

Losoncz Miklós

**Az államadósság-válság és
kezelése az EU-ban**

TRI-MESTER kiadványok:

Bock Gyula – Misz József:
Nemzetközi közgazdaságtan
Bock Gyula:
Nemzetközi közgazdaságtan feladatok
Solt Katalin:
Mikroökonómia
Daruka Magdolna – Simanovszky Zoltán:
Mikroökonómia feladatgyűjtemény
Solt Katalin:
Makroökonómia
Bock Gyula:
Makroökonómia feladatok
Némethné Gál Andrea:
Általános statisztika
Nagy Anikó:
Általános statisztika példatár
Losoncz Miklós:
Az Európai Unió – Rómától Budapestig
Király Rita:
EU for U
Köpeczi - Nagy Gábor:
Wissenswertes über die Europäische Union
Káldyné Esze Magdolna:
Nemzetközi kereskedelem
Losoncz Miklós:
**A magyar EU-tagság
gazdaságpolitikai kihívásai**
Simanovszky Zoltán:
Bevezetés a közgazdaságtanba
Introductory Economics (kétnyelvű)
Losoncz Miklós – Nagy Gyula:
**A globalizáció és a 2007-2011. évi
pénzügyi válság**
Boros István:
A filozófia klasszikusai

Solt Katalin:
A nemzetközi gazdaságtan alapjai
Vörös Mihály:
Versenyképes projektek és pályázatok
Papp Vanda –Tóthné dr. Bükki Edit
Vogelné Takács Gabriella:
Cél a gazdasági szaknyelvi vizsga.
Angol – Német.
Tarnói Judit – Tóth Éva:
Wirtschaftsdeutsch
Csurgai Ágnes – Kovács Tímea – Révi Erik:
Down to Business!
Losoncz Miklós:
**Az államadósság-válság
és kezelése az EU-ban**
Losoncz Miklós:
**Az Európai Unió külkapcsolatai
és külkapcsolati politikája**
Sziva Miklós:
Számvitel I.
Könyvvitel
Boda László – Sziva Miklós
Tóth Árpád – Zsidai Valéria:
Számvitel II.
Mérleg
Boda László – Zsidai Valéria:
Számvitel III.
Eredménytan
Eredménytan példatár
Szarvas László:
Politikatudomány
Urbán-Frendl Ildikó:
Pszichológia.
Elmélet a gyakorlatban

A kiadványok megrendelhetők:

TRI-MESTER Bt.
2800 Tatabánya, Tompa Mihály u. 46.
Tel./fax: 34/511-517, 511-518,
Fax: 34/511-517

TRI-MESTER Szakkönyvesbolt
2800 Tatabánya, Béla király krt. 58.
Tel.: 34/318-702
E-mail: trimester@t-online.hu

E-shop: www.trimester.hu

Losoncz Miklós

**Az államadósság-válság és
kezelése az EU-ban**



Írta:

Dr. Losoncz Miklós
az MTA doktora
egyetemi tanár
Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem

Lektorálták:

Dr. Ábel István
egyetemi tanár
Budapesti Corvinus Egyetem

Akar László
GKI Gazdaságkutató Zrt.,
alelnök

Dr. Nagy Gyula
főiskolai tanár
EDUTUS Főiskola

Korrektúra:
Raáb Ferenc

Borítóterv:
dr. ifj. Simanovszky Zoltán

Műszaki szerkesztő:
Ughy Erzsébet

ISBN: 978 963 9561 27 4

A könyv a Magyar Közgazdász Alapítvány támogatásával jelent meg.

© Losoncz Miklós, 2014

Minden jog fenntartva, beleértve a sokszorosítás, a nyilvános előadás, a rádió- és televízióadás,
valamint a fordítás jogát, az egyes fejezeteket illetően is.
A kiadvány engedély nélküli sokszorosítása bűncselekmény.

Kiadó: TRI-MESTER Bt., Tatabánya, 2014
Nyomta: ALFADAT-PRESS Kft. Tatabánya

Bevezetés

A globális pénzügyi és gazdasági válság kitörését követő, 2009 novemberében kezdődött **szuverén adósság- vagy államadósság-válság**, amely a szuverén adósok, azaz az államok fizetőképességének veszélybe kerülését jelöli, felszínre hozta a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) intézményrendszeri gyengeségeit. A szuverén adósságválsághoz kapcsolódott, illetve jelenleg is kapcsolódik bank-, gazdasági növekedési, versenyképességi és fizetésimérleg-válság. Ezek szoros kölcsönhatásban állnak egymással. Az intézmény- és szabályozórendszer nem kielégítő működése valamint a pénzügyi rendszer zavarái nyomán különösen az utóbbi két-három év csúcspontjai idején jelentek meg a GMU hosszú távú életképességét megkérdőjelező, egyes tagállamok kiválását (elsősorban Görögország, de szó volt más tagállamokról is), sőt a GMU felbomlását prognosztizáló vélemények.

Ez a könyv a továbbiakban a GMU-t ért szuverén adósságválság fejleményeit és a válságkezeléssel kapcsolatos tapasztalatait és dilemmáit elemzi. **Középpontjában** egyfelől a GMU intézményrendszere, működése és hatásmechanizmusai, másfelől a szuverén adósságválság közötti összefüggések elemzése áll. Arra a kérdésre keresi a választ, hogy egyrészt a szuverén adósságválság hogyan érintette a GMU működését, beleértve annak **három pillérét** (a kilépést, az államszűkítést és a kisegítés tilalmát). Másrészt azt elemzi, hogy a válságkezelés jegyében a tagállamok, illetve főképpen az európai uniós intézmények **milyen változtatásokat** hajtottak végre a GMU intézmény- és szabályrendszerében valamint gazdaságpolitikájában, azon belül a gazdasági kormányzásban, és vajon ezek a változtatások elegendők-e válságból való kilábaláshoz, illetve hosszú távon a GMU viszonylag zavartalan működésének, ezáltal fennmaradásának biztosításához.

Ehhez a vezérfonalhoz kapcsolódik az az **elméleti kérdés**, hogy működőképes-e, ha igen, milyen feltételek mellett a Gazdasági és Monetáris Unió akkor, ha tagállamai nem alkotnak optimális valutaövezetet, továbbá ha a monetáris uniót nem támasztja alá közös felelősség- és tehervállaláson alapuló fiskális unió. Más szavakkal: fenntartható-e az az állapot, hogy amíg a monetáris politika közös, addig a fiskális politikában a tagállamok megtartják szuverenitásukat, bár azt az európai uniós jogszabályok jelentős mértékben korlátozzák. További kérdés, hogy lehet-e a közös felelősség- és tehervállaláson alapuló fiskális uniót más intézkedésekkel helyettesíteni, azaz, mekkora mozgástere van a pótcselekvésnek. Mindettől elválaszthatatlan az a kérdés is, hogy működőképes-e a közös monetáris politika olyan körülmények között, amikor az Európai Központi Bank (EKB) mögött nem egy európai kormány, hanem 18 tagország kormánya áll. Másképpen kifejezve: lehetséges-e monetáris unió politikai unió nélkül?

Előljáróban célszerű hangsúlyozni, hogy egyrészt a **globális pénzügyi és gazdasági válság**, amely később szuverén adósságválságba torkollott, nem az Európai Unióból, hanem az USA-ból indult ki. Az Európai Unió tagállamainak a pénzügyi közvetítő rendszerében alig volt olyan kockázatos pénzügyi eszköz, amely az USA-ban kiváltotta a pénzügyi válságot. Az USA-ban kibontakozott válság terjedt át több csatornán (hitele-

zés, reálszféra stb.) keresztül az Európai Unióra, illetve azon belül a Gazdasági és Monetáris Unióra.

Másrészt az európai uniós szuverén adósságválság kapcsán **nem elsősorban magának az eurónak mint közös pénznek a válságáról van szó**. Ha egy szuverén adós nem képes vagy nem hajlandó eleget tenni fizetési kötelezettségeinek, akkor annak nem az euró mint közös pénz az oka. Nincs szoros összefüggés egy állam fiskális problémái és az ott törvényes fizetőeszközként használt pénz között. A pénz csak akkor lehet veszélyben, ha a kormánynak jogában áll azt a pénzt kibocsátani, amellyel adósságait visszafizeti. A Gazdasági és Monetáris Unióban csak az Európai Központi Bank bocsáthat ki pénzt.

Belső és külső vásárlóerejét (a főbb devizákkal szembeni árfolyamát) tekintve az utóbbi időszak esetleges kedvezőtlen árfolyammozgásai ellenére az euró viszonylag erős, egyes időszakokban túlságosan is erős volt a főbb devizákkal szemben. A nemzetközi fizetésekben és a jegybanki tartalékokban betöltött szerepe nem csökkent érdemben. A bank-, az államadósság-, a növekedési és a fizetésimérleg-válság nem érintette a közös pénz értékállóságát és nemzetközi pozícióit. Vásárlóerő-paritáson az euró nagy valószínűséggel felülértékelt a fő devizák döntő többségével szemben. A válság az euróövezetet alkotó országokra közvetlenül és a GMU **szabályozási, intézményi és működési mechanizmusain** keresztül hatott, illetve hat. Ebben az értelemben a GMU mint rendszer a globális pénzügyi rendszer elemeként is lényeges szerepet játszott a szuverén adósságválság kialakulásában és terjedésében.

A könyv **időhorizontja** a szuverén adósságválság kezdetétől, azaz 2009 novemberétől napjainkig terjedő időszak, de ha indokolt, akkor korábbi eseményeket, trendeket és összefüggéseket is vizsgál. Bár a csúcspont csak 2012 nyarán jelentkezett, a szuverén adósságválság kezdetét a szakirodalom a 2009. novemberi görögországi parlamenti választásokkal hozza összefüggésbe, amelyek után a hivatalba lépett új kormány, majd a nemzetközi közösség számára nyilvánvalóvá vált a görög államháztartás és államadósság fenntarthatatlansága. Kiderült ugyanis, hogy egyrészt a statisztikákat meghamisították, a hivatalos adatok a ténylegesnél jóval kedvezőbb képet festettek az államháztartásról. Másrészt az új kormány populista választási ígéreteinek betartása érdekében duplájára emelte 2010. évi GDP-arányos deficitcélját, ami pénzügyi válsághoz vezetett. A szuverén adósságválság a pénzügyi és gazdasági válságokat általában egy-másfél évvel követi.¹ Jelen esetben ugyan a kiváltó okok a görög események voltak, az államadósságválság azonban nem korlátozódott Görögországra, hanem csaknem az összes fejlett piacgazdaságra kiterjedt, illetve kiterjed. Az is megalapozottan feltételezhető, hogy ha nem a görög események, akkor más tényezők váltották volna ki a szuverén adósságválságot.

Ez a kötet nagymértékben támaszkodik Nagy Gyulával a globális pénzügyi válságról írt könyvünkre,² amely bemutatta és elemezte a 2007 nyarán az USA másodrendű jelzalog-

¹ Carmen M. Reinhart – Kenneth S. Rogoff: *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 2009.

² Losonczi Miklós – Nagy Gyula: *A globalizáció és a 2007–2011. évi pénzügyi válság*. Tri-Mester, Tatabánya, 2011., 235. oldal.

piacán kezdődött, majd globálissá vált és a reálszférára is áttért pénzügyi válság oka-
it, jellemzőit, a válságkezelés tapasztalatait stb., és kitért a szuverén adósságválságnak a
Gazdasági és Monetáris Unióra gyakorolt hatásaira is. További előzménynek tekinthető
e könyv szerzőjének egy angol nyelvű tanulmánya, amely azt elemezte, hogy a szuverén
adósságválság nyomán miként lazultak fel a GMU három tiltáson nyugvó pillérei.³ E kö-
tet a szerzőnek a témáról különféle tudományos folyóiratokban és egyéb fórumokon
publikált tanulmányait, az Élet és Irodalom című hetilapban megjelent cikkeit és az eu-
rópai tanulmányok oktatása során szerzett tapasztalatait is aktualizálja és szintetizálja.

A könyv **elsődleges célcsoportját** a gazdaságtudományi egyetemek és főiskolák európai
tanulmányokat folytató, azon belül a monetáris integrációkra szakosodott hallgatói al-
kotják. Rajtuk kívül haszonnal forgathatják a könyvet a makro- és – kisebb mértékben –
a mikrogazdasági pénzügyeket valamint az alkalmazott közgazdaságtant és világgazda-
ságtant tanuló hallgatók. Az európai tanulmányokat folytató hallgatók számára a kötet új
ismereteket tartalmaz, a makro- és a vállalati pénzügyek, az államháztartás, az alkalma-
zott közgazdaságtan és a világgazdaságtan tanulmányozásához sajátos, az elméleti ösz-
szefüggéseket gyakorlati eseményeken, példákon keresztül bemutató esettanulmányként
szolgálhat. Más területen is hasznosíthatók a könyvben felhasznált elemzési módszerek.
Mivel a kötet feltételezi meghatározott közgazdasági és pénzügyi ismeretek meglétét,
ezért használata elsősorban mesterszakon és a doktori képzésben javasolt. A szerző re-
ményei szerint természetesen a könyvből profitálhat mindenki, aki érdeklődik az Európai
Unió, azon belül a monetáris integráció és/vagy a szuverén adósságválság problémái
iránt, beleértve az államigazgatásban, az üzleti szférában, azon belül a pénzügyi szek-
torban dolgozókat. A megértést többek között a glosszárium is segíti, amely tartalmazza
a kötetben előforduló közgazdasági kifejezések rövid ismertetését.

A szerző szándékai szerint e kötet nemcsak tankönyv, hanem **monográfia** is. Adott ve-
zérfonal köré csoportosítva a mondanivalót, igyekszik mind időben, mind a fontosabb
területeket tekintve átfogó képet adni a szuverén adósságválságnak a Gazdasági és Mo-
netáris Unióra gyakorolt hatásairól és hatásmechanizmusairól. Ez a megközelítés termé-
zetesen egy a sok közül, a témának sok más szempontból történő feldolgozása is lehet-
séges. Mivel a kötet a szerző reményei szerint nagyszámú tudományosan új és újszerű
megállapítást és következtetést tartalmaz, ezért a témával foglalkozó egyetemi oktatók
és kutatók érdeklődésére is számot tarthat.

A téma feldolgozásában alkalmazott **kutatási módszer** egyrészt **irodalomkutatás**, azaz
a témára vonatkozó könyvek, folyóiratcikkek, vitacikkek, munkaanyagok formáját öltő
szakirodalom, statisztikai adatok, európai uniós jogszabályok és más dokumentumok,
szakértői vélemények és egyéb, a nyomtatott sajtóban és az interneten megjelent infor-
máció stb. feldolgozása és abból következtetések levonása. Mivel az Európai Unió mű-
ködése döntően jogszabályokon alapul (az EU jogközösségnek tekinthető), ezért az
egyes témák áttekintése az esetek többségében európai uniós jogforrásokból indul ki.

³ Miklós Losoncz: The Sovereign Debt Crisis and the Weakening of the Pillars of the Economic
and Monetary Union. In: Beáta Farkas (ed.): The Aftermath of the Global Crisis in the European
Union. Cambridge Scholars Publishing, Newcastle upon Tyne, 2013., 56-82. o.

Ennek ellenére a könyv nem magukat a jogszabályokat elemzi, hanem azok gazdasági hatásait, hatásmechanizmusait és következményeit tárja fel, ezért egyes részei **hatás-elemzésnek** is tekinthetők. A dolog természetéből adódóan a szakirodalmi bázisban nagy súllyal szerepelnek az eseményeket leíró, azokra és a velük kapcsolatos problémákra reagáló, de egyben elemző jellegű, nyomtatásban és az interneten megjelent újságcikkek és egyéb anyagok és dokumentumok is. Ezek a mélyebb összefüggések, elméleti vagy elméleti igényű megállapítások, következtetések illusztrálására szolgálnak. Gyakran kerül sor különböző szakértői és politikusi vélemények ütköztetésére. A témára vonatkozó szakirodalom napról napra bővül, ezzel az információáradattal lépést tartani lehetetlen, ezért illúzió lenne akárcsak törekedni is a teljességre.

Az egyes fejezeteken, illetve témákon belül a kifejtés lehetőség szerint az elméleti háttér bemutatásával kezdődik. A lehetőség szerint megszorítást azért kellett tenni, mert a téma jellegéből adódóan nem minden jelenségre vannak magyarázó elméletek, az elméleti igényű általánosítással még gyakran adós a szakirodalom. Ez a probléma képlékenysége miatt korántsem meglepő. Ezt követően az adott jelenség kritikai áttekintése következik a lehetséges negatív és pozitív hatások vázolásával. Ezen belül a történetiség elvének érvényesítésére törekedtem, azaz a témák tárgyalása kronológiai sorrendben történik.

Nagy fontosságot tulajdonít a könyv a **nemzetközi összehasonlításoknak**, amelyek során egyrészt az EU vagy a GMU országait és országcsoportjait veti össze, másrészt az EU-t, a GMU-t vagy tagállamait más, kívülálló országokkal vagy térségekkel (USA, Japán stb.) hasonlítja össze és von le az összehasonlításokból következtetéseket. A válságkezelésen végigvonul a tagállami szintű politikai és gazdasági racionalitás, valamint az EU-, illetve GMU-szintű gazdasági racionalitás közötti konfliktus is.

A téma feldolgozása kapcsán azért sem lehetett teljességre törekedni, mert a szuverén adósságválság még nem fejeződött be. Talán nem túlzás azt állítani, hogy még nem látni a végét. A könyv a 2014. január végéig rendelkezésre álló ismereteket, szakirodalmat, adatokat és információkat dolgozta fel. Mivel magyar nyelven kevés hasonló könyv jelent meg az utóbbi időben a Gazdasági és Monetáris Unió szuverén adósságválságáról, ezért e kötet hiánypótló lehet.⁴ A téma aktualitására tekintettel nem lett volna szerencsés várni a kérdéskör feldolgozásával addig, amíg letisztult értékelések jelennek meg róla. Ugyanakkor reményeim szerint a kötet municiót és szempontokat ad a téma további tanulmányozásához és kutatásához.

A könyv megírásakor fontos szempont volt, hogy az egyes fejezetek maguk is **önálló egésznek** alkossanak. Ennek bizonyos mértékben ellentmondó követelmény az **átfedések** lehetőség szerinti elkerülése, ami nem biztos, hogy minden esetben sikerült. Ez az európai integrációval foglalkozó tankönyvek és monográfiák általános problémája, mert egy-egy téma bemutatásakor sok, esetleg később tárgyalandó fogalom jelenik meg.

A kötet **fogalomhasználata** a közgazdaságtan főirányát fémjelző terminus technicusokra és az európai uniós szakirodalom és joganyag terminológiájára épül. Ke-

⁴ A témával foglalkozik más aspektusból például Moldicz Csaba: A változó Európai Unió. Válságról válságra (Typotex Elektronikus Kiadó Kft., Budapest, 2012., 210 oldal) című könyve.

rüli a médiában meghonosodott, bulvárnak minősíthető szavakat és kifejezéseket.⁵ A centrum vagy magországok csoportját Németország, Franciaország, a Benelux államok, Finnország és Ausztria alkotja, a második csoportot a fennmaradó 11 tagország. A periféria szó minden esetben az EU földrajzi perifériáját alkotó országokat (Írország, Spanyolország, Portugália, Görögország és Olaszország, esetenként Ciprus és Málta) jelöli, használata értékmentes, nem utal a centrum-periféria elméletekre és az ahhoz kapcsolódó vitákra. Az euróövezet vagy euróövezet a Gazdasági és Monetáris Unió, betűszóval GMU szinonimája. A Gazdasági és Monetáris Unió az európai uniós alapszerződésekben szereplő jogi kifejezés a monetáris integrációra. Az európai uniós intézmények az euro area (euróövezet) kifejezést használják a Gazdasági és Monetáris Unió rövid megjelölésére. A két német állam 1990. október 3-i egyesülése előtti időszakban a kötet Nyugat-Németország jelölésére az NSZK szót használja. Bár a mozaikszó tartalma (Németországi Szövetségi Köztársaság) nem változott, az egyesülés után a hazai közvéleményben is megszokottá vált Németország szó szerepel a kötetben. Noha a két fogalom között van lényeges tartalmi különbség, az Egyesült Királyság és Nagy-Britannia egymás szinonimái a könyvben, hasonlóan nagyszámú forrás fogalomhasználatához. A két fogalom ugyan nem teljesen azonos, szintén egymás szinonimájaként használom a költségvetés és az államháztartás szót, ha nem, akkor a különbséget jelzem.⁶ Ami a közös pénz írásmódját illeti, az európai uniós dokumentumokban az euro írásmód az elfogadott, a könyvben is ebben a formában szerepel, ha európai uniós dokumentumokból idézek. A Magyar Tudományos Akadémia állásfoglalása szerint viszont a pénznem magyar neve hosszú ó-val írandó, mert a szóvégi ó mindig hosszú. Egyes szavak és kifejezések mögött azért vannak az angol megfelelőik, hogy segítsék az olvasó tájékozódását a nemzetközi szakirodalomban. Ha az idézett európai uniós dokumentumoknak van hivatalos magyar fordítása, akkor a magyar nyelvű szövegre hivatkozom, ellenkező esetben az angol nyelvűre.

Ami a **felépítést** illeti, a könyv **első része** a pénzügyi válságok, azon belül a szuverén adósságválság általános jellemzőit mutatja be. A **második rész** a hatályos európai uniós alapszerződésben szereplő, a GMU három pillérét alkotó három tiltást (tilos a kilépés, az államcsőd és a kimentés) és ennek a válságkezelésre gyakorolt következményeit tárgyalja az optimális valutaövezet elméletére támaszkodva. A **harmadik rész** a három tiltás felpuhulásával, illetve felpuhításával foglalkozik. A **negyedik rész** a válság és a válságkezelés egyéb területeit elemzi, beleértve a Stabilitási és Növekedési Paktumot, a gazda-

⁵ Ilyen például a Grexit – Greek exit – a GMU-ból való görög kilépésre, a Brixit (British exit) a brit kiválásra, a Merkozy az Angela Merkel német kancellár és Nicolas Sarkozy francia elnök közötti együttműködésre vagy a dehonesztáló PIIGS – Portugal, Ireland, Italy, Greece, Spain – mozaikszó stb.

⁶ Magyarországon az **államháztartás** központi és önkormányzati alrendszerből áll. Az **államháztartás központi alrendszerébe** tartozik az állam, a központi költségvetési szerv, a törvény által az államháztartás központi alrendszerébe sorolt köztestület, és az utóbbi köztestület által irányított köztestületi költségvetési szerv. A költségvetési havi beszámolókból az államháztartás központi alrendszerének nevezik a központi költségvetést a társadalombiztosítási és a decentralizált alapok költségvetéseivel együtt.

ságpolitikai koordinációt, a gazdasági kormányzást, a gazdasági növekedési, a versenyképességi és fizetésimérleg-válságot. Az **ötödik rész** a pénzügyi integrációra irányuló törekvéseket és intézkedéseket mutatja be a közös felelősségvállalásra, az EU, illetve a GMU továbbfejlesztésére és a bankunióra vonatkozó elképzelések valamint a lehetséges forgatókönyvek áttekintésével. A **hatodik rész** – a teljesség igénye nélkül – országtanulmányokat tartalmaz, a törzsanyagban tárgyalt témákat az egyes GMU-tagállamok szempontjából elemzi. Ezek esettanulmányok, amelyek kiegészítik és elmélyítik a törzsanyag mondanivalóját. Olyan ismeretek és összefüggések találhatók bennük, amelyek fontosak, de feleslegesen szabdalták volna szét a törzsanyag vezérfonalát. A **hetedik rész** a GMU szuverén adósságválságának globális összefüggéseit tárgyalja. A **nyolcadik rész** az összefoglalást és a következtetéseket tartalmazza.

A függelékben a **statisztikai adatbázis** a bemutatott jelenségek és folyamatok elemzésének az alapját képezi. Azért van a kötet végén, mert az egész szövegben történnek hivatkozások az ott fellelhető adatokra. Háttérinformációként tartalmazza a függelék a Gazdasági és Monetáris Unió létrehozásának feltételeként az alapszerződésben rögzített konvergenciakritériumokat valamint a lisszaboni és az Európa 2020 stratégia fő vonásait. Bár 2013. július másodikától az Európai Unió tagja, Horvátország technikai okok miatt nem szerepel az adatbázisban. A **kronológia** a szuverén adósságválság időbeli lefolyását mutatja be a fontosabb események és intézkedések alapján. A **glosszárium** a könyvben előforduló fontosabb fogalmak részletesebb magyarázatát adja. A **betűszavak jegyzéke** az európai uniós terminológiában való eligazodást segíti. A kötetet a hivatkozott **szakirodalmi források** listája zárja. A forrásokra egyébként lábjegyzetben hivatkozom. Ahol ez lehetséges volt, megadtam az egyes szakirodalmi források internetes elérhetőségét is. E szerkezetben az olvasó remélhetőleg több metszetben kaphat átfogó és részletes képet a szuverén adósságválságnak a Gazdasági és Monetáris Unióra gyakorolt hatásairól.

Végül köszönet illeti a könyv lektorait: Akar Lászlót, dr. Ábel Istvánt és dr. Nagy Gyulát alapos és lelkiismeretes munkájukért, Tarafás Imrét, a monetáris politikával foglalkozó részekhez fűzött megjegyzéseiért, a Magyar Közgazdasági Társaságot a könyv megjelenéséhez a Magyar Közgazdász Alapítvány révén nyújtott támogatásért és Kovács Zoltánt, az Élet és Irodalom hetilap főszerkesztőjét, aki az utóbbi években rendszeresen közölte a szuverén adósságválság különféle aspektusaival foglalkozó írásaimat. Természetesen a kötetben előforduló hibákért a felelősség a szerzőt terheli. Végül köszönöm feleségemnek a könyv megírása alatt tanúsított végtelen türelmét.

1. A pénzügyi válságok, azon belül a szuverén adósságválság általános jellemzői

A szuverén adósságválság és a Gazdasági és Monetáris Unió közötti összefüggések elemzése előtt célszerű röviden áttekinteni az államadósság, a külső adósság és a pénzügyi válság, azon belül a szuverén adósságválság fogalmát és a hozzá kapcsolódó elméleti igényű megközelítések egy részét.

Az **államadósság** egyfelől a múltban felhalmozott államháztartási hiány kumulált összege, amely a kormányzati hierarchia egyes (helyi, szövetségi, központi) szintjeinek a halmozódástól megtisztított (konszolidált) tartozásaiból adódik össze. Ha az államháztartás kiadásai egy adott évben meghaladják a bevételeit, akkor az így keletkezett hiány finanszírozására az állam adósságpapírokat bocsát ki vagy hitelt vesz fel. A hiány finanszírozására kibocsátott adósságelemeknek az évek során felhalmozódott állománya az államadósság. Másfelől az államadósság az állam jövőben rögzített kötelezettségeinek a jelenértéke. Ez utal arra, hogy a jövőben a gazdaságpolitikának mekkora mozgásteret lesz. Az állam olyan kötelezettségvállalásait tartalmazza, amelyek nem szerepelnek az államháztartási hiányban, viszont a jövőben biztosan megjelenő kötelezettséget reprezentálnak.⁷

A válsággal kapcsolatban célszerű előrebocsátani, hogy a pénzügyi válság és az adósságválság fogalma gyakran szinonimaként használatos, aminek az az alapja, hogy a két jelenség általában szorosan összefügg egymással. Egy lehetséges, de korántsem teljes körű és kizárólagosnak tekinthető megközelítésben a szakirodalom a **pénzügyi válságok négy típusát** különbözteti meg: a valuta-, az adósság-, a bank- és a fizetésimérlegválságot.

A Nemzetközi Valutalap (International Monetary Fund – IMF) definíciója szerint⁸ **valutaválság** akkor következik be, ha az árfolyam elleni spekulatív támadás az adott valuta értékvesztéséhez vagy nagyarányú leértékeléséhez vezet, vagy az ország monetáris hatóságai kénytelenek a valuta védelmében a tartalékokat nagy volumenben felhasználni, vagy jelentősen megemelni a kamatlábat.

A valutaválságnak két változata van. Az egyik a régi stílusú, ún. **lassan kibontakozó valutaválság** (slow motion currency crisis), amikor a költségvetési túlköltekezés vagy sokkal inkább a túlzott bérkiáramlás nyomán reálfelértékelődés következik be. Ez rontja az érintett ország nemzetközi versenyképességét és növeli a folyó fizetési mérleg hiányát, ami végül a nemzeti valuta leértékeléséhez, vagy lebegő árfolyamrendszer esetén

⁷ Czeti Tamás – Hoffmann Mihály: A magyar államadósság dinamikája: elemzés és szimulációk, MNB-tanulmányok 50. 2006. január, 8. o. Elérhető: http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbstanulmanyok/mnbhu_mt50/mt_50.pdf

⁸ Richard Hemming – Michael Kell – Axel Schimmelpfennig: Fiscal Vulnerability and Financial Crises in Emerging Market Economies, Occasional Paper 218, International Monetary Fund, Washington DC 2003. 4. o.

leértékelődéséhez vezet. A másik változat az **új típusú válság**, amelynek kiindulópontja a befektetők részéről megnyilvánuló bizalomvesztés a gazdaság egy részének vagy egészének teljesítőképességét illetően. Ez nagyon gyorsan igen erőteljes nyomást gyakorol az árfolyamra.

A **fizetésimérleg-válság** esetén egy ország nem képes eleget tenni nemzetközi fizetési kötelezettségeinek. Ennek rendszerint az a közvetlen kiváltó oka, hogy valamilyen sokk vagy fundamentális egyensúlyhiány következtében **hirtelen megszakad a nettó tőkebeáramlás**. Ha az adott ország fizetőképese, akkor a fizetésimérleg-válság a Nemzetközi Valutaalap kölcsöne segítségével kezelhető. Fix (rögzített) árfolyamrendszer esetén a fizetésimérleg-válság valutaválsággal is együtt jár, ha a monetáris hatóság nem képes védelmezni a nemzeti valuta árfolyamát. Bár a kettő nagyon hasonlít egymásra, a fizetésimérleg-válság nem azonosítható a valutaválsággal. Az egyik nem szükséges vagy elégséges feltétele a másik bekövetkezésének.⁹

Adósságválság akkor következik be, ha az adós fizetéseképtelenné válik, vagy a hitelező azt feltételezi, hogy ennek jelentős kockázata van. Ezért megtagadja újabb hitelek folyósítását, illetve megpróbálja visszaszerezni a már folyósított hiteleket. Ezen belül megkülönböztethető a **likviditási és a fizetési adósságválság**. Az előbbi esetében az érintett ország képes finanszírozni adósságát, de nem mindig áll azonnal a rendelkezésére a szükséges forrás. Az utóbbi esetben megrendül az érintett ország fizetőképessége, ezért a rövid távú válságkezelés nem elegendő, hosszabb távra szóló megoldásokra van szükség, mint például az adósságok átütemezése.¹⁰ A valóságban, különösen a kezdeti szakaszban, nehéz megkülönböztetni a likviditási és a fizetési válságot. A likviditási válságot csak akkor képes kezelni a végső hitelezői funkciót betöltő jegybank, ha a külső adósság túlnyomó hányada saját valutájában áll fenn.

Ha egy kormány likviditási problémákkal néz szembe, akkor tagországgént segítségért fordulhat a Nemzetközi Valutaalaphoz. Az IMF hitelei ugyan első megközelítésben a likviditási feszültségek megoldását szolgálják, de többről van szó. Miként minden pénzügyi intézmény, úgy az IMF is feltételekhez: konkrétan korrekciós intézkedések megtételéhez és egyensúlyjavító programok kidolgozásához és végrehajtásához köti a hitel folyósítást. A probléma jellemzően nagyobb, mint egy egyszerű átmeneti likviditáshiány, de kisebb, mint egy átütemezés. Fizetési adósságválság esetén az IMF a hitel folyósítását attól teszi függővé, hogy a szóban forgó ország kormánya, illetve monetáris hatósága meg tud-e állapodni az adósokkal.

⁹ Jean Pisani-Ferry – André Sapir – Guntram Wolff: EU-IMF assistance to euro-area countries. An early assessment. Bruegel, May, 2013., 9. o. Elérhető: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/779-eu-imf-assistance-to-euro-area-countries-an-early-assessment/>

¹⁰ Részletesebben lásd például: Leszek Balcerowicz: Sovereign Bankruptcy in the EU in the Comparative Perspective. Paper presented at the Peterson Institute for International Economics, Washington D.C., 2010. december 6. Elérhető: <http://www.iie.com/publications/papers/balcerowicz201012.pdf>

Az adósságválság érintheti a **kereskedelmi** és/vagy a **szuverén** adósságot. Általában nem vezet szélesebb válsághoz, ha a magánszektor néhány szereplőjének fizetőképessége kerül veszélybe. Súlyos következményekkel kell viszont számolni akkor, ha a közfinanszírozás lehetetlenül el, azaz a **szuverén adósok** kerülnek válságba. Ha az a feltételezés erősödik, hogy az állam nem képes vagy nem akarja teljesíteni fizetési kötelezettségeit, akkor a külföldi magántőke-beáramlás nagyon gyorsan visszaesik, mert még azt is kétségbe vonják, hogy az állam megengedi-e, hogy a magánszféra kifizesse a saját tartozásait (transzfermoratórium veszélye).

Bankválság akkor áll elő, ha a működési kockázat, illetve csődhelyzet bekövetkezése miatt a bankok felfüggesztik hazai kötelezettségeik teljesítését, vagy arra veszik rá a kormányt, hogy ennek elkerülése érdekében nagymértékű és kiterjedt segítséget nyújtson számukra. A bankválságok gazdasági következményei nagyon súlyosak, mert zavarokat okoznak a pénzügyi közvetítésben, ennek nyomán megrendül a bizalom a pénzügyi intézményrendszerben. Ez kiváltja a tőke menekülését, kettős valutarendszer kialakulásához valamint súlyos költségvetési hiányhoz és eladósodáshoz vezethet. Normális körülmények között a bankválságot a kormányok képesek kezelni, nincs szükség nemzetközi pénzügyi segítség igénybevételére. Ez utóbbihoz akkor kell folyamodni, ha a kormányok nem tudják a szükséges volumenű pénzeszközt hazai forrásból mozgósítani.

A 2007 nyarán kezdődött globális pénzügyi válságban **mind a négy válságtípus megjelent**, közülük először a bankválság, majd 2009 novemberétől a szuverén adósok válsága dominált. Bár az ismertetett definíciók alapján világos különbség tehető az egyes válságtípusok között, a valóságban ez az elhatárolás már korántsem annyira egyértelmű. Ezek a jelenségek ugyanis összefüggnek egymással, egyidejűleg vagy időben egymást követve jelentkezhetnek, ráadásul szinte az összes szóba jöhető következményt felmutathatják. Volt arra példa, hogy az árfolyam és egyes tőzsdei cégek elleni spekulatív támadás nyomán mélyült el a válság (például Magyarországon és Írországon), ami aztán az állampapírpiacon összeomlása miatt rövid időn belül adósságválsággá terebélyesedett, de nem járt együtt bankcsődökkel, s nem tette szükségessé a bankrendszer szereplőinek tömeges támogatását.

E könyv középpontjában a **szuverén vagy államadósság-válságok** állnak, amelyek az adósságválság részét képezik, és amelyek a pénzügyi-gazdasági válságokat, illetve az általuk kiváltott recesszió végét a tapasztalatok alapján egy-másfél éves késéssel követik. A szuverén adósságválság tehát az adósságválságok egyik fajtája, amelyben a szuverén adósok, azaz az államok fizetőképessége kerül veszélybe.

Okai között említhető, hogy a recesszió miatt csökkennek az államháztartás bevételei, miközben kiadásai a bankok feltőkésítését szolgáló csomagok, az automatikus fiskális stabilizátorok működése és a válság rövid távú enyhítését célzó diszkrecionális kiadást növelő intézkedések miatt emelkednek. Ennek nyomán nő a GDP-arányos államháztartási hiány és államadósság. A megugró deficit mellett a válság miatt csökkenő GDP is az államadósság-ráta emelkedéséhez vezet. Végül sok országban az államadósság jelentős részét külföldi megtakarítások finanszírozták, amelyek a nemzetközi tőkeáramlások lefagyása miatt kiestek (például lejáratkor nem újították meg őket), ami önmagában is

kiválthatta az adósságválságot. (Ez történt Magyarországon, ahol viszonylag konszolidált, a GDP 4 százaléka körül maradt az államháztartási hiány.)

A pénzügyi rendszer stabilitásának biztosítása végett a kormányok nagyszámú pénzügyi közvetítőt mentenek meg a csódtól, ami a magánadósságok államadóssággá való átváltásával egyenértékű.¹¹ A szuverén adósságválságokban tehát a magánszféra adósságainak a közszférára történő áterhelése jut kifejezésre. A szuverén adósságválság kezelésében végső soron a magángazdasági szereplők megmentéséről, adósságaik társadalmasításáról van szó, mivel a dolog természetéből adódóan az államadósság döntő hányada magánbefektetők kezében van.

Az Európai Unióban különösen nagy sokkot okozott likviditási és bizalmi válság formájában a Lehman Brothers amerikai befektetési bank 2008. szeptember közepén bekövetkezett csődje. Bár stabilitásán javítottak, az Európai Unió bankrendszere sokkal sérülékenyebb maradt, mint az USA-é.

A szuverén adósságválságot sok szakértő a globális pénzügyi és gazdasági krízis utólagos sokkjának tekinti. A második világháborút követő időszak 14 pénzügyi válságának elemzése alapján megállapítható, hogy a válságot követő három évben az államadósság nominálisan átlagosan 86 százalékkal emelkedett.¹² A jelenlegi válságban a GDP-arányos államadósság 50-ről mintegy 90 százalékra nőtt. A sikeres rövid távú válságkezelés hosszabb távú makrogazdasági következményei súlyosak lehetnek.

A gazdasági és monetáris uniókban mindegyik ismertett válságtípus megjelenhet, bár esetenként igen sajátos formában. Miként a későbbiekben részletesen szó lesz róla, a GMU-ban a bankválság összefonódott a szuverén adósok válságával. Az államadósság monetizálásának tilalma miatt a szuverén adósságválság sokkal súlyosabb a gazdasági és monetáris uniókban, mint más árfolyamrendszerek esetében. A globális pénzügyi és gazdasági válságot megelőzően az volt az általános álláspont, hogy a fizetésimérlegválságok nem relevánsak a gazdasági és monetáris uniókban. A válság tapasztalatai azonban cáfolták ezt a korábbi feltételezést.

