1,8	2,3
Euróóóna	3,2	3,0	0,5	-4,5	2,0	1,6	-0,8	-0,5	0,0	0,8	1,4
EU-27	3,4	3,1	0,5	-4,4	2,1	1,7	-0,4	0,0	1,3	1,7	2,1

Megjegyzés: B – becslés, P – prognózis

*Forrás:* Eurostat (2015a), European Commission (2015a)

Az európai szemeszter bevezetése gyakorlatilag a gazdaságpolitikai koordináció erősítését hivatott megvalósítani az Európai Unióban. Mindez enyhíteni próbálta a gazdasági és monetáris unió aszimmetrikus jellegét, amely nemzetek feletti monetáris politikát, de alapvetően tagállami gazdaság-, ezen belül fiskális politikákat jelent. Az Európai Unió Tanácsának magyar

elnöksége alatt, 2011-ben elfogadott Euró Plusz Paktum célja a versenyképesség és a konvergencia növelése volt, de alapvetően a tagállamok önkéntes vállalásaira támaszkodott, illetve támaszkodik. Az ESM-hez hasonlóan szintén kormányközi szerződésként jött létre 2012-ben az ún. költségvetési paktum, amely tovább szigorította az államháztartási hiányra vonatkozó szabályozást, tekintettel arra, hogy a kiegyensúlyozott költségvetés fogalma alatt a GDP 0,5 százaléknál alacsonyabb strukturális hiányt érti. Az ún. kettes csomag 2013. május 30-án lépett hatályba az eurózóna tagországaiban, és egyrészt szigorítja a tagállami költségvetés tervezésének folyamatát és ütemtervét, másrészt egyértelműsíti és egyszerűsíti a súlyos pénzügyi stabilitási nehézségekkel küzdő, vagy azok által fenyegetett tagországok fokozott gazdaságpolitikai, költségvetési felügyeletét. Az Európai Bankfelügyelet 2014 novemberében nyilvánosságra hozta a 123 bankon elvégzett stressztesztek eredményeit, 2015-re pedig gyakorlatilag megvalósult a három pillérre (egységes szabálykönyv, egységes felügyeleti mechanizmus, egységes szanalási mechanizmus) épülő bankunió. Az európai szintű bankfelügyelet feladatait az Európai Központi Bank vette át, az Egységes Bankszanálási Testület pedig 2015. január elsejére állt fel, míg az Egységes Bankszanálási Alap 2016-ban kezdheti meg működését. 2015-től meghatározott feltételek között a válságban lévő bankok közvetlenül is kaphatnak segítséget az ESM-ből, az EKB pedig 2015. január 22-én jelentette be eszközvásárlási programjának jelentős, márciusi kibővítését. Mindemellett megkezdődött a tőkepiaci unió kialakításának előkészítése, melyről az Európai Bizottság 2015. február 18-án jelentette meg Zöld Könyvét és nyitotta meg ezzel a széles körű konzultációt (European Commission 2015b). A gazdasági növekedés elősegítésére, a beruházások növelésére az Európai Bizottság egy összesen 315 Mrd euró összértékű európai beruházási terv megvalósításáról és az Európai Stratégiai Beruházási Alap létrehozásáról döntött.

Az eurózónában tehát kialakult egy újabb válság kialakulását megelőző, az adósságfinanszírozást elősegítő eszköz- és szabályrendszer. Fontos azonban megvizsgálni azt, hogy mennyire működőképes ez a meglehetősen szerteágazó, komplex és egyben bonyolult rendszer, és melyek az első eredményei, tapasztalatai.

### *A válságkezelés eredményei és kísérőjelenségei, tájkép válság után*

A korábban ismertetett válságkezelési intézkedések egyik kézzelfogható eredménye, hogy 2015-re jelentősen stabilizálódott a portugál, ír és spanyol pénzügyi helyzet, Portugália és Írország gyakorlatilag kikerült a „trojka” (a 2015-ben használt elnevezés alapján az „Intézmények”) „gyámsága” alól, és képes a piacokról finanszírozni adósságát. Ciprus 2015-ben a stabilizálódás első jeleit mutatja, Görögország pénzügyi helyzete azonban továbbra sem tekinthető fenntarthatónak, jelentős kockázatokat rejt. Az államháztartási hiány válság előtti alakulásának vizsgálata is igazolja (2. táblázat), hogy a szuverén adósságválságnak országspecifikus okai (is)

voltak, Írország, Spanyolország és Ciprus kifejezetten példamutató fiskális politikát folytatott a pénzügyi-gazdasági válság előtt. Az államháztartási egyenleg 2012-től folyamatos javulást mutat az Európai Unióban (az eurózónában az átlagos hiány mértéke alacsonyabb, mint az Unió egészében). A 2015. februári prognózisok szerint 2015-ben és 2016-ban mindösszesen 4-4 tagország lépi majd túl a 3 százalékos referenciaértéket (pontosabban 5, mert a táblázatban nem szereplő Horvátország is).