A szuverén adósságválságtól elválaszthatatlan fogalom az **államcsőd**, ezért kicsit részletesebben célszerű foglalkozni vele. A szuverén adósságválság és az államcsőd között nem lehet egyenlőségjelet tenni. A szuverén adósságválság azt jelenti, hogy az állam fizetőképessége vagy -készsége megkérdőjeleződik. Ebből azonban nem következik, hogy a szuverén adósságválságból automatikusan államcsőd lesz. A lényeges szereplők közöt-

¹¹ A bankba közpénzt úgy lehet juttatni, hogy tőkét emel az állam, vagy részvényt vesz. Baj esetén meglévő részvényt nem vásárol az állam, mert az a tulajdonosok kimentésének minősül. Elvileg elképzelhető, hogy az állam nagyon erősen diszkontált áron vesz részvényt annak érdekében, hogy ellenőrző pozícióba kerülhessen. További lehetséges útja az állami segítségnek az alárendelt kölcsöntőke formájában nyújtott támogatás. Ez olyan hosszú lejáratú (legalább öt év futamidejű) kölcsönt jelent, amely a tőkeelemek közé beszámít, azaz egy esetleges adósságrendezésbe bevonható, de nem jelenti a tulajdonosi szerkezet átalakulását. Több USA bank ebben a formában kapott 2008-ban tőkeinjekciót, amelyet aztán egy-másfél év múlva visszafizettek.

¹² Carmen M. Reinhart – Kenneth S. Rogoff: *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 2009., 155. o.

ti együttműködés hiányában természetesen a szuverén adósságválság államcsődhöz vezethet.

Az államcsőd, amely nem szerencsés kifejezés, azt jelenti, hogy az **állam nem képes vagy nem hajlandó eleget tenni fizetési kötelezettségeinek**. (Egyes esetekben utólag derül ki, hogy melyikről van szó: a fizetőképesség vagy a fizetési hajlandóság hiányáról.) Ezek lehetnek **külső** (nem rezidensekkel szembeni) és **belső** (hazai gazdasági szereplőkkel szembeni) fizetési kötelezettségek.

Az államcsőd jogsértés vagy egy megállapodás megsértése, ami figyelmen kívül hagyja a társadalmak működésének egyik lényeges elvét, a pacta sunt servanda (a megállapodásokat teljesíteni kell) elvét. Az államcsőd kapcsolódik a csődtörvényhez, amely szabályokat tartalmaz arról, hogy milyen módon kell megfelelőképpen felosztani egy működésképtelenné vált gazdasági egység eszközeit a hitelezők között. Ha az entitás jogi személy, akkor azt az eljárás végén felosztatják, ha természetes személy, akkor teljes mértékben vagy részben megszabadítják az adósságaitól. A szuverének helyzete más, őket nem lehet felosztatni az eljárás végén, ezért a csődtörvényeket nem lehet alkalmazni államokkal szemben. A magánszférával szembeni további különbség, hogy a kormányok nem a piacon jutnak hozzá önkéntes árucseréhez alapján jövedelemhez, hanem adókiivetés révén, ellenérték, közvetlen ellenszolgáltatás nélkül.¹³

Az államcsőd **korlátozott értelmezése** az, amikor adott állam nem képes vagy nem hajlandó külső és belső forrásokat bevonni az államháztartási deficit és az államadósság finanszírozására, azaz nem tudja vagy nem akarja az adóssága után járó kamat- és törlesztési kötelezettségeit időben teljesíteni. Ez a gyakorlatban valamilyen törlesztésre vonatkozó moratórium, illetve az államadósság átstrukturálása és a törlesztés feltételeinek módosítása lehet.

Egyes szakértők szerint¹⁴ az államcsőd **gyengébb, megengedőbb változatának** minősíthető, ha az infláció nagymértékben felgyorsul, ennek nyomán a hivatalos fizetőeszközt újra denominálják vagy redenominálják (például két vagy három nullát levágnak a forgalomban levő bankjegyeken szereplő számokból), a tőkeáramlásokra vonatkozó korlátozásokat vezetnek be, és olyan speciális adókat vetnek ki, amelyek megszegik a magánszférával kötött szerződéseket. Mások az államadósság átstrukturálását is az államcsőd egy formájának tekintik, kivéve, ha mindez az érintett felek csődmegállapodása alapján történik. Az átstrukturálás helyett szóba jöhet az **átütemezés**, amikor a rövid és középlejratú adósságokat hosszú lejratúvá konvertálják.

¹³ Helmut Siekmann: Life in the Eurozone With or Without Sovereign Default? The Current Situation. In: Franklin Allen, Elena Carletti, Giancarlo Corsetti (eds.): Life in the Eurozone With or Without Sovereign Default, European University Institute Florence, Italy and Wharton Financial Institutions Center University of Pennsylvania, Philadelphia, USA, 2011., 15. o.

¹⁴ George Magnus: The spectre of sovereign default returns to rich word. Financial Times, 2010. január 14., 30. o.

Mindehhez azt célszerű még hozzáfűzni, hogy **az államok nem mehetnek csődbe** úgy, ahogyan a vállalatok.¹⁵ A szuverén adósok sok esetben képesek fizetni, de nem hajlandók, mert a fizetési kötelezettségek teljesítésének belpolitikai vagy belgazdasági árát (a gazdasági szereplők, közülük is elsősorban a háztartások tűrőképességét meghaladó fiskális és egyéb megszorításokat, a hosszabb távú gazdasági növekedés ellehetetlenülését stb.) túlságosan magasnak vélik. Ennek ellenére az angol nyelvű szakirodalomban az **államcsőd** (government default) bevett kifejezés.

A jelenség **árnyaltabb megközelítésére** utal az adósságrendezés vagy -átütemezés (debt rescheduling) és az adósságátstrukturálás (debt restructuring). Az **adósságrendezés** vagy **-átütemezés** azt jelenti, hogy változnak a hitelezési feltételek (futamidő, kamatláb), de nem változik a fizetési kötelezettség jelenértéke. A **szuverén adósság átstrukturálása** esetén az adós jövőbeli fizetési kötelezettségeinek jelenértéke is csökken.

A szuverén adósok azonban bizonyos határokon belül el tudják kerülni a csődöt többek között azáltal, hogy adókat vetnek ki, illetve túlzott, inflációs pénzkibocsátással finanszírozzák kiadásaikat. Miként a következő fejezetből kitűnik, ez a lehetőség nem áll fenn a Gazdasági és Monetáris Unióban. Ugyanakkor az adóemelés és a túlzott pénzkibocsátás nyomán visszaeshet a GDP vagy csökkenhet a növekedési üteme és gyorsulhat az infláció, és bekövetkezhet az 1970-es évek válságai során megismert stagfláció jelensége.

A témával foglalkozó szakirodalomban egyetértés van arról, hogy a szuverén adósságválságról még nem született önálló, átfogó elmélet. Az áttekintett fogalmakra építve, azokat felhasználva Carmen M. Reinhart és Kenneth S. Rogoff **a bruttó államadósság és a külső adósság** (ez az államadósságot és a magánszféra adósságát egyaránt tartalmazza) **különbféle szintjein** vizsgálta a gazdasági növekedés és az infláció alakulását 44 ország 200 évre visszatekintő adatai alapján, és vont le következtetéseket a jelenlegi szuverén adósságválságra.¹⁶ A 3700 megfigyelt eset mögött nagyszámú politikai rendszer, intézmény, árfolyamrendszer és történelmi körülmény húzódik meg. A szerzők leglényegesebb következtetése az, hogy 90 százalékos GDP-arányos államadóssági szint alatt az államadósság és a GDP reálnövekedése közötti kapcsolat gyenge. 90 százalék fölötti GDP-arányos államadósság esetén a **medián növekedési ütem** 1 százalékponttal csökken, az **átlagos dinamika** pedig ennél is alacsonyabb. Számításaik szerint az utóbbi 200 évben a 90 százalékos vagy annál nagyobb GDP-arányos államadóssággal rendelkező országok évi átlagos GDP-dinamikája 1,7 százalék volt, ezzel szemben 3,4 százalék a 60–90 százalékos sávba, 3 százalék a 30–60 százalékos sávba és 3,7 százalék a 30 százaléknál alacsonyabb sávba tartozó országokban. Természetesen az egyes országok között jelentős különbségek lehetnek. Figyelmet érdemel, hogy nem volt lényeges elté-

¹⁵ Lásd például Benczes István: Az európai kormányzás előtt álló kihívások. A hármas tagadás lehetetlensége. Közgazdasági Szemle, Vol. LVIII, Szeptember, 2011., 759-774. o.

¹⁶ Carmen M. Reinhart – Kenneth S. Rogoff: Growth in a Time of Debt. Working Paper 15639, January, 2010., 25 oldal. Elérhető: <http://www.nber.org/papers/w15639>

rés a fejlett és a felzárkózó országok között.¹⁷ Ugyanakkor a felzárkózó országokban a nagyobb eladósodottséghez magasabb inflációs ráta tartozott, mint a fejlett országokban. A második világháború utáni rövidebb időszakban a GDP-dinamika 3 százalékos növekedésből 0,1 százalékos csökkenésbe váltott a 90 százalékos GDP-arányos államadósság elérésével.

Érdekes, hogy a hosszú távú statisztikai idősorok elemzéséből a Maastrichti Szerződés konvergenciakritériumai között megállapított 60 százalékosnál magasabb kritikus GDP-arányos államadósságszint adódott. Ugyanakkor ezek a számok **nem magyarázzák az oksági kapcsolatokat**, nem derül ki belőlük, hogy az alacsonyabb GDP-dinamika a növekvő államadósság oka vagy következménye. Más szavakkal: nem világos, hogy a magas államadósság miatt alacsony a GDP-dinamika, vagy az alacsony GDP-dinamika miatt magas az államadósság. Valószínű, hogy a két tényező között kölcsönhatás van. Ezzel kapcsolatban megjegyezhető, hogy eddig nem született makrogazdasági elmélet a GDP-arányos államadósság optimális szintjéről. Sok szakértő szerint országonként kell megvizsgálni a GDP-arányos államadósság nagyságát, és következtetéseket levonni az értékekből. Annyit azért talán meg lehet állapítani, hogy adott esetben a nagy államadósság konstruktív célokra való kiadások (az infrastruktúra és az oktatás fejlesztése) miatt következett be, amelyek hozadéka egyébként pozitív. Következésképpen nem minden adósságfelhalmozás kedvezőtlen a növekedésre, viszont az alacsony növekedési ütem miatt nőhet a GDP-arányos államadósság.¹⁸

A **teljes külső adósságot** (azaz az állam és a magánszféra adósságának összegét) tekintve a felzárkózó országokban a 60 százalékos GDP-arányos értéktől kezd észrevehetően hanyatlani a növekedési teljesítmény, 90 százalék felett a romlás igen erőteljes, sőt sok esetben csökken a GDP. A külső adósság terén tehát a kritikus szint jóval alacsonyabb, mint az államadósság tekintetében. Ennek alapján a szerzők nem tartják meglepőnek, hogy 1970 után a felzárkózó országokban regisztrált államcsődök több mint fele 60 százalék feletti GDP-arányos külső adósság mellett következett be. A fejlődő országokkal azért nem foglalkoztak a szerzők, mert a Nemzetközi Valutaalap csak 2003-tól publikál adatokat a külső adósságokról. A felzárkózó országok külső adósság terén tapasztalható sérülékenysége azzal magyarázható, hogy a külső adósságot nem hazai pénznemben denominálják, illetve a hazai pénzben denominált adósság aránya csekély, a kockázati felárak pedig már alacsonyabb GDP-arányos adósságszint mellett növekedésnek indulnak. Különösen azok az országok szembesülhetnek bizalmi válsággal, amelyek külső adósságában a rövid lejáratú eszközök dominálnak.

¹⁷ A felzárkózó gazdaságok (emerging economies, ezt fordítják feltörekvő gazdaságokként is) fogalma meglehetősen bizonytalan. Az egyik elfogadott meghatározás szerint a felzárkózó országokat gyors gazdasági növekedés és iparosítás jellemzi. Más források a fejlődő országok szinonimájaként használják a fogalmat. A Nemzetközi Valutaalap dokumentumaiban a felzárkózó és a fejlődő országok közé azok tartoznak, amelyek kimaradnak a 35 fejlett gazdaság kategóriájából. A Reinhart–Rogoff tanulmányban a felzárkózó ország a gyorsan növekvő és iparosuló országnak felel meg.

¹⁸ Adam Posen: A healthy dose of reality for the dismal science. Financial Times, 2013. április 20-21., 7. o.

Reinhart és Rogoff elemzése azzal egészíthető ki, hogy a 90 százalékos GDP-arányos államadóssággal rendelkező országok 2 százalék alatti GDP-dinamikája stagnáláshoz közelinek tekinthető, és újabb kockázatokat hordoz magában.¹⁹ E dinamika mellett, főleg a fejlett országokban, a gazdasági szereplők nem úgy viselkednek, ahogyan a történelmileg kialakult tőkés modellben kell. A vállalatok ugyanis ilyen növekedési ütem mellett nincsenek kellőképpen ösztönözve a beruházások bővítésére, mert a profitok növekedése stagnál, a munkanélkülieket nem foglalkoztatják újra, ami a konjunktúraciklusokat is veszélyezteti. Ez a gazdaságpolitikára is rányomja bélyegét. A jegybankok által a pénzügyi rendszerbe pumpált likviditás és a negatív reálkamatláb nem ösztönzi a beruházásokat. Az egyik választástól a másikig tekintő politikusok fiskális politikája az egyik évben kiegyensúlyozott költségvetési pozíciót ér el, a másik évben pedig fiskális stimulust alkalmaz, miközben a GDP-arányos államadósság alig csökken (időinkonzisztencia).²⁰ Ilyen feltételek mellett a gazdasági növekedés kiemelkedő mértékben függ külső tényezőktől (a kínai gazdaság dinamikus expanziójának folytatódása, a világpiaci nyers- és fűtőanyagárak alakulása stb.). A beruházásokat mindez elsősorban a kockázati szpredek (felárak) folyamatos változékonyságán keresztül érinti, amelyek a kedvező és a kedvezőtlen hírektől függően hullámoznak. Alacsony, nullához közeli rövid lejáratú nominális kamatlábak nem ellensúlyozzák az inflációt. Ezek mellett ráadásul nem képződik elegendő megtakarítás a beruházások finanszírozására, miközben a hosszú lejáratú kamatlábak (30 éves állampapír hozamával mérve) magasak maradnak a hosszabb távú inflációs várakozások miatt.²¹ Az F6. táblázatból (a 9.1. függelékben) kitűnik, hogy azoknak az országoknak a többsége, amelyeknek a GDP-arányos államadóssága 90 százalék körül van, a Gazdasági és Monetáris Unió tagállama, illetve az USA és Japán.

A teljesség kedvéért megemlítendő, hogy Carmen M. Reinhart és Kenneth S. Rogoff bizonyos kutatási eredményeit Thomas Herndon, Michael Ash és Robert Pollin **kétségbe vonták**.²² A három szerző, megismételve Reinhart és Rogoff számításait, arra a következtetésre jutott, hogy kódolási hibák, elérhető adatok figyelmen kívül hagyása és az összefoglaló statisztikák nem konvencionális súlyozása miatt megkérdőjelezhető az államadósság és a GDP-dinamika közötti kapcsolat pontossága 20 fejlett ország esetében, a

¹⁹ A gondolatmenet forrása: Bill Gross: With debt at this level, the west can never hope to thrive. Financial Times, 2011. július 21., 28. o.

²⁰ Az időinkonzisztencia lényege az, hogy ha valamely döntés bejelentése és megvalósítása közötti időben a helyzet megváltozott, akkor az a racionális viselkedés, hogy az eredeti döntést nem hajtják végre. Racionális például a választások előtt ígért adócsökkentés elvetése a választások megnyerése után, bár itt a körülmények annyiban módosultak, hogy az adócsökkentéssel kampányoló politikai erő megnyerte a választást.

²¹ Lásd például: Bill Gross: With debt at this level, the west can never hope to thrive. Financial Times, 2011. július 21., 28. o.

²² Thomas Herndon, Michael Ash and Robert Pollin: Does High Public Debt Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, Working Paper Series Number 322, 2013. április, 16. oldal. Elérhető: http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_301-350/WP322.pdf és Robert Pollin and Michael Ash: Why Reinhart and Rogoff are wrong about austerity. Financial Times, 2013. április 18., 9. o.

második világháború utáni időszakban. 90 százalékos GDP-arányos államadósság mellett a GDP-dinamika nem sokban különbözik a kevésbé eladósodott országokétól, azaz a GDP 90 százalékát meghaladó államadósság esetében nem csökken a gazdasági növekedési ütem. Azt is kimutatták, hogy az államadósság és a GDP-dinamika közötti kapcsolat lényeges különbségeket mutat az egyes időszakokban és országokban.

Égert Balázs is arra a következtetésre jutott, hogy a 90 százalékos GDP-arányos államadósság-érték nem abszolútizálható.²³ Szerinte is negatív kapcsolat van a gazdasági növekedés és az államadósság között, de ez függ a vizsgálat időtartamától, az országok számától, a megfigyelés gyakoriságától és attól, hogy éves vagy többéves átlagokkal dolgoznak-e.

Reinhart és Rogoff kutatási eredményei és azok interpretálásai hivatkozási alapul szolgáltak nagyszámú ország fiskális politikájának alakításában, elméleti megalapozást és muníciót adtak a költségvetési megszorításokhoz, illetve az azokról folyó vitákhoz. Azokra hivatkozva törekedtek az eladósodott országok fiskális konszolidációra. A továbbiakban ennek a kérdésnek azért nem indokolt nagyobb jelentőséget tulajdonítani, mert az EU, illetve a GMU szabályrendszere egyrészt a 90 százalékos GDP-arányos államadósságnál szigorúbb követelményeket állított a tagállamokkal szemben. Másrészt ebben a kötetben egy sor, az európai uniós intézmények által elfogadott paramétert az elemzés szempontjából külső adottságnak tekintünk, nem foglalkozunk azzal, hogy azok mennyire megalapozottak elméletileg, vagy mennyiben tükrözik a valóságot. Előljáróban megjegyzendő, hogy az utóbbi időben az Európai Bizottság álláspontja a fiskális megszorítások tekintetében enyhült valamelyest.

Az USA másodrendű jelzálogpiacán 2007 július–augusztusában kezdődött pénzügyi válság, amely a pénzügyi piacok más szegmentumaira, majd a reálgazdaságra is áttért és mindinkább globálissá vált, felszínre hozta, illetve nyomatékosította az Európai Unió, azon belül a Gazdasági és Monetáris Unió néhány intézményrendszeri sajátosságát, konkrétan gyengeségét, illetve – kisebb mértékben – erősségét. A szuverén adósságválság kezelését nagymértékben nehezítette a GMU tiltásokon alapuló három pillére. A következő fejezet ezt tekinti át.

²³ Balázs Égert: Public Debt, Economic Growth and Non-Linear Effects. Myth or Reality? OECD Economic Department, Working Papers No. 993, OECD Publishing, Paris, 34. oldal. Elérhető: <http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5k918xk8d4zn.pdf?expires=1367260413&id=id&accname=guest&checksum=92F4C36F0EA02018F442104C44D219DC>

2. A három tiltás és következményei az euróövezet válságkezelésében

2.1. A kimentés, az államcsőd és a kilépés tilalma és a válságkezelés elhanyagolása

Mint ismert, azok az EU-tagállamok alapították meg a Gazdasági és Monetáris Uniót, illetve később csatlakozhattak hozzá, amelyek teljesítették a Maastrichti Szerződésben rögzített ún. konvergenciakritériumokat. (Ezek áttekintését lásd a Függelék 9.2. fejezetében.) **Közgazdasági szempontból** a Gazdasági és Monetáris Unió három pilléren nyugszik. Az **első pillér** a rögzített árfolyamrendszer, azaz a GMU-ban részt vevő országok a közös pénz bevezetése érdekében véglegesen és visszavonhatatlanul rögzítették devizáik egymással és az euróval szembeni árfolyamát. A **második pillér** a tőkemozgás teljes mértékű szabadsága, azaz nincs adminisztratív korlát a tőke szabad áramlása előtt. Végül a **harmadik pillér** a közös monetáris politika, amelynek bevezetésével a GMU-tagállamok lemondtak saját törvényes fizetőeszközükről és az önálló monetáris politikáról.

Tagállami hatáskörben csak a fiskális politika maradt, amelyre az alkalmazkodás terhe hárul (az elsődleges, azaz a kamatfizetések és bevételek nélküli egyenleg javítása restriktív fiskális politikával) akkor, amikor a GMU egészét sújtó sokkhatások az eltérő fundamentumok miatt aszimmetrikus módon érintik az egyes gazdaságokat. Megjegyzendő azonban, hogy a nemzeti költségvetési politikáknak elvileg kiegyensúlyozott költségvetést kellene (kellett volna) elérniük, amitől anticiklikus jelleggel eltérhetnek. Vagyis sokk esetén nem restriktió volt az eredeti elképzelés. (Ez csak egyes országokban működött, de ott is inkább spontán módon, mert nagyszámú országban nem sikerült „békeidőben”, azaz a nagyobb zavaroktól mentes növekedési szakaszokban sem kiegyensúlyozni a költségvetést.) A mostani sokk csak méreteiben, de nem irányában volt aszimmetrikus, és erősnek hitt fundamentumokkal rendelkező országokat is eltalált.

Ez a konstrukció igazolta azt a **lehetetlen hármasság tételt** (a dilemma analógiájára trilemmának is nevezik), amely szerint a rögzített árfolyamrendszer, a szabad tőkemozgás és az autonóm monetáris politika nem állhat fenn egyidejűleg, a három tényezőtől csak kettő valósítható meg egyszerre.²⁴ A monetáris politikai autonómiáról való lemondásért cserébe a GMU-tagállamok a közös pénzből és a tőkemozgás szabadságából adódó előnyökre tettek, illetve tesznek szert.

A fiskális fegyelmet a fiskális föderációkban kétféle modell alapján lehet biztosítani.²⁵ Az egyik a **piaci alapú rendszer**, amelyben a tőkepiacok a szubcentrális egységeket

²⁴ Robert A. Mundell: International Economics, New York, MacMillan, 1968. Idézi: Benczes István: Az európai kormányzás előtt álló kihívások. A hármas tagadás lehetetlensége. Közgazdasági Szemle, Vol. LVIII, Szeptember, 2011., pp. 759-774.

²⁵ E gondolatmenet forrása: Tomasso Padoa-Schioppa Group: Completing the Euro. A road map towards fiscal union in Europe. Paris, June 2012., 36. o. 2012. október 17. Elérhető:

kényszerítik felelős fiskális politika folytatására. A rendszer azon alapul, hogy a szubcentrális egységek közvetlenül lépnek piacra az adósságok finanszírozása végett. Ez a rendszer a ki nem mentésen alapul, amely megengedi a piacoknak a csőd megfelelő árazását, következésképpen lehetséges az államcsőd. Az adósság monetizálása azonban tilos. A második típus a **hierarchikus ösztönző rendszer**, amelyben a fiskális fegyelmet központi szabályok és adminisztratív eljárások kényszerítik ki. E rendszer ideáltipikus változatában létezik egy végső hitelező, amely előre nem látható szükséghelyzetekben kiegészíti a szubcentrális egységeket.

A GMU létrehozásáról intézkedő Maastrichti Szerződés mindkét rendszer elemeit tartalmazza. A Gazdasági és Monetáris Unió működésének **jogi szabályozása** eredetileg **három tiltásra vagy tagadásra**: a kilépés, a kimentés és az államcsőd tilalmára épült. A három tiltás szorosan összefügg egymással, csak együtt értelmezhető.²⁶ Az alapítók szerint erre a három tagadásra vagy tiltásra a GMU hitelességének garantálása végett volt szükség. Az államcsőd kockázatát volt hivatva mérsékelni a kimentés és az államadósság EKB által történő monetizálásának tilalma. Ezen túlmenően hierarchikus ellenőrző rendszert alakítottak ki a fiskális fegyelemre vonatkozó közös szabályok formájában.²⁷

Az **első tiltás** értelmében a GMU végleges és visszafordíthatatlan, azaz **nem lehet kilépni** belőle. A kilépés engedélyezése gyengítené a GMU hitelességét, táplálhatná a pénzügyi szempontból gyenge tagállamok elleni spekulációkat. Ha a kilépés reális lehetőség lenne, akkor fennállna az a veszély, hogy a befektetők és más gazdasági szereplők csak a gazdaságilag stabil GMU-tagállamok jó minőségű államkötvényeit lennének hajlandók vásárolni, a kilépésnyánus tagállamokéit nem. A kilépés tilalma azt is jelzi, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió több, mint laza rögzített árfolyamrendszer vagy közös pénzt használó országsoport.

A második tiltás, a ki nem mentési klauzula (no bail-out clause) az államháztartási hiány és az államadósság finanszírozásával kapcsolatos szabályokat tartalmaz.

A Lisszaboni Szerződés részét képező, az Európai Unió működéséről szóló szerződés (EUMSZ)²⁸ **123. cikk (1) bekezdés** szerint „az Európai Központi Bank, illetve a tagállamok központi bankjai (a továbbiakban nemzeti központi bankok) nem nyújthatnak folyószámlahitelt vagy bármely más hitelt az uniós intézmények, szervek vagy hivatalok, a tagállamok központi kormányzata, regionális vagy helyi közigazgatási szervei, közjogi testületei, egyéb köz-

http://www.henrik-enderlein.de/CompletingTheEuro_ReportPadoa-SchioppaGroup_NE_June2012.pdf

²⁶ A magyar közgazdasági szakirodalomban korábban többek között Benczes István i. mű. A jogi szempontú részletesebb elemzést lásd: Losoncz Miklós – Nagy Gyula: i. mű, 115-130. o.

²⁷ Tomasso Padoa-Schioppa Group: i. mű, 36. o.

²⁸ Az Európai Unió alapszerződésére történő hivatkozások forrása a kötetben: Horváth Zoltán – Ódor Bálint: Az Európai Unió szerződéses reformja – Az Unió Lisszabon után. 2. kiadás. HVG Orac Lap- és Könyvkiadó Kft., Budapest, 2010, 433-767. o.

intézményei vagy közvállalkozásai részére, továbbá ezektől közvetlenül nem vásárolhatnak adósságinstrumentumokat.” Az EKB a kereskedelmi bankoknak nyújthat likviditási hitelt.²⁹

A kimentést tiltó rendelkezések értelmében nem megengedett, hogy az európai uniós intézmények és a tagállami kormányok és közintézmények adósságeszközeit az Európai Központi Bank vagy az EU-tagállamok központi bankjai közvetlenül megszerezzék. Így például az EKB nem vásárolhat állampapírt az elsődleges piacon, azaz a kibocsátó kormányoktól. A másodlagos piacon viszont meghatározott keretek között, fő szabályként a monetáris politikai célok érvényesítése érdekében vehet állampapírt. Tilos továbbá a költségvetés, illetve tágabb értelemben az államháztartás jegybanki hitelekkel történő finanszírozása. Következésképpen az államháztartási hiányt és az államadósságot kizárólag a pénz- és tőkepiacokról bevont forrásokból szabad fedezni. Ugyanakkor az említettek nem vonatkoznak azokra az állami hitelintézetekre, amelyek a központi bankok által rendelkezésükre bocsátott likviditási keret korlátai között a nemzeti központi bankok és az EKB részéről ugyanolyan elbánásban részesülnek, mint a magántulajdonban lévő hitelintézetek.

A 125. cikk (1) bekezdése értelmében „az Unió nem felel a tagállamok központi kormányzatának, regionális vagy helyi közigazgatási szerveinek, egyéb közintézményeinek vagy közvállalkozásainak kötelezettségeiért, és nem vállalja át azokat; ez nem sértheti a valamely meghatározott projekt közös megvalósítására vonatkozó kölcsönös pénzügyi garanciákat. A tagállamok nem felelnek egy másik tagállam központi kormányzatának, regionális vagy helyi közigazgatási szerveinek, közjogi testületeinek, egyéb közintézményeinek vagy közvállalkozásainak kötelezettségeiért, és nem vállalják át azokat; ez nem sértheti a valamely meghatározott projekt közös megvalósítására vonatkozó kölcsönös pénzügyi garanciákat.”

Az EU intézményei és a GMU-tagállamok nem nyújthatnak pénzügyi segítséget az állami-közületi szféra forrásaiból a pénzügyi nehézségekkel küszködő tagállamok közszférájának, azaz a tagállamok közös felelőssége kizárt. A kimentést tiltó klauzula nemcsak a Gazdasági és Monetáris Unió tagállamaira, hanem **az Európai Unió összes tagországára** vonatkozik.

A kimentést tiltó klauzulához kapcsolódik még **az Európai Központi Bank** fontos értéként kezelt **függetlensége**. Az EKB monetáris politikájának fő célja az **árstabilitás** elérése és fenntartása. Az Európai Központi Bank úgy értelmezte a kimentést tiltó klauzulát, hogy a nemzeti jegybankoktól eltérően nem töltheti be az ún. végső hitelezői szerepet (lender of last resort) még akkor sem, ha egyes tagállamok valamilyen külső sokk hatására kerülnek nehéz pénzügyi helyzetbe.

A kimentést tiltó klauzula lényeges következménye, hogy a Maastrichti Szerződésben és az azt kiegészítő és pontosító újabb alapszerződésekben a tagállamok kötelezettséget vállaltak a **túlzott államháztartási hiány elkerülésére**. Ehhez közösségi felügyelet is kapcsolódik.

²⁹ A kimentést tiltó klauzulát pontosította a Tanács 3603/93/EK rendelete (1993. december 13.) a Szerződés 104. cikkében és a 104b. cikke (1) bekezdésében említett tilalmak alkalmazásához szükséges fogalmak meghatározásáról és a Tanács 3604/93/EK rendelete (1993. december 13.) a Szerződés 104a. cikkében említett kiváltságos hozzáférés tilalmának alkalmazásához szükséges fogalmak meghatározásáról.

„A Bizottság figyelemmel kíséri a tagállamok költségvetési helyzetének, államadósság-állományának alakulását a jelentős mértékű eltérések feltárása érdekében. Különösen a költségvetési fegyelem betartását vizsgálja.”³⁰

A fiskális fegyelem betartásáról, a túlzott deficit elkerüléséről egyrészt a Maastrichti Szerződésben rögzített túlzottdeficit-eljárás, másrészt az 1997-ben elfogadott **Stabilitási és Növekedési Paktum** szabályrendszere és nagyszámú más hivatalos dokumentum rendelkezéseinek sora hivatott gondoskodni. (Ezt a 4.1. fejezet mutatja be részletesen.)

A **kimentést tiltó klauzula** több egy korlátozó jogi formulánál, logikusan következik a gazdasági és monetáris unió adott formájából. Decentralizált monetáris unióban, ahol nincs közös fiskális politika, és politikai okokból nincsenek határokon átnyúló transzferrek, a kimentést tiltó klauzula a GMU működésének elengedhetetlen biztosítója. Mögötte az a megfontolás is meghúzódhatott, hogy a Stabilitási és Növekedési Paktum elretentő ereje csorbulna, ha lehetséges lenne a Gazdasági és Monetáris Unió fizetési nehézségekkel küszködő országainak kiségitése. Azt a feltételezést sem lehet kizárni, hogy az alapítók a tagállamok kimentésének tiltásával a **pénz- és tőkepiacok fegyelmező erejének** kívántak nagyobb nyomatókat adni.

A kimentést tiltó klauzulát **árnyalja** azonban az **EUMSZ 143. és 144. cikke. A 143. cikk (1) bekezdése** értelmében „ha egy eltéréssel rendelkező tagállam³¹ a fizetési mérlege tekintetében a fizetési mérleg egészének egyensúlyhiányából vagy a rendelkezésére álló deviza típusából adódóan nehézségekkel küzd vagy ilyen nehézségek bekövetkezése komolyan fenyegeti, és ezek a nehézségek alkalmasak különösen a belső piac működésének vagy a közös kereskedelempolitika megvalósításának veszélyeztetésére, a Bizottság haladéktalanul megvizsgálja az érintett állam helyzetét és azokat az intézkedéseket, amelyeket ez az állam a Szerződések rendelkezéseinek megfelelően minden rendelkezésére álló eszközzel megtett vagy megtehet. A Bizottság megjelöli, hogy milyen intézkedések megtételét javasolja az érintett államnak. Ha az eltéréssel rendelkező tagállam által hozott és a Bizottság által javasolt intézkedések elégtelennek bizonyulnak a felmerült vagy fenyegető nehézségek leküzdéséhez, a Bizottság a Gazdasági és Pénzügyi Bizottsággal folytatott konzultációt követően kölcsönös segítségnyújtásra és ehhez megfelelő módszerekre tesz javaslatot a Tanácsnak.”

A (2) bekezdés szerint „a Tanács ilyen kölcsönös segítséget nyújt; irányelveket vagy határozatokat fogad el, amelyek meghatározzák az ilyen segítségnyújtás feltételeit és részleteit. A kölcsönös segítségnyújtás megvalósulhat: a) összehangolt fellépés útján olyan más nemzetközi szervezetek irányába vagy keretében, amelyekhez az eltéréssel rendelkező tagállamok fordulhatnak; b) olyan intézkedések útján, amelyek a kereskedelem eltérülésének elkerüléséhez szükségesek, ha a nehézségekkel küzdő, eltéréssel rendelkező tagállam harmadik országokkal szemben mennyiségi korlátozásokat tart fenn vagy vezet be újra; c) más tagállamok által nyújtott korlátozott mértékű hitelek útján, amihez ezek egyetértése szükséges.”

³⁰ EUMSZ 125. cikk (2) bekezdés.

³¹ A GMU-hoz nem csatlakozott EU-tagállamok hivatalosan a GMU derogációval (átmeneti felmentéssel) rendelkező tagjai addig, ameddig a Maastrichti Szerződés konvergencia-kritériumainak teljesítésével nem lépnek be a Gazdasági és Monetáris Unióba. Az európai uniós jogszabályokban az eltéréssel rendelkező országok azok az EU-tagállamok, amelyek még nem vezették be az eurót. Az Egyesült Királyság és Dánia felmentést kapott a GMU-hoz való csatlakozás kötelezettsége alól, de saját elhatározásukból dönthetnek a belépés mellett.

A **Tanács 332/2002/EK rendelete** (2002. február 18.) a tagállamok fizetési mérlegéhez középtávú pénzügyi támogatási mechanizmus létrehozásáról az EUMSZ 143. cikkére támaszkodva hívott életre egy **középtávú pénzügyi segítségnyújtási eszközt** a tagállamok folyó fizetésimérleg-problémáinak enyhítésére. Más szavakkal, ez a tanácsi rendelet konkretizálta a 143. cikkben foglaltakat, azaz kialakította a folyó fizetésimérleg-problémákkal szembesülő tagállamok kiegészítését vagy kimentését lehetővé tevő eszközt és mechanizmust. Szükség esetén a pénzügyi segítség forrását az Európai Unió (pontosabban az Európai Központi Bank) által a tőkepiacról bevont források (kötvénykibocsátás) vagy pénzügyintézetektől felvett hitelek képezik. Fedezete az EU költségvetése, azaz európai uniós garancia van a kötvénykibocsátás mögött. Hangsúlyozandó, hogy ez a rendelet is csak az eltéréssel rendelkező EU-tagállamokra vonatkozik, azaz azokra, amelyek még nem vezették be az eurót. E hitelkeret maximális nagyságrendjét a hivatkozott rendelet 12 milliárd euróban szabta meg, amit először 25 milliárd euróra,³² majd 50 milliárd euróra,³³ később 60 milliárd euróra emeltek. Ha a kedvezményezett ország nem fizeti vissza a hitelt, akkor ezekért a hitelekért az EU azon tagállamainak kell jótállniuk, amelyek még nem léptek be a Gazdasági és Monetáris Unióba. A dolog érdekessége, hogy például adott esetben arra az Egyesült Királyságra is hárulhat fizetési kötelezettség, amely ország szélsőséges esetben akár maga is rászorulhat erre a hitellehetőségre.

Az EUMSZ 143. cikke és a hozzá kapcsolódó tanácsi rendelet **a nem GMU-tag európai uniós tagországok megsegítését alapozta meg jogilag**. Az euróövezet tagállamai kihagyásának az a legfőbb magyarázata, hogy a kiegészítés alapja a folyó fizetési mérleg hiánya és a saját deviza használata. A saját deviza használata nem releváns az euróövezetben a folyó fizetési mérleg egyenlegét sokáig nem tartották annak, de a szuverén adósságválság fényében azzá vált, a GMU-ban fizetésimérleg-válság is kialakult. (Ezzel részletesen a 4.4. fejezet foglalkozik.) Mindezek alapján ezek a jogforrások nem teszik lehetővé a Gazdasági és Monetáris Unió tagországainak a kiegészítését, bár egyes szakértők a 143. cikk (2) c) bekezdését úgy értelmezik, hogy az kiterjeszhető az összes EU-tagállamra, beleértve a GMU-tagországokat is.³⁴

Mindennek ellenére mégis van jogi lehetőség a GMU-tagállamok kimentésére, bár ennek megítélése nem egyértelmű.

A **kibúvó az EUMSZ 122. cikke (2) bekezdése**, amelynek értelmében „ha egy tagállam természeti csapások vagy általa nem befolyásolható rendkívüli események folytán nehézségekkel küzd, vagy súlyos nehézségek komoly veszélye áll fenn, a Tanács a Bizottság javaslata alapján az érintett tagállamnak bizonyos feltételek mellett uniós pénzügyi támogatást nyújthat. A Tanács elnöke a meghozott határozatról tájékoztatja az Európai Parlamentet.” Az alapszerződés kibúvó rendelkezése **az EU összes tagállamára vonatkozik**, beleértve a Gazdasági és Monetáris Uniót alkotó országokat is.

³² A Tanács 1360/2008/EK rendelete (2008. december 2.) a tagállamok fizetési mérlegéhez középtávú pénzügyi támogatási mechanizmus létrehozásáról szóló 332/2002/EK rendelet módosításáról

³³ A Tanács 431/2009/EK rendelete (2009. május 18.) a tagállamok fizetési mérlegéhez középtávú pénzügyi támogatási mechanizmus létrehozásáról szóló 332/2002/EK rendelet módosításáról

³⁴ Benedicta Marzinotto, Jean Pisani-Ferry, André Sapir: Two crises, two responses. Bruegel Policy Brief, Issue 2010/11, March 2010, 5. o. Elérhető: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/392-two-crises-two-responses/#.US4GbzfCuCY>

Bár az EU-tagállamok, illetve az EU mint olyan nem felel a tagállamok kötelezettségvállalásaiért, az EUMSZ-nek tagállamok által nem befolyásolható rendkívüli eseményekre hivatkozó – kibúvó – rendelkezése **mégsem** feltételezi, illetve **engedi meg az államcsődöt** a tagállamokban. Arról nincs szó, hogy mi van akkor, ha mégis bekövetkezik az államcsőd.

Mivel az Európai Központi Bank likviditási hitelek kivételével nem nyújthat kölcsönt a Közösség intézményeinek vagy szerveinek, a tagállamok központi közigazgatási szerveinek és egyéb hatóságainak (a bankoknak nyújthat), ezért pénzügyi válság esetén a pénzügyi zavarokkal szembesült EU-tagállamok legfeljebb a **Nemzetközi Valutaalap-hoz** mint nemzetközi szintű végső hitelezőhöz fordulhatnak forrásokért. Az európai uniós jogszabályok nem tiltják azt, hogy az EU-tagállamok, amelyek az IMF-nek is tagjai, hitelt kérjenek a Nemzetközi Valutaalaptól.

A Tanács 3603/93/EK rendeletének 7. cikke szerint „a közszektort terhelő, a Nemzetközi Valutaalappal szemben fennálló, illetve az 1969/88/EGK [4] rendelet³⁵ szerint létrehozott középtávú pénzügyi támogatási konstrukció megvalósításából fakadó kötelezettségek finanszírozása az Európai Központi Bank vagy a nemzeti központi bankok által nem tekinthető hitelezési formának a Szerződés 104. cikke értelmében.”

Az IMF-től való hitelfelvétel lehetőségével már a GMU megalapítása előtt is számoltak, amit viszont el kívántak kerülni, mert nagy presztízsveszteségnek tartották, ha egy EU-tagállamnak az IMF készenléti hiteléhez kellene folyamodnia.

Hosszú idő után 2008 őszén bekövetkezett az, amitől az EU-ban féltek. Elegendő forrás hiányában Magyarországnak az egymással összefonódó árfolyam-, likviditási és bizalmi válság kezelése végett az IMF-hez kellett kölcsönért folyamodnia. Magyarországon szuverén adósságválság is volt abban az értelemben, hogy nem tudták eladni az állampapírokat. Ugyanakkor az államadósság-ráta fenntarthatatlansága nem vetődött fel. (A magyar esetet megelőzően az Egyesült Királyság volt az utolsó olyan EU-tagállam, amely 1976-ban IMF-hitelt kért több milliárd dollár összegben.) Ettől kezdve az európai uniós intézmények az IMF-et bevonták a GMU szuverén adósságválságának a kezelésébe.

A **kimentést tiltó klauzula** nem számolt az IMF-től való hitelfelvétellel. Ráadásul a vonatkozó rendelkezés³⁶ értelmezhető úgy is, hogy **a bajba jutott országnak nyújtott kölcsön nem azonos a kimentéssel**. Az együttes felelősségvállalás tilalmából ugyanis nem következik automatikusan a kölcsönös segítségnyújtás megtagadása.³⁷ Ezzel az értelmezéssel van összhangban, hogy a GMU-tagállamok is jogosultak IMF-hitelre, ami mégiscsak bizonyos fokú sajátos szolidaritásra utal. Az alapszerződés³⁸ ugyanis nem

³⁵ Az 1969/88/EGK tanácsi rendelet (4) a tagállamok fizetési mérlegéhez középtávú pénzügyi támogatást nyújtó egyedi mechanizmust hozott létre. Helyébe később a 332/2002/EK rendelet lépett.

³⁶ EUMSZ 125. cikk

³⁷ Benedicta Marzinotto, Jean Pisani-Ferry, André Sapir: Two crises, two responses. Bruegel Policy Brief, Issue 2010/11, March 2010., 5. o. Elérhető:

<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/392-two-crises-two-responses/#.US4GbzfCuCY> Idézi Benczes István: i. mű. 763. o.

³⁸ EUMSZ 125. cikk (1) bekezdése

tilthatja, nem is tiltja meg a hitelfelvételt az IMF-től. Az erkölcsi kockázat szigorú feltételek megszabásával mérsékelhető.

Az IMF-hitel igénylését a tagállamoknak előzetesen be kell jelenteniük az európai uniós intézményeknek.³⁹ Ez információkérés, nem jelent egyetértést vagy elköteleződést az EU részéről. A tárgyalásokon a Bizottság és az Európai Központi Bank képviselői is részt vesznek, nem vétőzzák meg a tagállam és az IMF közötti megállapodást. Külön csomag keretében hitelt is adnak az érintett országnak, ami a tagállam és az EU közötti megállapodás keretében intézményesül.

Az információadási kötelezettségről gyakran megfélekednek a tagországok. Magyarország kormánya nem tette meg, Lengyelország képviselői pedig éles vitába keveredtek, amikor az európai uniós intézmények nehezményezték, hogy előzetesen nem jelezte hitelkérelmét. A lengyel illetékesek azzal érveltek, hogy erre nincsen is kötelezettségük, mert nem szándékoztak lehívni a finanszírozást. Az EU képviselői nem így értették, és hosszas vita volt az előzetes bejelentési kötelezettség értelmezéséről.

Mindebből az is következik, hogy egyrészt a 143. cikk 3. bekezdését, amely a fizetési-mérleg-problémákkal küszködő euróövezeten kívüli EU-tagországok kiegészítéséről intézkedik, ki lehetne terjeszteni a GMU-tagállamokra is. Másrészt a szigorú feltételekhez kötött hitelnyújtás, amely nem pénzügyi segély, nem tekinthető kimentésnek, és nem feltétlenül vezet erkölcsi kockázathoz.

A harmadik tiltás az államcsőd tilalma. Erre vonatkozóan nincs konkrét, közvetlen európai uniós jogszabály, inkább alapelvnek tekinthető. Az államcsőd tiltása a Gazdasági és Monetáris Unióra vonatkozó jogszabályokból következik. Elsősorban abból, hogy ha az euróövezet tagállamai betartják a releváns jogszabályok rendelkezéseit (amire kötelezettséget vállaltak), akkor az államcsőd elkerülhető. Ezen túlmenően igen erős a politikai akarat mind a tagállamok, mind az európai uniós intézmények szintjén az államadósság elkerülésére. Az egyes GMU-tagállamok államcsődjének elkerülését a tovagyrúzó negatív hatások megakadályozásával indokolják. Egy esetleges államcsőd egyrészt következményterhesen érintheti azokat a **bankokat**, amelyek portfóliójában jelentős a pénzügyi nehézségekkel küszködő tagállamok állampapírjainak a súlya. Az államcsőd tehát banksődökhöz is vezetne. A bankrendszer megingása pedig az egész GMU pénzügyi stabilitását is hátrányosan érintheti. Másrészt lényegesek lehetnek a **tovagyrúzó hatások**, azaz a GMU-ban egy szuverén adós csődje (az utóbbi időben Görögországé volt legvalószínűbb) könnyen áterjedhet más, nagy szuverén adósokra (Spanyolország és Portugália a legveszélyeztetettebb, de Olaszország sem hagyható figyelmen kívül), ami szintén fenyegetheti az euróövezet pénzügyi stabilitását.

Ezzel kapcsolatban az egyik kérdés az, hogy lehetséges-e **az államcsőd elkerülése az érintett országok saját erőforrásaira támaszkodva**, vagy elengedhetetlen a többi tagállam és a nemzetközi szervezetek pénzügyi segítségnyújtása. Ez utóbbi megkérdőjelezi a kimentést tiltó klauzulát. A másik kérdés az, hogy ha már elkerülhetetlen, akkor **az államcsőd spontán** vagy előkészített, **irányított, rendezett** legyen-e. A nemzetközi szak-

³⁹Az 1969/88/EGK tanácsi rendelet 2. cikke olyan Közösségen kívüli források bevonása esetében írta elő az előzetes konzultációt, amelyek megszerzéséhez a folyósító gazdaságpolitikai követelményeket támaszt. A konzultációkat 2002-től a Gazdasági és Pénzügyi Bizottságban folytatják.

irodalom a post default és a pre default kifejezést használja erre. Post default esetben az érintett ország nem fizet, pre default esetben fizet, de tárgyal a könnyítés valamilyen formájáról. Már most megelőlegezhető, hogy nagyszámú jel szerint ez utóbbi a kisebbik rossz, ennek a várható költsége kisebb. Mindenesetre nincs olyan mechanizmus a Gazdasági és Monetáris Unióban, amely lehetővé tenné az egyik vagy a másik tagállam államcsődjének a többi tagállamtól elszigetelt, annak monetáris és reálszféráját hátrányosan nem érintő lebonyolítását.

A válságok, illetve általános értelemben a különféle sokkok kezelésére vonatkozó intézmények és szabályok hiánya több tényezőre vezethető vissza. A Gazdasági és Monetáris Unió megvalósításakor feltételezték, hogy az euró bevezetésével a nemzeti valuták árfolyamának megszűnése, a GMU államháztartási fegyelmet biztosító szigorú működési szabályainak következetes érvényesítése (beleértve a tagállami államháztartási egyenlegek – később a Stabilitási és Növekedési Paktummal megerősített – ellenőrzését), megvédi a tagállamokat a pénzügyi egyensúlyhiányoktól valamint a pénzügyi válságoktól, illetve általános értelemben kisebb teret enged országspecifikus sokkoknak. Mivel a Maastrichti Szerződésben rögzített konvergenciakritériumok mindegyike és a Stabilitási és Növekedési Paktum rendelkezéseinek nagy része végső soron a GMU-ba még be nem lépett EU-tagállamokra is érvényes, ezért a jogi-intézményi szabályozást az Európai Unió egésze számára többé-kevésbé kielégítőnek tartották. A hallgatólagos feltételezés az lehetett, hogy adekvát működés esetén a stabilitásorientált gazdaságpolitika és az intézményrendszer megfelelő **garanciákat** tartalmaz pénzügyi (és gazdasági) válságokkal szemben. Az árstabilitást az Európai Központi Bank, az államháztartás stabilitását pedig a Stabilitási és Növekedési Paktum garantálja. Ettől elválaszthatatlan az a feltételezés, hogy a magánszektor természeténél fogva stabil. A hitel- és ingatlanpiaci buborékok és következményeik később cáfolták ezt a feltételezést. A tőkés piaccgazdaságtól elválaszthatatlanok a válságok, ezeken valószínűleg a legszofisztikáltabb válság-megelőző rendszerek sem tudnak változtatni.

Az alapítók azt is feltételezhatték, hogy esetleges válság esetén a tagországok kormányai önállóan is képesek a válságkezelésre. A pénzügyi válságokat és gazdasági visszaeséseket **saját forrásaikra támaszkodva, saját eszközeikkel** tudják kezelni, ezért nincs szükség közösségi pénzügyi támogatásra. Ebben az esetben az egyes tagállamok államháztartásának finanszírozhatóságát, illetve fenntarthatóságát egyenként ítélik meg. Ennek következtében az egyes tagállamok válsága elméletileg nem érinti a Gazdasági és Monetáris Uniót. Arra valószínűleg nem gondoltak, hogy egyrészt a válságból való kilábalás szuverén adósok csődjén, bankok bedőlésén, recesszión, növekvő munkanélküliségen, csökkenő munkabérekben stb. keresztül vezet. Másrészt az országspecifikus sokkok a monetáris integráció egész rendszerét fenyegető sokkokhoz vezethetnek, amelyek kezelésére nem állnak rendelkezésre megfelelő eszközök az integráció szintjén.

Az Európai Unió, illetve a GMU szintjén nem vették figyelembe, hogy ha a kialakult körülmények között a tagállamok eleget tesznek az államháztartásra vonatkozó jogszabályoknak, azaz mindegyik tagállam egyszerre és erőteljesen konszolidálja államháztartását, akkor a fiskális deficitok gyors és nagymértékű csökkentése deflációhoz és gazdasági visszaeséshez vezethet. A deficit leszorítása ugyanis mérsékli a belföldi keresletet,

ezen keresztül a GDP-t, szélsőséges esetben recessziós spirál alakulhat ki a gazdaságban. (Ezt a 4.4. fejezet tárgyalja részletesen.) Ha mindez nagyszámú országban egyszerre történik, akkor az EU-ban vagy akár globálisan is recesszió alakulhat ki. Az adott mechanizmus tehát látenszen magában hordozta válság esetén a GMU tartós és nagymértékű recessziójának a kockázatát. Ebből az a következtetés vonható le, hogy a recesszió elkerülése érdekében is elengedhetetlen volt a fiskális politikák koordinációja.

A recessziós kockázat azzal magyarázható, hogy részben az európai uniós intézmények gyengesége, részben a politikusok államháztartási fegyelmet fellazító vonalvezetése miatt nem teljesültek az eredeti elképzelések, amelyek szerint a GMU-tagállamoknak kedvező gazdasági növekedési időszakokban konszolidálniuk kell költségvetéseiket recesszió nélkül (3 százalékos éves GDP-dinamikával számoltak, ami évi 1-1,2 százalékpontos GDP-arányos költségvetési egyenlegjavulást eredményez, ha reálértékben befagyasztják a kiadásokat).

A kimentést tiltó klauzula célja a tagállamok fegyelmezetlen fiskális politikái externális hatásainak a korlátozása is volt. Az esetleges folyó fizetésimérleg-hiányok fedezését nemzetközi pénz- és tőkepiaci forrásokból megoldhatónak tartották, de az utólagos elemzés fényében az erre fordítható források nagyságrendjét meglehetősen alacsony szinten szabták meg. E finanszírozási eszköz kidolgozói valószínűleg azzal sem számoltak, hogy globális pénzügyi válsághelyzetben a nemzetközi pénz- és tőkepiaci források megszerzésének feltételei nehezedhetnek, költségei erőteljesen megemelkedhetnek.

Ez a felfogás eltért a Gazdasági és Monetáris Unió 1970-ben elfogadott, Werner-tervben meghatározott elveitől. (A Werner-terv külső, világgazdasági okok miatt kudarcba fulladt.) A Werner-terv kidolgozói ugyanis szükségesnek tartották **monetáris tartalékalapok** létrehozását a folyó fizetési mérlegekben keletkező egyensúlyhiányok áthidalására. A 2 milliárd dolláros alap felállítása végül is az NSZK kormányának ellenkezése miatt nem valósult meg.

A válságkezelés elhanyagolását az is motiválhatta, hogy a második világháború utáni, főként pedig a GMU létrehozásáról intézkedő Maastrichti Szerződés aláírását közvetlenül megelőző időszak recesszióinak többsége meglehetősen enyhe volt az 1929–1933. évi világgazdasági válsághoz képest. Figyelemre méltó, hogy az Európai Monetáris Rendszer (European Monetary System – EMS), illetve a részét képező árfolyammechanizmus (Exchange Rate Mechanism – ERM) 1992–1993. évi súlyos válsága nyomán sem illesztettek be a Maastrichti Szerződésbe válságkezelésre, válságkezelést célzó pénzügyi alap létrehozására vonatkozó cikkeket. Az EMS-válsághoz hasonló fejlemények kiküszöbölését éppen a Gazdasági és Monetáris Unió megalapításától várták. Amíg ugyanis az EMS által képviselt árfolyamrendszerből válsághelyzetben a korábbi ígéretekkel eltérően ki lehetett lépni (miként az meg is történt), addig a közös pénzre épülő GMU esetében ez nem volt lehetséges. A pénzügyi válságok egyéb következményeivel nem számoltak.

2.2. A három tiltás lehetséges következményei

A három tagadásnak vagy tiltásnak mélyreható következményei voltak, illetve vannak. **A kilépés tilalmának következménye**, hogy a közös pénzt használó GMU-ban meg-

szűnt a tagállami szintű devizapolitika. Ennek következtében a rövid távú egyensúlyi és versenyképességi zavarokat **nem lehet a nemzeti valuta leértékelésével**, illetve lebegő árfolyamrendszerben a nemzeti valuta piaci leértékelődésének megengedésével orvosolni.⁴⁰ A jegybank diszkrecionális döntése alapján történő leértékelésre, illetve piaci hatásokra bekövetkező leértékelődésre csak a GMU-ból való kilépés esetén lenne mód, az pedig nem megengedett és nehéz.

Mivel a GMU-tagállamok államadósságukat olyan devizában bocsátják ki, amely felett nem rendelkeznek teljes ellenőrzéssel, így **leértékeléssel a likviditási válság sem oldható meg**, illetve nem enyhíthető. Ez növeli az államcsőd valószínűségét. A piaci szereplők tisztában vannak ezzel, ami abban is kifejezésre jut, hogy igen gyakori az érintett országok állampapírjai kockázataihoz fűződő túlzott reakció. Ennek hatására nő az állampapírok hozama, ami súlyosbítja a likviditási feszültséget és még magasabb államháztartási hiányhoz vezet. A következmény az, hogy a pénz- és tőkepiacok kedvezőtlen egyensúlyt (defláció, magas kamatláb, magas költségvetési deficit és nagy államháztartási hiány, bankválság) kényszerítenek a GMU-tagállamokra, amiből önbeteljesítő fizetési válság lehet. Az érintett ország a befektetői reakcióktól válik fizetéseképtelenné, ugyanis a befektetők félnek a fizetéseképtelenségtől.⁴¹ Ez önmagát erősítő mechanizmus, amely nem függetleníthető a szabályozástól. Mivel az erős pénzügyi integráció következményeként táplálja a fizetőképességi válság más országokra történő áttérjedését, ezért kiemelkedő szerepet játszott a GMU szuverén adósságválságában.

A kimentés tilalmának a **következménye** az, hogy a többi feltételt változatlanul tekintve (például a bevételek fedezését szolgáló adóemeléseket kizárva) a Gazdasági és Monetáris Unióban **megjelent a szuverén adóssok csődjének a lehetősége, illetve kockázata**. A globális pénzügyi és gazdasági válságot megelőzően az államcsőd felvetésének azért volt értelme, mert a ki nem mentési klauzula miatt az állampapírok kockázatainak a minősítésekor a GMU-tagállamok esetében – hangsúlyozandó, hogy elméletileg – **a nemfizetési kockázattal is indokolt volt számolni**. Más szavakkal: a szuverén adóssok (azaz a tagállamok) képtelenné válhatnak adósságaik megfizetésére, vagyis bekövetkezhet az **államcsőd**. A mérvadó nagy nemzetközi hitelminősítő intézetek (Standard and Poors, Moody's stb.) szem előtt tartották ezt a lehetőséget akkor, amikor az euróövezet létrehozása után újraminősítették a tagállamok különféle állampapírjait. A nemzetközi hitelminősítők a nemfizetési kockázatot alacsonynak, egyes GMU-tagállamok (Németország stb.) esetében nullakockázatúnak tartották.

A 2007 nyarán kezdődött globális pénzügyi és gazdasági válság előtt a kimentést tiltó klauzula még nem vizsgázott a gyakorlatban. Sok szakértő kételkedett abban, hogy az európai uniós intézmények és a tagállamok súlyos válsághelyzetben is ragaszkodnának az alkalmazásához, azaz **hitelességét kérdésesnek tartották**. Ennek legfőbb oka az lehetett, hogy kevés olyan automatikus mechanizmus volt hatályban, amely ex ante segí-

⁴⁰ Ennek jelentőségét válsághelyzetben a teljesség igénye nélkül érzékelteti, hogy a nemzeti valuta leértékelődése nem csekély mértékben járult hozzá például a recesszió elkerüléséhez Lengyelországban 2009-ben, illetve tágitotta a gazdaságpolitika mozgásterét Nagy-Britanniában.

⁴¹ A gondolatmenet forrása: Tommaso Padoa-Schioppa Group i. mű, 19. o.

tett volna a pénzügyi feszültségekkel vagy pénzügyi válsággal küszködő tagállamoknak. A Stabilitási és Növekedési Paktum egyik célja többek között éppen az volt, hogy egy korai jelzőrendszer kiépítésével, az EU-, illetve a GMU-tagállamok államháztartási egyenlegeinek figyelemmel kísérésével és az államháztartási fegyelem megsértésének szankcionálásával mérsékelje a szuverén adósok csődjének elméleti valószínűségét. Ennek a hitelességét sem tartották a piacok különösen erősnek. A pénz- és tőkepiaci szereplők joggal feltételezhatték, hogy az egyes GMU-tagállamokat érő válság mély lesz, és súlyos tovagyrúzó hatásai elegendő érvet szolgáltatnak a gazdasági döntéshozóknak az érintett tagállamok ex post kimentésére az államcsőd helyett. A kimentés lehetőségét implicite a pénz- és tőkepiacok is figyelembe vették és veszik. A megfelelő ex ante piaci fegyelem hiányában a kimentést tiltó klauzula ex post nem volt hiteles.⁴²

A globális pénzügyi válság 2008 őszén, a Lehman Brothers amerikai befektetési bank bukásával előállt új szakaszában a szuverén adósok csődje megszűnt pusztán elméleti lehetőség lenni, ehelyett valóságos, bár viszonylag alacsony valószínűségű kockázattá vált. A szuverén adósságválság terjedésével és mélyülésével e valószínűség nőtt. Az utóbbi egy-két évben a nemfizetési kockázat időről időre változott, csúcspontok idején egyes GMU-tagországok esetében erőteljesen fokozódott.

A nem EU-tagállamok esetében **az államok** többek között **azért nem mehetnek csődbe**, mert a kormányok a költségvetési hiányt inflációs pénzkibocsátással fedezhetik. Ami az Európai Uniót illeti, a Maastrichti Szerződés egyik konvergenciakritériuma szerint (amit az EUMSZ is változatlan formában tartalmaz) viszont **az infláció**, amit a harmonizált fogyasztói árindexszel mérnek, az egyes GMU-tagállamokban legfeljebb 1,5 százalékponttal haladhatja meg a legstabilabb árral (legalacsonyabb inflációs rátával) rendelkező három EU-tagország ugyanezen időszakra számított inflációs rátájának számtani átlagát. Ez elvben az inflációs pénzkibocsátás előtti jogi korlát.

A gyakorlatban azonban az inflációs kritérium teljesítését csak a GMU-ba lépni szándékozó országok esetében ellenőrzik, szigorúan a belépés előtti meghatározott időszakra vonatkozóan. Ha más lehetőség nincs, akkor a GMU-ba készülő, a gazdasági válság által érintett eladósodott EU-tagország folyamodhat inflációs pénzkibocsátáshoz, legfeljebb azt kockáztatja, hogy később kerülhet sor az euróövezetbe történő csatlakozására. Ugyanakkor nincs olyan európai uniós jogszabály, amely lehetővé tenné, hogy a GMU-ba való belépés után a Közösség szankciókat fogantosszon a Maastrichti Szerződés inflációs kritériumánál magasabb inflációs rátájú országokkal szemben.⁴³

A kimentést tiltó klauzula **következménye** az is, hogy az Európai Központi Bank – a GMU-hoz nem tartozó országok jegybankjaitól (Fed, Bank of England stb.) eltérően – az eredetileg elfogadott európai uniós jogszabályok szerint **nem töltheti be a végső hitelező szerepét**, azaz nem láthatja el korlátlanul hitellel a GMU-tagállamok bankrendszerét. Ezzel egy korábban hatékony stabilizáló eszköz, sőt fegyver tűnt el a gazdaság-

⁴² International Monetary Fund: Toward a Fiscal Union for the Euro Area. IMF Discussion note, September 2013., SDN/13/09, 9. o.

⁴³ Érdekességként említhető, hogy Görögország csak a konvergenciajelentésben meghatározott egyéves periódusban teljesítette az inflációs kritériumot, sem előtte, sem utána nem sikerült.

politika eszköztárából. Mivel a GMU-tagállamok kormányai olyan pénzben bocsátanak ki adósságeszközöket, amely felett nincs teljes körű ellenőrzési joguk, ezért nem tudják garantálni, hogy mindig rendelkezni fognak az adósság megújításához szükséges pénzzel. Ez adott esetben táplálhatja az érintett országgal szembeni spekulációt, önbeteljesítő likviditási válságot válthat ki, ami fizetőképességi válságba torkollhat.⁴⁴ Paul De Grauwe döntően az EKB végső hitelezői szerepe hiányának tulajdonítja a szuverén adósságválságot a GMU-ban. (A szuverén adósságválság nyomására ez a szabály is módosult, miként erről a 3.3.2. fejezetben részletesen szó lesz.) Paul De Grauwe gondolatmenetét folytatva a saját pénzzel rendelkező, abban denominált adósságot kibocsátó országok implicite garantálják, hogy az állampapírok lejáratakor mindig meglesz a szükséges pénz, mert válsághelyzetben a központi bank képes likviditást nyújtani.

A szuverén adósságválságot megelőző időszakban az ismertett intézményi és működési korlátok miatt a pénzügyi közvetítők likviditási és fizetési nehézségeinek orvoslásában a tagállamok kormányai, az Európai Központi Bank és a GMU-hoz nem tartozó EU-tagállamok jegybankjai önállóan, de egymással egyeztetve léptek fel.

A kimentést tiltó klauzula a tagállamok közötti szolidaritás megszűnéséhez vezetett a Gazdasági és Monetáris Unióban. Ezt az indokolta, hogy **teljes szolidaritás** esetén, amikor a GMU együttesen garantálja a tagállamok államadósságát, felléphet az ún. **morális vagy erkölcsi kockázat** (angolul moral hazard). Ez itt azt jelenti, hogy a kormányok tudatosan folytatnak olyan gazdaság-, azon belül fiskális politikát, amely növeli az államadósságot. Ezt abban a hiszemben teszik, hogy válsághelyzetben a GMU, illetve a többi tagállam úgyis kimenti őket. A kimentés tilalma ugyan kiküszöbölte a morális kockázatot, a tagállamok közötti **szolidaritás teljes hiánya** azonban különféle pénzügyi spekulációknak teremtett, illetve teremt kedvező feltételeket. Mindenesetre a GMU-t fiskális biztosító-mechanizmusok nélkül hozták létre azt feltételezve, hogy a monetáris unió fiskális unió vagy a közös felelősségvállalás más formái (például közös kötvénykibocsátás) nélkül is működőképes.⁴⁵ Az USA-tól eltérően a GMU-ban például nincs föderális jellegű költségvetés, amelynek forrásaiból ki lehetne segíteni a pénzügyi nehézségekkel küszködő, eladósodott tagállamokat.

A GMU alapítói valószínűleg az amerikai dollárhoz hasonló, azzal versenyző közös pénzt kívántak létrehozni. Ehelyett az eredmény az **aranystandard** egy sajátos válfaja lett. A GMU ugyanis a 19. századi aranystandard alkalmazkodási mechanizmusaira támaszkodott, de arany nélkül. Az aranystandard a GMU-hoz hasonló fix árfolyamrendszer, végső soron monetáris unió volt. A GMU működését ezért nem egy országhoz célszerű hasonlítani, hanem az aranystandardhoz, annak ellenére, hogy a jelenlegi gazdasági körülmények gyökeresen különböznek a 19. századiaktól. Bizonyos mértékben a **Bretton Woods-i rendszer** is monetáris uniót alkotott, legalábbis abban a vonatkozás-

⁴⁴ Paul De Grauwe: Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed? London School of Economics 'Europe in Question' Discussion Paper Series, No. 57/2013., February, 2013., 9. o. Elérhető: <http://www2.lse.ac.uk/europeanInstitute/LEQS/LEQSPaper57.pdf>

⁴⁵ Paul De Grauwe: A Mechanism of Self-destruction of the Eurozone. *Intereconomics*, 2010/6, pp. 343-346.

ban, hogy a rögzített árfolyamrendszer nagymértékben korlátozta tagországokban a független monetáris politika mozgásterét. Ennek alapján mivel mind az aranystandard, mind a Bretton Woods-i rendszer monetáris unióként működött, nem állítható, hogy a GMU politikai unió nélkül működésképtelen.⁴⁶ (A politikai unió lényeges attribútuma a tagállamok korlátozott fiskális szuverenitása – valamilyen intézmény határt szab a hiányoknak és/vagy adósságoknak – és közös költségvetés megléte.)

A monetáris unióban követelmény, hogy a tagállamok betartsák a fiskális fegyelmet. Mindhárom vizsgált rendszer szuverén államokból állt, illetve áll, amelyek nem részesülnek egy adott központból vezérelt fiskális transzferekben, mert nincs központ. Ehelyett a sikeres monetáris uniók tagállamai nagyfokú rugalmassággal rendelkeznek, különösen a munkaerőpiac esetében.⁴⁷

A történelmi analógiáknál maradván, már az 1929–1933. évi nagy gazdasági világválság idején az aranystandard fenntartásához hosszabb ideig ragaszkodó országok súlyosabb fiskális és politikai következményekkel szembesültek, mint azok, amelyek korábban feladták azt. Megjegyzendő, hogy az aranystandard a klasszikus formáját tekintve az első világháborút követően megszűnt, helyét az ún. aranyrúd-rendszer vette át, és csak az 1929–1933. évi világválság következményeként tértek le véglegesen az országok az aranyalapról. A rögzített árfolyamrendszernek tekinthető GMU-ban a versenyképességet csak **belső leértékeléssel** (azaz az árak és a munkabérek, pontosabban a termékegységre jutó munkaerőköltségek csökkentésével), megfelelő adópolitikával és az üzleti szféra adminisztratív költségeinek mérséklésével lehet javítani (miként erről a 4.4. fejezetben részletesen szó lesz). Ez rendkívül nehéz folyamat, sokkal fájdalmasabb, mint a külső leértékelés. Mindezek az elvesztett vagy meggyengült versenyképesség visszanyerésének az eszközei, de nincs szükség rájuk, ha a tagállamok korábban felelős bér- és jövedelempolitikát folytattak.

A vázolt szerkezeti problémák ellenére a három tiltásra vagy tagadásra épülő szabályrendszer nem gátolta a GMU működését a világgazdaság nagyobb zavaroktól mentes fejlődése idején, annak ellenére, hogy megalapítása előtt több neves szakértő fejezte ki kételyeit a Gazdasági és Monetáris Unió hosszú távú működőképességét illetően.⁴⁸ Az 1990-es évek végén a Gazdasági és Monetáris Unió nem felelt meg az **optimális valutaövezet** (Optimum Currency Area – OCA) kritériumainak.

Az **optimális valutaövezet** elmélete arra a kérdésre keresi a választ, hogy mi tesz alkalmassá egy országot vagy országsoportot a gazdasági és monetáris unióban való részvételre. Optimális valutaövezet (a monetáris unióra alkalmas országsoport) az, ahol teljesülnek a következő feltételek:⁴⁹

⁴⁶ Leszek Balcerowicz: Sovereign Bankruptcy in the EU in the Comparative Perspective. Paper presented at the Peterson Institute for International Economics, Washington D.C., 2010. december 6., 15. o. Elérhető: <http://www.iie.com/publications/papers/balcerowicz201012.pdf>

⁴⁷ Leszek Balcerowicz: i. mű, 15. o.

⁴⁸ Lásd például: Martin Feldstein: The failure of the euro. The Little Currency that Could'nt. Foreign Affairs, Volume 91, Number 1, January/February 2012., pp. 105-106.

⁴⁹ A szakirodalom Mundell, Robert: A theory of optimum currency areas. American Economic Review, 1961. Vol. 51, No. 4, 657-664. oldal, elérhető: <http://www.policconomics.com/wp->

1. A termelési tényezők (munkaerő és tőke) piaci jól funkcionálnak és rugalmasak, a termelési tényezők mobilak, ezáltal áraik képesek alkalmazkodni a külső árváltozásokhoz.
2. A belső homogenitása olyan mértékű, hogy az övezetet nem fenyegetik **aszimmetrikus külső sokkok**, illetve a részt vevő országok képesek gyorsan alkalmazkodni ezekhez. Az aszimmetrikus külső sokk azt jelenti, hogy a Gazdasági és Monetáris Uniót alkotó országok nagyságrendileg eltérő megrázkódtatásokat szenvednek el ugyanazon külső tényező hatására. Ennek az az oka, hogy számottevően különbözik az általuk termelt, exportált és importált áruk összetétele, az importált energiahordozóktól és az exportpiacoktól való függőségük, a külső finanszírozásra való ráutaltságuk mértéke stb.
3. Megfelelő nagyságú költségvetési transzferek állnak rendelkezésre a különféle gazdasági zavarok elhárításához. Ebből a követelményből sok szakértő a fiskális föderalizmus, vagy legalábbis valamilyen fiskális unió szükségességét vezeti le.

A fenti kritériumokat szem előtt tartva Robert Mundell szerint egy országcsoport összességében akkor alkot optimális valutaövezetet, ha a közös pénz használata nem vezet a jólét csökkenéséhez.

Az optimális valutaövezet elméletét több neves közgazdász fejlesztette tovább. A teljesség igénye nélkül megemlíthető Ronald McKinnon, aki arra a kérdésre keresett választ, hogy mely országok lennének ideális jelöltek az optimális valutaövezetbe.⁵⁰ Következtetése szerint **minél nyitottabb szerkezeti és kereskedelempolitikai szempontból egy ország**, annál többet profitálhat az optimális valutaövezetből. Ennek az az oka, hogy egyrészt a nyitott gazdaságú országoknak előnyös az árfolyam változékonyságának a mérséklése, másrészt a nagyobb fokú nyitottságból következően nagyobb a külföldi áruk aránya a belföldi piacon, ezáltal erősebb a verseny.

Az optimális valutaövezet kritériumait úgy is lehet értelmezni, hogy közös valuta olyan országcsoportban vezethető be, amelynek **gazdasági szerkezete hasonló**, vagy képes gyors ütemben közeledni (konvergálni) egymáshoz. Az egységes monetáris politika nem alkalmazható különböző szerkezetű országok csoportjában. Ha ez mégis megtörténik, akkor ennek diszfunkcionális hatásait a termelési tényezők nagyfokú mobilitása enyhítheti. A homogenitás hiányát tehát a termelési tényezők rugalmassága pótolhatja bizonyos mértékig. Ha nem megy végbe a tagországok gazdasági és pénzügyi integrációja, akkor a monetáris unió olyan externáliákat okozhat, amelyek súlyos körülmények fennállása, például aszimmetrikus külső sokkok esetén a tagországok közötti fiskális transzfereket tesznek szükségessé. A tagállamok közötti fiskális transzfereket és kockázatmegosztást bizonyos mértékben helyettesítheti a pénzügyi piacok erőteljes integrálódása. A fiskális transzferek a tagállamok konjunktúraciklusaiiban meglévő különbségeket is tompíthatják. Ezekre a problémákra a fiskális föderalizmus a legjobb válasz.

content/uploads/A-Theory-of-Optimum-Currency-Areas.pdf alapján foglalkozik az optimális valutaövezet elméletével és kritériumaival. Az elméletet sokan fejlesztették tovább, ezek összefoglalását lásd például: Paul De Grauwe: Economics of Monetary Union. Fifth edition, Oxford University Press, 2003. Magyarul lásd például: Tarafás Imre: A monetáris politika a nagy válságtól az ingatag pénzpiacokig. Aula Kiadó Kft., Budapest, 2011., 124-138. o., Artner Annamária – Róna Péter: Eurosz(k)epszis: az optimális valutaövezet elmélete és az euró gyakorlata. Köz-Gazdaság (Tudományos Füzetek) VII. évf., 1. szám, 2012. február, 83-102. o. A továbbfejlesztés áttekintése szétfeszítené e könyv tartalmi és terjedelmi kereteit.

⁵⁰ Ronald McKinnon (1963): Optimum currency Areas. The American Economic Review, 53 (4): 717-725.

A monetáris uniótól azt várták, hogy olyan mechanizmusokat bontakoztat ki, amelyek **ki-kényszerítik a gazdasági harmonizációt**, a termelési tényezők nagyobb mobilitását és a pénzügyi integrációt akkor is, ha ehhez a feltételek korábban nem voltak meg. Így a közös valuta hozzájárul a tagállamok konvergenciájához, a kereskedelemteremtő hatások pedig a konjunktúraciklusok harmonizálásához, ami pedig előnyös lesz a monetáris politika számára. A legújabb kutatások nem erősítették meg ezt a feltételezést. Megjegyzendő, hogy működésének első tíz évében a GMU-t alig érték aszimmetrikus külső sokkok.

Az optimális valutaövezet elmélete **költség-haszon elemzéseként** is értelmezhető. **Költség** mindaz a veszteség, amely az önálló monetáris politika megszűnéséből és a rögzített árfolyamból (közös pénz bevezetéséből) származik. A költségek döntően az aszimmetrikus sokkokhoz kapcsolódnak. **Haszon** mindaz a nyereség, amely a rögzített árfolyam következtében a konverziós költségek, az árfolyamkockázat és az árfolyam-bizonytalanság kiküszöböléséből adódik.

Az optimális valutaövezet elmélete szerint minél erősebb a részt vevő országok **integráltsága**, annál jelentősebbek a pozitív hatások a negatívakkal, a hasznok a költségekkel szemben. **Az integrálódás erőssége** a gazdasági ciklusok harmonizáltságával, az árak és a bérek rugalmasságával, a munkaerő mobilitásának a mértékével, a részt vevő országok közötti kereskedelem intenzitásával és a fiskális kiegyenlítő rendszer hatékonyságával mérhető. Ezek azok a transzmissziós csatornák, amelyek a sokkok hatásait levezetik.

A kritériumoknak a Gazdasági és Monetáris Unióra való alkalmazása és elemzése szétfeszítené e könyv tartalmi és terjedelmi kereteit. A továbbiakban a teljesség igénye nélkül, a probléma exponálása végett említünk meg néhány, a GMU-ra elvégzett számítást az optimális valutaövezet kritériumainak való megfelelésről.

Ami a **bérek rugalmasságát** illeti, az Európai Unióban a bérmegállapodásokról döntően tagállami szinten, azon belül gyakran ágazati vagy iparági szinten tárgyalnak. Ez a mechanizmus nem kedvez az egyes tagállamok munkaerő-piaci rugalmasságának. A Gazdasági és Monetáris Unióban a munkabérek lefelé merevek, miközben alakulásukban jelentős a szerepe az indexálásnak.

A **munkaerő-mobilitás** egyrészt hozzájárul a versenyképesség fenntartásához, azon belül javításához, másrészt különböző sokkok hatásainak enyhítéséhez. Egy GMU-tagállamban a munkanélküliség – ceteris paribus, azaz minden egyéb feltételt változatlanul tekintve – csökkenthető úgy, hogy a munkanélküliek más tagállamokban helyezkednek el.

A statisztikai adatok alapján egyébként is nagy, de a globális pénzügyi és gazdasági válság hatására még tovább **nőtt a munkanélküliségi ráták szórása** a GMU-ban. A munkanélküliségi ráta Görögországban és Spanyolországban a legmagasabb. A munkanélküliségi ráták kiegyenlítődének elmaradása, a különbségek növekedése első megközelítésben a tagállamok közötti munkaerő-áramlás korlátaira utal. Ezt támasztja alá az is, hogy az intézményes akadályok lebontása ellenére alacsony a munkaerő mobilitása az EU-ban, illetve a GMU-ban. A munkaerő-mobilitás 2005. és 2006. évi adatok alapján az USA-ban a munkaképes lakosság 2 százalékára, a 15 tagú EU-ban viszont mindössze 0,2 százalékára terjedt ki.⁵¹ Ez az arány jelenleg az EU-ban 2-3 százalékra becsülhető. Ráadásul az átlag mögött számottevő különbségek húzódnak meg az egyes EU-tagországok között. A négy szabadság közül a gazdasági sze-

⁵¹ Bonin, H., Eichhorst, W., Florman, C., Hansen, M., O., Skiöld, L., Stuhler, J., Tatsiramos, K., Thomasen, H., Zimmermann, K.F.: Geographic Mobility in the European Union: Optimising its Economic and Social Benefit. IZA Research Report No. 19, 152. o.

replők a munkaerő szabad áramlásával éltek a legcsekélyebb mértékben. Ebből és más hasonló kutatási eredményekből az a következtetés vonható le, hogy a munkaerő-mobilitás nem tudja ellensúlyozni a különféle sokkok hatásait.