**2. táblázat:** Az EU tagországainak (EU-27) GDP-arányos államháztartási hiánya 2006 és 2016 között (%)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 <sup>P</sup>	2015 <sup>P</sup>	2016 <sup>P</sup>
Ausztria	-2,5	-1,3	-1,5	-5,3	-4,5	-2,6	-2,3	-1,5	-2,9	-2,0	-1,4
Belgium	0,3	0,0	-1,1	-5,5	-4,0	-3,9	-4,1	-2,9	-3,2	-2,6	-2,6
Bulgária	1,8	1,1	1,6	-4,2	-3,2	-2,0	-0,5	-1,2	-3,4	-3,0	-2,9
Ciprus	-1,1	3,2	0,9	-5,6	-4,8	-5,8	-5,8	-4,9	-3,0	-3,0	-1,4
Csehország	-2,3	-0,7	-2,1	-5,5	-4,4	-2,9	-4,0	-1,3	-1,3	-2,0	-1,5
Dánia	5,0	5,0	3,2	-2,8	-2,7	-2,1	-3,9	-0,7	1,8	-2,8	-2,7
Egyesült Kir.	-2,9	-3,0	-5,1	-10,8	-9,6	-7,6	-8,3	-5,8	-5,4	-4,6	-3,6
Észtország	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	0,2	1,0	-0,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,6
Finnország	3,9	5,1	4,2	-2,5	-2,6	-1,0	-2,1	-2,4	-2,7	-2,5	-2,2
Franciaország	-2,3	-2,5	-3,2	-7,2	-6,8	-5,1	-4,9	-4,1	-4,3	-4,1	-4,1
Görögország	6,1	-6,7	-9,9	-15,2	-11,1	-10,1	-8,6	-12,2	-2,5	1,1	1,6
Hollandia	0,2	0,2	0,2	-5,5	-5,0	-4,3	-4,0	-2,3	-2,8	-2,2	-1,8
Írország	2,8	0,2	-7,0	-13,9	-32,4	-12,6	-8,0	-5,7	-4,0	-2,9	-3,1
Lengyelország	-3,6	-1,9	-3,6	-7,3	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,6	-2,9	-2,7
Lettország	-0,6	-0,6	-4,0	-8,9	-8,2	-3,4	-0,8	-0,9	-1,5	-1,1	-1,0
Litvánia	-0,4	-1,0	-3,3	-9,3	-6,9	-9,0	-3,2	-2,6	-1,2	-1,4	-0,9
Luxemburg	1,4	4,2	3,3	-0,5	-0,6	0,3	0,1	0,6	0,5	-0,4	0,1
Magyarország	-9,4	-5,1	-3,7	-4,6	-4,5	-5,5	-2,3	-2,4	-2,6	-2,7	-2,5
Málta	-2,6	-2,3	-4,2	-3,3	-3,3	-2,6	-3,7	-2,7	-2,3	-2,0	-1,8
Németország	-1,5	0,3	0,0	-3,0	-4,1	-0,9	0,1	0,1	0,4	0,2	0,2
Olaszország	-3,6	-1,5	-2,7	-5,3	-4,2	-3,5	-3,0	-2,8	-3,0	-2,6	-2,0
Portugália	-4,3	-3,0	-3,8	-9,8	-11,2	-7,4	-5,5	-4,9	-4,6	-3,2	-2,8
Románia	-2,2	-2,9	-5,6	-8,9	-6,6	-5,5	-3,0	-2,2	-1,8	-1,5	-1,5
Spanyolország	2,2	2,0	-4,4	-11,0	-9,4	-9,4	-10,3	-6,8	-5,6	-4,5	-3,7
Svédország	2,2	3,3	2,0	-0,7	0,0	-0,1	-0,9	-1,3	-2,2	-1,6	-1,0
Szlovákia	-3,6	-1,9	-2,4	-7,9	-7,5	-4,1	-4,2	-2,6	-3,0	-2,8	-2,6
Szlovénia	-1,3	-0,1	-1,8	-6,1	-5,7	-6,2	-3,7	-14,6	-5,4	-2,9	-2,8
Eurózóna	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	-6,1	-4,1	-3,6	-2,9	-2,6	-2,2	-1,9
EU-27	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	-6,4	-4,5	-4,2	-3,2	-3,0	-2,6	-2,2

Megjegyzés: P – prognózis

*Forrás:* Eurostat (2015b), European Commission (2015a)

Az államháztartás GDP-arányos strukturális hiánya 2011 és 2013 között szintén jelentősen csökkent mind az eurózónában, mind pedig az Európai Unióban (-3,5-ről -1,2, illetve -3,8-ról -1,7 százalékra), 2014 és 2016 között azonban ez a tendencia megszakad, az Európai Unióban stagnálást, míg az eurózónában enyhe növekedést prognosztizál a Bizottság (European Commission 2015a).

A csökkenő államháztartási hiányoknak köszönhetően 2015. február végén összesen 11 tagországgal szemben volt érvényben túlzottdeficit-eljárás (2011-ben a 27 tagországból még összesen 24 állt túlzottdeficit-eljárás alatt). A hiánycsökkentés eszközei tagországonként eltértek ugyan, de ahogyan a Bizottság 2015. évi növekedési jelentése is kiemeli (Európai Bizottság 2014a), a költségvetési konszolidáció nem növekedésbarát módon valósult meg, túlzottan az adóemelésre, kiadási oldalon pedig a beruházás csökkentésére esett a hangsúly. Részben ennek is köszönhető, hogy a Juncker-bizottság az Európai Beruházási Terv és egy Európai Stratégiai Beruházási Alap létrehozását hirdette meg, ráadásul a Bizottság 2015. január 13-i tájékoztatójában (European Commission 2015c) ezzel összefüggésben a Stabilitási és Növekedési Paktum egyes szabályainak rugalmas alkalmazását is bejelentette. (Franciaország számára részben erre hivatkozva hosszabbították meg 2015. február végén harmadik alkalommal a túlzott mértékű deficit leszorítására előírt határidőt) (European Commission 2015c).