A tagállamok közötti kereskedelem szintje első megközelítésben magas szintű integráltságot jelez. Ugyanakkor nemzetközi összehasonlításban a kép kevésbé kedvező. A GMU-n belüli külkereskedelem közel 50 százalékos aránya elmarad az USA szövetségi államai közötti kereskedelemtől. Az utóbbi a külkereskedelemnek mintegy kétszerese, és a GDP-hez viszonyított aránya is 40 százalék a GMU alig 20 százalékos hányadával szemben.⁵²

Ami a **fiskális kiegyenlítő rendszert** illeti, a GMU esetében a kimentést tiltó klauzula eleve kizárta a költségvetési transzfereket, mert a monetáris integráció nem párosult fiskális unióval.⁵³ A költségvetési transzferek minimális követelményként valamilyen **transzfer uniót** tételnek fel, amelyben folyamatosak a transzferek a fejlettebb országokból a fejletlenebb országokba, miként az egyes nemzetgazdaságokban a gazdagabb régiókból az elmaradottabbakba. Egy föderális költségvetés regionális újraelosztás révén tudná mérsékelni az aszimmetrikus sokkok hatásait. Az Európai Unió költségvetése, amely a tagállamok bruttó nemzeti jövedelmének (GNI) alig valamivel több mint 1 százalékát összpontosítja, sem nagyságrendje, sem szerkezete alapján nem alkalmas erre, de nem is ilyen célra szánták.

A fentiekén túlmenően nagyszámú jel szerint a GMU **belső homogenitása** nem ért el olyan fokot, amely mellett nem érik aszimmetrikus külső sokkok. A **munkaerő** mobilitásával és rugalmasságával kapcsolatos kételyek is megalapozottak.

A vázolt hiányosságok miatt az optimális valutaövezet kritériumai kezdettől fogva nem érvényesültek. Mindebből az is következik, hogy a monetáris integrációt nem támasztotta alá a tagállamok gazdaságának megfelelő intenzitású integrálódása.

Az optimális valutaövezet **gazdasági kritériumokon** alapul. Mögötte az a feltételezés húzódik meg, hogy a Gazdasági és Monetáris Uniót nem politikai, hanem gazdasági érdekek miatt hozták létre, azaz a monetáris integráció a piaci integrációra támaszkodik. A Gazdasági és Monetáris Unió 1999 és 2002 között történt kialakítása jelentős részben gazdasági tényezőkből, jelesül a **regionális gazdasági társulások fejlődésének belső dinamikájából** táplálkozott. Az EU egységes piacának vívmányait alááshatja az árfolyam-stabilitás hiánya, a tagállamok által elvileg végrehajtható kompetitív vagy nem kompetitív leértékelés, illetve a lebegő árfolyamok rendszerében leértékelődést eredményező gazdaság-, azon belül monetáris politika. Az árfolyamok végleges és visszavonhatatlan rögzítése az euró bevezetése révén lehetővé teszi az egységes piac előnyeinek a kiaknázását.

A GMU megalapítása a **monetáris integrálódás adott szintjétől** sem volt függetleníthető. A tőkemozgások szabadsága például nehezen összeegyeztethető az árfolyam-, a monetáris és a fiskális politika autonómiájával.

⁵² Pataji György: Az Euró-zóna-válság és a szuverén adósság jövőbeni fenyegetése. Szakdolgozat, BME GTK Alkalmazott Közgazdaságtan Alapszak, Bp., 2012., 24. o.

⁵³ A fiskális unió sokféleképpen értelmezhető. Elfogadható az az álláspont, amely szerint a Gazdasági és Monetáris Unió jelenlegi formájában is fiskális uniónak tekinthető, mert a nemzeti költségvetési politikákra közös deficitszabályokat fogadtak el. Ezek közül azonban egyedül a GDP 3 százalékát kitevő hiánycél volt valamennyire hatásos (de az is puhán). A továbbiakban fiskális unión a kötet ennél bővebb fogalmat ért, amely erősebb közös kockázat- és felelősségvállalást tartalmaz, beleértve például a közös állampapír-kibocsátást vagy a jelenleginél nagyobb méretű integrációs szintű költségvetést.

A piaci integráció létrejött, de háttérbe szorult annak a vizsgálata, hogy a létrehozandó Gazdasági és Monetáris Unió optimális valutaövezetet képez-e. Sok szakértő szerint ez nem is releváns kérdés, mert semmilyen valutaunió nem lehet tökéletes, illetve optimális, a lényeg az, hogy fenntartható legyen. A lényegi kérdés az, hogy megvannak-e azok a minimális feltételek, amelyek a Gazdasági és Monetáris Unió életképességéhez, azaz az optimális helyett a fenntartható valutaövezetbe szükségesek. A GMU megvalósítása mellett döntő érv **a destabilizáló nemzetközi tőkemozgások integrációt szétziláló hatásának a kivédése** volt.⁵⁴

A GMU megtervezésekor egyértelmű elsőbbséget kapott a rögzített árfolyam, amely az egységes piac előnyeinek realizálásához elengedhetetlen a hazai gazdasági ciklusok stabilizálását lehetővé tevő monetáris politikával szemben. Ugyanakkor a GMU-tól nem kapott ösztönzést a belső piac mélyítése.

Az optimális valutaövezet hiányosságait kívánták azzal **kompenzálni**, hogy a nominális konvergenciát kiegészítették olyan ösztönzőkkel, amelyek a reálkonvergenciát mozdították elő. Ilyen volt a regionális politika, majd később az ezt helyettesítő gazdasági, társadalmi és területi kohéziós politika, amely részben megelőzte a GMU létrehozását. A folyó fizetési mérlegegyenlegeknek nem tulajdonítottak nagy jelentőséget abból kiindulva, hogy a létrehozni kívánt monetáris unióban a tőke a profitabilitási követelményeknek megfelelően a legjobb megtérülési lehetőségeket keresi, ennek során pedig a felzárkózó régiókat részesíti előnyben.⁵⁵

A GMU létrehozását azonban **politikai megfontolások** is nagymértékben motiválták. Ilyen motívum volt a megnövekedett gazdasági súlyú egységes Németország még erőteljesebb integrálása az EU-ba, a nemzeti szuverenitás kiemelkedő fontosságú szimbólumának, a német márkának a feladása árán. Ilyen körülmények között a szabályokat nem annyira a gazdasági racionalitás követelményei határozták meg, mint inkább a politikai szempontból szükséges kompromisszumok. Ennek nyomán gyenge gazdasági fundamentumokkal rendelkező országok is bekerültek a Gazdasági és Monetáris Unióba. A GMU eddigi története azt mutatja, hogy nem volt olyan hatékony mechanizmus az euróövezetben, amely előmozdította volna a tagállamok közötti reálkonvergenciát. Nagyszámú jel szerint nem is volt politikai akarat a reálkonvergencia ösztönzésére.

A GMU-t egymástól nagymértékben különböző országok alapították, amelyek számára szóba sem jött a fiskális unió valamilyen, a jelenleginél szorosabb formája. Az erősebb fiskális integráció nélküli monetáris unió bizonyos feltételek mellett működőképes lehet, ha van politikai akarat a fenntartására.⁵⁶ Ebben a megközelítésben a kérdés az, hogy a közös valuta politikai szempontból fenntartható, illetve fenntartandó-e.

⁵⁴ Tarafás Imre i. mű, 132. o.

⁵⁵ Maria João Rodrigues: Mapping Future Scenarios for the Eurozone. Friedrich Ebert Stiftung International Policy Analysis, 2012. június, 5. o. Elérhető: <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/09194.pdf>

⁵⁶ Moldicz Csaba: A változó Európa. Válságról válságra. Typotex Elektronikus Kiadó Kft., Budapest, 2012., 52. o.

Több politológus a GMU **demokratikus legitimitációját** is kérdésesnek tartja. Ez a világgazdaság nagyobb zavaroktól mentes fejlődési periódusában nem volt probléma, sőt a legitimitás hiánya vagy korlátozottsága nem csekély mértékben járult hozzá a GMU megvalósításához. Feltételezhető ugyanis, hogy ha népszavazást tartottak volna a GMU-ról az összes EU-tagállamban, akkor a monetáris integrációt nem lehetett volna létrehozni. A legitimitáshiány mint előny azonban a globális pénzügyi és gazdasági válság idején hátránnyá vált. A szuverén adósságválság nyomán a GMU politikai támogatottsága erodálódott, aminek kapcsán elkerülhetetlenül került felszínre a legitimitás problémája.

Az optimális valutaövezet három feltétele közül csak egy, a költségvetési transzferek hiánya hozható közvetlen összefüggésbe a GMU tiltásokon alapuló pilléreivel (ki nem mentési klauzula). A rugalmatlan munkaerőpiacokkal és a makrogazdasági struktúrák különbségeivel kapcsolatos szerkezeti gyengeségeket **a GMU intézményi és gazdaságpolitikai hiányosságai, diszfunkcionális hatásai** súlyosbították. (Ezekkel a harmadik fejezet részletesen foglalkozik.)

A szuverén adósságválság körülményei között viszont a három tagadásra támaszkodó szabályrendszer nagymértékben szűkítette a gazdaságpolitika mozgásterét a válságkezelésben mind tagállami, mind európai uniós szinten. A korlátok különösen a GMU fő versenytársainak rendelkezésére álló eszközökhöz és lehetőségekhez képest voltak jelentősek. A szuverén adósságválság európai uniós szintű kezelésében lényeges szerepet játszott a három tiltás felpuhítása. Mivel ez a három pillér szorosan összefügg egymással, ezért az egyik tiltás feloldása vagy felpuhulása szükségképpen érinti a másik kettőt.

3. A három tiltás fellazítása

3.1. A GMU-ból való kilépés és korlátai

Ez a fejezet három kérdéskört tárgyal. Az első az EU-ból, illetve a GMU-ból való kilépés jogi szabályozása. A második egyes országok vagy országcsoportok GMU-ból való kiválása, illetve a GMU felbomlása hatásainak és hatásmechanizmusainak az elemzése. A harmadik az előző kettőtől függetlenül a GMU-ból való kilépéssel, illetve a GMU lebontásával kapcsolatos technikai problémák bemutatása.

3.1.1. A kilépés jogi szabályozása

A 2009. december 1-jén hatályba lépett Európai Unióról szóló szerződés (EUSZ, a Lisszaboni Szerződés első része) 50. cikke értelmében **a tagállamok kiléphetnek az Európai Unióból**. Ez új elem, a korábbi alapszerződések nem tartalmazták ezt a lehetőséget. Az EUMSZ **kilépéssel** kapcsolatos rendelkezése független a szuverén adósságváltástól, nem hozható összefüggésbe a GMU pilléreit alkotó három tiltás fellazításával. A Lisszaboni Szerződés kidolgozása jóval korábban kezdődött, hatályba lépése a szuverén adósságváltás kezdetével esett egybe. Az EU-ból, illetve a GMU-ból való kilépés lehetősége viszont más megvilágítást kapott a krízis tükrében.

Ha egy EU-tagállam egyben a Gazdasági és Monetáris Uniónak is tagja, akkor az EU-ból való kilépés egyben a GMU-tagság megszűnését is jelenti. Bár az **Európai Unióról szóló szerződésben nem szerepel explicit módon a GMU-ból való kiválás**, az EUSZ 50. cikke nem teremt jogi alapot arra, hogy ha egy ország kilép a GMU-ból, akkor EU-tag maradhat. A monetáris integrációra vonatkozó hatályos joganyag szerint sem lehetséges a GMU-ból való önkéntes kilépés.⁵⁷ Ez egyrészt az alapszerződés monetáris integrációra vonatkozó rendelkezéseiben, másrészt olyan másodlagos jogforrásokban ölt testet, mint például a tagállamok devizái euróval szembeni árfolyamának végleges és visszavonhatatlan rögzítése, az euró státusának meghatározása stb.

Mindebből az következik, hogy **a tagállamoknak tilos a GMU-ból kilépniük úgy, hogy közben EU-tagok maradnak**. Ha egy tagország kilép a GMU-ból, de benn kíván maradni az EU-ban, akkor az alapszerződésen kívül nagyszámú európai uniós jogszabályt is megsért. Azt nem zárja ki az alapszerződés, hogy a GMU-ból és az EU-ból kilépő tagállam később újból EU-tagságért folyamodjon. A tagfelvétel hosszabb időt (éveket) vesz igénybe. A hatályos felvételi kritériumok és alapszerződés alapján azonban az EU-ba felvételét kérő országnak a konvergenciakritériumok teljesítése után csatlakoznia kell a GMU-hoz, azaz nem lehetséges a brit és a dán önkéntes kimaradási klauzula (opt out). Ez megkérdőjelezi az EU-ba való újbóli belépés ésszerűségét. Mivel precedens nélküli jogi lehetőségekről van szó, ezért sem az alapszerződés, sem más európai uniós jogforrás nem tartalmazza a kilépés mechanizmusait, és nincsenek formális eljárások sem az EU-ból, főként pedig a GMU-ból való kiválásra.

⁵⁷ Sokakat ez a Hotel California című dalban leírt helyzetre emlékeztet. A szóban forgó szállodából bármikor ki lehet jelentkezni, de azt soha nem lehet elhagyni.

Szétfeszítené e könyv tartalmi és terjedelmi kereteit az egyes EU-tagországo kból kiváló régiók EU-hoz való viszonyának az elemzése, azaz annak a vizsgálata, hogy mi a jogi helyzet akkor, ha például Katalónia kiválik Spanyolországból, de EU-tag akar maradni. Vagy mégsem akar EU-tag lenni.

Elvileg szóba jöhet a **Lisszaboni Szerződés és más releváns jogszabályok olyan módosítása**, hogy egy tagállam kiválhasson a Gazdasági és Monetáris Unióból és egyben az Európai Unió tagja maradhasson. Így például kérheti egy tagállam a Lisszaboni Szerződés olyan értelmű kiegészítését, hogy legyen joga kilépni. Az alapszerződés ilyen értelmű átalakítása normális körülmények között szinte kizárt. A Lisszaboni Szerződés kormányközi konferencia keretében történő kidolgozása és elfogadása kilenc évig tartott. A szerződés a tagállami érdekek között kialakult kényes egyensúlyt tükrözi. Nem reális azt feltételezni, hogy 28 EU-tagállam belátható időn belül meg tudna állapodni új alapszerződésben, amelyet a tagállamoknak ratifikálniuk kell. Ez vagy parlamenti szavazással, vagy népszavazással (például Írország) történik. Az elhúzódo tárgyalások hátrányosan érintenék a pénzügyi stabilitást.

Annak is kicsi a valószínűsége, hogy egy ilyen horderejű kérdést az Európai Unióról szóló szerződésnek **az Európai Tanács határozatába foglalt**, később a tagállamok törvényhozása által jóváhagyott **kiegészítésével** rendezzenek (miként ez a később tárgyalandó európai stabilitási mechanizmus létrehozásakor történt). Ez végső soron megfelel az alapszerződés módosításának, de egyszerűsített eljárással.

Egy tagállam EU-ból történő **kizárásának** lehetősége az integráció egyik legsúlyosabb csúcsfeszültségekor került szóba 2008 júniusában, amikor az ír szavazópolgárok elutasították a Lisszaboni Szerződés ratifikálását. Az európai uniós joganyagban fő szabály az, hogy **nem megengedett egy tagállam kizárása sem a GMU-ból, sem pedig az EU-ból**. Ez következik az EUMSZ 50. cikkéből, amely egyértelműen leszögezi, hogy egy tagállam kilépése csak annak saját kezdeményezésére és saját akaratából lehetséges. Nincs tehát jogi alap egyik vagy másik tagállam kizárására.

Egy tagállam kizárása a GMU-ból elvileg legfeljebb **indirekt eszközökkel** lehetséges, a hatályos jogszabályok alapján nem. Ilyen indirekt eszköz lehet, hogy például az Európai Központi Bank nem nyújt likviditást szükséghelyzetben a jelentős tőke kivonást elszennvedett bankoknak. Az EKB a pénzügyi válság elkerülése végett 2012 májusában a készenléti likviditási segítség (Emergency Liquidity Assistance – ELA) elnevezésű konstrukción keresztül adott likviditást a görög bankoknak. Több eladósodott ország pénzügyi helyzete, sőt rendszere függ egyébként az EKB által különféle jogcímen folyósított pénzügyi forrásoktól.

Az alapszerződés olyan módosítása sem képzelhető el, amely lehetővé tenné egy tagállam **kizárását** az EU-ból. A kizárás ellentétes az alapszerződés betűjével és szellemével. Az alapszerződésben vannak olyan cikkek, amelyek a kötelezettségeik betartására készítik a tagállamokat, de nem céljuk a büntetés. Feltéve, de meg nem engedve, ha kizár-

nak egy tagállamot, az sikerrel érvelhet az Európai Unió Bírósága előtt azzal, hogy a kizárás nem konzisztens az alapszerződéssel.⁵⁸

A **kizárás jogi lehetősége** gyengítené a Gazdasági és Monetáris Unió hitelességét, sőt aláásná a GMU-t, mert azt az üzenetet küldené a gazdasági szereplőknek, hogy az nem több egy árfolyam-mechanizmusnál, amelyhez az egyes országok pillanatnyi gazdasági helyzetüktől függően csatlakozhatnak, vagy amelyből kiválhatnak.⁵⁹ A kiválás vagy a kizárás jogi elismerése esetén fennállna az a veszély, hogy a pénzügyi zavarokkal küszködő, eladósodott tagállamok elleni spekuláció önbeteljesítővé válik.

Bár rendszeresen jelennek meg egyes tagállamok kizárását szorgalmazó vélemények, a fentiek alapján ezek túlnyomó többsége vagy nem vehető komolyan, vagy – ha felelős politikai tényezőktől származnak – legfeljebb a politikai nyomásgyakorlás eszközének tekinthetők.⁶⁰ A körülmények racionális mérlegeléséből nem következhet egyik vagy másik tagállam kizárása a Gazdasági és Monetáris Unióból, illetve tágabb értelemben az EU-ból. Ennek ellenére előállhat olyan helyzet, amelyben egy tagállamot a többiek átmenetileg vagy végleg explicite kizárnának az euróövezetből (vagy az EU-ból). Ezt a kérdést már régebben felvetette egy szakirodalmi forrás.⁶¹

A témával foglalkozó jogi elemzések megkülönböztetik az **egyoldalú és a tárgyalásos kilépést**.⁶² **Jogi értelemben** a GMU-ból való kiválás **egy tagállam egyoldalú döntése**. A dolog természetéből adódóan ezt nem lehet megakadályozni. Ami a technikai részleteket illeti, a tőkemenekülés elkerülése vagy legalábbis tompítása végett a kilépéssel járó intézkedéseket egy vagy néhány nap alatt kell meghozni, ebben az értelemben **tárgyalásos vagy szervezett kiválás**, amely a többi tagállammal, illetve az európai uniós intézményekkel történő előzetes tárgyalásokon alapul, aligha jöhet szóba. Az **egyoldalú döntésen alapuló kilépés** konkrét feltételeit később hosszú és bonyolult tárgyalásokon lehet és kell tisztázni. Amíg a Gazdasági és Monetáris Unió létrehozására, illetve a közös valuta bevezetésére való felkészülés hosszú időt vett igénybe és a potenciális tagállamok közötti együttműködésen alapult, addig a kilépés az euróövezetből rövid időn belül a létrehozásához képest aszimmetrikusan képzelhető el. A kilépéssel kapcsolatos viták rend-

⁵⁸ UBS: Euro break-up – the consequences. UBS Investment Research – Global Economic Perspectives, London, 2011. szeptember 6., 6. o. Elérhető:

<http://bruxelles.blogs.liberation.fr/UBS%20fin%20de%20l'euro.pdf>

⁵⁹ Redesigning global finance. The Economist, November 15th 2008., p. 13.

⁶⁰ Wolfgang Schäuble német pénzügyminiszter nevéhez fűződik az a kijelentés, hogy nem lehet kizárni a kilépés lehetőségét azon GMU-tagállamok előtt, amelyek nem tudják konszolidálni költségvetésüket és helyreállítani versenyképességüket. Forrás: Wolfgang Schäuble: Why Europe's monetary union faces its biggest crisis? Financial Times, 2010. március 11., 9. o.

⁶¹ Jacek Rostowski: The Stability and Growth Pact. Essential and Feasible. Case Studies and Analyses No. 275, Center for Social and Economic Research, Varsó, 2004. Elérhető:

http://www.case-research.eu/upload/publikacja_plik/2686680_275%20new.pdf

⁶² A téma alapos feldolgozását adja Phoebus Athanassiou: Withdrawal and Expulsion for the EU and the EMU. Legal Working Paper Series No 10, December 2009., European Central Bank, Frankfurt, 31 oldal című tanulmány, ami ennek a résznek is információs bázisa volt.

szerint válságszituációkban lángolnak fel, majd a helyzet konszolidálásával alább-hagynak.

3.1.2. A GMU-ból való kilépésnek, illetve a GMU felbomlásának várható következményei

A GMU-ból való kilépés jogi szabályozásának bemutatása után célszerű áttekinteni, hogy egyes tagállamok kiválásának, sőt a GMU teljes vagy részleges felbomlásának milyen közvetlen és tovagyrúzó hatásai lennének. Ezt az indokolja, hogy történelmi analógiák alapján, illetve válsághelyzetek hatására időről időre felvetődik **a GMU felbomlásának a lehetősége**.

Múltbeli tapasztalatok alapján a valutauniók felbomlása nem gazdasági, hanem **politikai okok miatt** történt. A rubelövezet nem élte túl a Szovjetuniót. Csehszlovákia felbomlása után a Csehország és Szlovákia közötti valutaunió mindössze hetekig tartott. Emiatt a történelmi analógiák nem használhatók a jelenlegi helyzet leírására.

A Gazdasági és Monetáris Unió **teljes felbomlásával** kapcsolatos, a gazdasági modell specifikus vonásai miatt elvileg korlátozott analógia lehet bizonyos tekintetben **a Szovjetunió szétesése** 1992-ben, ami egyben a közös valuta, a rubel, illetve a rubelzóna végét is jelentette. A szovjet utódállamok részben az Orosz Nemzeti Bank által végrehajtott pénzreform miatt (az 1961 és 1992 között kibocsátott rubel bankjegyeket érvénytelenítették) a rubel helyett 1993-ban saját pénzt vezettek be, ami a nemzeti szuverenitás lényeges szimbólumának bizonyult. Az utódállamok azonban nem fértek hozzá a nemzetközi pénz- és tőkepiacokhoz, hogy finanszírozni tudják a szuverenitás visszanyerése után megnövekedett államháztartási és külső egyensúlyhiányukat. A hiányt túlzott pénzkibocsátással finanszírozták, ami hiperinflációba torkollt. Ebben természetesen a laza fiskális politika is szerepet játszott.⁶³ Ezen analógia alapján a GMU felbomlásának katasztrofális nemzetközi hatásai is lennének, mivel az euró a dollár után a világ második legjelentősebb kulcsvalútája.

A témára vonatkozó szakirodalom megkülönbözteti **a gyenge és az erős országok kilépését**. **Gyenge országnak** az eladósodott, pénzügyi feszültségekkel birkózó (Görögország, Portugália, Spanyolország, Írország és Olaszország, illetve Ciprus és Málta), **erős országnak** az AAA hitelminősítésű GMU-tagállamokat (Németország, Ausztria, Hollandia és Finnország) tekintik.

Nagyszámú szakértő érvel amellett, hogy a monetáris unió adott szabályainak figyelembevételével a legnagyobb pénzügyi nehézségekkel rendelkező **gyenge országoknak** célszerű lenne kilépni a GMU-ból.⁶⁴ Szerintük a hosszabb távon érvényesülő előnyök meghaladnák a rövid távú hátrányokat. A gyenge országok számára a Gazdasági és Monetáris Unióból való kilépés legfőbb indoka és motiváló ereje **a tagállami devizapolitikai önállóság visszaszerzése** lehet. Ennek nyomán lehetővé válna ugyanis a gazdasági és

⁶³ Stephen King: Soviet collapse poses worrying parallels for euro crisis. Financial Times, 2011. augusztus 10., 22. o.

⁶⁴ Lásd például: Arnab Das and Nouriel Roubini: A blueprint for an amicable divorce settlement. Financial Times, 2012. április 3., 9. o.

pénzügyi válság hatásainak az euró helyébe lépő új nemzeti valuta leértékelése, illetve a lebegő árfolyamok rendszerében annak leértékelődése révén történő tompítása.

E lehetőség valóra válása azonban katasztrofális hatásokkal járna. Az euróövezetből való kilépés után ugyanis az árfolyam-politikai önállóságot visszanyerő ország **újonnan bevezetett nemzeti valutája** gyors ütemben **leértékelődne**. Ennek mértékét a dolog természeténél fogva nem lehet megbecsülni. Történelmi analógiaként lehet hivatkozni Argentína és Uruguay példájára a 2000-es évek elején. Ennek alapján elképzelhető az új nemzeti valuta 60 százalékos körüli leértékelődése az euróval szemben.⁶⁵ Nagy a valószínűsége annak, hogy a 60 százalékos leértékelődés által a kilépő országban bekövetkező költségcsökkenés és versenyképesség-javulás kereskedelempolitikai korlátozásokat (vámok bevezetése stb.) váltana ki a fennmaradó EU-ban, azaz a leértékelődés mértékének megfelelő nagyságú, tehát 60 százalékos vámot vetnének ki a kilépő országból származó importra.

Egyáltalán nem biztos ugyanakkor, hogy a nemzeti valuta leértékelődése lényegesen javítaná a kivitel nemzetközi versenyképességét, ha igen, akkor legfeljebb rövid távon. Ennek legfőbb oka az, hogy a potenciális kilépő országok exportkapacitásai korlátozottak, az exportszektor bővítéséhez ugyanakkor időre van szükség. Az új nemzeti valuta leértékelődése nyomán viszont **felpörögne az infláció**. Ez viszonylag rövid idő alatt semlegesítené a leértékelés esetleges exportösztönző hatását, azaz visszaállna a korábbi gyenge versenyképesség. A legtöbb országban, amelyről feltételezhető a kilépés, nincsenek meg azok a feltételek (például a bérek befagyasztása inflációs környezetben), amelyek a valutaleértékelődés nemzetközi versenyképesség-javító hatását tartóssá tennék.

Ha a GMU-ból való kilépés az EU-ból való kiválást is maga után vonja, akkor a kilépő országoknak **kereskedelempolitikai korlátokkal** is számolniuk kell, az Európai Unió vámokat vetne ki áruira, ami a leértékelés exportösztönző hatását tompítja. Külső finanszírozás hiányában egyébként az import is összeomlana, ami katasztrofális hatással lenne a hazai termelésre, beleértve az exportra történő termelést is.

Ha a GMU-ból való kiválás az EU elhagyásán keresztül történne, akkor a kilépő tagország elszigetelődik Európában. Megszűnne a schengeni egyezmény szabályainak alkalmazása vele szemben, aminek leglényegesebb közvetlen következménye a vízumkényszer bevezetése lenne. A tökemenekülés megakadályozása érdekében a kilépő ország kénytelen lenne korlátozásokat bevezetni a tőkeforgalomban, nem részesedhetne az EU strukturális alapjai és Kohéziós Alapja forrásaiból stb.

A leértékelődés nyomán nőne az euróban és más konvertibilis devizában denominált adósságállomány hazai devizában kifejezett értéke, ezáltal a GDP-hez viszonyított aránya, továbbá az adósságszolgálat. Ez a nemzetközi hitelminősítők részéről újabb leminősítéshez vezethet, tovább drágítva a külső finanszírozás költségeit a nagyon magasra szökő kockázati felárakon keresztül. Ezt, amellet, hogy negatív spirált indíthat el, a

⁶⁵ Ansgar Belke: Doomsday for the euro area: Causes, variants and consequences of the breakup. Gütersloch, November, 2011. Bertelsmann Stiftung. Elérhető: http://www.bertelsmann-stiftung.de/bst/de/media/xcms_bst_dms_35106_35107_2.pdf

gazdasági szereplők, azok közül is főként a külföldiek **államcsődnek** tekintenék, mert eszközeik értéke csökkenne euróban kifejezve. Ha az euróban denominált államadósságot a hitelezők beleegyezése nélkül átváltanák az új valutára, akkor ez a lépés is államcsőd-eseménnyel lenne egyenértékű.⁶⁶ A vállalati hitelállomány új nemzeti valutára történő átváltása, illetve a hitelezés összeomlása **vállalati csődök** tömegét idézné elő.

A GMU-ból kilépő országoknak azonnal egyensúlyba kellene hozniuk államháztartásukat, mert a piacról nem tudnák finanszírozni a deficitet, ami a munkabérek igen jelentős visszaeséséhez vezetne. A GMU-ból kiváló országoknak paradox módon **ugyanolyan vagy még szigorúbb államháztartási konszolidációt és szerkezeti reformokat** kellene végrehajtaniuk, mint az euróövezetben, de ehhez nélkülözniük kellene az európai uniós intézmények támogatását és pénzügyi forrásait.

Az UBS számításai szerint a gyenge GMU-tagországok számára **a kiválás költsége** az első évben egy lakosra vetítve 9500-11500 euró, a következő években további 3000-4000 euró lenne. Ez a kilépés első évében a GDP 40-50 százalékának felelne meg.⁶⁷ Ezek nagy valószínűséggel meglehetősen konzervatív becslések, a dolog természetéből adódóan nem tartalmazzák a társadalmi rend felbomlásából adódó költségeket (amelyek például a 2001. évi argentin államcsőd idején rendkívül nagyok voltak).

Görögország kilépése esetén szinte biztosra vehető, hogy **a többi veszélyeztetett GMU-tagországban** (Portugáliában, Spanyolországban, illetve Írországban és Olaszországban) is a gazdasági szereplők, azok közül is elsősorban a háztartások **kivonnák pénzüket a hazai bankokból**, hogy biztonságosabbnak tartott GMU-tagállamokba menekítsék. Ez új válságot generálhat. Érvényesülni kezdene a közgazdaságtanból jól ismert **Gresham-törvény**. Ez általános értelemben azt mondja ki, hogy a rossz pénz kiszorítja a jó pénzt, az euróövezetre alkalmazva, a rossz euró kiszorítja a jó eurót, ami a kormányok euró melletti elkötelezettségének megkérdőjelezésével egyenértékű. Ez sokkal nagyobb kárt okozna a GMU-ban, mint a görög kilépés önmagában.

Ha Spanyolország és Görögország kilép a GMU-ból, akkor a két ország nagy valószínűséggel **államcsődöt** is jelentene. Ez viszont nagyságrendi összefüggések miatt ugyancsak nagy valószínűséggel az európai pénzügyi rendszer megroggyanásához vagy összeomlásához is vezetne.⁶⁸ Görögország, Spanyolország vagy Olaszország, vagy általa-

⁶⁶ UBS: Euro break-up – the consequences. UBS Investment Research – Global Economic Perspectives, London, 2011. szeptember 6.

<http://bruxelles.blogs.liberation.fr/UBS%20fin%20de%20l'euro.pdf>

⁶⁷ UBS: Euro break-up – the consequences. UBS Investment Research – Global Economic Perspectives, London, 2011. szeptember 6., 1. o. Elérhető:

<http://bruxelles.blogs.liberation.fr/UBS%20fin%20de%20l'euro.pdf> A kiválás költségeit számszerűsíti még: Thieß Petersen – Michael Böhmer: Economic impact of Southern European member states exiting the eurozone. Bertelsmann Stiftung Policy Brief 2012/06, 7. oldal.

Elérhető:

[http://www.bertelsmann-stiftung.de/cps/rde/xbcr/SID-BA416340-](http://www.bertelsmann-stiftung.de/cps/rde/xbcr/SID-BA416340-6BF16307/bst_engl/xcms_bst_dms_36656__2.pdf)

[6BF16307/bst_engl/xcms_bst_dms_36656__2.pdf](http://www.bertelsmann-stiftung.de/cps/rde/xbcr/SID-BA416340-6BF16307/bst_engl/xcms_bst_dms_36656__2.pdf)

⁶⁸ Wolfgang Münchau: What happens if Angela Merkel does get her way. Financial Times, 2012. június 18., p. 9.

nosítva bármely tagállam kilépése esetén a gazdasági szereplők arra a következtetésre juthatnak, hogy a GMU-tagság visszafordítható, azaz **van árfolyam-kockázat a GMU-ban**.⁶⁹ Ez a Gazdasági és Monetáris Unió lényegét érintené és aláásná azt.

A tagállamok tőkeforgalmat korlátozó intézkedései szétrombolnák az EU egységes pénzügyi piacát. Ezt ellensúlyozandó az Európai Központi Bank likviditási segítségben kell, hogy részesítse az érintett országok bankrendszerét. A tőkemenekítésnek az egész Európai Unióra kiterjedő, euróban denominált betétekre vonatkozó betétbiztosítási rendszerrel lehetne elejét venni, de korántsem biztos, hogy a betétbiztosítási rendszer forrásai a GMU egészére kiterjedő bankpánik esetén is elegendők lennének. (Az erre vonatkozó törekvésekről a bankuniót elemző 5.2. fejezetben van szó.)

2012 augusztusában Görögország 320 milliárd euróval tartozott külföldi hivatalos intézményeknek és magánbefektetőknek. Írország, Portugália, Ciprus és Spanyolország külföldiek felé fennálló nettó adóssága a GDP 80-100 százaléka között mozog, a bruttó adósság ennél lényegesen nagyobb. (Figyelmet érdemel, hogy Olaszország nettó külső adóssága a GDP mindössze 21 százaléka.) Görögország, Spanyolország, Portugália, Ciprus és Írország összesített külső adóssága 1,15 billió euróra tehető.⁷⁰ Ekkora adósság bedőlése a GMU felbomlását vonná maga után.

Napvilágot láttak olyan javaslatok is, amelyek szerint a pénzügyi feszültségekkel küszködő gyenge tagállamoknak átmenetileg kellene kilépni a GMU-ból annak érdekében, hogy a saját valuta bevezetésével visszanyerjék költség-versenyképességüket.⁷¹ A kilépő országok társult státust kapnának azzal az opcióval, hogy később visszatérhetnek az eurózónába. Az elképzelés lényege az, hogy a GMU-t bizonyos ideig elhagyó országok könnyebben javíthatják versenyképességüket és egyensúlyviszonyaikat a nemzeti valuta újbóli bevezetése nyomán külső, mint a GMU-ban belső leértékeléssel. E társult státus az ERM2 árfolyam-mechanizmuson alapulna. Az ERM2 sajátos gyakorlóterep lenne a GMU-ba való visszatéréshez. Hasonló koncepciót dolgozott ki, de sokkal részletesebben és csak Görögországra Martin Feldstein, amit a 6.2. fejezet tárgyal. E koncepciók legfőbb gyengesége az, hogy az átmeneti kiválás lehetőségével csorbát szenvedne a Gazdasági és Monetáris Unió hitelessége. Az átmeneti kilépés lehetősége spekulációs nyomás alá helyezheti a gyenge országok pénzügyi rendszerét.

Az **erős országok** (Németország, Hollandia, Ausztria és Finnország) többek között az eladósodott, gyenge tagállamok pénzügyi támogatásának növekvő költségei, illetve az EU erodálódó támogatása nyomán juthatnak elvileg olyan következtetésre, hogy kilép-

⁶⁹ Moritz Kramer: Beware the consequences of an accidental exit by Greece. Financial Times, June 13 2012., p. 26.

⁷⁰ Tempted, Angela? A controlled break-up of the euro would be hugely risky and expensive. So is waiting for a solution to turn up. The Economist, 2012. augusztus 11., 8. o.

⁷¹Hans-Werner Sinn – Friedrich Sell: Our opt-in opt-out solution for the euro. Financial Times, 2012. július 31. Elérhető:

<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b2c75538-da35-11e1-b03b-00144feab49a.html#axzz2ri5a6Y8W>

nek a Gazdasági és Monetáris Unióból, illetve az EU-ból. Ennek igazán akkor lenne értelme, ha utána az új német márka égisze alatti **valutablokkot** alkothatnának.⁷²

Az erős országok kiválását új nemzeti valutájuk mind **nominális**, mind **reálfelértékelődése** kísérné, mert azok új nemzetközi tartalékvaluta szerepét töltenék be a fennmaradó GMU tagállamai számára. Egyes feltételezések szerint az új német márka akár 50 százalékkal is felértékelődhet néhány hónapon belül. Ehhez adódna további felértékelődési nyomás később a nagymértékű tőkebeáramlás hatására. A német márka a svájci frankhoz hasonlóan végső menedék státust látna el. Ezt talán némiképpen ellensúlyozni lehetne a tőkebeáramlás adminisztratív korlátozásával.

A hazai valuta erőteljes felértékelődése nyomán tönkremenne az exportorientált német kis- és középvállalati szektor döntő hányada. Bármennyire is csekély a német kivitel függősége az árfolyamtól, ilyen mértékű versenyképesség-romlást aligha tudna ellensúlyozni a kiváló minőség, védjegy és sok más nem árjellegű tényező.

Németországnak nem kellene euróban denominált államadósságát új német márkára váltania. Hazai devizában kifejezve ugyanis az mind kevesebbet érne. A kilépés sajátos rejtett költsége lenne az, hogy Németország elveszítené a fennmaradó GMU monetáris politikájára való befolyását.⁷³ Németország esetében nem valószínű bankpánik. Ugyanakkor új nemzeti valutájának 40-50 százalékos felértékelődése esetén szükség lehet bank-szektorának feltökésítésére, mert a bankok portfóliójában lévő, euróban denominált külföldi értékpapírok hazai devizában kifejezve leértékelődnének. Általánosítva: Németország vagy más erős tagállam kiválása a GMU-ból a bankok, a vállalatok és a háztartások külföldi pénzügyi eszközeinek a leértékelődéséhez vezetne.⁷⁴ Mindez arra utal, hogy a GMU-ból való kilépés átmenetileg nagymértékben gyengítené a pénzügyi stabilitást Németországban. Szinte kizárt, hogy Németország kiválását túlélje az EU, illetve a GMU.