A válságok súlyosságát jól szemléltetik a GDP-arányos bruttó államadósság adatai (3. táblázat, következő oldal). Volt olyan tagország, ahol a GDP-arányos bruttó államadósság megötszöröződött. Az eurót bevezető tagországokról meghozott 1998. májusi döntéskor két olyan ország léphetett a gazdasági és monetáris unió harmadik szakaszába, és ezáltal bevezethette 1999. január elsején az eurót számlapénzként, ahol a bruttó államadósság meghaladta a GDP 100 százalékát: Belgium és Olaszország. A Görögország euróövezeti csatlakozásáról meghozott döntés pillanatában a mediterrán országban is 100% feletti volt az adósságarány. Ezzel szemben 2014-ben az eurózóna hat országában haladta meg az adósság a bruttó hazai összterméket: Belgium, Görögország és Olaszország mellett Cipruson, Írországon és Portugáliában. Az előrejelzések szerint 2016-ra ez az országcsoport Spanyolországgal héttagúra bővül. Aggasztó továbbá, hogy Spanyolországon kívül több másik országban is növekedhet az államadósság. Az eurózóna átlagos GDP-arányos bruttó államadósság-mutatója évek óta meghaladja az Európai Unió hasonló mutatóját. Nagyon kevés ország esetében valósul meg a Stabilitási és Növekedési Paktum módosításakor megfogalmazott cél, mely szerint a 60 százalékos GDP-arányos adósság évente az adósság 1/20-ával csökkentendő. Mindez erősen kétségbe vonja a szabály alkalmazhatóságát.

A makrogazdasági egyensúlyhiány vizsgálatának eredményeit a Bizottság az ún. riasztási mechanizmus keretében készült jelentéseiben teszi közzé. A makrogazdasági egyensúlyhiány vizsgálatára és kezelésére szolgáló eljárás 2015-ben a negyedik évébe lépett. 2014 tavaszán a Bizottság 11 ország esetén állapított meg egyensúlyhiányt és további 3 országban túlzott egyensúlyhiányt. A Bizottság 2014. novemberi jelentése alapján (Európai Bizottság 2014b) 16 országra vonatkozóan kell 2015 elején részletes vizsgálatot végezni. (A Bizottság szerint Franciaország kezelte az egyensúlyhiányt, Portugália és Románia esetében viszont első alkalommal rendeltek el részletes vizsgálatot.)

**3. táblázat: Az EU tagországainak (EU-27) GDP-arányos bruttó államadóssága 2006 és 2016 között (%)**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 <sup>P</sup>	2015 <sup>P</sup>	2016 <sup>P</sup>
Ausztria	67,0	64,8	68,5	79,7	82,4	82,1	81,7	81,2	86,8	86,4	84,5
Belgium	90,8	86,9	92,2	99,3	99,6	102,1	104,0	104,5	106,4	106,8	106,6
Bulgária	21,3	16,6	13,3	14,2	15,9	15,7	18,0	18,3	27,0	27,8	30,3
Ciprus	58,9	53,7	44,7	53,5	56,5	66,0	79,5	102,2	107,5	115,2	111,6
Csehország	27,9	27,8	28,7	34,1	38,2	41,0	45,5	45,7	44,1	44,4	45,0
Dánia	31,5	27,3	33,4	40,4	42,9	46,4	45,6	45,0	45,0	42,7	43,6
Egyesült Kir.	42,5	43,6	51,6	65,9	76,4	81,9	85,8	87,2	88,7	90,1	91,0
Észtország	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	6,5	6,0	9,7	10,1	9,8	9,6	9,5
Finnország	38,2	34,0	32,7	41,7	47,1	48,5	53,0	56,0	58,9	61,2	62,6
Franciaország	64,2	64,2	67,8	78,8	81,5	85,0	89,2	92,2	95,3	97,1	98,2
Görögország	103,4	103,1	109,3	126,8	146,0	171,3	156,9	174,9	176,3	170,2	159,2
Hollandia	44,9	42,7	54,8	56,5	59,0	61,3	66,5	68,6	69,5	70,5	70,5
Írország	23,8	24,0	42,6	62,2	87,4	111,1	121,7	123,3	110,8	110,3	107,9
Lengyelország	47,1	44,2	46,6	49,8	53,6	54,8	54,4	55,7	48,6	49,9	49,8
Lettország	9,9	8,4	18,6	36,4	46,8	42,7	40,9	38,2	40,4	36,5	35,5
Litvánia	18,0	16,7	15,4	29,0	36,3	37,3	39,9	39,0	41,1	41,8	37,3
Luxemburg	7,0	7,2	14,4	15,5	19,6	18,5	21,4	23,6	22,7	24,4	25,1
Magyarország	65,0	65,9	71,9	78,2	80,9	81,0	78,5	77,3	77,7	77,2	76,1
Málta	64,6	62,4	62,7	67,8	67,6	69,8	67,9	69,8	68,6	68,0	66,8
Németország	66,3	63,5	64,9	72,4	80,3	77,6	79,0	76,9	74,2	71,9	68,9
Olaszország	102,5	99,7	102,3	112,5	115,3	116,4	122,2	127,9	131,9	133,0	131,9
Portugália	69,2	68,4	71,7	83,6	96,2	111,1	124,8	128,0	128,9	124,5	123,5
Románia	12,3	12,7	13,2	23,2	29,9	34,2	37,3	37,9	38,7	39,1	39,3
Spanyolország	38,9	35,5	39,4	52,7	60,1	69,2	84,4	92,1	98,3	101,5	102,5
Svédország	43,2	38,2	36,8	40,3	36,7	36,1	36,4	38,6	41,4	41,3	40,6
Szlovákia	30,7	29,8	28,2	36,0	41,1	43,5	52,1	54,6	53,6	54,9	55,2
Szlovénia	26,0	22,7	21,6	34,5	37,9	46,2	53,4	70,4	82,2	83,0	81,8
Eurózóna	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	83,8	85,9	89,1	91,1	94,3	94,4	93,2
EU-27	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	78,3	80,9	83,6	85,4	88,4	88,3	87,6