Az UBS konzervatív becslése szerint Németország esetében **a kilépés költsége** az első évben egy lakosra vetítve 6000-8000 euró lenne, és évi 3500-4500 euró az azt követő években. Ez az első évben a GDP 20-25 százalékára rúgna. Összehasonlításként: Görögország, Írország és Portugália kimentésének összes egyszeri költsége Németország egy lakosára vetítve 1000 eurót tenne ki.⁷⁵

A GMU teljes felbomlása elleni legfőbb garancia **gazdasági jellegű: a szétesés magas költsége**.⁷⁶ A felbomlásból vagy a kilépésből a GMU egyik tagállama sem profitálna.

⁷² Breaking up the euro area – How to resign from the club. The Economist, 2010. december 2.

⁷³ Ansgar Belke: i. mű, 10. o.

⁷⁴ HSBC: How to solve the euro's problems – and why failure threatens another Great Depression. Economics Global, 30 September 2011. 14. o. Idézi: Ansgar Belke: i. mű, 10. o.

⁷⁵ UBS: i. mű, 1. o.

⁷⁶ A 11 ezer milliárd dollár adósság-kinnlevőségéből 4 ezer milliárd dollár átstrukturálása tekinthető rövid távú kockázatnak. Az EU tőkepiacai káoszba kerülne, megindulna az USA-ba és Ázsiába irányuló tőkemenekülés. Luc Vallée: How Europe Will disintegrate. The Sceptical Market Observer, 6 June, 2012. Elérhető:

Összességében a szuverén adósságválság ellenére a GMU fenntartásának költségei jóval kisebbek, mint felbomlásának a költségei. A főbb politikai erők az Európai Unióban egyetértenek abban, hogy a tagállamoknak nincs jövőjük a Gazdasági és Monetáris Unión kívül. A válságkezeléssel kapcsolatos viták tárgya egyébként egyrészt az, hogy milyen legyen a **terhek megoszlása** az egyes tagállamok, illetve gazdasági szereplők között, nem pedig az, hogy érdemes-e a rendszert megmenteni, mert ez utóbbi egyértelmű.⁷⁷ A gazdasági szereplők racionális cselekvését feltételezve a Gazdasági és Monetáris Unió egyirányú utca, amelyben a visszafordulás katasztrófával fenyeget. Másrészt viszont, ha egyes tagállamok kormányai nem hajlandók feladni szuverenitásukat vagy annak egy részét, akkor nehéz elmozdulni erősebb monetáris és fiskális integráció felé.

A felbomlással szembeni másik érv **politikai jellegű**. A tagállamok túl sok **politikai tőkét fektettek** be a Gazdasági és Monetáris Unióba az utóbbi 10-15 évben, amit nem kívánunk elveszíteni. Az euró melletti politikai elkötelezettség erős, de nagyszámú jel szerint eddig nem volt elegendő az erőteljesebb pénzügyi integrálódás támogatásához, vagy legalábbis ellentmondásokkal terhelt ez a támogatás. A GMU teljes vagy részleges felbomlása az EU összeomlásához is vezetne, beleértve az áruk, a szolgáltatások, a tőke és a munkaerő egységes piacát. A GMU felbomlása ugyanis nagyszámú, az alapszerződésben rögzített kötelezettség felmondásával járna együtt. Az európai integráció utóbbi 55 évben elért eredményei megsemmisülnének. A fentiekből jól kitűnik, hogy egyes országok kilépése a Gazdasági és Monetáris Unióból vagy a GMU teljes vagy részleges felbomlása az összes érintett számára hátrányos lenne.

3.1.3. Néhány, a GMU-ból való kilépéssel, illetve a GMU felbomlásával kapcsolatos technikai jellegű probléma

A nagyfokú bizonytalanság és tetemes költségek ellenére a GMU **részleges vagy teljes felbomlása** nem zárható ki, de valószínűsége csekély. Az sem hagyható figyelmen kívül, hogy ellenható lépések hiányában ez a valószínűség növekedhet, különösen akkor, ha a Görögország vagy más eladósodott országok körüli politikai, gazdasági és pénzügyi feszültségek erősödnek. Mindezek alapján célszerű azt is megvizsgálni, hogy egyes országok vagy országcsoportok kiválása, illetve a GMU felbomlása esetén milyen **technikai kérdéseket** kellene kezelniük az érintetteknek.

Nehezen megoldható technikai probléma elé állítaná a tagállamokat **az eurózóna rendezett lebontása**. Ebben az esetben a 18 tagállamnak titokban meg kellene állapodni abban az időpontban, amikor előzetes jelzés nélkül visszatérnek a nemzeti valutákhoz. Azért kell ezt titokban megtenni, hogy miként a valutaleértékelések esetében, megakadályozzák a spekulációt. A lebontás feltétele a 18 GMU-tagállam egyhangú és visszavonhatatlan döntése, amelyet titokban hoztak meg. Minimális a valószínűsége annak, hogy egy ilyen nagy fontosságú intézkedést, illetve bejelentést a GMU 18 tagállamában

<http://scepticalmarketobserver.blogspot.hu/2012/06/how-europe-will-disintegrate.html>. Általános szakértői vélemény, hogy a GMU felbomlása sokkal nagyobb sokkot jelentene, mint a Lehman Brothers amerikai befektetési bank csődje 2008-ban.

⁷⁷ After the crisis. Making do. The Economist, 2011. november 12., Special report: Europe and its currency, 15. o.

titokban lehessen tartani. Ha mégis, akkor minden, euróban denominált jogot és kötelezettséget új nemzeti valutában denominált jogra és kötelezettségre kell konvertálni. Így minden euró 18 nemzeti valutává válik a tagállamoknak az EKB alaptökéjéhez való hozzájárulásának arányában. Mindezt a tagállamoknak törvénybe kell iktatniuk.⁷⁸ Az euró bevezetését többéves koordinált munka előzte meg. A GMU lebontását rövid idő alatt, a nyilvánosság teljes kizárásával kellene előkészíteni.

Ha egy ország úgy válna ki a GMU-ból, hogy közben az EU-nak továbbra is tagja marad, akkor súlyos, sőt megoldhatatlan jogi problémákkal kellene szembenéznie. Ebben az esetben a kilépő országban továbbra is hatályban maradna az európai uniós joganyag. Ha a szóban forgó ország csak a belföldi szerződéseket mondaná fel az eurót (a bevezetendő új nemzeti valutára cserélve), a külföldi szerződéseket viszont fenntartaná, akkor a kilépő ország minden állampolgára perelhetné a saját kormányát, sőt a többi EU-tagállamét is. A kilépés ugyanis állampolgársági alapon okozna diszkriminációt, mivel az alapszerződés értelmében az euró a közös pénz. A GMU-ból való kilépés az EU-tagság fennmaradásával minden egyes szerződés jogi alapját ásná alá.⁷⁹

Az eurót felváltó új törvényes fizetőeszközre történő átmenet sem mentes jogi problémáktól. Mivel a kérdés a szuverén adósságválságig nem volt aktuális, a jogászok nem fordítottak nagyobb figyelmet az euró definiálására. Az általánosan elfogadott elv a **lex monetae**, ami azt mondja ki, hogy a joghatóságok határozzák meg a valutát, azaz a releváns jogszabályok annak az államnak a jogszabályai, amelyikhez a valuta tartozik. Egy svájci frankot tartalmazó szerződésben a valutával kapcsolatos ügyek a svájci jogrendszer hatálya alá tartoznak. Ugyanakkor kevés olyan kötvény- vagy hitelszerződés van (ha van egyáltalán), amely pontosan definiálja az eurót. Egy lehetőség, hogy ragaszkodnak ahhoz: az euró a Gazdasági és Monetáris Unió valutája. Egyáltalán nem biztos azonban, hogy ezt mindegyik gazdasági szereplő elfogadja. A kisebb baj az, hogy az euróban fennálló kötelezettségeket nem váltják át az új valutára. Ebben az esetben kérdés, hogy akkor mi értelme van a GMU-ból való kilépésnek, ha az új törvényes fizetőeszköz felhasználási köre ebben az értelemben korlátozott. Ha az euróban fennálló kötelezettségeket is redenominálják,⁸⁰ akkor a GMU-t elhagyó ország kormányának és gazdasági szereplőinek különböző súlyú jogi bizonytalansággal és problémákkal kell szembenéznie. Az egyik ilyen a devizaswap-kontraktusok és a referencia-kamatlábak (EURIBOR) redenominálása. Mindezek alapján elképzelhető, hogy nagyszámú gazdasági szereplő az új nemzeti valuta bevezetése ellenére megmarad az euró használatánál.

A redenominálást követően lebegő és sávós árfolyamrendszer fenntartása jöhet szóba. **Lebegő árfolyamrendszer** esetén a GMU-ból kiváló ország monetáris politikája teljes mértékben visszanyeri autonómiáját, az új nemzeti valuta leértékelődése javítaná, felér-

⁷⁸ Martin Jacomb: We must act to break up the failing euro before it is too late. Financial Times, 2012. május 24., 11. o.

⁷⁹ Wolfgang Münchau: The Wolfson prize for European Political Illiteracy. Financial Times, 2012. április 9., 7. o.

⁸⁰ A denominálás elnevezést, megnevezést jelent. Értelemszerűen a redenominálás újra elnevezés, újra megnevezés.

tékelődése rontaná az érintett ország versenyképességét. A nemzeti jegybank mozgásterre függ a nemzetgazdasági dimenzióktól, az ország nyitottságától és a külső finanszírozási igénytől. **Sávós árfolyamrezsím** alkalmazása, amilyen például az ERM-2, gyengítheti, de nem szünteti meg az ilyen árfolyamrendszerek sávszélei ellen indítandó spekulációt. Kérdés, hogy az Európai Központi Bank intervencióira számíthatna-e a GMU-ból kiváló ország. Nagy valószínűséggel nem.

A nemzeti valuta újbóli bevezetése nagyszámú **technikai nehézségbe** ütközik: át kell programozni a számítógépeket, át kell állítani az új pénzre az áruértékesítő, a menetjegykiadó és más automatákat, át kell képezni a készpénzt kezelőket, pénztárosokat, bankjegyeket kell nyomni, érméket verni és az új pénzt el kell juttatni a gazdasági szereplőkhöz stb. A meglévő szerződéseket egymással összhangba kell hozni. Azokról van szó, amelyeket euróban határoztak meg, de amelyek teljesítése másik devizában történik.

A kilépés előtt az érintett GMU-tagállam Európai Központi Banknál lévő **devizatartalékait** át kellene vinni a Nemzetközi Fizetések Bankjához. A tagállam jegybankjában **kamatláb-megállapító mechanizmust** kell létrehozni, és ki kell alakítani az árfolyampolitikát, hogy csak a legfontosabbak közül említsünk néhányat. A **nemzeti jegybank hitelessége** meg sem közelíti az Európai Központi Bankét. A gyenge hitelesség hátrányosan érintené az összes gazdasági tevékenységet. Az új pénz bevezetéséig tartó átmeneti időszakban az euró is forgalomban maradna, de az árakat a leértékelődő vagy leértékelődött új nemzeti valutában is fel kellene tüntetni.

A GMU-ból való kilépésre vonatkozó hírek nyilvánosságra kerülésekor, illetve már előtte nagy a valószínűsége **bankpániknak**, azaz annak, hogy a háztartások megrohanják a bankokat, hogy kivegyék euróban denominált megtakarításaikat, mielőtt azokat a bankok új nemzeti valutára váltanák, ezáltal súlyosbítják a bankok helyzetét.

Feltéve, de meg nem engedve a GMU teljes felbomlását, feltehető az a kérdés is, hogy **mi lesz az euró után**. Ha a kilépő tagállamok mindegyike új nemzeti valutát vezet be, akkor ez igen nagy káoszt idézne elő a pénzügyi rendszerben, akár meg is bénítva annak működését. Elképzelhető, hogy az euró helyébe az **ECU-2** (European Currency Unit – ECU – európai valutaegység) lépne, amely az új nemzeti valutákból álló kosárvaluta lenne a korábbi ECU mintájára. Az egyes devizák súlya a tagállamoknak az Európai Központi Bank alaptőkéjében elfoglalt részesedése lenne. Az új ECU értékét mechanikusan a korábbi GMU-tagállamok új devizáinak a teljesítményéhez kötnék. A redenominálás hasonló lenne ahhoz, ahogyan az ECU-ban denominált eszközöket 1999-ben a GMU beindításakor euróra konvertálták.⁸¹ Ez a konstrukció kevésbé önkényessé és valamivel hatékonyabbá tenné a redenominálási folyamatot.

Ebből a legrosszabb, kevésbé valószínű esetre kidolgozott javaslatból is kitűnik, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió az euróval együtt elért egy olyan szintet, ahonnan valószínűleg nincs visszatérés a tagállami törvényes fizetőeszközökhöz, hanem legfeljebb az ECU-hoz mint kosárvalutához. A GMU-ban felgyülemlett feszültségek enyhítésére csak

⁸¹ Jens Nordvig: Planning for the worst is the best way to save the eurozone. Financial Times, 2012. január 13., 9. o.

olyan megoldások jöhetnek szóba, amelyek révén elkerülhető a felbomlás, illetve egyes országok kiválása vagy kizárása. A szuverén adósságválság eddigi fejleményei mindezenre arra utalnak, hogy a GMU-tagállamok és az európai uniós intézmények az euróövezet egyben tartására törekednek, erre megvan az erős politikai akarat.

Az a tény, hogy egyes országok vagy országcsoportok kiléphetnek a Gazdasági és Monetáris Unióból, illetve a GMU felbomlása nem zárható ki (bár valószínűsége igen csekély), a gazdasági szereplők magatartását is befolyásolja. **Egyes tagállamok kiválásának lehetőségével** számolt például a Deutsche Bundesbank akkor, amikor Jens Weidmann elnök javasolta a TARGET 2 elszámolási rendszerben (amely azon országok központi bankjai közötti fizetési forgalmat bonyolítja le, ahol az euró hivatalos pénznem) 2007 óta felgyülemlett mintegy 500 milliárd euró **német követelés értékpapírosítását**. Ha a Bundesbank biztosítékokat keres, akkor ebből az a következtetés is levonható, hogy a GMU felbomlását vagy inkább egyes tagállamok kiválását nem nullavalószínűségű eseménynek tekinti.⁸²

A teljes vagy részleges felbomlás valószínűségétől függetlenül a gazdasági szereplők hasznosnak tartják a GMU szétesésére vonatkozó makro- és mikrogazdasági **vészforgatókönyvek** kidolgozását. Ez összefügg azzal, hogy a gazdasági szereplők egy-egy befektetési döntés előtt azt is mérlegelik: az adott befektetésből milyen feltételek mellett, milyen költséggel léphetnek ki. Ilyen mikrogazdasági vészforgatókönyveket sajtóhírek szerint korábban brit és amerikai befektetési bankok készítettek, európai uniós intézmények nem. A görög szuverén adósságválság eszkalálódásával mind több banki-pénzügyi vagy vállalati szintű vészforgatókönyv (HBSC, UBS, Allianz) jelent meg 2011-ben és 2012-ben.

A gazdasági szereplők, azok közül is mindenekelőtt a pénzügyi intézmények a kockázatok mérséklése érdekében – vészforgatókönyv nélkül is – arra törekednek, hogy a GMU-n belül **tagországonként kiegyensúlyozzák követeléseiket és tartozásaikat**. A jelenlegi körülmények között kevés olyan nagy súlyú gazdasági szereplő hajt végre beruházást ama feltételezés mellett, hogy a GMU-ban nincs árfolyamkockázat.

Nehéz eldönteni, hogy a GMU felbomlásával számoló **makroszintű vészforgatókönyvek** kidolgozása, illetve nyilvánosságra kerülése piaci pánikot váltana ki, vagy segítené a bizonytalanság mérséklését. Eddig pániktól tartva tartózkodtak a tagállamok kormányai és az európai uniós intézmények vészforgatókönyvek készítésétől, megalapozottan feltételezve, hogy azok nem maradnak titokban.⁸³ Egy ilyen, a legrosszabb eset bekövetkeztére készülő, a bizonytalanság csökkentését célzó forgatókönyvnek ki kellene térnie arra, hogy – feltéve, de meg nem engedve a szétesést – milyen módon redenominálják a pénzügyi eszközöket és kötelezettségeket a GMU irányított felbomlása esetén. Ez különösen fontos akkor, ha a GMU az euró megszűnésével esik szét. Megjegyzendő, hogy az eszközök és kötelezettségek nagy részére nem a GMU-tagállamok,

⁸² Wolfgang Münchau: The Bundesbank has no fight at all to be baffled. Financial Times, 2012. március 5., 9. o.

⁸³ Sajtóhírek szerint 2012 nyarán egyes GMU-tagállamok kormányai már készítettek vészforgatókönyveket.

hanem az Egyesült Királyság jogszabályai vonatkoznak. Különösen nagy a bizonytalanság abban a tekintetben, hogy miképpen történhet ezen eszközök redenominálása.⁸⁴

Érdekességgént említhető meg a Wolfson-díj: a névadó Tory brit főnemes 251 ezer fontot ajánlott fel a GMU lebontására kidolgozott leghitelesebb terv szerzőjének.⁸⁵ A pályázati kiírásban nem szerepelt követelményként sem a GMU előnyeinek és hátrányainak a bemutatása, sem pedig a lebontás politikai és társadalmi hatásainak és következményeinek az elemzése. A feladat **a GMU-ból való kilépés forgatókönyvének (mesterterv) megírása** volt. A győztes pályázat⁸⁶ javaslata szerint az euróövezetből kilépő országnak paritásos alapon (1:1 arányban) lenne célszerű átváltania az árakat, a béreket, a hiteleket és a betéteket az új nemzeti valutára. Az euró bankjegyek és érmék fél évig maradnának forgalomban. A kilépő ország inflációs célkövetésen alapuló monetáris politikát követne, szigorú fiskális szabályokat vezetne be, amelyek betartását független szakértők ellenőriznék, megszüntetnék a bérindexálását és lemondanának az inflációhoz kötött államkötvények kibocsátásáról. A kormánynak az államadósságot is át kellene váltania az új nemzeti valutára, és újra kellene tárgyalnia az államadósságot. Ez részleges államcsődöt is jelentene, amivel a GDP-arányos államadósságot 60 százalék alá lehetne szorítani. A javaslat feltételezi a kilépő GMU-tagállam és az európai uniós intézmények közötti szoros együttműködést.

A Lengyel Nemzeti Bank munkaanyagai között megjelent tanulmány⁸⁷ kiindulópontja az, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió működési rendellenességei, amelyeket a szuverén adósságválság hozott felszínre, nem átmeneti jellegűek és nem orvosolhatók a meglévő keretek között, hanem csak a GMU felszámolásával. A lebontásnak **a legversenyképesebb tagállamok kilépésével** kellene kezdődnie, miközben az euró a kevésbé versenyképes tagállamok közös pénze maradna. Az EKB megmaradna mint a 18 jelenlegi GMU-tagállam közös jegybankja akkor is, amikor a legversenyképesebbek bevezetik új nemzeti valutájukat. Az EKB dolgozná ki és valósítaná meg az euróövezet szegmentálását és a létrejövő új árfolyam-koordinációs rendszert. A javaslat kidolgozói nem sok esélyt látnak elképzeléseik megvalósítására, amit árnyal, hogy többek szerint az USA és az EU közötti tervezett szabadkereskedelmi övezet javítaná a GMU lebontásának feltét-

⁸⁴ Jens Nordvig: Planning for the worst is the best way to save the eurozone. Financial Times, 2012. január 13., 9. o.

⁸⁵ Gideon Rachman: The euro is a time bomb that no one can defuse. Financial Times, 2012. április 3., 9. o. Sajtóhírek szerint német politikai és gazdasági körökben is foglalkoztak a részleges felbomlás lehetőségével, aminek alapját a 2012. májusi görög parlamenti választások képezték. Nem zárták ki ugyanis, hogy az új kormány irracionális módon olyan eseménysorozatot provokál ki, amely elvezet Görögország kiválásához a GMU-ból.

⁸⁶ Roger Bootle és munkacsoportja, Capital Economics

⁸⁷ Stefan Kawalec – Ernest Pytlarczyk: Controlled dismantlement of the Eurozone: A proposal for a New European Monetary System and a new role for the European Central Bank. National Bank of Poland Working Paper No. 155., 23. o. Elérhető:

http://www.google.hu/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CDgQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.nbp.pl%2Fpublikacje%2Fmaterialy_i_studia%2F155_en.pdf&ei=78tCUs30CMjbtAbq_YDIDA&usq=AFQjCNHaavhVh1WhRjAvF5BgXOF-v2KvHw&bvm=bv.53077864,d.Yms

eleit azáltal, hogy hozzájárul a gazdasági növekedés gyorsulásához és a bizalom helyreállításához az EU-ban.

Az említettekén kívül születtek még más elképzelések is a GMU lebontására.⁸⁸ A bemutatottakkal közös vonásuk, hogy szerzőik szerint lehetséges a Gazdasági és Monetáris Unió nagyobb feszültségek és káosz nélküli szétbontása. A pénz- és tőkepiacok sajátosságait és a gazdasági szereplők viselkedését ismerve ez egyáltalán nem biztos, éppen ellenkezőleg: igen nagy a kockázata annak, hogy ellenőrizhetetlen, romboló folyamatok indulnak meg.

3.2. Az államcsőd tilalmának fellazulása

Mint ismert, amíg a csődbe ment vállalatokat fel lehet számolni, addig a fizetésektelen szuverén adósok esetében ez a megoldás nem jöhet szóba. Nincs olyan jogszabály vagy csőddel kapcsolatos fórum, amely kezelni tudná a szuverének fizetésektelenségi problémáit.

A tisztánlátás végett célszerű megkülönböztetni az államcsőd két dimenzióját: az egyik az állomány és áramlás (stock and flow), a másik a finanszírozás és alkalmazkodás. A stock a múlt örökségének, azaz a felhalmozódott államadósságnak a felszámolására vonatkozik. A flow a fenntartható gazdasági növekedéshez való visszatérésre utal. A finanszírozás és az alkalmazkodás pedig azt írja le, hogy milyen módon és miként kell az adósságállományt megtisztítani és helyreállítani a fenntartható finanszírozhatóságot.

Az Európai Unióban, azon belül a Gazdasági és Monetáris Unióban többek között a monetáris integráció adott formája miatt nincsenek az **államcsőd** kezelésére vagy annak enyhébb formájára, az államadósság átstrukturálására alkalmas jogi keretek és formális intézmények. Ezekre a GMU megalapítását követő években, a világgazdaság fejlődésének súrlódásmentes időszakában nem is volt szükség. Az államcsőd, illetve enyhébb formái a szuverén adósságválság kapcsán váltak aktuálissá.

Az **államcsőd** lehetőségével azért kell számolni, mert kétséges, hogy a pénzügyi nehézségekkel küszködő, eladósodott GMU-tagországok, azok közül is elsősorban **Görögország** (illetve a veszélyzónában lévő Spanyolország és Olaszország) képesek-e adósságszolgálati kötelezettségeik teljesítésére, illetve hosszabb távon államadósságuk visszafizetésére. Azaz nem egyszerűen likviditási, hanem **fizetőképességi válságról** van szó. Az óriási adósságszolgálati terhek a visszafizetés konkrét körülményeitől függetlenül hosszú időre megfojthatják a gazdasági növekedést. Mind az EU-ban, mind pedig a leginkább érintett GMU-tagállamokban azt célszerű mérlegelni, hogy a globalizált világ-gazdaságban egyre erőteljesebb tovagyrúzó hatásokat is figyelembe véve, minek van nagyobb társadalmi-gazdasági költsége: az államcsődnek vagy az államcsőd külső pénzügyi segítséggel történő elkerülésének. Azzal a feltételezéssel nagyon sok szakértő egyetért, hogy egy tagállam csődjének rendszerszintű következményei lennének a GMU-ban, sőt az egész EU-ban.

⁸⁸ Currency disunion. Why Europe's leaders should think the unthinkable. The Economist, 2012. április 7., 33. o.

Egy lehetséges megközelítésben az **államcsőd** két formát ölthet: végbemehet a **GMU-ból való kiválással**, illetve a **GMU-ban történő benmaradással**. Ebből az következik, hogy az államcsőd nem jelenti automatikusan az azt bejelentő és végrehajtó ország kilépését a GMU-ból. Görögország esetében azonban az államcsőd igen nagy valószínűséggel a GMU-ból való kiválást is maga után vonná, mert a görög állam csak új nemzeti valuta bevezetésével tudna finanszírozási forráshoz jutni. Ugyanez vonatkozik Spanyolországra is. A kiválással az előző fejezetben foglalkoztunk, a továbbiakban azt az esetet célszerű elemezni, amikor az államcsőd a Gazdasági és Monetáris Unió valamelyik tagállamában megy végbe.

Általános értelemben a **GMU-n belüli államcsőd** lehet rendezetlen (vagy spontán) és irányított. **Rendezetlen államcsőd** (post default) esetén az állam egyoldalúan, az érintett gazdasági szereplőkkel való konzultáció és együttműködés nélkül beszünteti az adósságszolgálatot más EU-tagállamokkal, a bankokkal és a magánszférával szemben. Ha az adós egyoldalúan megtagadja az adósságszolgálatot, akkor súlyos következményekkel kell számolnia. Ebben az esetben kérdésessé válik, hogy az adós állam hozzájut-e egyáltalán hitelhez. Ha igen, akkor vélelmezhetően igen nagy költséggel.

A rendezetlen államcsőd lehetőségével kapcsolatban **Görögország esetében** elsősorban azt érdemes kiemelni, hogy az állam nem rendelkezik annyi adóbevétellel, amivel teljes mértékben finanszírozni tudja a közszférát. A különbséget hitelfelvétellel fedezi. A közszolgáltatások finanszírozásának beszüntetése elfogadhatatlan társadalmi feszültségekhez vezetne. Ezzel párhuzamosan a bankok is az összeomlás szélére kerülhetnek, mert hazai állampapír-állományukat le kellene írniuk veszteségként. Az Európai Központi Bank nem fogadhat el értéktelen görög állampapírokat banki hitelfedezetként. A fizetési rendszerek leállása további feszültségeket gerjeszthet. Államcsőd után igen nehéz olyan befektetőket találni, akik hajlandók pótlólagos pénzt bocsátani a görög kormány rendelkezésére. Ilyen körülmények között Görögországnak előbb vagy utóbb ki kellene lépnie a Gazdasági és Monetáris Unióból, hogy létrehozza saját jegybankját. Ugyanez vonatkozik a többi eladósodott GMU-tagállam államcsődjére is. A rendezetlen államcsőd tehát könnyen torkolthat a **GMU-ból való kiválásba**, illetve a kiváláshoz hasonló hatásokkal jár.

Egy ilyen rendezetlen államcsőd következményei a GMU-ból való kilépéshez hasonlóan nem korlátozódnának Görögországra, hanem a GMU más tagországaira is **tovagyűrűznének**. A piaci szereplők ugyanis azt találgatnák, hogy melyik ország lesz a következő, amely csődöt jelent. A lehetséges veszteségek elkerülése érdekében megindulna a legveszélyeztetettebbnek tartott országokból a tőkemenekülés a biztonságosabbnak tekintett országokba. Erőteljes spekuláció indulna meg az államcsőd által fenyegetett országok állampapírjai ellen. Az államkötvények árának zuhanása aláásná a GMU-tagállamokba vetett befektetői bizalmat. Mindez fokozná további GMU-tagországok államcsődjének, ezen keresztül az euróövezet felbomlásának a kockázatát. Ezek nyomós érvek a rendezetlen államcsőd külső pénzügyi segítséggel történő elkerülésére.⁸⁹

⁸⁹ Chris Giles: A nightmare scenario. Financial Times, 2011. szeptember 28., 7. o.

Az euróövezetre gyakorolt hatásokat érzékelteti, hogy Görögország kiválása a GMU-ból vagy államcsődje 121 milliárd euró hivatalos adósságot is érintene. Ebből 27 milliárd euró jut az IMF-re, 155 milliárd euró az eurórendszer (az Európai Központi Bank és a GMU 18 jegybankja) felé fennálló adósság. Ez utóbbin belül 110 milliárd euró a TARGET2 fizetési rendszerben felhalmozódott görög adósság.⁹⁰ Ezek a számok arra utalnak, hogy a görög államcsőd magát a Gazdasági és Monetáris Uniót mint rendszert is érzékenyen érintené.

A Nemzetközi Valutaalap egy nyilvánosságra került bizalmas anyaga összesen 1000 milliárd euróra becsüli Görögország rendezetlen államcsődjének (ami az euróövezetből való kiválással is járna) közvetlen és közvetett költségét.⁹¹

Az összes olyan tagállamot tekintve, amely potenciálisan államcsődöt jelenthet, hivatalos adatokon nyugvó becslés szerint az eurórendszer követelése 1,1 ezer milliárd euró, ami a GMU szélesen értelmezett tőkeállománya 200 százalékának felel meg.⁹² Ezek az adatok arra utalnak, hogy a GMU földrajzi perifériájának államcsődje számottevő kockázatokat képvisel a bankok és az adófizetők számára, és erős érvként használhatók az államcsőd elkerülésére a monetáris unióban. Egy GMU-tagország államcsődjének tovagyűrűző hatásait, beleértve a tőkemenekülést, nem lehet számszerűsíteni.

A **rendezett államcsőd** (pre default) az érintett felek közötti tárgyalásokon alapul. Nemzetközi tapasztalatok alapján az adósságrendezést követően nem lehetetlenül el az adós ország helyzete, az adósságrendezés lehetővé teszi a gazdasági konszolidációt.

Az adósságrendezés formáira és kereteire többféle elképzelés és javaslat született. Az egyik az IMF mintájára egy **európai monetáris alap** felállításában látja a megoldást.⁹³ Ez abból a feltételezésből indul ki, hogy az államcsőd megfelelő megoldás, ha egy államnak fenntarthatatlan államadóssága van, és mód van rendezett államcsődre. Ez az államcsőd kezelésének centralizált formája, szigorú eljárási szabályokkal. Az alapot a GMU-tagállamok működtetnék, de nyitott lenne, azaz bármelyik EU-tagország csatlakozhatna hozzá.

Az adósságrendezés másik formája, amelyre a Bruegel brüsszeli kutatóintézet tett javaslatot, egy **európai válságmegoldási mechanizmus** (European Crisis Resolution Mechanism) létrehozása, amely két pilléren nyugodna.⁹⁴ Az első pillér fenntarthatatlan adóssággal rendelkező adósok és hitelezők közötti egyezményhez vezető, tárgyalások

⁹⁰ Luc Vallée: How Europe Will disintegrate. The Sceptical Market Observer, 6 June, 2012. Elérhető: <http://scepticalmarketobserver.blogspot.hu/2012/06/how-europe-will-disintegrate.html>

⁹¹ International Monetary Fund: Implications of a Disorderly Greek Default and Euro Exit. IMF Staff Note, February 18, 2012., 11 o. Elérhető:

<http://online.wsj.com/public/resources/documents/ImpactofPossibleGreeceDefault02182012.pdf>

⁹² Luc Vallée: i. mű.

⁹³ Daniel Gros, Thomas Mayer: How to Deal with the Threat of Sovereign Default in Europe: Towards a Euro(pean) Monetary Fund. *Intereconomics*, 2010/2, 64-68. o.

⁹⁴ François Gianviti, Anne O. Krueger, Jean Pisani-Ferry, André Sapir and Jürgen von Hagen: A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal. *Bruegel Blueprint 10*, Brussels, 2010., p. 1-2.

kezdemenyezésére és lefolytatására szolgáló eljárás. Ez **megkérdőjelezi az államcsőd tilalmának a fenntartását**. Ugyanakkor előrelépés a korábbi helyzethez képest abban a tekintetben, hogy ha már elkerülhetetlen az államcsőd, akkor annak hatásai lehetőség szerint korlátozottak legyenek. Hiánypótló továbbá abból a szempontból, hogy olyan válságkezelő mechanizmusra vonatkozó javaslatnak tekinthető, amely hiányzott a GMU eszköztárából. A második pillér a GMU-tagállamok által nyújtandó pénzügyi segítség, amely a válság megoldásának része. Ez a kimentést tiltó klauzulával megy szembe.

A rendezett államcsődre vonatkozó, végül is elfogadott megoldás **első pillére** az ún. **európai stabilitási mechanizmus**, amit a 3.3.1. fejezet tekint át a kimentést tiltó klauzula felpuhításával összefüggésben. Ennek az a lényege, hogy a rendezett államcsőd a közszféra kiségitésének, kimentésének is tekinthető, ennek potenciális vagy tényleges költségeit pedig az európai uniós tagállamok adófizetői állják. Érdekességként megemlíthető, hogy a görög államadósság-válság kitörésekor voltak olyan vélemények, amelyek szerint az IMF alkalmasabb egy GMU-tagállam csődjének a rendezésére, mint az EU intézményei. A fő érv az volt, hogy az IMF-intervenció erősítené a GMU intézményi kereteit a fiskális politikában a decentralizált döntéshozatal fegyelmezése terén.⁹⁵

A **második pillér** a magánszektor bevonásával (Private Sector Involvement – PSI) történő adósságrendezés feltételeinek a megteremtése. A magánbefektetők bevonását az eljárásba azzal indokolják, hogy a hitelezőknek és a befektetőknek is a lehető legnagyobb mértékben kell viselniük döntéseik következményeit. Nem méltányos, ha az államcsőd összes következménye az adófizetőkre hárul. Itt is megemlíthető az erkölcsi kockázat és a potyautas magatartás. Ha a gazdasági szereplők tudják, hogy az államcsőd költségeit az adófizetőkre hárítják, akkor túlzott kockázatot vállalnak, magas hozamú, de nagy kockázatú állampapírokba is tömegesen befektetnek.

A magánszektor adósságrendezésbe való bevonásának értelmében 2013 júniusától minden új állampapír-kibocsátást **kollektív fellépési záradékkal** (Collective Action Clause – CAC) kell ellátni, amely azonos feltételeket tartalmaz. (Annak nem volt akadálya, hogy a záradékot az említett időpont előtt alkalmazzák.) A hitelezők jogában áll az, hogy minősített többséggel megállapodjanak az adóssal a feltételek módosításáról (futamidő-hosszabbítás, kamatláb-csökkentés, fizetési moratórium, vagy akár a követelések egy részének a leírása stb.). A megállapodás az összes hitelezőre kötelező.

A kollektív cselekvési klauzula hosszabb idő óta része a Nemzetközi Valutaalap programjainak, teljesen új viszont az Európai Unió, illetve a Gazdasági és Monetáris Unió gyakorlatában. Az EU által javasolt záradék összhangban van a brit és az amerikai joggal. Fő szabályként a magánszektor 2013 júniusa előtt nem kívánták bevonni az adósságrendezésbe. Kollektív fellépési záradékkal ellátott kötvénykibocsátásra a GMU-ban először 2013 januárjában került sor Hollandiában, 3,2 milliárd euró összegben.

A magánszektor adósságrendezésben való részvételétől a fenntarthatóság erőteljesebb érvényesítését várják. A pénz- és tőkepiacok szigorú feltételei, a kamatlábak emelkedése fegyelmezett fiskális politikára ösztönzi a kormányokat. A konstrukció **paradoxona**,

⁹⁵ Jürgen Matthes: The IMF is Better Suited than an EMF to Deal with Potential Sovereign Defaults in the Eurozone. *Intereconomics*, 2010/2, 75-81. o.

hogy egyfelől a szigorú feltételek megszabásával stabilizáló szerepet tulajdonítanak a magánbefektetőknek, másfelől államcsőd esetén nekik is viselniük kell a költségek egy részét, aminek viszont piaci destabilizáló hatása lehet.⁹⁶ Azokat a magánbefektetőket bünteti, akik nem adták el értékpapírjaikat korábban, bízva az érintett állam fizetőképességében. Az sem hagyható figyelmen kívül, hogy a konstrukció erősítheti a rövid távú spekulációt.

Az európai uniós jogalkotók összességében nem várják a kollektív cselekvési záradéktól az adósság-átstrukturálás (adósságrendezés) kockázatának a fokozódását. A záradékot **semleges eszköznek** tekintik, amely lehetővé teszi az adósok és a hitelezők közötti tárgyalásokat. Az adósságátstrukturálás egyetlen tényezőjétől: az érintett tagállam adósságának fenntarthatóságától függ.

Az EKB ellenezte a magánszektor bevonását az államcsődbe. E gondolatmenet szerint az adósságátstrukturálás megkönnyítése csökkentené az adósság fenntarthatóságára irányuló kormányzati erőfeszítéseket, és szelektív módon büntetné a befektetőket. Az államcsődnek kedvezőtlen reálgazdasági hatása lenne. A magánszektor bevonása késleltetheti a szuverének visszatérését a tőkepiacra, ronthatja a többi hasonló szuverén piacra jutási feltételeit, mert a piaci szereplők nem fektetnének be államcsődgyanus országok állampapírjaiba.⁹⁷ Az euróövezet államkötvényeinek egyik része kockázatmentesből kockázattal terheltté válna, ez utóbbit nemigen vásárolnák a befektetők.

A kockázatok felmérése érdekében célszerű **számszerűsíteni**, hogy a GMU-tagállamok bankjai mekkora **veszteséget** szenvedhetnek el egy esetleges rendezetlen államcsőd során. A potenciális veszteségek alapján lehet meghatározni azoknak a garanciáknak a nagyságrendjét, amelyek meggyőzőek a piacok számára esetleges államcsőd esetére. Ezt részletesen a kimentést tiltó klauzula felpuhulásával foglalkozó 3.3.1. fejezet tárgyalja.

További kérdés, hogy **mely GMU-tagállamokat fenyeget az államcsőd**. A 2012. tavaszi kamatlábszint és gazdasági növekedési kilátások mellett **Görögországnak** legalább a GDP 5 százalékát elérő elsődleges (kamattérítés és -bevétel nélküli) államháztartási többletet kellene tartósan elérnie ahhoz, hogy GDP-arányos államadóssága ne növekedjen. **Portugália** nem képes finanszírozni államadósságát a pénz- és tőkepiacokról. Erre 2013. december közepéig Írország sem volt képes (részletesen lásd a 6.3. fejezetben közölt országtanulmányban). **Olaszország, Spanyolország, Belgium és Franciaország** a GDP 2-3 százalékának megfelelő elsődleges államháztartási többlet esetén tudná államadósságát folyamatosan megújítani.

Görögország esetében **a GMU-ból való kiválás nélküli rendezetlen államcsőd** egyik formája **a külföldi gazdasági szereplők kezében lévő adósság leírását jelentené**. A GMU-n belüli államcsőd **nem javítaná Görögország versenyképességét**, ezért ez a stratégia elméletileg legfeljebb akkor lehet sikeres (nagy, az elfogadhatóságot súroló kockázatok mellett), ha **a gazdasági növekedés hajtóerői kívülről** jönnek, nagyarányú európai beruházási programok formájában. Ez feltételezi egyrészt a görög gazdaság

⁹⁶ Benczes István: i. mű, 770. o.