Megjegyzés: P – prognózis

Forrás: Eurostat (2015c), European Commission (2015a)

Egyes eurózóna-tagországok piaci megítélése még 2014 végén is meglehetősen rossz volt. Az S&P Capital IQ Globális Szuverén Adósság Jelentése szerint a CDS-felárak alapján Görögország a 3., Ciprus az 5., Portugália a 17. legkockázatosabb ország (S&P Capital IQ 2014). Ráadásul Görögország az 5., míg Ciprus a 6. helyen szerepelt még negyedévvél korábban is.

Az euró/dollár (és jüan, valamint svájci frank) árfolyama meglehetősen hektikusan ingadozott a válság éveiben (ld. 1. ábra a következő oldalon). Minden idők legerősebb euró/dollár árfolyamát 2008. július 15-én jegyezték, amikor egy euróért 1,5990 amerikai dollárt adtak. Ezt követően erős ingadozás figyelhető meg, ami együtt mozog az eurózónába és az euróba vett bizalom változásával. 2014. május és 2015. február között 19 százalékkal gyengült az euró a dollárhoz képest. Az árfolyam 2003 nyara óta nem volt olyan gyenge, mint 2015 februárjában. A gyengülés több tényezőnek is köszönhető: az USA lényegesen jobb növekedési kilátásainak, a FED és az EKB eltérő monetáris politikájának (az EKB továbbra is igen expanzív politikát

folytat), vagy például a görög politikai és finanszírozási bizonytalanságoknak. A gyengébb árfolyam azonban kifejezetten jól jön az export, és így közvetve a növekedés szempontjából, valamint a defláció elkerülése céljából is. Hasonló árfolyamgörbe rajzolódik ki a nominál effektív árfolyam alakulásának vizsgálata során is.

**1. ábra:** Az euró/dollár árfolyamának alakulása 1999. január és 2015. február között



Forrás: ECB (2015a)

Az eurózóna harmonizált fogyasztói árindexe 2009 nyarán volt olyan alacsony, mint 2015 elején, amikor szintén deflációt mértek az övezetben. Az infláció a közös pénz bevezetése óta 2004 júliusában – 4 százalékon – tetőzött. Az EKB-nak az eltelt 16 évben sikerült átlagosan 2 százalék körül tartania az inflációt. Az alacsony infláció (illetve jelen esetben a defláció) lehetővé teszi az eurózóna jegybankja számára, hogy az inflációs cél veszélyeztetése nélkül támogassa a gazdaságpolitikát. További kamatlábcsökkentésre nem igazán van lehetőség, így egy havi maximálisan 60 Mrd euró értékű eszközvásárlás-bővítési programot kezd 2015 márciusában az EKB, amit egészen 2016 szeptemberéig folytathat majd. A programmal az EKB gyakorlatilag azt is elismeri, hogy a korábbi monetáris politikai intézkedések nem eredményeztek kellő likviditást (ECB 2015b).

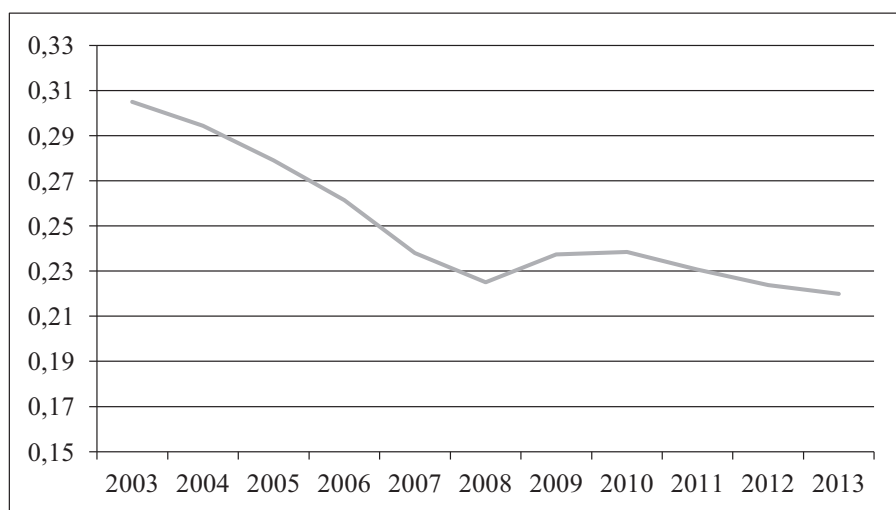
Az eurózónában kirobbant szuverén adósságválság az euró nemzetközi szerepét is befolyásolta, de világszinten az amerikai dollár mögött elfoglalt biztos második helyezését nem veszélyeztette. A pénzügyi-gazdasági válság előtt 2007-ben a globális devizatartalékok 26,5 százalékát tartották euróban (ECB 2008), ez 2009-re 27,3 százalékra emelkedett (ECB 2010), 2011-re viszont 25 (ECB 2012), míg 2013-ra 24,4 százalékra csökkent (ECB 2014). Az euró nemzetközi kereskedelemben betöltött szerepét erősíti és stabilan tartja a tagországok jelentős részének



nagyfokú nyitottsága, az eurózónába érkező áruk több mint felét, míg az onnan irányuló export több mint kétharmadát euróban számlázzák.