⁹⁷ Bini Smaghi: Private sector involvement: From (good) theory to (bad) practice Berlin, 6 June 2011. Elérhető: <http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp110606.en.html>

iránti bizalom helyreállítását, másrészt az érdekelt felek közötti, jó szándékon és áldozatvállaláson alapuló nagyfokú együttműködést.⁹⁸ Ennek jelenleg nagyon minimális a valószínűsége. Ráadásul a teljes adósságleírás formáját öltő rendezetlen államcsőd elmentmond a hitelezőkkel és más kormányokkal való együttműködés követelményének.

Az államcsőd másik, gyengébb formája a **meglévő államadósság egy részének veszteséggként történő leírása**, ami **irányított államcsődként** is felfogható. Ezzel kapcsolatban a dilemma a következő. Egyrészt az államadósság és az adósságszolgálat csökkenéséből adódó tehercsökkenésnél nagyobbak lehetnek azok a pénzügyi és gazdasági veszteségek, amelyek a hitelesség megrendüléséből adódnak. A hitelességvesztés a GMU többi részére is áterjedhet. Másrészt nehéz megválaszolni azt a kérdést, hogy melyek a nagyobbak: az államcsőd vagy a potenciális, illetve tényleges kimentés költségei.

Ha feltételezzük, hogy a GDP 1 százalékára rúgó államháztartási többlet fenntartható (természetesen nem mindegy, hogy e mögött milyen elsődleges többlet van), és az Európai Unió garanciái lehetővé teszik az érintett kormányoknak a finanszírozást az államcsődöt követően, akkor korábbi számítások szerint **Görögország** esetében mintegy 70 százalékos, **Portugália** esetében 40 százalékos veszteségleírás lehet indokolt. A piacok ezt beárazták, a két ország államkötvényeinek árfolyamai ennek megfelelő szinten mozogtak.⁹⁹ Így is fennáll azonban a veszély, hogy a veszteségleírás ellenére sem csökken a görög államadósság a GDP 120 százaléka alá. A veszteségleírás nagyságrendjéből megállapítható a bankok feltőkésítésének forrásszükséglete is.

Az európai uniós intézmények deklaráltan kizárólag **Görögország** esetében alkalmazták a meglévő államadósság egy részének **veszteséggként való leírását**. A veszteségleírás csak a magánbefektetőkre (bankok, biztosítók, fedezeti alapok stb.) terjedt ki, csak az ő kezükben lévő görög államkötvények névértékének egy részét írták le veszteséggként 2012 márciusában. Itt a mérlegelés tárgya az volt, hogy a görög GDP-arányos államadósság és az adósságszolgálat mérséklődéséből adódó tehercsökkenés nagyobb-e, mint az a gazdasági és pénzügyi veszteség, amely a hitelesség megcsappanása nyomán keletkezik (és átgyűrűzik a Gazdasági és Monetáris Unióba). A görög adósság magánbefektetői a 206 milliárd euró körüli követelésük névértékének 53,5 százalékát (110 milliárd euró) elveszítették. A kötvénycsere során kapott új kötvények paraméterei miatt azonban ennél nagyobb, 74 százalék körüli volt a tényleges (nettó jelenérték szerinti) veszteségük. A kötvénycsere után a hosszabb futamidejű új görög papírok a követelésük névértékének 31,5 százalékát, míg a rövidebb futamidejűek 15 százalékát érik (összesen tehát 46,5 százalékát, így adódik a névértékre vetített 53,5 százalékos veszteség). Az első három évben a kamatfizetés csak 2 százalék, a hosszú futamidejű kötvények esetében

⁹⁸ Wolfgang Münchau: Greece needs another year to prepare for a total debt default. Financial Times, 2012. február 27., 9. o.

⁹⁹ A Powell Doctrine for Europe on Debt. Bloomberg Business Week, 2011. október 24-30., 10. o.

pedig 30 év átlagában 3,65 százalék.¹⁰⁰ Ez a veszteségleírás az egyik legnagyobb volt a gazdaságtörténelemben.

Az EU-ban ugyanakkor hangsúlyozták, hogy a görög államadósság egy részének leírása **kivétel**, azaz a többi GMU-tagállamnak továbbra is igyekeznie kell elkerülni az államcsődöt. E mögött egyrészt az a más összefüggésben már említett megfontolás húzódhat meg, hogy – természetesen bizonyos ésszerű határok között – **az államcsőd költségei magasabbak, mint a bajba jutott tagállamok kimentésének költségei**. Másrészt, bár az Európai Tanács nyomatékositotta a görög eset kivételességét és egyedülállóságát, a görög államadósság felének veszteséggként történő leírása **precedens lehet** más GMU-tagállamok adósságának leírására is. Az EU intézményei ezt a precedenst kívánták elkerülni. Az állampapírokat vásárló befektetők így is óvatosabbá válhatnak, ez nehezítheti más eladósodott GMU-tagállamok finanszírozását. Egy szuverén adósságmechanizmus egyéb negatív hatásokkal is járna, így például az erkölcsi kockázat, potyautas magatartás és spekuláció táptalaja lehet.¹⁰¹

Az utólagos elemzés tükrében a Nemzetközi Valutaalap 2013 közepén önkritikát gyakorolt a 2010 májusában végrehajtott görög kimentéssel kapcsolatban, amelynek keretében Görögország 110 milliárd euró hitelt kapott az EU-tól és az IMF-től. Eszerint az IMF alábecsülte a kimentés feltételeként szabott államháztartási konszolidáció gazdasági növekedést visszafogó hatásait. Mai szemmel az adósságot előbb (2011. elején, amikor már látszott a program kisiklása) kellett volna átstrukturálni (nem 2012 februárjában, amikor 200 milliárd euró szuverén adósság átütetmezésére került sor) olyan szintre, ami hosszabb távon is finanszírozható lett volna.¹⁰² Az IMF és az európai uniós intézmények a görög adósságválságot likviditási, nem pedig fizetőképességi válsággként kezelték. Az IMF jelentése szerint a program sikertelenségéhez a reformok alacsony hatásfokú végrehajtása, a kedvezőtlen politikai fejlemények és az euróövezet vezetői által adott inkonzisztens politikai jelzések is hozzájárultak. Az Európai Bizottság illetékesei szerint viszont az IMF-jelentés figyelmen kívül hagyja a GMU tagállamai közötti kölcsönhatásokat, ezek alapján az adósságátütetmezés rendszerszintű fertőzést okozott volna.

A görög veszteségleíráshoz, illetve tágabb értelemben az államcsőd elkerüléséhez kapcsolódik a **bankok feltőkésítése**. Az ezzel kapcsolatos követelményeket különböző stressztesztek alapján határozták meg. A tesztek eredményei attól függenek, hogy mennyire szigorú paramétereket választanak a modellezéshez. A feltőkésítés szükségessége logikusan adódik a szuverén adósságválság és a bankválság közötti szoros kapcsolatból, a szuverén adósságválság bankválságot is okozhat, mert magas az állampapírok aránya a bankok portfóliójában. Az Európai Tanács 2011. október végén elfogadott állásfoglalása értelmében a bankok a 2011. szeptember 30-i állapothoz képest 2012 júniusáig 9 száza-

¹⁰⁰ Elkezdtek pénteken a görögök – mi jön ezután? 2012. február 25. Elérhető:

http://www.portfolio.hu/gazdasag/elkezdték_penteken_a_gorogok_mi_jon_ezutan.163439.html

¹⁰¹ Paul De Grauwe: A Mechanism of Self-destruction of the Eurozone. *Intereconomics*, 2010/6, pp. 343-346.

¹⁰² International Monetary Fund: Greece. Ex post evaluation of exceptional access under the 2010 stand-by arrangement. May 20, 2013., 51. o. Elérhető:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13156.pdf>

lékra kötelesek voltak megemelni tőke megfelelési mutatójukat a legjobb minőségű tőkeelemek figyelembevételével, továbbá az állampapír-pozíciók piaci értéken való elkönyvelésével. (Ha a Bizottság engedélyezné, hogy a tagállamok különböző határértékeket szabjanak meg – szabályozási arbitrázs lehetősége –, akkor a bankok a legkedvezőbb szabályokat alkalmazó tagországokba tennék át székhelyüket, ami a kockázatok nagymértékű koncentrációjához vezetne.) Ehhez 106 milliárd eurót irányzott elő az EU. A bankoknak először magánforrásból kell a tőkebevonást megvalósítani. Ha ez nem lehetséges, akkor GMU-tagállamok esetében az európai stabilitási pénzügyi eszközből nyújtott hitel lehet a tőkeemelés forrása (amiről később lesz szó), végső esetben állami finanszírozásra kerülhet sor.

Az előirányzott 106 milliárd euró a negyede vagy a harmada annak az összegnek, amely az EU bankrendszere zökkenőmentes működésének fenntartásához szükséges. További közpénzre van szükség a szenior (elsőbbséget élvező) nem biztosított bankadósságpapírok kibocsátásának garantálására. E nélkül az EKB lesz a bankok rövid és hosszú távú finanszírozásának forrása.

Ennek a javaslatnak az a kockázata, hogy a bankok a tőke megfelelési követelménynek a mérlegfőösszeg csökkentésével, azaz a hitelezés visszafogásával is eleget tehetnek. Ezt az Európai Tanács állásfoglalása szerint az Európai Bankhatóság égisze alatt működő tagállami felügyeleti hatóságoknak kell megakadályozniuk. Kérdés, hogy képesek-e erre, ha igen, milyen eredménnyel. A bankunióról és a hozzá kapcsolódó intézményekről később lesz szó.

Az államcsőd tiltásának fellazulása ellenére **az államadósság megújítása** nehezebb, magasabb hozamok mellett lehetséges a GMU-ban, mint azon kívül. A kívülálló országok nem olyan könnyen válhatnak likviditási válság áldozatává, mint a GMU-tagállamok. A kívülálló országok azért kerülhetnek nehezebben likviditási válságba, mert egyrészt a nemzeti valuta leértékelődésének a lehetősége miatt lesznek vevők az állampapírokra, az más kérdés, hogy milyen árfolyamon és hozamszinten. Másrészt a nemzeti jegybank túlzott pénzkibocsátással elinflálhatja az államadósságot, így elkerülhető az államcsőd. A pénzkibocsátásos hiperinfláció azonban gazdaságilag és politikailag kockázatos, miközben a tapasztalatok szerint a nemzeti valutában kibocsátott államkötvények is könnyen eladhatatlanná válhatnak. E megoldás további korlátja, hogy a kívülálló országoknak is lehet konvertibilis devizában denominált adóssága, aminek a kamatait és törlesztőrészleteit fizetni kell.

Rögzített árfolyam, illetve közös valuta esetén és nemzeti jegybank hiányában nagyobb a likviditási feszültségek kockázata, előfordulhat, hogy magas hozamon sincs vevő az állampapírokra, és bekövetkezhet az államcsőd. A képet árnyalja, hogy a GMU tagországai esetében a likviditási válságot automatikusan enyhítheti az Európai Központi Bank (a kívülállók esetében nem).

3.3. A kimentést tiltó klauzula módosítása

A kimentést tiltó klauzula felpuhítása, illetve módosítása egyrészt a szuverén adósoknak az európai uniós intézmények által nyújtott fiskális transzferek, másrészt az államháztartás Európai Központi Bank által történő közvetett finanszírozása formáját öltötte. Az in-

dok mindkét esetben a Gazdasági és Monetáris Unió egyben tartása, azaz egyes eladódott és egyre kevésbé versenyképes tagállamok kiválásának és/vagy államcsődjének megakadályozása volt. A kimentést tiltó klauzula felpuhítását közvetlenül a globális pénzügyi és gazdasági válság által előidézett szuverén adósságválság váltotta ki. Ennek révén lehetett a kilépés és részben az államcsőd tilalmát fenntartani. A kimentés tilalmának feladásával az európai uniós intézmények nagyobb veszteségeknek kívánták elejét venni.

3.3.1. Pénzügyi mentő mechanizmusok és alapok

A kimentést tiltó klauzula fiskális transfereket tiltó rendelkezéseinek felpuhítását a 2010 tavaszán kezdődött görög államadósság-válság, illetve később az ír és a portugál adósságválság tette szükségessé. A GMU pénzügyi rendszere stabilitásának megőrzése végett először kimentésnek minősülő egyedi intézkedésekre került sor. Az európai uniós intézmények és a tagállamok vezetésének helyzetértékelése szerint egyes tagországok államcsödjé vagy pénzügyi ellehetetlenülése – a tovagyrúzó hatásokat is beleértve – nagyobb költséggel járt volna, mint hitelekkel történő kimentésük.

Ugyanakkor fellép az **időinkonzisztencia** problémája. Rövid távon az euróövezet tagországainak jobb megszegni a kimentést tiltó klauzulát, és megsegíteni az „eltévedt bárányt”, mert a fertőzés terjedhet. Ezzel azonban olyan üzenetet küldenének a többi hasonló helyzetű gazdaságnak (Spanyolország és Portugália), hogy nyugodtan lehet eladódni, úgymint kimentenek, azaz az erkölcsi kockázatot és a potyautas magatartást táplálják. Írországban nem volt baj a költségvetéssel, a bankrendszer dőlt be. Az ír bankokban sok EU állampolgár pénze parkolt, így a kimentés volt a kisebbik rossz megoldás a bankrendszer csődjével szemben (6.4. fejezet). A körülmények nyomására az egyedi intézkedésekből, amelyeket igyekeztek jogilag alátámasztani, újabb intézmények jöttek létre.

A **jogalap** először az **Európai Unió működéséről szóló szerződés 122. cikke 2. bekezdése** volt (lásd a 2.1. fejezet), amely meghatározott rendkívüli események fennforgásakor megenged pénzügyi segítségnyújtást az EU-tagállamoknak. A szuverén adósságválság előtt ezt a cikket úgy értelmezték, hogy az nem alkalmazható eladódott GMU-tagállamok kimentésére.

Az Európai Tanács 2010. május 8–9-i állásfoglalása után a GMU-tagállamok kormányai kimentési akcióikat erre a cikkre alapozták. Azzal érveltek, hogy a szuverén adósságválság veszélyeztette egyes tagállamok fizetőképességét, és fenyegette a gazdasági és pénzügyi unió pénzügyi stabilitását.¹⁰³

Ezzel szemben úgy is lehet érvelni, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió az európai tanácsi állásfoglalás óta **nem rendszerszintű válsággal** szembesült, hanem egyes eladódott tagállamai válságával.¹⁰⁴ A kimentést tiltó klauzula még akkor sem jogosított volna fel szellemével ellentétes cselekedetre, ha az államcsőd fenyegetését a globális gaz-

¹⁰³ Hans-Werner Sinn: Rescuing Europe. CESifo Forum, Special Issue, Volume 2011, August, 2010., p. 5.

¹⁰⁴ Hans-Werner Sinn: i. mű, 7. o.

dasági válság okozta.¹⁰⁵ Az is kérdéses, hogy a kimentett országok (Görögország és Írország) mennyiben tőlük független problémákkal küszködtek, mert kormányaik **maguk is hozzájárultak az adósságválság kialakulásához**. Mivel a pénzügyi segélyek folyósítását szigorú feltételekhez kötötték, ezért azok nem minősíthetők minden további nélkül kimentésnek.

E rendelkezés alkalmazása a kimentések jogi igazolására alapot adhatott arra, hogy a GMU-tagállamok alkotmánybíróságai jogellenesnek minősítsék az eladósodott tagállamok kimentését. Ugyanakkor ez még mindig kisebb kockázat volt, mint a Lisszaboni Szerződés módosítása. Mindenesetre a kimentés jogi alapja meglehetősen ingatag volt.¹⁰⁶

A Tanács nagyobb jogi megalapozással, de korlátozottabb mértékben térhetett volna el a kimentést tiltó klauzulától **az EUMSZ 352. cikkére**, azon belül is az **(1) bekezdésre** való hivatkozással. „Ha a szerződésekben meghatározott politikák keretében az Unió fellépése bizonyul szükségesnek ahhoz, hogy a Szerződésben foglalt célkitűzések valamelyike megvalósuljon, és a Szerződések nem biztosítják a szükséges hatáskört, a Tanács a Bizottság javaslata alapján és az Európai Parlament egyetértését követően, egyhangúlag elfogadja a megfelelő rendelkezéseket. Amennyiben a szóban forgó rendelkezéseket különleges jogalkotás keretében a Tanács fogadja el, a Tanács a Bizottság javaslata alapján és az Európai Parlament egyetértését követően szintén egyhangúlag határoz.” Ennek a megoldásnak az volt a gyenge pontja, hogy bizonytalan volt az Európai Parlament jóváhagyásának az elnyerése.¹⁰⁷

A jogszabályi háttér gyengeségét volt hivatott orvosolni **az Európai Tanács 2011/199/EU határozata (2011. március 25.) az Európai Unió működéséről szóló szerződés 136. cikkének módosításáról** egy ama tagállamok számára létrehozandó stabilizációs mechanizmus tekintetében, amelyek pénzneme az euró.

Ennek értelmében a következő **bekezdést fűzték az EUMSZ 136. cikkéhez**: „(3) Azon tagállamok, amelyek pénzneme az euró, stabilizációs mechanizmust hozhatnak létre, amelyet akkor hoznak működésbe, ha ez nélkülözhetetlen az euróövezet egésze stabilitásának megőrzése érdekében. A mechanizmus keretében igényelt pénzügyi segítségnyújtásra szigorú feltételek fognak vonatkozni.” Ha hatályba lép, akkor e kiegészítés miatt **az EUMSZ 122. cikkének (2) bekezdése** nem használandó ilyen célra. A tagállamok jóváhagyása után a kiegészítés 2013. január 1-jén lépett hatályba. Ha elfogadjuk, hogy az EUMSZ 122. cikke (2) bekezdése nem megfelelő jogalap a kimentést tiltó klauzula megváltoztatására, akkor **a 2011/199/EU határozat** sem az. A továbbiakban az ezzel ellentétes szakértői vélemények ellenére adótnak és hatályosnak tekintjük az elfogadott jogszabályokat.¹⁰⁸ Érvényességük megkérdőjelezése nem indokolt.¹⁰⁹

¹⁰⁵ Martin Seidel: European currency union and the rule of law. Cesinfo DICE Report, Journal for Institutional Comparisons, Volume 10, No. 3, Autumn 2012., 37. o.

¹⁰⁶ Hans-Werner Sinn: i. mű, 7. o.

¹⁰⁷ Martin Seidel: i. mű, 37. o.

¹⁰⁸ Az ellenérveket részletesen tárgyalja Martin Seidel: i. mű, 38-43. o.

¹⁰⁹ Részletesebben lásd: Ódor Bálint: Az Európai Unió működéséről szóló szerződés 136. cikkének módosítása. Európai Tükör, 2011/2 február, 34-37. o. Elérhető:

http://www.kormany.hu/download/9/10/20000/europai_tukor_2011_02.pdf

Az alapszerződést az **EUSZ 48. cikkének (6) bekezdése** alapján módosították, amely szerint: „Az Európai Tanács az Európai Unió működéséről szóló szerződés harmadik részében foglalt rendelkezéseket határozattal egészben vagy részben módosíthatja. Az Európai Tanács az Európai Parlamenttel és a Bizottsággal, valamint a monetáris területet érintő intézményi módosítások esetében az Európai Központi Bankkal folytatott konzultációt követően egyhangúlag határoz. Ez a határozat azt követően lép hatályba, hogy a tagállamok saját alkotmányos követelményeiknek megfelelően azt jóváhagyták. A második albekezdésben említett határozat a Szerződésekben az Unióra ruházott hatásköröket nem érintheti.”

E cikk rendelkezései szerint **az alapszerződés egyszerűsített eljárással módosítható**. A tagállamok először éltek ezzel a lehetőséggel. Az Európai Tanács érvelésében központi szerepet kapott annak hangsúlyozása, hogy a javasolt válságmechanizmusokat a tagállamok hozzák létre, nem, vagy kevésbé maga az EU. A kiegészítés az EUMSZ által definiált belső politikákra vonatkozik, és nem növeli az EU kompetenciáit. Az Európai Unió Bírósága később megerősítette a 2011/199/EU határozat érvényességét az EUMSZ 136. cikke kiegészítésének a tekintetében. A Bíróság azt is jogszerűnek találta, hogy a tagállamok még a hivatkozott határozat hatályba lépése előtt megkötötték és ratifikálhatták az ESM-szerződést.

A körülmények nyomása alatt hozták létre – az EUMSZ eredeti rendelkezéseitől eltérve, azokat módosítva – az EUMSZ 122. cikke (2) bekezdésére hivatkozva a **Tanács 407/2010/EU rendeletével** (2010. május 10.) az **európai pénzügyi stabilitási mechanizmust** (European Financial Stability Mechanism – **EFSM**).

A rendelet szerint a konstrukciót azok **az eurővezetkez nem tartozó EU-tagországok** vehetik igénybe, amelyek általuk nem befolyásolható rendkívüli események folytán **súlyos gazdasági vagy pénzügyi zavarokkal küzdenek**, vagy amelyeket súlyos gazdasági vagy pénzügyi zavarok komoly veszélye fenyeget. Az európai uniós pénzügyi támogatás az érintett tagállamnak nyújtott hitel vagy hitelkeret formáját ölti. A hitelek forrása az Európai Bizottság által a tőkepiacról vagy a pénzintézetektől bevont tőke, amelynek fedezete az EU költségvetése. A pénzügyi segítség feltétele olyan **kiigazítási program**, amelynek célja a stabil gazdasági vagy pénzügyi helyzet helyreállítása az érintett tagállamban. Ha az érintett tagállam az IMF-től is fel kíván venni hitelt, akkor erről konzultálnia kell a Bizottsággal. E konstrukció finanszírozására 60 milliárd eurót irányoztak elő. Időbeli hatálya 2013. június 30-ig terjedt.

Az EFSM nem érintette a GMU-ba be nem lépett EU-tagállamok megsegítését szolgáló hitelkeret érvényességét, amelyet a **Tanácsnak** a tagállamok fizetési mérlegéhez középhávú pénzügyi támogatási mechanizmus eszköz létrehozásáról szóló **332/2002/EK rendelete** (2002. február 18.) szabályoz. Az EFSM ezt kiegészíti.

Az **európai pénzügyi stabilitási eszközt** (European Financial Stability Facility – **EFSF**) az Európai Unióról szóló szerződés 122. cikkének (2) bekezdése alapján, az Ecofin 2010. május 9-i döntésével hozták létre.

Átmeneti, **ideiglenes konstrukciónak** szánták, működésének élettartamát három évre irányozták elő, 2013. június 30-i lejárattal. A hároméves élettartam a gyakorlatban nehezen érvényesíthető, mert nem könnyű az EFSF-ben vállalt kötelezettségekből határidőre kivonulni.

Az EFSF célja és feladata Európa pénzügyi stabilitásának biztosítása az eurővezet államainak pénzügyi támogatásán keresztül. Átmeneti hitelt nyújt a pénzügyi nehézségekkel küzdő GMU-tagországoknak, ha azok kéri, beavatkozik az elsődleges és másodlagos adósságpiacon, jogszabályok alapján elővigyázatossági programokat kezdeményez, és pénzügyi intézményeket tőkésít fel kormányoknak nyújtott hitelek révén. Garanciavállalásai, amelyekhez a GMU akkori 16 tagállama járult hozzá, visszavonhatatlanok. Nem GMU-tagként Svédor-

szág és Lengyelország is csatlakozott a részvényesekhez önkéntes hozzájárulásokkal. Pénzügyi segítség akkor adható, ha az érintett GMU-tagállam nem képes magát elfogadható kamatláb mellett a piacról finanszírozni. A folyósítás feltételekhez kötött: a kedvezményezett tagállam által kidolgozott gazdasági és pénzügyi kiigazítási tervet az Európai Bizottság és az Ecofin véleményezi, a programok végrehajtását a Bizottság ellenőrzi. Az EFSF keretében a végrehajtási jogköröket az Európai Unió Tanácsa gyakorolja. A pénzügyi támogatás odaítélése a Bizottság javaslatára a Tanács által minősített többséggel elfogadott határozattal történik.

Az EFSF Luxembourgban bejegyzett korlátolt felelősségű társaság formáját ölti. A társaság akkor kezdi meg működését, ha az alaptőke 90 százalékát képviselő nemzeti parlamentek jóváhagyták azt. Ez 2011 őszén megtörtént. Az Európai Bizottság biztosítja az EFSF működése és más hasonló európai uniós programok közötti konzisztenciát.

Az EFSF által kibocsátott kötvényeket az EKB elfogadja fedezetként. A három nagy nemzetközi hitelminősítő intézet (Standard and Poor's, Moody's és Fitch Ratings) a legjobb (AAA, Aaa, AAA) besorolást adta az EFSF-kötvényeknek.

Az **EFSF** 440 milliárd euró **effektív hitelkapacitással** rendelkezik. Ezt egészíti ki az EFSM 60 milliárd eurója és az IMF által kilátásba helyezett 250 millió euró hitelkeret. Ez összesen **750 milliárd euró finanszírozási forrás**. Később az EFSF keretében a tagállami kötelezettségvállalás 700 milliárd euróra emelkedett, amit 80 milliárd euró tagállami befizetés egészít ki.

A 2010. májusi első görög pénzügyi mentőcsomag forrásfedezetét más GMU-tagállamok bilaterális hitelei képezték, kiegészítve az IMF kölcsönével. Az EFSF a második görög mentőcsomaghoz valamint az Írországnak és Portugáliának nyújtott pénzügyi segítséghez járult hozzá. Ez összesen 192 milliárd euró kötelezettségvállalás, amiből 18 milliárd eurót fizettek ki ténylegesen.

A konstrukció gyengesége, hogy olyan GMU-tagállamok is garantálták az EFSF hiteleit, amelyek maguk is segítségre szorultak. Az EFSF-fel kapcsolatos **egyik kockázat** az, hogy a kötvénypiacok kritikusak azokkal a garanciákkal szemben, amelyeket olyan országok nyújtanak, amelyek maguk is sérülékenyek pénzügyileg, főleg abban az esetben, ha a túlzottan eladósodott országokban likviditási vagy fizetési nehézségek lépnek fel az államháztartás finanszírozásában. A **másik kockázat** az, hogy válsághelyzetben kevesnek bizonyulhat az EFSF forrása.

Az EFSM és az EFSF azért átmeneti eszköz 2013. június 30-i lejárattal, mert az EU-tagállamok értelmezése szerint a tartós és intézményesített pénzügyi támogatás az EUMSZ 125. cikkével ellentétes.

Állandó válságkezelési mechanizmus létrehozása az Európai Unió működéséről szóló szerződés módosítása után jöhetett szóba, amely jogi alapot teremt a bajba került GMU-tagállamok kimentésére. Ez az **európai stabilitási mechanizmus** (European Stability Mechanism – ESM), amely az EFSM és az EFSF végleges változata is 2013. június 30-tól. Az EFSF és az ESM 2013 közepéig párhuzamosan működött, utána az EFSF funkciót átvette az ESM. A zökkenőmentes átmenetet megfelelő jogszabályokkal biztosították.

Az **ESM** olyan **válságmechanizmus**, amely a pénzügyi stabilitás védelmére hivatott a GMU-ban. Kiegészíti az EU-ban kialakítás alatt lévő gazdasági és pénzügyi felügyele-

tet. Olyan keretrendszer, amelynek középpontjában az adósság fenntarthatósága és a hatékonyabb megelőzés áll, ezáltal nagymértékben mérsékli a jövőbeli válságok valószínűségét.

Az ESM a **GMU-tagállamok közötti nemzetközi szerződés**, amelyet a tagállamok képviselői 2012. február 2-án írtak alá, és amelyet a hatályba lépéshez mindegyik aláíró országnak ratifikálnia kellett.¹¹⁰ A megállapodás ratifikációja 2012. szeptember végén befejeződött, így a szerződés 2012. október 8-án hatályba lépett. Az Európai Unió Bírósága 2012. november 27-én elismerte, hogy az ESM-szerződés összhangban van az európai uniós jogrendszerrel.¹¹¹ Az európai uniós joganyaggal való összhangot az is biztosítja, hogy az ESM-et létrehozó nemzetközi szerződés értelmében az aláíró országok önként segítik egymást. A hitelező országoknak vétőjoga van továbbá az ESM-ben. Mindez végső soron az alapszerződés kimentést tiltó rendelkezéseit kerüli meg.

Az EFSF-hez hasonlóan az ESM hitelt folyósíthat a GMU-tagállamoknak, elővigyázatossági pénzügyi támogatást nyújthat, államkötvényeket vásárolhat a kedvezményezett tagállamoktól az elsődleges és másodlagos piacokon, és kölcsönt adhat a pénzügyintézetek feltőkésítéséhez. Az elsődleges piacokon a kibocsátott államkötvények felét vásárolhatja meg. Miként később erről szó lesz, az EKB csak azoknak az eladósodott GMU-tagállamoknak az állampapírjait fogja megvásárolni, amelyek – szigorú feltételek mellett – igénybe vették az ESM forrásait.

Az ESM forrásainak a folyósítását szigorú **gazdasági és pénzügyi kiigazítási program** végrehajtásához kötik, amely összhangban van a korábban kötött megállapodásokkal. A magánbefektetők adósságrendezésbe történő bevonásáról eseti alapon döntenek. Nem szándékoznak automatikus megoldásokat alkalmazni, és nem állítanak fel előzetesen követelményeket. A magánhitelezők részvétele a megoldandó probléma természetétől függ, és biztosítják az IMF gyakorlatával való összhangot.

Az ESM működtetése kapcsán megkülönböztetik a likviditási és a fizetőképességi válságot. A megkülönböztetés **adósságfenntarthatósági elemzésen** alapul (Debt Sustainability Analysis – DSA), amelyet az Európai Bizottság és az IMF készít el az EKB-val együttműködve. **Likviditási problémák** esetén az ESM forrásai folyósításának feltétele a kiigazítási program. A magánhitelezőket arra ösztönzik, hogy a hatályos európai uniós és IMF-gyakorlattal összhangban tartsák fenn kitettségüket. Az ún. bécsi kezdeményezés keretében ilyen önkéntes kötelezettségvállalásra (a bankok vállalták, hogy nem vonnak ki tőkét) került sor Magyarország, Románia és Lettország vonatkozásában.

Ha az adósságfenntarthatósági elemzésből az érintett ország **fizetéseképtelensége** következik, akkor az IMF-gyakorlattal összhangban az érintett országnak átfogó tervet kell megtárgyalnia a hitelezőivel, aminek nyomán likviditási segítséget kaphat az ESM-ből. Ez más szavakkal azt jelenti, hogy az ESM számol szuverén adósok csődjével a GMU-ban, mert a hitelezőkkel való tárgyalás adósságátütemezésről is szól. Ennek jogi alapja a 2013. közepétől kibocsátott államkötvényekben kötelező erővel megjelenő kollektív fellépési záradék.

Az ESM működtetését az Európai Bizottság és az Európai Központi Bank koordinálja a Nemzetközi Valutaalappal karöltve.

¹¹⁰ Treaty Establishing the European Stability Mechanism. Brussels, 1 February 2012., D/12/3.

Elérhető:

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=DOC/12/3&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>

¹¹¹ Európai Bíróság: 2012. november 27-i C-370/12 Thomas Pringle ügyben hozott ítélet.

Az ESM hivatalos tőkéje 700 milliárd euró, amiből 80 milliárd eurót a tagállamok befizetnek, 620 milliárd euró pedig lehívható tőke. Az ESM kezdeti **hitelezési kapacitása** azonban csak 500 milliárd euró új forrás, a többi a már folyamatban lévő görög, ír és portugál programok része. Mindezt 240 milliárd euró vésztartalék egészíti ki. Így a források teljes nagyságrendje 940 milliárd euró. Ennek alapján az ESM a világ legjobban feltőkésített nemzetközi pénzügyi intézménye. Az ESM forrásaiból 100 milliárd eurót irányoztak elő a spanyol bankok feltőkésítéséhez, amiből 40 milliárd eurót lehívtak. A ciprusi mentőcsomagra 9 milliárd eurót fordítottak.

Az aláírók arra bátorítják a szerződésből kimaradt EU-tagállamokat, hogy eseti alapon nyújtsanak segítséget. Dánia, Svédország és az Egyesült Királyság már adott bilaterális támogatást Írországnak az EFSF/IMF program keretében. A kétoldalú támogatások esetén a GMU-tagállamok egyenlő hitelezői státust adnak a kívülállóknak. Az ESM-szerződésbe foglalták azt is, hogy 2013 júliusától a GMU-ban kibocsátott új államkötvényeket kötelező erővel ugyanolyan standardizált kollektív fellépési klauzulával kell ellátni.

Az ESM-megállapodás gyakorlatilag hatályon kívül helyezte az EUMSZ 125. cikkében lefektetett, kimentést tiltó klauzulát. Amíg az EFSF egy Luxembourgban bejegyzett cég, addig az ESM **kormányközi szervezet**. A két válságkezelési alap felépítése és működése szinte ugyanolyan. **Az IMF bevonását** az ESM válságkezelő mechanizmusba az indokolta, hogy a GMU-nak nem volt megfelelő intézményi háttere és szakértelme a válságkezelés terén. Ezen túlmenően az EU, illetve a GMU elegendő pénzügyi forrással sem rendelkezett. Figyelmet érdemel, hogy az ESM-mechanizmusban az IMF kisebbségben van az európai uniós intézményekhez képest. Az sem kizárt, hogy az európai uniós intézmények hiányzó vagy gyenge legitimitásuk megszerzését, illetve megerősítését is várták a Nemzetközi Valutalappal való együttműködéstől.

Az EFSF és az ESM között az a legfőbb **különbség**, hogy amíg **az EMS-nek** az érintett EU-tagállamok **tőkeként** adták a forrást, addig az **EFSF-nek** garanciaként. Emiatt az ESM hatékonyabban képes fellépni. További különbség, hogy az ESM által nyújtott hitel senior (elsőbbségi) hitel a magánbefektetői hitelekkel szemben, azaz a kielégítési rangsorban az ESM megelőzi a magánbefektetőket. Így az államcsőd a hitelező országok költségvetésének mérsékelt kockázatai mellett lehetséges. Az EFSF esetében az államcsőd következményei a hitelező tagállamokat terhelik. Az EFSF adósságeszközei ugyanolyan besorolás alá esnek, mint a szuverén államokéi. E mögött az a megfontolás húzódik meg, hogy a magánbefektetők nem szívesen hiteleznek olyan országnak, amelyben túl sok a preferált hitelező. Az ESM-hitelekkel szemben csak az IMF-hitelek élveznek elsőbbséget.

Az eredeti elképzelések szerint a mentőalapok forrásaiból csak a GMU-tagállamok kormányai részesülhetnek. Közvetlenül, a kormányok kikerülésével nem lettek volna használható **kereskedelmi bankok feltőkésítésére**. Ez a szabály azokat a pénzügyi nehézségekkel küszködő, eladósodott országokat érinti hátrányosan, amelyek az államháztartási kiadások visszafogására kényszerülnek, miközben szükség lenne kereskedelmi bankjaik feltőkésítésére is. Az európai uniós intézmények 2012 nyarán mérlegelték ennek a szabálynak az eltörlését. E mögött az a megfontolás is szerepet játszott, hogy

ha a kereskedelmi bankokat közvetlenül fel lehet tőkésíteni a mentőalapok forrásaiból, akkor a kedvezményezett bankoknak juttatott források nem emelik annak a tagállamnak az államadósságát, ahol be vannak jegyezve. Erre a kérdésre a bankunióval foglalkozó 5.2. fejezet tér ki részletesebben.

A pénzügyi mentőalapok **forrásai optimális nagyságrendjének** meghatározásához abból célszerű kiindulni, hogy azoknak elegendőnek kell lenniük a Görögország, Portugália, Írország, Spanyolország, Olaszország, Franciaország és Belgium által kibocsátott új állampapírok garantálására például addig, ameddig a GMU nem bocsáthat ki közös eurókötvényt. Ehhez a Bloomberg és az IMF számításai szerint 2,5-3 ezer milliárd euróra lenne szükség 2015-ig.¹¹² 2012. augusztus végi állapot szerint **Görögország, Írország és Portugália** részesült **pénzügyi mentőcsomagban**. 2012 júniusában Spanyolországnak hagytak jóvá 100 milliárd eurót kereskedelmi bankjai feltőkésítésére. Emellett **Ciprus** kapott segítséget 2013 tavaszán, és **Szlovénia** is kérhet pénzügyi mentőcsomagot kereskedelmi bankjai feltőkésítésére. Az EU által létrehozott mentőalapok forrásainak nagyságrendje jóval kisebb, mint amire a kimentés szempontjából potenciálisan szóba jöhető GMU-tagállamok államadósságának garantálásához szükség van. A kisebb országok (Görögország, Portugália és Írország) államcsődjének megakadályozására elegendő, de például Spanyolország kimentésére kevés, Olaszországról nem is szólva.

A források növelése egyrészt **pszichológiai okokkal** magyarázható. Minél nagyobb a nagyságrend, annál meggyőzőbb az elrettentés, annál kisebb a felhasználás valószínűsége, ezáltal annál kisebb az Európai Unión belüli szolidaritást megterhelő politikai viták kockázata.¹¹³ Egy másik érdekes társadalompszichológiai kérdés, hogy az ESM intervenciói segítenek-e elkerülni a válságot, vagy éppen ellenkezőleg: a spekuláción keresztül táplálják azt. A válság eszkalálódásával potenciálisan mind több tagországot kell kimentenie mind kevesebb tagállamnak.

Másrészt a források megemlése **jelzés** az USA-nak, Kínának és más nem EU-tagországoknak (elsősorban a G20-at alkotó országoknak) arra, hogy fokozzák a Nemzetközi Valutaalap globális válságkezelési forrásaihoz való hozzájárulásukat. Az EU-tagállamok kilátásba helyezték 150 milliárd euró pótlólagos forrásnak az IMF rendelkezésére bocsátását. Ha a GMU-tagországok 1000 milliárd euróra emelték volna az ESM tényleges nagyságrendjét, akkor a G20 támogatásával az IMF további 500 milliárd eurót mozgósított volna.¹¹⁴ Végül is 2012 áprilisában az IMF 430 millió dollár pótlólagos hozzájárulást ígért a globális válságkezelési alaphoz.

Gazdasági jellegű akadályként az EFSF, illetve az ESM forrásainak már lezajlott, valamint tervezett további bővítése esetén számolni kellene azzal a kockázattal, hogy a legjobb adósok hitelminősítése romlana, mivel az említett intézmények forrásait a nemzetközi pénz- és tőkepiacon szerzik be. A Moody's nemzetközi hitelminősítő intézet

¹¹² A Powell Doctrine for Europe on Debt. Bloomberg Business Week October 24-October 30, 2011., 10. o.

¹¹³ Euro fireproofs itself on cheap. Financial Times, 2012. március 30., 10. o.

¹¹⁴ Wolfgang Münchau: The Group of 20 should say no to the eurozone. Financial Times, 2012. április 2., 9. o.

nem várta meg az alapok forrásainak a bővítését, többek között az EFSF és az ESM finanszírozásában betöltött szerepe miatt módosította Németország stabil kilátását negatívra 2012 júliusában.

A források további bővítésének lényeges **politikai akadály**a az, hogy egyrészt Németországban parlamenti döntésre van szükség a 211 milliárd euróban rögzített német hozzájárulás emeléséhez, ez pedig belpolitikai okok miatt nem valószínű. Így is politikai vitákat válthat ki az, hogy a két alap egyesítésével a német hozzájárulás átmenetileg meghaladja a parlament által jóváhagyott plafont. Másrészt nagyszámú jel szerint **a multilaterális programok közelítenek politikai határaikhoz**. A források nagyságrendjének emeléséhez nem elegendő az egyes tagállamok egyéni kötelezettségvállalása. Egy kritikus ponton túl **közös felelősség- és kötelezettségvállalásra** van szükség, például eurókötvények kibocsátása vagy más eszközök formájában.¹¹⁵

Kérdés, hogy a jelenlegi forrásellátottság és a potenciális kereslet közötti jelentős különbség mellett **fenntartható-e az ESM hitelessége**. Kétségtelen, hogy az ESM léte elrettentő erővel bír addig, ameddig a kifizetések a forrásainak kisebb részét kötik le. Válsághelyzetben, pánik esetén viszont a gazdasági szereplők azt figyelik és próbálják meg előre jelezni, hogy mikor fogynak el az ESM pénzforrásai. Jóval azelőtt elkezdnek megszabadulni állampapírjaiktól, így az ESM intervenciója nem enyhíti, hanem fűti a válságot. Következésképpen válsághelyzetben az ESM destabilizálhatja az állampapírc piacokat. Ilyen körülmények között csak az Európai Központi Bank képes a piacstabilizálásra vagy úgy, hogy likviditást biztosít az ESM-nek (ehhez az ESM-et bankká kellene alakítani), vagy közvetlen nyílt piaci műveletekkel.¹¹⁶

Az ESM nem európai uniós intézmény, hanem **kormányközi szervezet**. A döntéseket egyhangúan hozzák, azaz mindegyik résztvevőnek vétőjoga van. Ezt úgy is lehet értékelni, hogy a részt vevő tagállamok bizalmatlanok egymással szemben. Az egyhangúság követelménye válsághelyzetben akadályozhatja a döntéshozatalt.¹¹⁷ Egyelőre nincs szó arról, hogy az ESM-et európai uniós intézménnyé alakítanák, az ott megszokott többségi vagy minősített döntéshozatallal.

Az **európai monetáris alap** gondolata az európai stabilitási mechanizmussal kapcsolatban is megjelent.¹¹⁸ Ennek értelmében az ESM-et kellene olyan új intézménnyé, az Európai Monetáris Alappá (European Monetary Fund – EMF) fejleszteni, amely az IMF-

¹¹⁵ Wolfgang Münchau: Europe's bailout bazooka is proving a toy gun. Financial Times, 2012. március 26., 13. o.

¹¹⁶ Paul De Grauwe: Why the EU summit decisions may destabilise government bond markets. 2012. július 3. Elérhető: <http://beforeitsnews.com/gold-and-precious-metals/2012/07/why-the-eu-summit-decisions-may-destabilise-government-bond-markets-2343864.html>

¹¹⁷ Paul De Grauwe: Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed? London School of Economics 'Europe in Question' Discussion Paper Series, No. 57/2013, February, 2013., 30. o. Elérhető: <http://www2.lse.ac.uk/europeanInstitute/LEQS/LEQSPaper57.pdf>

¹¹⁸ Jean Pisani-Ferry – André Sapir – Guntram Wolff: EU-IMF assistance to euro-area countries. An early assessment. Bruegel, May, 2013., 96. o. b Elérhető: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/779-eu-imf-assistance-to-euro-area-countries-an-early-assessment/>

hez hasonló hatékony döntéshozatali jogosítványokkal rendelkező, hozzá hasonlóan működő európai uniós intézmény lenne. A javaslat szerint a kormányközi jellegű ESM helyébe lépve az EMF a kialakítandó európai kincstárs egyik pillére lenne. Az EMF határozná meg a hitelnyújtási feltételeket. Az Európai Bizottság azt vizsgálná, hogy a feltételek megfelelnek-e az európai uniós jogszabályoknak. Az EMF-hez mindegyik GMU-tagállam csatlakozna, de az intézmény természetesen a többi EU-tagország előtt is nyitva állna. Ez természetesen csak középtávon lenne lehetséges, mert az EMF létrehozásához módosítani kellene az EU alapszerződését.

Az európai uniós kimentési alapok bizonyos tekintetben és megszorítással az Európai Központi Bankhoz hasonló szerepet töltenek be: **végso hitelezői szerepkört** látnak el, de a hiteleket feltételekhez kötik, és a rendelkezésükre álló források nem korlátlanok. Kérdés, hogy pénzügyi forrásaik elegendőek-e válsághelyzetben. Egyes esetekben sikeresek lehetnek, de nem alkalmasak a GMU pénzügyi rendszerét érintő válságok, így bankválságok kezelésére.

Ugyancsak a végso hitelező funkciót tölti be nemzetközi szinten az IMF, szintén korlátozott forrásellátottsággal. Az EFSF és az ESM kockázata a magánhitelezőkkel szembeni kiszorító hatás. Mindezek alapján korántsem tekinthető véletlennek sok szakértő azon véleménye, hogy az ESM-et fel kellene ruházni **banki jogosítványokkal**. Bankként működve az ESM jelentősebb pénzügyi forrásokkal rendelkezne, amelyeket hatékonyabban tudna kihelyezni.

A pénzügyi feszültségekkel küszködő, eladósodott GMU-tagállamok kimentését szolgáló pénzügyi csomagok nagyságrendi korlátai is szerepet játszottak az Európai Központi Banknak a kimentés tiltásával kapcsolatos politikájának megváltozásában, bár abban más szempontok is helyet kaptak. A bemutatott forrásokat egészítették ki az EKB alacsony kamatozású hitelkonstrukciói, amelyekről részletesen a 3.3.2. fejezetben van szó. Az EKB működési köre szűkebb, mint az EFSF és ESM intézményé, mert például nem vásárolhat állampapírt elsődleges kibocsátáskor. Forrásainak nagyságrendje viszont elméletileg végtelen. Ezzel szemben az EFSF és az ESM szélesebb tartományban működik, a rendelkezésükre álló források viszont végesek. Végül nem hagyható figyelmen kívül az a nem számszerűsíthető minőségi jellegű tényező sem, hogy egyrészt az EFSF és az ESM esetében a **döntéshozatal** a dolog természetéből adódóan lassúbb, mint az Európai Központi Banké. Másrészt az EFSF, illetve az ESM **hitelessége** nem éri el a független EKB hitelességét.

Nagyszámú jel szerint az Európai Unió legfontosabb tagországának, Németországnak a kormánya és legfontosabb intézménye, az Európai Központi Bank a szuverén adósságválságot szerkezeti reformok kikényszerítésére is fel kívánja használni. Ez önmagában is magyarázat lehet arra, hogy miért marad el a kimentési alapok forrásainak nagyságrendje a potenciális kedvezményezett országok államadósságától. A „túltökésítettség” táplálná az erkölcsi kockázatot. Ugyancsak az erkölcsi kockázat megléte miatt nem szabad explicit kötelezettséget vállalni a korlátlan kimentésre.¹¹⁹

¹¹⁹ C. Fred Bergsten: Why the Euro Will Survive. Completing the Continent's Half-Built House. Foreign Affairs, September/October 2012., Volume 91, Number 5, 17. o.

Az európai pénzügyi stabilitási eszköz mögött meghúzódó filozófia sok tekintetben emlékeztet a NATO-t megalapító Washingtoni Szerződés kölcsönös védelemről intézkedő 5. cikkére, ami a tagállamok közötti **szolidaritás intézményesítésének kezdeteként** is felfogható.¹²⁰ Sok szakértő szerint ezzel a ki nem mentési klauzulából a szuverén adósok csődjének megakadályozását szolgáló klauzula, ezáltal a Gazdasági és Monetáris Unióból **„rejtett transzferunió”** vált, amely ráadásul nélkülözi a szélesebb társadalmi legitimitációt.

Ezzel összefüggésben ugyanakkor egyes politikusok arra hívják fel a figyelmet, hogy a csomag visszafizetendő hitel, nem pedig segély, ezáltal **nem „klasszikus” kiségitésről** van szó.¹²¹ Az EFSF és az EMS más európai uniós intézkedésekkel együtt, amelyek a GMU-tagállamok, az Európai Bizottság és az EKB erőforrásait egyesítik, túlmutat a Stabilitási és Növekedési Paktumon, a fiskális föderalizmus irányába történt elmozdulásnak is tekinthető.¹²² Ugyanakkor az EFSF és az EMS működtetése döntően kormányközi együttműködésen alapul (a végrehajtói jogok az Európai Tanács kezében vannak), nem pedig közösségi jogszabályokon, ami valószínűleg arra vezethető vissza, hogy Németország fenn kívánta tartani ellenőrző szerepét a konstrukcióban. Ez gyengíti a fiskális föderalizmusra jellemző vonásokat.

Az EFSF és az EMS gyengesége, hogy a **likviditási** feszültségek mérséklését orvosolja, miközben a dél-európai GMU-tagállamok **fizetőképességi válsággal** küszködnek. A hitelkeretek javítják a likviditást, de nem tekinthetők hosszú távú megoldásnak a fizetőképesség problémájára, illetve a további adósságfelhalmozás megakadályozására egy egyébként eladósodott ország számára. A mechanizmusok **időben kitolják az adósság-problémát, de véglegesen nem oldják meg.** Nagy adósságot még nagyobb adóssággal kíván orvosolni. A konstrukció szerkezeti problémái és kockázatai akkor mutatkoznak meg, ha nagyobb ország kiségitése kerül napirendre. A mechanizmus belső ellentmondása, hogy pénzügyi szempontból nehéz helyzetben lévő országok egy csoportjának kell hasonló helyzetben lévő országokat kiségiteni.

Államcsőd esetén értelemszerűen jövedelem-újraelosztás történik Észak-Európából Dél-Európa felé. Eddig a szuverén adósságválság nem rótt költségeket az EU adófizetőire. Ez megváltozhat a görög államadósság átstrukturálása vagy átütetése esetén, amikor a görög államadósság nagy része az európai pénzügyi stabilitási mechanizmusnál lesz.

A kimentési alapok nem vagy legfeljebb kismértékben javítják a kedvezményezett országok **versenyképességét**. Ehelyett a kockázatokat a bankokról az adófizetőkre helyezik át. Az ESM-nek olyan olvasata is lehetséges, hogy rajta keresztül a **kockázatok** a problémás, kimentésre szoruló országokról a szolid fiskális politikai alapokon még kimenthető országokra tevődnek át. A kimenthetőségnek fenn kell maradnia, mert külön-

¹²⁰ Pierre Lelouche francia miniszter véleményét idézi: Ben HALL: Eurozone bail-out plan 'alters EU treaty', Financial Times, 2010. május 28., 1. o.

¹²¹ José María Aznar: Europe must reset the clock on stability and growth. Financial Times, 2010. május 17., 9. o.

¹²² Romano Prodi: A big step towards fiscal federalism in Europe. Financial Times, 2010. május 21., 9. o.

ben kudarcba fullad az ESM konstrukciója. Más szavakkal: minél nagyobbak a segítség-re szoruló országok problémái, annál szigorúbb kell, hogy legyen az államháztartási fe-gyelem a kisegítő tagállamokban.

Egyes szakértők szerint az ESM abban hasonlít az IMF-re, hogy forrásainak folyósítását **feltételekhez kötik**. A feltételek megszabása révén hatékony és közvetlen befolyást le-het gyakorolni az ESM forrásaira rászorult, eladósodott GMU-tagállamok gazdaságpoli-tikájára. Ráadásul az ESM működtetésében kiemelkedő szerepet játszik az Európai Bi-zottság.¹²³ Ezek a feltételhez kötött hitelek erőteljesebb beavatkozási lehetőséget terem-tenek a kedvezményezett tagállamok gazdaságpolitikájába, mint a gazdaságpolitikai ko-ordináció jelenlegi európai uniós szabályrendszere. Ez felfogható az európai uniós sza-bályozás gyengeségeként, de bizonyos lehetőségeket biztosító kiskapuként is.¹²⁴

Az ESM forrásai igénybevételének feltételei közé tartozik az államháztartás restriktiók és szerkezeti reformok segítségével történő konszolidációja. Az ESM forrásainak az igénybevételét a 4.2. fejezetben tárgyalt fiskális paktumhoz való csatlakozáshoz kap-csolják. A paktum feltételei túl szigorúak, ezen túlmenően gazdasági és pénzügyi meg-alapozottságuk is kétséges. Kérdés, hogy mi van akkor, ha ez mégsem sikerül. Ez a di-lemma a legélesebben a 2012. június 17-i görög parlamenti választás után jelentkezett, amelynek eredménye egy, az EU- és GMU-tagság fenntartásáért síkra szálló kormány megalakulása volt. Két eset különböztethető meg.

Az első esetben az érintett ország kormánya **mindent megtesz** a hitelfolyósítás feltételei-nek a teljesítéséért. A tapasztalatok alapján a kedvezményezett tagországok törekedtek arra, hogy teljesítsék az általuk kitűzött, súlyos megszorításokat tartalmazó célokat. E következetes válságkezelési politika számottevő kockázata, hogy a jelentős társadalmi ellenállás miatt **nem sikerül végrehajtani** a megszorításokat és a szerkezeti reformokat, a privatizációról nem is beszélve. (Ebben szerepet játszhat az is, hogy az IMF és az eu-rópai uniós intézmények által megszabott feltételek túlságosan szigorúak, nincsenek összhangban az érintett EU-tagállam gazdasági teherviselő képességével.) Ebben az esetben a GMU felbomlásánál is nagyobb veszély lehet egy **nyíltvégű, azaz korlátlan transzferunió létrejötte** anélkül, hogy tagállamai a nemzeti szuverenitás egy részét eu-rópai uniós szintre delegálnák.¹²⁵ Ugyanez a probléma fokozottan jelentkezik a GMU földrajzi perifériájának többi állama, így különösen Spanyolország és Olaszország ese-tében.

A másik eset az, hogy ha a kedvezményezett tagállamok a megszorításokra és szerkezeti reformokra vonatkozó feltételeknek **szándékosan és folyamatosan nem tesznek eleget**.

¹²³ Robert B. Vehrkamp: Who's next? The Eurozone in an Insolvency Trap. Bertelsmann Stiftung, Spotlight Europe, 2011/02 – April 2011., 8. oldal. Elérhető: <http://www.ceeol.com/aspx/issuedetails.aspx?issueid=ef8e494c-a451-4ff9-a925-3a674d562cee&articleId=380f3a56-2700-4185-b208-acfbd2c33644>

¹²⁴ Csűrös Gabriella: Gazdaságpolitikai együttműködés az Európai Unióban – Új utakon? Pro Futuro, 2012. 2. szám, 16. o.

¹²⁵ Willem Buiter: Race to save the euro will follow an inevitable 'Grexit'. Financial Times, 2012. június 22., 24. o.

Ez a kockázat Görögország esetében a legszámottevőbb, ahol az utóbbi évek megszorításai és az azokkal párosuló recesszió politikai és társadalmi ellenállást szült a további restriktiókkal szemben. A görög társadalom ellenzi az Európai Bizottság, az Európai Központi Bank és a Nemzetközi Valutaalap által elfogadott programot. A helyzet hasonló a többi eladósodott GMU-tagállamban.

Igen valószínűtlen, sőt kizárható, hogy az EU bármely tagországát finanszírozza, ha egyértelműen bizonyítható, hogy szándékosan és folyamatosan olyan programot terjeszt elő, amely nem tesz eleget a feltételeknek.¹²⁶ A finanszírozás hirtelen leállításával a piacok elvileg kikényszeríthetik egyes tagországok kiválását a GMU-ból. Az ebből adódó károkat mérsékelheti, ha a GMU-ból kiváló tagállam – a jelenlegi jogi szabályozással ellentétben – az EU tagja marad, bár – miként a korábbi gondolatmenetből kitűnik – ez más típusú problémákat okoz. Ugyanakkor megalapozottan feltételezhető, hogy a társadalmi és politikai feszültségek csillapításának szükségessége miatt a tagállamok nem kerülhetik el, hogy pénzügyi forrásokat bocsássanak a GMU-ból kiváló országok rendelkezésére.

Még egy csekély valószínűségű lehetőség is **elbizonytalanítja a gazdasági szereplőket**. Ez többek között a legbiztonságosabbnak tekintett pénzügyi eszközök, **az amerikai és a német állampapírok iránti nagy keresletben**, ezzel összefüggésben ezen értékpapírok **alacsony hozamában** is kifejezésre jut. Az elbizonytalanodás további halvány jele lehet **a tőkekiáramlás a pénzügyi szempontból kevésbé stabil GMU-tagállamokból a stabilabbakba**. Ugyanilyen jel az euró viszonylagos gyengesége nem annyira a dollárral és a jennel, mint inkább a felzárkózó országok, illetve más európai országok devizáival szemben.¹²⁷

A donor országok és intézmények **dilemmája**, amit Görögországgal összefüggésben a GMU-ból való kilépés tárgyalásával foglalkozó fejezett érintett, a következő. Ha megtagadják a pénzügyi támogatás folyósítását és az EKB nem nyújt likviditást a szándékosan és folyamatosan nem teljesítő kedvezményezett tagországoknak, akkor elkerülhetetlen az érintett országok **kilépése** a GMU-ból. Ennek nehezen kezelhető tovagyűrűző hatásai lehetnek más veszélyeztetett országra nézve. Az EKB szempontjából a likviditásnyújtás beszüntetése mint szankció azért is kétélű fegyver, mert maga az EKB is veszteségeket szenvedne el a kilépő ország általa birtokolt állampapírjain. Ha viszont a donorok folytatják a folyósítást, akkor a már említett nyitott, **felső korlát nélküli transzferunió** jön létre a szuverenitás ezzel összefüggő változtatása nélkül.¹²⁸

Egy 2012 tavaszán nyilvánosságra hozott francia–német terv értelmében Görögországtól például az Európai Bizottság úgy kívánt garanciákat kapni a szerkezeti reformok végrehajtására, hogy a hitelezők a pénzügyi forrásokat nem közvetlenül a görög államháztartás rendelkezésére bocsátják, hanem olyan zárolt számlára utalják, amelyről először az államkötvény-tulajdonosokat fizetik ki. A fennmaradó rész esetében pedig a kifizetése-

¹²⁶ Willem Buitter: i. mű, 24. o.

¹²⁷ Jens Nordvig: Planning for the worst is the best way to save the eurozone. Financial Times, 2012. január 13., 9. o.

¹²⁸ Willem Buitter: Race to save euro will follow 'Grexit'. Financial Times, June 21, 2012.

ket visszatárhathatják, ha a görög kormány nem teljesíti vállalt kötelezettségeit. Ezzel az Európai Unió és a Nemzetközi Valutaalap úgy gyakorolhat erős ellenőrzést a görög kimentési források felhasználása felett, hogy nem sérti a kedvezményezett ország fiskális szuverenitását. Ez sokkal jobb megoldás, mint az a német javaslat volt, amely szerint az adósságkezelést felügyelő biztost delegáltak volna Görögországba.¹²⁹

Az európai stabilitási mechanizmus felfogható egy államok közötti **transzfermechanizmus** sajátos formájának. Ezen túlmenően egy **transzferunió az optimális valutaövezet felé történő elmozdulásnak** is tekinthető, ahol költségvetési transzferek állnak rendelkezésre a különféle gazdasági zavarok elhárítására. Ugyanakkor az ESM önmagában nem alkalmas a bankok és a szuverén adósok közötti, az 5.3.1. alfejezetben tárgyalt összefonódás megtörésére, általában a szuverén adósságválság kezelésére. Ehhez a kockázatok közös átvállalására, azaz többek között bankunióra van szükség, amivel az 5.3. fejezet foglalkozik.

3.3.2. Monetáris politika, jegybanki finanszírozás

Amikor a globális pénzügyi és gazdasági válság nyomására a Fed és a Bank of England (BoE) 2009-ben nullához közeli szintre csökkentette irányadó kamatlábát és megkezdte az ún. mennyiségi könnyítést (államkötvények és más értékpapírok vásárlása jegybanki forrásból), az Európai Központi Bank sem referencia-kamatlábát nem mérsékelte 1 százalékos alá, sem pedig az amerikaihoz és a brithez hasonló mennyiségi lazítást nem hajtott végre. Az utóbbira magyarázat lehet, hogy – miként arról más összefüggésben korábban szó volt –, az európai uniós jogszabályok szerint az EKB közvetlenül a kibocsátóktól (azaz a kormányoktól) nem vásárolhat állampapírt. A rendelkezésre álló jogi mozgásteret kihasználva a **másodlagos állampapír-piacon** viszont monetáris politikája szükségleteinek megfelelően felléphet vásárlóként.

A globális pénzügyi és gazdasági válság kedvezőtlen hatásait ellensúlyozandó, az EKB ún. **értékpapír-piaci programja keretében** (Securities Market Program – SMP) a monetáris politika által indokoltnál nagyobb mennyiségben vett államkötvényt a másodlagos piacon, elsősorban a szuverén adósságválság által sújtott országokéit. (Az EKB 2010 májusától görög és portugál, 2011 augusztusától ezen túlmenően spanyol és olasz állampapírokat vásárolt.) Az SMP keretében az EKB mintegy 300 milliárd euró összegben tett szert állampapírra. Ezt azonban az infláció felgyorsulásának megakadályozása érdekében más, jobb minőségű államkötvények eladásával ellensúlyozta („sterilizálta”). Így inflációs szempontból ezek a nyílt piaci műveletek semleges hatásúak voltak.

Ennek a politikának az egyik leglényegesebb **gyengesége** az, hogy bár stabilizálja a szuverén adósságok hozamát, arra ösztönzi a bankokat, hogy megszabaduljanak a pénzügyi feszültségekkel küszködő, eladósodott országok állampapírjaitól, így azok az Európai Központi Banknál halmozódnak fel.

A nagyságrendeket érzékelteti, hogy az EKB 2007 elejétől a később tárgyalandó konstrukciókat is beleértve, 1,7 ezer milliárd euró összegben vásárolt pénzügyi eszközöket,

¹²⁹ Peter Spiegel – Hugh Carnegie: Greece to face curbs on new bail-out. Financial Times, 2012. február 7., 1. o.

aminek nyomán portfóliója a GMU GDP-jének 13 százalékaról 30 százalékára emelkedett.¹³⁰ Érdekesképpen jegyezzük meg, hogy ez több mint Görögország nyolcvényi GDP-je. Az eltérő közgazdasági tartalom miatt a nagyságrendek érzékeltetésén túlmenő következtetések nem vonhatók le a számokból. További, az EKB hitelességét gyengítő negatívum volt, hogy a program konkrét mennyiségi célokat és időbeli korlátot tartalmazott, azaz a végső hitelezői szerepkör ellátásáról nem volt szó.

Az EKB az államháztartás finanszírozását tiltó jogszabályi korlátokat úgy kerülte meg, hogy **korlátlan likviditási hitelt** nyújtott a kereskedelmi bankoknak egyéves lejáratra a legkülönbözőbb fedezetek ellenében. Erre először egy **2009 júniusában tartott aukció** keretében került sor, aminek nyomán 442 milliárd euró összegben nyújtott kölcsönt. Ezzel az EKB a rövid lejáratú kamatlábakat az amerikai és a brit szintre szorította le. A bankok a hitel nagy részét államkötvények vásárlására fordították, aminek eredményeként a hosszú távú kamatlábak is csökkentek.¹³¹

Amikor **2011 decemberében** újabb recesszió fenyegetett, a bankok tőkehelyzete kritikusává vált, a befektetők pedig a legbiztonságosabbnak tartott GMU-tagállamok állampapírjait voltak hajlandók venni, akkor az Európai Központi Bank hároméves lejáratra 1 százalékos referencia-kamatláb mellett **korlátlan hitellehetőséget** kínált fel a kereskedelmi bankoknak a legváltozatosabb fedezetek mellett (Long-term Refinancing Operation – LTRO – hosszú távú refinanszírozási művelet vagy program).¹³² A korlátlan hitellehetőség azt jelentette, hogy a bankok hitelkereslete egyedül az általuk felajánlott fedezettől függött. A **2011. decemberi** első aukción 489,19 milliárd euró forrásra volt kereslet 523 bank részéről. A **2012. február végén** tartott második aukción 800 bank 529,53 milliárd euró hitelt vett fel.¹³³ A több mint 1000 milliárd euró a lejáró hitelek és az EKB-nál elhelyezett betétek figyelembevételével a bankrendszer forrásait nettó 503 milliárd euróval bővítette. Ezek a lépések céljukat és a kiváltani szándékozott hatásokat tekintve hasonlítottak az amerikai Fed és a Bank of England mennyiségi könnyítéséhez.

¹³⁰ Sebastian Mallaby: Europe's Optional Catastrophe. The Future of Monetary Union Lies in Germany's Hands. Foreign Affairs, July/August 2012., p. 7.

¹³¹ The silent bazooka. The Economist, 2012. február 4., 64. o.

¹³² Ez az ún. MLR (Marginal Lending Rate), amely a Fed diszkont kamatlábjának felel meg, azaz az a hitelkamatláb, amely mellett a gazdasági szereplők kölcsönt vesznek fel az EKB-tól. Értéke 100 bázisponttal kisebb, mint az MRR (Main Refinancing Rate) értéke. Ez utóbbi az amerikai szövetségi pénzkamatláb (federal funds rate) megfelelője. Az MRR az a betéti kamatláb, amely az EKB-nál elhelyezett betétek kamatlábszintjét határozza meg. Ez a piacon elérhető legalacsonyabb betéti kamatláb. A teljesség kedvéért megemlíthető a DR (Deposit Rate), amely az a kamatláb, amelyet az EKB kínál a nála elhelyezett overnight betétek után. Értéke 100 bázisponttal alacsonyabb, mint az MRR értéke.

¹³³ Ebből 260 milliárd euró Olaszország, 250 milliárd euró Spanyolország, 150 milliárd euró Franciaország, 135 milliárd euró Írország, 100 milliárd euró Németország, 80 milliárd euró Görögország, 50 milliárd euró Portugália, 175 milliárd euró más országok kereskedelmi bankjaira jutott. Ez összesen 1200 milliárd euró, egyéb kisebb intézkedések figyelembevételével haladja meg az EKB-tendereken allokált hitel nagyságrendjét. Forrás: Richard Milne – Mary Watkins: The leaning tower of perils. Financial Times, 2012. március 28., 7. o.

Az EKB által a kereskedelmi bankoknak nyújtott hároméves korlátlan likviditási hitelkonstrukció egyrészt reakció volt a világgazdaságban meghatározó országok jegybankjainak hasonló lépésére (Fed és a Bank of England mellett a japán jegybank /Bank of Japan – BoJ/) is laza monetáris politikát folytatott, amit az utóbbi 2013 márciusában inflációs cél kitűzésével és mennyiségi könnyítés kilátásba helyezésével tovább enyhített. Ilyen körülmények között az EKB nemigen tehette meg, hogy szembemegy a Fed, a BoE és a BoJ laza monetáris politikájával. Ugyanakkor a meghatározó országok jegybankjainak laza monetáris politikája támogatta is az EKB hasonló törekvéseit.

Egyes szakértők az LTRO konstrukciót az Európai Központi Bank szemszögéből **lopakodó mennyiségi könnyítésnek** nevezik, mert az EKB az államkötvény-vásárlást nem közvetlenül, nyílt piaci művelet formájában hajtja végre, hanem úgy, hogy hitelt nyújt a kereskedelmi bankoknak, amelyek ebből állampapírt vásárolnak. Az „álcázást” a jogszabályi rendelkezések betartása tette szükségessé. Bár az EKB nem vehet állampapírt az elsődleges piacon, és csak monetáris politikájának alárendelten vásárolhat a másodlagos piacon, annak nincs akadálya, hogy a GMU-tagállamok bankjai által szert tett állampapírokat elfogadja hitelfedezetként. Emiatt a bankoknak nem kell a másodlagos piacon eladásra kínálniuk a pénzügyileg gyenge, eladósodott országok állampapírjait.¹³⁴

Ezzel a konstrukcióval az EKB formai szempontból eleget tett az EUMSZ vonatkozó ki nem segítő klauzulájának. Tartalmi szempontból az LTRO **a kisegítés burkolt formájának** tekinthető. (Németországban bírálták is az EKB-t, hogy megsérti az európai uniós alapszerződés ama rendelkezéseit, amelyek tiltják az államadósság monetáris finanszírozását.) Az EKB ugyanis megkerüli az EUMSZ formális rendelkezéseit azzal, hogy nem közvetlenül, hanem a kereskedelmi bankok közbeiktatásával finanszírozza a kormányokat. Mivel az EKB megengedi, hogy a kereskedelmi bankok állampapírokat fogadjanak el fedezetként, ezért az LTRO lényegében az eladósodott kormányok kimentésének közvetett eszközévé vált.

Az amerikai gazdaság közvetlen tőkepiaci finanszírozásra épül (értékpapír-kibocsátás), az európai ezzel szemben hitel alapú. Ebből adódóan a GMU válságkezelésében az EKB szűk tartományban támaszkodhat a jelzálogkötvények és egyéb értékpapírok vásárlására. Az EKB a bankszektor likviditási feszültségeire koncentrált.

A 2011 végén és 2012 elején nyújtott **EKB-hitel célja** a 2009. évihez hasonlóan **az állampapírok és a kockázatos eszközök hozamának leszorítása** volt. Ezzel az EKB egyes eladósodott GMU-tagállamok (főleg Spanyolország és Olaszország) likviditási válságát kívánta elhárítani. Így például a spanyol bankok a két aukció keretében 200 milliárd euró forráshoz jutottak, aminek jelentős részéből (60 milliárd euró) spanyol állampapírt vásároltak, főleg külföldi piaci szereplőktől. Ezek a források lehetővé tették a bankok 2012-ben esedékes hiteltörlesztésének finanszírozását, ezáltal mérsékelte a banksődök, a likviditáshiány és a hitelszűke kockázatát. Az EKB-hitelek nyomán javuló pénz- és tőkepiaci hangulatban jelentős mértékben estek a fizetőképes, de likviditási nehézségekkel küszködő Spanyolország és Olaszország állampapír-piaci hozamai, ezáltal

¹³⁴ Edward Chancellor: ECB 'saves' banks as economies sink. Financial Times FM melléklet, 2012. február 6., 28. o.

tal könnyebbé vált államháztartásuk finanszírozása. A hozamcsökkenés azonban nem bizonyult tartósnak, egy idő után ismét emelkedni kezdtek a hozamok, ami előbb-utóbb az EKB újabb beavatkozását, további EKB-hitelnyújtást tett szükségessé.

További diszfunkcionális hatás volt, hogy az EKB-től felvett hitelt **a kereskedelmi bankok** jórészt saját kormányuk által kibocsátott **állampapírok vásárlására fordították**, illetve fordítják, ahelyett, hogy hitelként kihelyezték volna, illetve kihelyeznék. Ezáltal **erősödik a bankszféra és az állam kölcsönös összefonódása**, egymásra utaltsága, a pénzügyi nehézségekkel küszködő GMU-tagállamok szuverén adóssága és bankrendszerének mindenkorai állapota közötti, transzparensnek nem nevezhető kapcsolat.¹³⁵ A kereskedelmi bankok ezzel pótlólagos kockázatot vállaltak a tulajdonosokkal és a betétesekkel szemben, mert az államadósság átstrukturálása vagy az államcsőd érzékenyen érinti őket. A jelentős állampapír-állománnyal rendelkező bankok sérülékenyebbek a szuverén adósságválság csúcspontjára idején. Emiatt a szuverén adósságválság könnyen bankválságba torkollhat. A kereskedelmi bankok túlságosan is **függővé válnak** az Európai Központi Bank mesterségesen olcsó hiteleitől. Az LTRO a nem hatékony bankok fennmaradását is lehetővé tette, nemcsak a GMU földrajzi perifériáján, hanem a centrumban is. Németországban például a pénzügyi közvetítő szféra túlterjeszkedésére utal, hogy a második LTRO-ban 450 bank vett részt.

Az LTRO és hasonló programok ördögi kört indíthatnak be. Olcsó jegybanki forrásból az EKB azon eladósodott GMU-tagállamoknak nyújt segítséget államkötvénnyvásárlásokkal, amelyek pénzügyi helyzetétől maguk is függenek egy esetleges kimentés során.

Az EKB képes arra, hogy vásárlásaival lenyomja az érintett országok szuverén adósságának kamatlábát. Eltűnik vagy gyengül viszont **a kötvénypiac fiskális politikára gyakorolt fegyelmező hatása**. Ezzel kapcsolatban az egyik leglényegesebb kérdés, hogy mi történik akkor, ha a kedvezményezett országok eltérnek az Európai Bizottság és az ESM által jóváhagyott tervtől. Ha az EKB abbahagyja a kötvénnyvásárlást, akkor azt kockáztatja, hogy a kedvezményezett országok államadóssága után fizetendő kamat a hozamemelkedés miatt hirtelen megnő. Ha tovább folytatja az állampapírok vásárlását, akkor ezzel a fiskális reformok iránti ösztönzést gyengíti.¹³⁶ Ezzel az EKB meglehetősen kockázatos stratégia foglyává válhat.

A kereskedelmi bankok szemszögéből az LTRO-konstrukció többek között sajátos **carry trade-nek** tekinthető, azaz a bankok alacsony jegybanki kamatláb mellett jutnak forráshoz, amit magasabb várható hozamú projektek hitelezésére, főként pedig magasabb hozamú állampapírok megvásárlására használhatnak, ezáltal csekély kockázattal nagy nyereséghez juthatnak. A siker, miként minden carry trade esetében, úgy most is a megszerzett eszközök értékétől függ. Figyelmet érdemel, hogy az EKB 2012. február végi aukcióján a vevőket finanszírozó banki üzletággal rendelkező autógyárak (Mercedes Benz, Volkswagen) is részt vettek, azaz a hitelek egy része közvetlenül a reálszférát

¹³⁵ A firewall full of holes. The Economist, March 3rd 2012., p. 65.

¹³⁶ Martin Feldstein: The Fed joins with the ECB in a high-risk strategy. Financial Times, 2012. szeptember 28., 11. o.

finanszírozta.¹³⁷ Ugyanakkor sem az EKB alacsony irányadó kamatlába, sem az LTRO nem javította a kis és közepes méretű vállalatok hitelezését, főleg Dél-Európában.

A kereskedelmi bankok fő kockázata az, hogy kérdéses: a hitelek lejártakor (2014 decemberében, illetve 2015 februárjában) képesek-e a visszafizetéshez szükséges források bevonására például bankkötvények kibocsátásával.¹³⁸ Végül is élve az egy év utáni előtörlesztés lehetőségével, a kereskedelmi bankok 2013. szeptember közepéig több mint 200 milliárd eurót visszafizettek.

Az EKB olcsó hitelei hátrányosan érinthetik a pénzügyi stabilitást, és olyan **pénz- és tőkepiaci buborékokat táplálhatnak**, mint amelyek a globális pénzügyi és gazdasági válságot megelőzték, csak most a vállalatokéi helyett főként az államok adósságpapírjait vásárolják. Könnyen lehet, hogy a tárgyalt hitelkonstrukcióval az EKB akaratlanul a pénzügyi válság következő szakaszának a magvait veti el.¹³⁹

Az EKB által alkalmazott „lopakodó” mennyiségi könnyítés **további gyengései** között említhető, hogy nincs arra garancia: az érintett kereskedelmi bankok hajlandók pénzügyileg gyengének tartott GMU-tagállamok magas hozamú, de kockázatos állampapírjait megvásárolni. Arra sincs garancia, hogy a pótlólagos likviditás utat talál a reálszférába, legalábbis a konstrukció kezdeti szakaszában nem volt. A mérlegfőösszeg növekedése, a túlzott eladósodás alááshatja az EKB hitelességét, ezáltal cselekvőképességét. Bár közgazdaságilag megalapozott az EKB azon szándéka, hogy enyhítsen a kereskedelmi bankok likviditásszűkösségén, a támogatás három évre történő kiterjesztése prolongálja a „normálisan” működő piacok torzulásait.¹⁴⁰ Arról van szó, hogy nemcsak az EKB, hanem a többi mennyiségi könnyítést végrehajtó jegybank is beavatkozik a hozamgörbe alakulásába, alacsonyan tartja a hosszabb lejáratokon a kamatlábakat, ezáltal eltorzítja azokat.

A feltételek nélkül, alacsony kamatláb mellett nyújtott európai központi banki hitelek **gyengítik** az eladósodott országokban a bankokra és a kormányokra nehezedő **reformnyomást**, illetve táplálják az **erkölcsi kockázatot**. A **bankok** három év haladékot kaptak ahhoz, hogy megreformálják működésüket. A felvett olcsó hitelek egyelőre lehetővé teszik, hogy a bankok könnyebben csökkentsék mérlegfőösszegüket. Szerkezeti átalakítások nélkül a gyenge tőkehelyzet miatt romolhat a bankok hitelnyújtó képessége, ami hátrányos a hosszú távú gazdasági növekedés szempontjából. E problémát orvosolandó javasolták azt, hogy az EKB szerkezeti reformprogramhoz, illetve annak végrehajtásához kösse hiteleit. Az EKB alapszabálya azonban ilyen feltételek közvetlen megkövete-

¹³⁷ Patrick Jenkins, Mary Watkins, Rachel Sanderson: Draghi's cash tonic makes banks smile. Financial Times, 2012. március 2., 17. o.

¹³⁸ Patrick Jenkins: Banks must beware the side-effects of ECB magic medicine. Financial Times, 2012. március 6., 14. o.

¹³⁹ Richard Milne – Mary Watkins: The leaning tower of perils. Financial Times, 2012. március 28., 7. o.

¹⁴⁰ Patrick Jenkins: Super Mario's bank funding scheme is no panacea. Financial Times, 2012. január 31., 14. o.

lését nem teszi lehetővé. Az EKB hitelei a kereskedelmi bankok felelőtlen magatartását is ösztönözhetik.