Mindenképpen fontos megemlíteni a válságok társadalmi hatásait is. A válságok következtében az eurózónában és az Európai Unió egészében is növekedett a munkanélküliségi ráta, amelynek átlagos értéke 2013-ban 12,0, illetve 10,8 százalékot ért el. Az átlag mögött meglehetősen nagy eltérések húzódnak meg, míg Ausztriában 4,9, Németországban 5,2 százalékos volt a munkanélküliség, Görögországban 27,5, Spanyolországban 26,1, Portugáliában pedig 16,4 százalékot mértek. Az előrejelzések szerint 2016-ig a munkanélküliségi ráta lassú, de folyamatos mérséklődése várható. Azt várhatnánk, hogy a válság következtében növekedtek az egyes országok közötti egyenlőtlenségek, de az eurózóna tagországainak egy főre jutó, vásárlóerő-paritáson számított GDP-adatainak  $\sigma$ -konvergencia-mutatója a 2009-es év kivételével folyamatos csökkenést mutat, ami az átlagos egyenlőtlenségek csökkenésére utal (2. ábra).

**2. ábra:** A  $\sigma$ -konvergencia alakulása (GDP/fő, PPP) az eurózónában 2003 és 2013 között



Forrás: Eurostat (2015d) alapján saját számítások

Összegezve megállapítható, hogy a világméretű pénzügyi-gazdasági és a szuverén adósságválság kirobbanását követően az eurózónában és az Európai Unióban gyakorlatilag létrejöttek azok az intézmények, szabályozórendszerek, amelyek hasonló válságok kialakulását hivatottak és képesek megakadályozni, továbbá az adósságfinanszírozásban tudnak segítséget nyújtani. Mindez azonban nem vezetett az eurózóna mélyüléséhez, egyfajta fiskális mélyüléshez, és eurókötvény bevezetésére sem fog valószínűleg sor kerülni (Rácz 2014). 2014-ben megindult a gazdasági növekedés az eurózónában, az államháztartási egyenlegek jelentősen javultak, az átlagos bruttó

államadósság azonban még továbbra is rendkívül magas, és csökkenés csak 2016-tól várható. A válságok eltérően érintették az egyes tagországokat, de nem vezettek az átlagos egyenlőtlenségek növekedéséhez. Az Amerikai Egyesült Államok és az Európai Unió, illetve az eurózóna közötti növekedési, beruházási rés azonban a válság következtében tovább nőtt. Az eurózóna szétesésétől 2015 elején nem kell tartani, de az euróövezet egyben tartása sikerének megítéléséhez a görög helyzet alaposabb vizsgálata, az esetleges görög kilépés értékelése is hozzátartozik.

## Görögország: Se vele, se nélküle?

### *A görög euróövezeti csatlakozás előzményei és körülményei*

Görögország 1998 májusában még egyetlenegy konvergenciakritériumot sem teljesített, így 1999. január elsején nem léphetett a gazdasági és monetáris unió harmadik szakaszába. Ezzel szemben 2000. június 19-én a Tanács úgy döntött, hogy Görögország 2001. január elsején készpénzformában bevezetheti az eurót. Ez a döntés is azt támasztja alá, hogy a legtöbb konvergenciakritérium teljesítését túlságosan rövid távon, egy évre vetítve vizsgálták, annak fenntarthatósága nem játszott fontos szerepet, másfelől pedig azt a feltételezést is erősíti, miszerint az eurózónához csatlakozó országok köréről politikai döntés született. (A görög drachma egyébként két évet sem töltött el az ERM II-ben.) A későbbiek során kiderült, hogy Görögország nem a valóságnak megfelelő statisztikai adatokat továbbított (éveken keresztül) az Eurostat számára. Mindezek mellett Görögország komoly szerkezeti problémákkal küszködött. Általában az Európai Közösséghez (Európai Unióhoz) csatlakozó országok számára az integrációs tagság már az első években komoly növekedési hatással járt. Görögország azonban a csatlakozás után is folytatta a gazdaság dirigista állami irányítását, az infláció meglehetősen magas maradt, a beruházásvezérelt növekedés nem indult be, a beruházási ráta csak 1999-re érte el a 20 százalékos szintet (Halmai 2015). Görögországban az ipar és az építőipar részaránya a GDP-ben messze az egyik legalacsonyabb az EU- és az OECD-tagországok között (egyedül Luxemburgban alacsonyabb ez az arány), ami egy meglehetősen alacsony exportarányt eredményez. A versenyképes, hatékony gazdasági működést akadályozza továbbá a nemzetközi összehasonlításban is magas korrupció (a Transparency International 2014. évi rangsorában a 69. helyezést érte el az ország) (Transparency International 2014). Az állam hatékony működését a magas korrupció mellett az alacsony adófizetési hajlandóság is nehezíti. Görögország 100% feletti GDP-arányos államadóssággal csatlakozhatott az eurózónához. A lényegesen alacsonyabb kamatlábaknak és a csatlakozás miatt az országba vetett bizalom jelentős növekedésének köszönhetően Görögország lényegesen kedvezőbb feltételek mellett tudta finanszírozni lejáráó adósságait a piacokról. Mindez elodázta a költségvetési kiigazítások és a szerkezeti reformok szükségességét. Mind-

ezek miatt azt mondhatjuk, hogy az eurózóna konstrukciója, pontosabban az euró görögországi bevezetéséről 2000-ben született politikai döntés is hozzájárult a későbbi görög szuverén adósságválság kialakulásához.

### *Görögország eurózónából való kilépésének lehetősége és hatásai*

Görögország összesen 240 Mrd euró hitelt kapott a 2010-es és 2012-es mentőcsomagok keretében. A második mentőcsomag részeként gyakorlatilag a magánhitelezők felé fennálló adósság egy részének leírására is sor került (Private Sector Involvement). A fizetéseképtelenség elkerülése érdekében nyújtott mentőcsomagok keretében biztosított hitelek tovább növelték a görög államadósságot. 2015-ben a bruttó görög államadósság meghaladja a GDP 170 százalékát (több mint 320 Mrd eurót tesz ki), melynek közel 80 százalékát az EFSF, az IMF, az eurózóna tagországai, valamint az Európai Központi Bank finanszírozza. A mentőcsomagok fontos elemét képezi a kondicionalitás, vagyis a hitelnyújtás meghatározott gazdaságpolitikai intézkedésekhez kötése. Az intézkedések végrehajtását – amelyek költségvetési kiigazításokra, a bürokrácia leépítésére, szerkezeti reformokra, az adóbeszedés hatékonyságának növelésére, valamint a privatizáció felgyorsítására egyaránt vonatkoznak – az IMF, az Európai Bizottság és az Európai Központi Bank képviselőiből álló trojka (az Intézmények) felügyelik, ellenőrzik. Az IMF bevonását heves viták kísérték, tekintettel arra, hogy a világméretű nemzetközi szervezet a mentőcsomagok összköltségvetéséből viszonylag kis arányban részesedik. Az anyagi szerepvállalás mellett azonban legalább ilyen fontos érv volt, hogy „külső” hitelező, szakértő is vegyen részt a folyamatban.

Görögország, bár államháztartási egyenlege 2015-ben az előrejelzések szerint többletet tud felmutatni, nem képes a piacról finanszírozni adósságait. Nagyon fontos megjegyezni, hogy a mentőcsomagok keretében az ország nagyon kedvező kamatozású hitelekhez jutott, az átlagos hitelkamatláb mindösszesen 2,4 százalék. Görögország pénzügyi helyzete azonban még így sem megoldott, különösen, ha azt is figyelembe vesszük, hogy az ország 2015 januárjában megválasztott új kormánya a kiigazítások több elemét vitatja, és folyamatosan kemény tárgyalásokra kényszerül a Bizottsággal, a Tanáccsal és az eurócsoporttal. (Az új kormány „kreatív” ötletekkel is előállt, mint például olyan görög állampapír kibocsátása, ami akkor fizet hozamot, ha a görög reál-GDP-növekedés egy bizonyos szintet elér.) Mindezek hatására egyes szakértők Görögország eurózónából történő kilépésével 50 százalék feletti valószínűséggel számolnak. A lisszaboni szerződések szabályozzák az Európai Unióból való kilépést, az eurózóna esetében viszont nincsen hasonló jogi szabályozás. Természetesen az EU-ból való kilépés egyúttal az eurózónából való kilépést is jelenthetné, az azonban kevésbé valószínű, hogy Görögország, vagy az uniós költségvetés bármelyik nettó haszonélvező országa egyúttal az EU-ból is ki szeretne lépni vagy erre kényszeríteni akarnák. Egy ország szabályozott és a lehető legkisebb költséggel,

negatív hatásokkal együtt járó kilépéséhez a szerződések módosítására lenne szükség. Elméletileg elképzelhető lenne a Tanács Görögország euróövezeti csatlakozását jóváhagyó rendeletének hatályon kívül helyezése is (ebben az esetben kizárásról lenne inkább szó, nem kilépésről), valamint kilépés esetén Grönland speciális helyzetéhez hasonlóan akár a bécsi egyezményre történő hivatkozás is (Schuster – Matthes 2015).

Görögország euróövezetből történő kilépése nehezen megbecsülhető következményeket vonhat maga után, ami rövid távon az ország számára sokkal több negatív hatással és költséggel járhat, mint előnnyel, illetve mint az eurózóna egészére nézve. Görögország kilépése és egy új pénz bevezetése becslések szerint legalább 30–40 százalékos leértékelődést vonna maga után. Ez jelentősen megnehezítené az államadósság törlesztését, bankok és vállalatok fizetéseképtelenségéhez vezethetne, a magasabb kamatlábak miatt pedig a beruházások növekedése sem várható. Az új pénz bevezetése igen komoly logisztikai költségekkel járna, a bizonytalanságok és a leértékelődés miatt pedig jelentős tőkekimenekítés várható. (Csak 2009 és 2011 között külföldi befektetők 40 Mrd eurót vontak ki görög bankbetétekből [Born et al. 2012].) Egyes becslések szerint 2015 első heteiben a görög lakosság napi szinten mintegy 1 Mrd eurót utalt külföldre (Der Spiegel 2015). Igaz, Görögország, mint EU-tag, továbbra is igénybe vehetne segítséget fizetésimérleg-problémák esetén. Közvetlenül a kilépés előtti időszakban valószínűleg a készpénzforgalmat is korlátozni kell, ami társadalmi elégedetlenséget is kiválthat. A leértékelődéstől várhatunk ugyan exportbevétel-növelő hatást, de a kifejezetten gyenge exportárualap miatt ez rövid távon igen mérsékelt maradhat, egy exportra termelő versenyképes ipar kiépítése – különösen magas hitelkamatlábak mellett – akár évtizedeket is igénybe vehet. Rövid távon valószínűleg a turizmus terén várható jelentős bővülés, amennyiben politikai és gazdasági bizonytalanságok nem árnyékolják be az ország turisztikai vonzerejét. Az eurózónából történő kilépés és egy új pénz bevezetése azonban önmagában nem oldja meg a görög gazdaság és társadalom szerkezeti problémáit, és nem hoz létre például egy működőképes, transzparens adórendszert sem. Lehet, hogy politikai szempontból a görög kormány számára a kilépés kifizetődőnek tűnhet, az általa okozott költségek és bizonytalanságok azonban nem jelezhetőek előre. Ezzel szemben a 2015. január elseje óta 19 tagú eurózóna számára a görög kilépés jóval kisebb hatásokkal járna. Valószínűsíthető, hogy nem kell dominóeffektussal számolni (az utóbbi hetek Görögország helyzetével kapcsolatos bizonytalanságai nem növelték a többi korábbi „válságország” kockázatát), sőt előfordulhat, hogy a „leggyengébb láncszem” kiesése maga a „lánc”, az eurózóna megerősödéséhez vezethet. (A görög kilépés azonban okozhat problémákat egy eurózóna-tagországban, Cipruson, mint ahogyan Ciprus jelentős részben a görög adósságválság miatt sodródott a fizetéseképtelenség határára és volt kénytelen mentőcsomagot igénybe venni.)

A szakirodalomban találkozhatunk egy „párhuzamos pénz” bevezetésének gondolatával is, mint egyfajta megoldási javaslattal (Schuster 2012; Barro 2012; McLeod 2013; Schäfer 2013).

Egy párhuzamos pénz bevezetésének célja gyakorlatilag hasonló az euróövezetből való kilépéssel, így az új pénz bevezetésének következtében az export-versenyképesség növelésével, az importfüggőség csökkenésével, a belföldi konjunktúra élénkülésével, emellett a kilépésnél valószínűleg enyhébb negatív hatásokkal kellene számolni. A tőkekimenekítés azonban ebben az esetben is bekövetkezne, a szerkezetváltást és a reformokat ekkor is végre kell hajtani és a bankrendszerben is komoly veszteséggel és nehézségekkel kellene számolni.

## Összegzés, következtetések

A 2008-as világméretű pénzügyi és gazdasági válság, valamint a 2010-ben Európában kirobbant szuverén adósságválság az európai integráció eddigi legsúlyosabb recesszióját okozta. A gazdasági-pénzügyi válság mellett társadalmi és bizalmi válság is kialakult. A válság ellenére maga az eurózóna és a közös pénz mégsem került válságba, a szuverén adósságválság sokkal inkább a monetáris integráció egyik hátrányaként emlegetett aszimmetrikus sokk eredménye, ugyanakkor rámutatott az eurózóna konstrukciójának egyes hiányosságaira, valamint az euróövezeti csatlakozásról meghozott politikai döntések makrogazdasági következményeire. Az Európai Unió és az eurózóna 2015-re túljutott a válságon, 2015-ben és 2016-ban az Unió valamennyi tagországában reál-GDP-növekedést prognosztizálnak. Az államháztartási egyenleg szintén javulást mutat, ugyanakkor a bruttó államadósság és a munkanélküliségi ráta csökkenése csak lassan indulhat meg. A válság által leginkább sújtott országok, Írország, Spanyolország és Portugália pénzügyi helyzete stabilizálódott, Ciprus is a stabilizálódás első jeleit mutatja, ugyanakkor Görögország pénzügyi-finanszírozási helyzete még mindig nem fenntartható. Az euró nemzetközi szerepe a válság következtében minimális mértékben változott csak. A válságok kirobbanását követően az eurózónában és az EU-ban létrejtek azok az intézmények, szabályozórendszerek, amelyek a hasonló válságok kialakulását képesek megelőzni, igaz, hogy több esetben kormányközi szerződés eredményeképpen, egyes szabályozóelemek betarthatósága pedig (pl. az államadósság-csökkentés üteme) erősen megkérdőjelezhető. Az eurózónában és részben az Európai Unióban is erősödött a gazdaságpolitikai koordináció, kialakult egyfajta gazdasági kormányzás, 2015-re gyakorlatilag a bankunió is létrejött. Ezek a lépések, intézkedések a válságok nélkül nem, vagy csak jóval később valósultak volna meg. Ugyanúgy, ahogyan az egységes belső piac megalkotásakor, most is egy „külső” kényszerre volt szükség a reformokhoz. A jelentős előrelépés ellenére fiskális mélyülés nem történt, a gazdasági és monetáris unió aszimmetrikus jellege továbbra is fennmaradt. A válságok eltérően érintették az egyes tagországokat, azonban nem vezettek az átlagos egyenlőtlenségek növekedéséhez, viszont az USA és az EU közötti „gap” egyértelműen nőtt, ami előrevetíti annak szükségességét, hogy az Uniónak nagyobb hangsúlyt kell fektetnie a növekedésre, a beruházásokra, az ezeket megalapozó kutatás-fejlesztésre és az innovációra. Bár Görögország-

nak sikerült megvalósítania a 240 Mrd euró értékű mentőcsomagok felhasználásának feltételeként megszabott államháztartási egyenlegjavítást, 2015-re és 2016-ra már költségvetési szufficitet és reál-GDP-növekedést prognosztizálnak. Mindez azonban kevés ahhoz, hogy az ország képes legyen finanszírozni magát a tőkepiacokról. 2015 januárjában az új görög kormány megalakulását követően ismét felerősödtek a Görögország eurózónából való kilépésével kapcsolatos találgatások, ez azonban éppen a görögök számára járna rövid távú negatív hatásokkal és költségekkel. Célszerű mind az európai döntéshozóknak, mind pedig a görög vezetésnek is a görög kilépés megakadályozása érdekében minden intézkedést megtenni. A monetáris unió tehát egyben tartható, mégpedig valószínűleg Görögországgal együtt. Ettől függetlenül azonban érdemes lenne a szerződések szintjén az eurózónából való kilépést is egyértelműen szabályozni.

## Hivatkozások

- Barro, R. (2012). An Exit Strategy from the Euro. *The Wall Street Journal*, 9. 1. 2012.  
<http://www.wsj.com/articles/SB10001424052970203462304577134722056867022> (2015. 03. 11. 18:30).
- Born, B. (et al.) (2012). Austritt Griechenlands aus der Europäischen Währungsunion: Historische Erfahrungen, makroökonomische Konsequenzen und organisatorische Umsetzung. *IFO Schnelldienst*, 65(10), 9–37.
- Der Spiegel (2015). Letzte Ausfahrt Grexit, 21–25.
- European Central Bank (2008). The International Role of the Euro July 2008. Frankfurt am Main.
- European Central Bank (2010). The International Role of the Euro July 2010. Frankfurt am Main.
- European Central Bank (2012). The International Role of the Euro July 2012. Frankfurt am Main.
- European Central Bank (2014). The International Role of the Euro July 2014. Frankfurt am Main.
- European Central Bank (2015a). Euro exchange rate USD. <http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html> (2015. 03. 10. 2:22).
- European Central Bank (2015b). The governing Council's expanded asset purchase programme. *Economic Bulletin*, 15–19, Frankfurt.
- Európai Bizottság (2014a). A 2015. évi éves növekedési jelentés. Brüsszel, 2014. 11. 28. COM (2014) 902 final.
- Európai Bizottság (2014b). A riasztási mechanizmus keretében készült 2015. évi jelentés. Brüsszel, 2014. 11. 28. COM (2014) 904 final.
- European Commission (2015a). European Economy Forecast. Winter 2015, Brussels.
- European Commission (2015b). Green Paper. Building a Capital Markets Union. Brussels, COM (2015) 63 final 18. 2. 2015.

- European Commission (2015c). Making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact. Strasbourg, COM (2015) 12 final provisional 13. 1. 2015.
- Eurostat (2015a). Real GDP growth rate – volume, percentage change on previous year. <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00115&plugin=1> (2015. 03. 01. 16:35).
- Eurostat (2015b). General government deficit/surplus, % of GDP and million EUR. <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00127&plugin=1> (2015. 03. 01. 16:45).
- Eurostat (2015c). General government gross debt, % of GDP and million EUR. <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsdde410&plugin=1> (2015. 03. 01. 16:55).
- Eurostat (2015d). Gross domestic product at market prices at current prices euro per capita. <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec0001&plugin=1> (2015. 03. 04. 19:58).
- Halmai, P. (2015). Európai integráció és gazdasági növekedés. Tényezőpiaci integráció, növekedési kilátások, európai növekedési modell. *Külgazdaság*, 59, 107–133.
- McLeod, R. (2013) How to Leave the Euro. Abandoning the Single Currency Doesn't Have to Be Hellish. *The Wall Street Journal*, July 4. <http://online.wsj.com/article/SB1000142412788732329750457858126167778272.html> (2015. 03. 11. 19:00).
- Rácz, M. (2014). Az eurózóna válsága, válságkezelés, és a 2014-es kilátások. *Európai Tükör*, 3, 5–22.
- Schäfer, W. (2013). Parallelwährungen können hilfreich sein: 11 Thesen zur Euro-Krise. <http://wirtschaftlichefreiheit.de/wordpress/?p=13228> (2015. 03. 11. 20:00).
- Schuster, L. (2012). Paralellwährungen für die Eurozone. Überblick und Versuch einer Systematisierung. BVMW – Bundesverband mittelständischer Wirtschaft, Die Paralellwährung. Optionen, Chancen, Risiken. Berlin, 6–13.
- Schuster, L. – Matthes, J. (2015). *Wie soll die Europäische Währungsunion mit reformunwilligen Staaten umgehen?* IW Policy Paper 3. Köln: Institut de deutschen Wirtschaft.
- S&P Capital IQ (2014). Global Sovereign Debt. A Market Driven Perspective. 4ht Quarter. McGraw Hill Financial.
- Transparency International (2014). Corruption Perceptions Index. <https://www.transparency.org/cpi2014/results> (2015. 03. 02. 18:59).