Mivel az EKB nem egyetlen ország központi bankja, ezért kötvényvásárlásai elosztási problémákat is előidézhetnek. Ha ugyanis az EKB veszteséget szenved a kötvényportfólióján, akkor kérhet részvényeseitől pótlólagos tőkét. Ez azzal egyenértékű, hogy az Európai Központi Bank fiskális transzferek eszközévé válik, ami viszont összeegyeztethetetlen az alapszabályával.¹⁴¹

Ami a **kormányokat** illeti, a tapasztalatok alapján a feltételek nélküli korlátlan államkötvény-vásárlás az ún. **erkölcsi kockázatot** táplálja, azaz gyengíti az érintett országokban a szerkezeti reformok végrehajtására irányuló kényszereket. A kormányok esetében számolni kell az ún. CRIC-ciklussal. Ennek lényege, hogy a válságra (Crisis) reagálnak a döntéshozók (Response), ennek nyomán javul a helyzet (Improvement), ez pedig megelégedettséghez, hátradőléshez (Complacency) vezet.¹⁴²

Az EKB-hitelek a GMU likviditási problémáinak bizonyos mértékű enyhítését szolgálják, **nem alkalmasak** viszont a **fizetőképesség javítására és az államadósság csökkentésére**, különösen pedig az eladósodott GMU-tagállamok versenyképességének növelésére és makrogazdasági egyensúlyhiányainak, azon belül folyó fizetési mérleghiányának mérséklésére.¹⁴³ A hároméves futamidő miatt a hitelek időt adnak mind a kormányoknak, mind a kereskedelmi bankoknak az alkalmazkodásra. A lehetőség kihasználása kizárólag az érintett gazdasági szereplőkön múlik. Az EKB intézkedései (miként általában a monetáris politika) nem helyettesítik a fiskális konszolidációt, a szerkezeti reformokat stb., azaz nem veszik át a többi állami intézmény feladatait.

Az Európai Központi Bank hitelei növekvő mértékben helyettesítik a **határokon átnyúló magántőke-áramlásokat**. Ezáltal az euró korábbi pénzügyi és reálgazdasági integráló szerepe gyengül. Az EKB GMU-ra kiterjedő egységes irányadó kamatlába ellenére az egyes tagállamok állampapír-piaci hozamaiban növekvő különbségek figyelhetők meg. Így például amíg 2009 novemberében a tízéves görög államkötvény hozama 2 százalékponttal volt magasabb a németnél, addig 2012. szeptember elején a különbség 22 százalékpont volt. Ez arra utal, hogy egyrészt az EKB elveszítette a kamatlábak feletti ellenőrzést, másrészt a GMU pénzügyi piaca fragmentálódik (ennek vannak a monetáris po-

¹⁴¹ Jean Pisani-Ferry: The Known Unknowns and Unknown Knowns of EMU. Bruegel Policy Contribution, Issue 2012/8, October 2012., 8. o. Elérhető: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/756-the-known-unknowns-and-the-unknown-unknowns-of-the-emu/>

¹⁴² Három ok, ami miatt még korai az öröm az eurózónában. 2012. március 4. Elérhető: http://www.portfolio.hu/gazdasag/harom_ok_ami_miatt_korai_meg_az_orem_az_eurozonaban.163795.html

¹⁴³ „Az európai uniós politikák nem ismerték fel a fizetéseképtelenség lehetőségét, és a válságot úgy kezelték, mintha az tiszta likviditási válság lett volna. Nem vették figyelembe a bank- és szuverén válság és az országok közötti kölcsönös függőséget. Emellett a válságkezelés reagáló jellegű volt, nem pedig proaktív. A nem megfelelő válaszok miatt elherdálták hitelességüket.” Zsolt Darvas, Jean Pisani-Ferry and André Sapir: A comprehensive approach to the euro-area debt crisis. Bruegel Policy Brief, January 2011., p. 1.

litikától különböző lényeges aspektusai).¹⁴⁴ A pénzügyi piacok ugyanis a GMU felbomlásától tartva magasabb hozamok fizetésére kényszerítik az eladósodott országokat. A külföldi piaci szereplők teljes mértékben kivonultak a spanyol és az olasz szuverén adósságpiacon. Az új kibocsátásokat döntően a hazai bankok vásárolják meg, mindenekelelt az EKB által nyújtott hitelekkel.

Ezen túlmenően a hazai bankokra piaci és szabályozói nyomás nehezedik a határokon túlnyúló kitétség mérséklése végett, azaz erősödik a **pénzügyi protekcionizmus**. Az EKB becslése szerint 2011 és 2012 közepe között az overnight pénzpiacra 60-ról 40 százalékra zuhant a határokon átnyúló hitelek összege. A pénz- és tőkepiacok fragmentálódása súlyos következményekkel jár a vállalati beruházásokra nézve. A GMU-tagállamok központi bankjai által használt TARGET 2 fizetési rendszerben a Deutsche Bundesbank követelése 700 milliárd euróra emelkedtek döntően a periféria országaihoz szemben.¹⁴⁵ Más szavakkal: hazamenekült a német tőke. A jelek szerint egyelőre nincs elképzelés arról, hogy milyen módon lehetne elérni a határokon átnyúló magántőke-áramlások növekedését.

Ha a monetáris lazítás hatására **az euró gyengül** a főbb devizákkal szemben, akkor ennek nyomán különösen a pénzügyi zavarokkal küszködő dél-európai országok relatív versenyképessége javul. Az euró főbb devizákkal szembeni árfolyamának jelentősebb trendszerű gyengülése 2014. január végéig nem volt tapasztalható. Ennek valószínűleg az is oka volt, hogy a GMU kedvezőbb fiskális egyenleggel és fizetésimérleg-többlettel rendelkezik, mint az USA, amelynek mind államháztartása, mind pedig folyó fizetési mérlege deficitese. A fiskális probléma hozamemelkedésen keresztül generált tőkebeáramlást, ami erősítette az eurót. Az euró dollárral szembeni aktuális árfolyamát nem csekély mértékben alakítja az is, hogy a pénz- és tőkepiaci szereplők az adott pillanatban vagy időszakban hogyan értékelik egymáshoz képest az USA, illetve a GMU államháztartási hiányát, illetve államadósságát.

A kereskedelmi bankoknak 2011 végén és 2012 elején lebonyolított aukciókon értékpapír-fedezet mellett adott korlátlan hároméves hitel arra utal, hogy a Fed-hez vagy a Bank of England-hez hasonlóan az Európai Központi Bank de facto és sajátos formában, korlátozottan a **végző hitelezői szerepkör betöltését** is vállalta a bankok felé. Ezt természetesen hivatalosan nem ismerte el. A végző hitelezői szerep egyébként ideiglenes eszköz a likviditási feszültségek enyhítésére, illetve az euróövezet erősebb fiskális integrációjának elősegítésére. Ennek alapján csak akkor célszerű a végző hitelezői szerepkör ellátásához fordulni, ha a cél válsághelyzetben a Gazdasági és Monetáris Unió egyben tartása.

A szuverén adósságválság előrehaladásával **2012. augusztus 2-án** Mario Draghi elnök az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa nevében bejelentette, hogy kész minden, a mandátumába tartozó eszközzel megvédeni az eurót, ennek érdekében kész **mennyiségi korlátok nélkül beavatkozni az állampapírok másodlagos piacán**. A legújabb eszköz, amelyet **2012. szeptember 6-án** mutattak be, a **szuverén kötvények másodlagos**

¹⁴⁴ Ralph Atkins: Convergence in reverse. Financial Times, 2012. szeptember 4., 8. o.

¹⁴⁵ Ralph Atkins: i. mű, 8. o.

piaci vásárlása (Outright Monetary Transaction – OMT). Ezzel egyidejűleg az EKB állampapír-piaci programját (SMP) befejezettnak nyilvánították.¹⁴⁶

A szuverén kötvények másodpiaci vásárlását az EKB a **monetáris transzmissziós folyamat** nehézségeivel indokolta. A beavatkozás **deklarált célja** a monetáris transzmisszió hatékonyságának növelése volt. A monetáris transzmisszió és a töredezettség a vállalati (magánszektor) hitelezésének a problémája, mert nem neki, hanem az államnak nem hitelez a jegybank. Az államkötvény-vásárlás a bankok likviditási helyzetén és a hozamokra gyakorolt hatáson keresztül segíti a vállalati hitelezést. Ez monetáris indok, nem a szuverén mentése a cél, de azon is segít a beavatkozás.

A tervek szerint a beavatkozás a hozamgörbe rövid oldalát, vagyis az egy és három év közötti futamidejű állampapírok piacát érinti. Ettől a hosszabb lejáratú állampapírok hozamának csökkenését várják addig a szintig, ahol az eladósodott országok alacsonyabb költséggel képesek finanszírozni államadósságukat. Ezáltal javul a befektetői bizalom a GMU-ban, ami vonzóbbá teszi az állampapír-vásárlást a gazdasági szereplők számára. Az állampapír-vásárlásokra sterilizáltan (azaz az infláció elkerülése végett a gazdaságban az állampapír-vásárlás nyomán felduzzadt pénzmennyiség egy részének lekötésével) kerül sor. Ebben különbözik az OMT a Fed mennyiségi könnyítésétől. Az utóbbi ugyanis szándékosan, sterilizálás nélkül pumpál pótlólagos likviditást a bankrendszerbe. Az EKB az OMT-t addig folytatja, ameddig el nem éri a célkitűzéseit, vagy összeférhetlenség keletkezik a makrogazdasági alkalmazkodással, vagy óvatossági programokkal.

A programban való részvétel **feltételekhez kötött**, csak olyan országok vehetnek részt benne, amelyek külső pénzügyi segítséget kértek az EFSF/ESM keretében vagy annak létrehozását megelőzően, és eleget tesznek a pénzügyi csomagokban vállalt feltételeknek. Más szavakkal: az érintett országok rendelkeznek az Európai Bizottság és az ESM által jóváhagyott makrogazdasági kiigazítási programmal vagy a fiskális paktum 14. cikk 1. bekezdésében (lásd a 4.3.4. fejezetben) említett elővigyázatossági programjával (Enhanced Conditions Credit Line), feltéve, ha ezek a programok lehetővé teszik az EFSF és az ESM számára állampapírok vásárlását az elsődleges piacon. A kondicionalitás kikötésének szerepe feltehetően az, hogy – legalábbis részben – megkerüljék a GMU-tagállamok államháztartása monetáris finanszírozásának tilalmát. Ugyanakkor a kondicionalitás korlátozza a központi banki garancia hatékonyságát. Emiatt az OMT nem tekinthető klasszikus értelemben vett korlátlan végső hitelezői szerepnek az EKB részéről.

Az OMT a gyakorlatban **korlátlan állampapír-vásárlással lehet egyenértékű**, ezáltal az EKB képes lehet arra, hogy megnyugtassa a pénzügyi piacokat, és lényegesen mérsékelje a problémás országok állampapír-piaci hozamát. (Kérdéses, hogy a hosszú lejáratú állampapírok hozamának csökkentése elegendő-e az eladósodott országok gazdasági növekedésének előmozdítására). Az OMT azt az üzenetet hivatott közvetíteni a gazdasági szereplőknek, hogy az EKB (formális jogi kötelezettségvállalás nélkül) vállalja a

¹⁴⁶ Az OMT-re vonatkozó információk forrása: ECB Press release. 6 September 2012 – Technical features of Outright Monetary Transactions. Elérhető: http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html

végső hitelezői szerepet (korlátlanul vásárol államkötvényt), nemcsak a bankok, hanem a nem-rezidensek számára is, még akkor is, ha valójában soha nem vásárol. Ezzel az OMT egyfajta **biztosítási szerepkört** tölt be, így a gazdasági szereplőknek nem kell félniük, ha nem tudják eladni az állampapírjaikat, ha a piac valamely tagállam ellen fordul. Mindebből az következik, hogy az LTRO-tól eltérően az OMT-t nem monetáris politikai eszköznek szánták.

A korlátlan állampapír-vásárlás lehetőségének a deklarálása kiemelkedő mértékben járult hozzá ahhoz, hogy alábbhagyott, majd megszűnt a visszafordíthatósági kockázatra, azaz a GMU felbomlására irányuló spekuláció. A piaci szereplők ugyanis tisztában vannak azzal, hogy nem tudják felvenni a versenyt az EKB elméletileg végtelen pénzügyi forrásaival. A verbális kommunikáció erejét, elrettentő hatását mutatja, hogy az OMT keretében e könyv lezárásáig (2014. január végéig) nem került sor állampapír-vásárlásra, azaz nem kellett az OMT-t tesztelni a gyakorlatban. A **szükséghelyzetben alkalmazott**, nem vagy szükséztávan kommunikált készletli **likviditási segítség** (Emergency Liquidity Assistance – ELA) is a dolog természetéből adódóan nem publikált végső hitelezői szerepkör betöltésének eszköze.

Az OMT-program több szempontból is bírálható. Így nem világos, közgazdasági megfontolásokkal nehezen igazolható, hogy az EKB miért korlátozza vásárlásait **a 3 éves vagy annál rövidebb futamidejű állampapírokra**. Ennek az lehet a következménye, hogy a GMU-tagállamok rövidebb futamidejű állampapírokat bocsátának ki, mint akkor, ha az EKB nem szabott volna ilyen korlátot, ezáltal nő a likviditási válsággal szembeni sebezhetőségük.¹⁴⁷

Nem túlságosan meggyőző a **monetáris transzmisszió hatékonyságára** történő hivatkozás. Ehhez meg kellene adni a GMU-tagállamok által kibocsátott állampapírok azon árfolyamszintjét, amely összhangban van a transzmisszió mechanizmus zavartalan, normális működésével.

A kondicionalitás bevezetése révén az EKB össze kívánja kapcsolni a likviditás biztosítását az erkölcsi kockázat mérséklésével. Ezen túlmenően az EKB az Európai Bizottság és a Nemzetközi Valutaalap mellett a pénzügyi kisegítésben részesülő tagállamok fiskális politikáinak a figyelemmel kísérésében is részt vesz, ami minden kétséget kizáróan politikai jellegű tevékenység. A kondicionalitás azt is jelenti, hogy az EKB tevékenysége növekvő mértékben függ fiskális politikai döntésektől, azaz az EKB, illetve a monetáris politika nem független a fiskális hatóságoktól. Mindez veszélyezteti az Európai Központi Bank függetlenségét.¹⁴⁸ Mindebből az a következtetés is levonható, hogy a szuverén adósságválság kezelése nyomán, a körülmények hatására az EKB intézményi függetlensége is felpuhult (de személyi és pénzügyi függetlensége nem csorbult).

Érdekes kérdés, hogy mi történik akkor, ha egy tagállam nem tartja be az ESM keretében nyújtott pénzügyi segítség jegyében vállalt kötelezettségeit, vagy a megszorítások

¹⁴⁷ Paul De Grauwe: Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed? London School of Economics 'Europe in Question' Discussion Paper Series, No. 57/2013, February, 2013., 17. o. Elérhető: <http://www2.lse.ac.uk/europeanInstitute/LEQS/LEQSPaper57.pdf>

¹⁴⁸ Paul De Grauwe: i. mű, 18. o.

nem érik el a kívánt eredményt. Ebben az esetben további megszorításokra lehet szükség, amelyek viszont politikai megfontolások miatt nem vállalhatók, miközben az EKB csak súlyos következmények mellett hagyhatja abba az állampapír-vásárlásokat. Az is elképzelhető, hogy a válság olyan mértéket ér el, hogy egyetlen kormány sem folyamodik az ESM forrásaiért. Ebben az első megközelítésben elméleti, de a gyakorlatban nem kizárható esetben az EKB nem tudja betölteni a végső hitelezői szerepet. Mindez gyengíti az OMT hitelességét.

Az EKB-nak az OMT keretében végzett korlátlan állampapír-piaci beavatkozása nem szünteti meg az **erkölcsi kockázatot**. Ezt hivatottak ellensúlyozni a gazdasági kormányzás javítása jegyében tett, illetve előirányzott intézkedések, amelyeket a 4.3. fejezet tárgyal. Az OMT időt kíván adni a kormányoknak a szerkezeti változtatásokra. A tényleges hatása azonban az is lehet, hogy mivel hamis biztonság illúzióját közvetíti a politikai döntéshozóknak, ezért akadályozhatja a fiskális unió létrehozását.

Christopher Sims¹⁴⁹ szerint, aki az egyik 2011. évi közgazdasági Nobel-díjas volt, az infláció a fiskális sokkok kezelésének időben kevésbé költséges eszköze, mint az államcsőd tényleges bekövetkezése vagy annak kockázata. Ebből adódik a következtetés, hogy **válsághelyzetben** a két rossz: az államcsőd vagy az infláció közül az utóbbi a kisebb. Ahhoz azonban, hogy az EKB az OMT-hez kötődő feltételektől függetlenül korlátlanul vásárolhasson államkötvényt, további intézkedések kelljenek, beleértve szükség esetén **az EKB feltőkésítését**. Ezt nehezíti, hogy az EKB mögött nem áll egységes fiskális hatóság. A jelenlegi szuverén adósságválság körülményei között kevés GMU-tagállam kívánja saját pénzügyi nehézségeit azzal fokozni, hogy feltőkésíti saját jegybankját azért, hogy rajtuk keresztül feltőkésítse az Európai Központi Bankot. Ez az államháztartási deficit megnövekedése miatt további kiadáscsökkenést vagy adóemelést tenne szükségesé. A terhek tagállamok közötti megosztása további viták forrása lehet.

A szerkezeti reformokat fékező erkölcsi kockázat mellett a végső hitelezői szerep ellátásának legfőbb mellékhatása az, hogy az államkötvény-vásárlások nyomán nő a pénzkínálat, aminek inflációs hatása van. (Minden hiperinfláció, így például az első világháború utáni német, az államháztartási deficitnek monetizálásával kezdődött.)

A jelenlegi feltételek között az inflációs veszély valószínűleg erősen eltúlzott. Becslések szerint **a GMU inflációmentes veszteségfelszívó kapacitása** 3000 milliárd euró körül van. Olaszország és Spanyolország államkötvény-állománya mintegy 2750 milliárd euró, azaz az inflációs hatás ebben a nagyságrendben várhatóan nem érvényesül. (A másik lehetőség, hogy ezt az összeget az EFSF, illetve az ESM keretében bocsátják rendelkezésre, de ez a 3.3.1. fejezetben ismertetett okok miatt kizárt.) Jelenleg az államháztartás és a magánszféra hitelkereslete alacsony, így erről az oldalról sem fenyeget inflációs veszély. Ráadásul a korlátlan államkötvény-vásárlás bejelentése visszatartó erejű is lehet, mert a gazdasági szereplők tisztában vannak a trenddel szemben történő cselekvés súlyos következményeivel. Ezért az EKB jóval kisebb költséggel lenne képes céljait meg-

¹⁴⁹ The Economist, 2011. november 5., 88. oldal

valósítani.¹⁵⁰ Ez a svájci jegybank esetében is bebizonyosodott, amikor 2011 őszén korlátlan intervencióra vállalt kötelezettséget a svájci frank euróval szembeni árfolyamának az 1,20 frank feletti szinten történő tartása érdekében.

Nem egyértelmű **az OMT jogi megalapozottsága**. A német alkotmánybíróságnak a Deutsche Bundesbank által benyújtott beadványa szerint¹⁵¹ az OMT megsérti az Európai Központi Bank mandátumát, az EKB feladata ugyanis a monetáris politika végrehajtása. Az állampapír-vásárlás államok finanszírozásával egyenértékű, ezért fiskális ügy. Az érdektelen, hogy az EKB a kereskedelmi bankokon keresztül vásárol állampapírt, mert a vásárlások célja a hozamok befolyásolása, ami az elsődleges kibocsátásokon elérhető hozamokat is érinti. Ha az adós országok az államcsőd valamilyen formáját jelentik be, akkor az EKB veszteséget kénytelen elszenvedni, amit 18 részvényesének kellene fedeznie az EKB alaptőkéjéhez való hozzájárulásának arányában. Mivel a Deutsche Bundesbank az EKB legnagyobb részvényese, ezért a német adófizetőkre hárulna a legnagyobb teher. A német parlament erről nem szavazott, ezért az OMT alkotmányellenesnek tekinthető.

Ezzel szemben az Európai Központi Bank álláspontja az, hogy az EKB nem kíván kormányokat finanszírozni. Az OMT meghirdetésére a monetáris politika hatékonyságának javítása érdekében volt szükség, mert az EKB kamatlábjelzései nem értek el a piacokhoz, a transzmissziós mechanizmus nem kielégítően működött. Így az EKB nem sértette meg a mandátumát.

Wolfgang Schäuble német pénzügyminiszter szerint a német alkotmánybíróság kompetenciája nem terjed ki az EKB-ra, mert csak annak a megállapításában illetékes, hogy bizonyos európai uniós jogi aktusok megsértették-e az alapszerződéseket vagy nem. Feltételezhető, hogy az ügyet átteszik az Európai Unió Bíróságához.

Az LTRO-tól eltérően az OMT-ben tehát megjelennek az EKB pénzügyi műveleteihez kapcsolódó feltételek, amelyeket azonban nem az EKB szab meg közvetlenül (ilyet nem is tehetne), hanem az EFSF-en, illetve az ESM-en keresztül az európai uniós intézmények. A feltételek ellenőrzésében az IMF is részt vesz. Az EKB heti rendszerességgel teszi közzé, hogy milyen mennyiségben vásárolt állampapírt. Nem határoznak meg hozamcél. Az EKB lépésének egyik leglényegesebb célja a két legeladósodottabb GMU-tagállam, Spanyolország és Olaszország állampapírhozamainak mérséklése és alacsony szinten tartása.

Lényeges kockázat a német alkotmánybíróság értékelése az OMT-ról. Ha a várhatóan árnyalt ítélet, amely előfeltételeket is tartalmazhat, csekély mértékben is megkérdőjelezi az OMT-t, akkor az gyengítheti a konstrukció hitelességét, sőt turbulenciákat válthat ki a pénz- és tőkepiacokon. Ezek kezelése további nem konvencionális eszközök (újabb LTRO, a mennyiségi lazítás újabb formái stb.) bevetését teheti szükségessé az EKB részéről. A fragmentált pénzügyi piacok miatt a mennyiségi lazítás nehezebb egy monetá-

¹⁵⁰ Alexander Friedman: It is time for you to fire the silver bullet, Mr Draghi. Financial Times, 2011. november 10., 28. o.

¹⁵¹ Germany and the euro. The ja and nein of euro rescues. The Economist, 2013. június 15., 24. o.

ris unióban, mint például az USA-ban vagy az Egyesült Királyságban.¹⁵² A mennyiségi könnyítést más tényezők (a kis- és középvállalatok hitelfelvételi feltételeinek javítása stb.) is indokolják, amelyek elemzése szétfeszítené e könyv tartalmi és terjedelmi kereteit.

Ami a **monetáris politika** egyéb területeit illeti, az Európai Központi Bank **kamatpolitikája** az amerikai, a japán és a brit jegybankéhoz képest hosszabb időn keresztül meglehetősen restriktív volt. Az EKB 2013. május 8-án csökkentette 0,25 százalékponttal 0,5 százalékra irányadó kamatlábát, amely ennek nyomán nagymértékben közeledett az amerikai, a japán és a brit rátához. Ennél azonban lényegesebb, hogy az EKB 2012. július 11. óta nem fizet kamatot az egynapos jegybanki betétek után. A bankrendszer napi likviditásfeleslege 2013 májusában 121 milliárd euró volt. A zéró nominális kamatláb reálértelemben negatív, ami a bankrendszerre kivetett adónak feleltethető meg. Ez tovább rontja a GMU bankrendszerének egyébként sem kedvező jövedelmezőségét. Egy másik kockázat az, hogy a bankok a jegybanki betét helyett 500 eurós bankjegyeket halmoznak fel. A kamatpolitika sokkal kisebb mértékben járult hozzá a válságkezeléshez a GMU-ban, mint a fejlett országok többségében. Az EKB főként a gazdasági tevékenységek ösztönzése végett 2013. november elején további 0,25 százalékponttal, 0,25 százalékra mérsékelte irányadó kamatlábát.

Az Európai Központi Bank monetáris politikájának célkitűzése az, hogy a harmonizált árindexszel definiált inflációt középtávon 0 és 2 százalék között, azon belül 2 százalék közelében tartsa. Ez a sáv felel meg az EKB által definiált árstabilitás követelményének. Az EKB magasabb, például 2 és 4 százalék közötti inflációs cél meghatározásával nagymértékben segíthetné a periféria eladósodott országai államháztartásának a konszolidálását. Kérdés, hogy ezt a magasabb inflációs célt milyen eszközök alkalmazásával tudná elérni.

Összességében megállapítható, hogy a GMU, illetve az Európai Központi Bank példája is igazolja: a monetáris politika önmagában nem alkalmas a szuverén adósságválságot kiváltó okok megszüntetésére, a gazdasági növekedés dinamizálására. Szerepe abban van, hogy egyrészt csúcspontokat szüntet meg, másrészt időt ad a gazdasági szereplőknek a szükséges reformok végrehajtására. A monetáris politikai döntéshozók legfőbb dilemmája: milyen módon lehet úgy a gazdasági szereplők számára kielégítő monetáris politikát folytatni, hogy az erkölcsi kockázat és a potyautas magatartás minimális legyen.

¹⁵² Wolfgang Münchau: Why Europe needs to try unconventional policy. Financial Times, 2013. november 18., 9. o.

4. A válságkezelés egyéb területei

A három tagadás felpuhítása önmagában kevésnek bizonyult a Gazdasági és Monetáris Unió szerkezeti és intézményi gyengeségeinek az orvoslására. Legfeljebb arra volt elegendő, hogy az európai uniós intézmények időt nyerjenek az oksági terápia kidolgozására. Az utóbbi egy-két évben a szuverén adósságválság az EU történetében példátlan jogalkotásra sarkallta az európai uniós intézményeket a gazdaságpolitikai koordináció, a gazdaságirányítás és -szabályozás terén. A fiskális szigor erősítését célzó jogszabályokat és egyéb intézkedéseket gyakran a három tiltás fellazításával párhuzamosan fogadták el. Nagyszámú olyan, a Stabilitási és Növekedési Paktum hatékonyságát fokozó, a gazdaságirányítás javítását, a versenyképesség erősítését előmozdító jogszabályt hagytak jóvá és léptettek életbe, amelyek az államháztartási hiányok újratermelődését korlátozzák, ezen keresztül – jórészt közvetve – hozzájárulnak a szuverén adósságválság kezeléséhez. Ezek a jogszabályok a dolog természetéből adódóan megmaradtak az alapszerződés által kialakított feltételrendszer keretei között. Az esetek nagy részében a három tiltás következményeinek ellensúlyozására, a fiskális unió hiányának kompenzálására voltak hivatottak. Az elfogadott, az esetek nagy részében európai uniós jogszabályok formáját öltő eljárások és intézkedések egyrészt **megelőző**, másrészt **korrekciós jellegűek**. Az európai uniós szabályokat tartósan megsértő EU-tagországok szankciókra számíthatnak. A fejezet először a Stabilitási és Növekedési Paktum fő vonásait és korábbi felülvizsgálatát ismerteti, ami segíti a továbbiak megértését, majd a gazdaságpolitikai koordináció bemutatására kerül sor. Az ezt követő részek a gazdasági kormányzás reformját, a növekedési valamint a versenyképességi és a fizetésimérleg-válság kezelését tekintik át és elemzik.

4.1. A Stabilitási és Növekedési Paktum és 2005. évi felülvizsgálata

A három tiltáson alapuló Gazdasági és Monetáris Unió fenntartásának elengedhetetlen feltétele a Maastrichti Szerződésben rögzített konvergencia-kritériumok betartása. A GMU létrehozása, ezzel összefüggésben az euró bevezetése után az árfolyam-kritérium irrelevánssá vált. Miként arról más összefüggésben korábban szó volt, az inflációs kritérium betartását csak a GMU-ba való belépés előtt ellenőrzik. Az euróövezeten belül nincsenek formális felügyeleti eljárások és mechanizmusok az inflációs kritérium betartására. Ugyanez vonatkozik a kamatláb-kritériumra. Általános szabályként a kamatláb nagysága nagymértékben függ az inflációs ráta nagyságától. A Gazdasági és Monetáris Unióban a globális pénzügyi és gazdasági válság kezdetéig a tagállamok kamatlábai nagymértékben közeledtek egymáshoz. A konvergenciakritériumok közül a leglényesebb az államháztartási, különösen a szuverén adósságválság körülményei között.

A Maastrichti Szerződés kidolgozói a GDP-arányos költségvetési deficit 3 százalékos felső határértékének kialakításakor abból indultak ki, hogy **a folyó költségvetési bevételeknek fedezniük kell a folyó kiadásokat**, tehát a folyó költségvetési tételek esetében a deficitfinanszírozást lehetőség szerint el kell kerülni. Hitelből csak az állami-közületi szektor beruházásait szabad finanszírozni. Ez az ún. **aranyszabály**. Empirikus tapasztalatok alapján a Maastrichti Szerződés aláírása előtti években a tagállamok költségvetési

forrásokból fedezett beruházásai a GDP 3 százaléka körül mozogtak. A költségvetési beruházások kamatterhei e mérték betartásával nagyobb feszültségek nélkül még finanszírozhatók. A 3 százalékos GDP-arányos éves költségvetési deficitet felső határértékként határozták meg, amely független attól, hogy a gazdaság éppen felszálló vagy leszálló szakaszban, esetleg recesszióban van.

A kiegyensúlyozott folyó költségvetés (a folyó kiadások megegyeznek a folyó bevételekkel) mögött az a filozófia húzódik meg, hogy a kormányzati hitelfelvétel kiszorítja a magánberuházásokat, ezáltal veszélyezteti a hosszú távú gazdasági növekedést. Az állami-közületi beruházások hitelből történő finanszírozása ugyanakkor a gazdasági növekedést támogató pozitív externáliákat is generál, ami viszont emeli a potenciális kibocsátás ütemét. (Ezzel kapcsolatban megjegyzendő, hogy sok esetben nem egyértelmű a beruházási kiadások meghatározása, de ez nem változtat a dolog lényegén.) A közberuházások egyszersmind az érintett ország eszközállományát (a nemzeti vagyon része) is emelik, ami mind a jelen, mind a jövőbeli generációk számára előnyös.¹⁵³

A beruházások folyó bevételekből történő finanszírozása azt jelenti, hogy a jelen generáció fizet a jelen kiadásaiért még akkor is, ha a jelenben eszközölt kiadások, pontosabban beruházások eredményei közép- vagy hosszú távon jelentkeznek. A hatékonyság és a méltányosság azonban azt kívánja, hogy a közpénzből finanszírozott beruházásokért (útépítés, környezetvédelem stb.) részben azok a jövőbeli generációk is fizessenek, amelyek szintén élvezni fogják e beruházások hasznát. Az viszont megengedhetetlen, hogy kizárólag a jövő generációi fizessenek azokért az előnyökért, amelyeket a jelen generációja élvez.¹⁵⁴ Az aranyszabály tehát biztosítja a generációk közötti méltányos tehermegosztást azáltal, hogy a közberuházások jelenbeli költségeit vagy azok egy részét a jövőben törlesztendő adósság terhére fizetik ki. Az aranyszabály előnyei akkor domborodnak ki különösen, ha az állami-közületi forrásokból finanszírozott beruházások nagyságrendje kisebb, mint ami társadalmi szempontból célszerű lenne.

A GDP-re vetített 3 százalékos államháztartási hiány és a 60 százalékos államadósság között szoros összefüggés mutatható ki. Ha feltételezzük, hogy az államadósság-ráta változása megegyezik az államháztartási hiány rátájának és a GDP növekedés miatti adósságszint-változás különbségével, akkor ez a két kritérium csak akkor konzisztens egymással, ha a nominális GDP folyamatosan 5 százalékkal nő. Ha az induló érték 60 százalék felett van, akkor csökkenni fog, ha az alatt, akkor nőni fog az államadósság-ráta 3 százalékos államháztartási hiány és 5 százalékos nominális GDP-dinamika mellett.¹⁵⁵ Ez azt jelenti, hogy mivel az EU, illetve a GMU sok tagállamának a nominális GDP-dinamikája nem érte el az utóbbi időben az 5 százalékot, ezért a 3 százalékos GDP-arányos költségvetési hiánycélnak való megfelelés a korábban feltételezettnél na-

¹⁵³ Benczes István – Váradi Szilvia: Aranyszabály helyett adósságfék – a német példa. *Közgazdaság*, VI. évf., 2. szám, 2011. június, 95. o.

¹⁵⁴ Jean Pisani-Ferry: Balancing the stability pact. *Financial Times*, 2002. június 26., 15. oldal.

¹⁵⁵ Borkó Tamás: A Stabilitási és Növekedési Egyezmény relevanciája és gazdaságpolitikai jelentősége Magyarország számára. *International Center for Economic Growth European Center (ICEG EC)*, Munkafüzet 7. Budapest, 2004. június, 56 oldal. Elérhető: <http://mek.oszk.hu/05500/05577/05577.pdf>

gyobb erőfeszítéseket tett szükségessé a fiskális politikában. Azokban a tagállamokban, ahol gyors a gazdasági növekedés, ott magasabb hiány is megengedhető és fordítva, a lassan növekvő tagállamokban a hiány megengedhető nagysága is kisebb.

Az államcsőd, de az ennél kisebb méretű feszültségek elkerülése érdekében is a tagállamok az alapszerződésben kötelezettséget vállaltak arra, hogy **kerülik a túlzott költségvetési hiányt**.¹⁵⁶ „A Bizottság figyelemmel kíséri a tagállamok költségvetési helyzetének, államadósság-állományának alakulását a jelentős mértékű eltérések feltárása érdekében. Különösen a költségvetési fegyelem betartását vizsgálja”.¹⁵⁷ Azt nézi, hogy a tervezett vagy a tényleges GDP-arányos költségvetési deficit meghalad-e egy meghatározott referenciaértéket (ez 3 százalék), kivéve, ha a szóban forgó arány jelentős mértékben és folyamatosan csökken, és megközelítette a referenciaértéket. A referenciaérték kismértékű túllépésére kivételesen és átmenetileg kerülhet sor. Ugyanezt vizsgálják az államadósság esetében, azaz a GDP-arányos államadósság meghalad-e egy meghatározott referenciaértéket, kivéve, ha elegendő mértékben csökken, és megfelelő ütemben közelít a referenciaértékhez.

Ha egy tagállam nem felel meg az államháztartási egyensúllyal kapcsolatban vázolt követelményeknek vagy azok valamelyikének, akkor a Bizottság erről jelentést készít. A Bizottság akkor is jelentést tehet, ha a követelmények betartása ellenére úgy ítéli meg, hogy egy tagállamban a túlzott költségvetési hiány veszélye áll fenn.

Ha a Bizottság szerint egy tagállamban túlzott a költségvetési hiány, vagy valószínűsíthető egy ilyen hiány kialakulása, akkor véleményt ír az Európai Unió Tanácsának. A Bizottság ajánlására és figyelembe véve az érintett tagállam esetleges észrevételeit, a Tanács átfogó értékelés után eldönti, hogy valóban fennáll-e a **túlzott költségvetési hiány**. Ha igen, akkor a Tanács ajánlásokat tesz az érintett tagállamnak abból a célból, hogy az megadott határidőn belül véget vessen ennek a helyzetnek. Ezeket az ajánlásokat nem hozzák nyilvánosságra. Ha a Tanács úgy véli, hogy az előírt határidőn belül ajánlásaira válaszként nem hoztak hatékony intézkedéseket, akkor ajánlásait nyilvánosságra hozhatja.

Ha egy tagállam továbbra sem követi a Tanács ajánlásait, akkor a Tanács felszólíthatja a szóban forgó tagállamot arra, hogy meghatározott időn belül hozzon a költségvetési hiánynak a Tanács által szükségesnek ítélt csökkentésére vonatkozó intézkedéseket a helyzet orvoslása érdekében. Hasonló esetben a Tanács arra kérheti az érintett tagállamot, hogy pontos ütemezés szerint jelentéseket készítsen a Tanácsnak annak érdekében, hogy az a tagállam rendezési erőfeszítéseit megvizsgálhassa. Mindezzel szemben a tagországok nem gyakorolhatják kereseti jogukat, azaz nem élhetnek jogorvoslással az Európai Bíróságnál.

Miként a fentiekből is kitűnik, a Maastrichti Szerződésbe **nem iktattak be hatékony szankciókat** azon országokkal szemben, amelyek a Gazdasági és Monetáris Unióba való belépés után nem teljesítik a konvergenciakritériumokat, azok közül is mindenekelőtt az államháztartási kritériumot. A Maastrichti Szerződés kidolgozói ugyanis abból a fel-

¹⁵⁶ EUMSZ 126. cikk (1) bekezdés.

¹⁵⁷ EUMSZ 126. cikk (2) bekezdés.

tételezésből indultak ki, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió megvalósítása mindegyik EU-tagállam elemi érdeke. Így annak létrehozása után önérdékből, jogi szankciók kilátásba helyezése nélkül is mindent meg fognak tenni az előírt feltételek teljesítéséért. A gyakorlatban azonban a fiskális fegyelem különösen kényes kérdésnek bizonyult: nehéz volt betartani az államadósságnak és a költségvetési deficitnek a GDP-hez viszonyított előírt arányát. A megvalósítás során előállt feszültségek aggodalmat keltettek azzal kapcsolatban, hogy magától értetődő-e az államháztartási fegyelem betartása a Gazdasági és Monetáris Unió működése közben. Különösen az NSZK-ban kapott hangot az a feltételezés, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió megvalósítása után várható magasabb kamatlábak negatív növekedési hatásait a tagállamok kormányai költségvetési expanzióval fogják ellensúlyozni. Az államháztartási fegyelem nemcsak a Gazdasági és Monetáris Unió megvalósításához és az euró bevezetéséhez volt elengedhetetlen, hanem a közös valuta iránti bizalom megszerzése, illetve fenntartása érdekében is.

Az államháztartási fegyelem erősítése érdekében egyeztek meg az EU-tagállamok pénzügyminisztereinek 1996. decemberi dublini értekezletén a tagállamok államháztartásának a felügyeletéről. Az Európai Tanács 1997. júniusi amszterdami értekezletén német kezdeményezésre fogadták el az úgynevezett **Stabilitási és Növekedési Paktumot (SNP)**, amely az Európai Unióról szóló szerződés 121. és 126. cikkére épül. Az SNP célja az, hogy **viszatartsa** a Gazdasági és Monetáris Uniót alkotó országokat az államháztartási fegyelem megsértésétől (prevenációs ág), illetve **szankcionálja** azokat az országokat, amelyek megsértik a Maastrichti Szerződés államháztartási egyensúlyra vonatkozó követelményeit (korrekciós ág). Ez tehát lehetővé teszi azon országok „megbüntetését”, amelyek nem tesznek eleget az államháztartási fegyelem követelményeinek. Ennek alapján a Stabilitási és Növekedési Paktum a Gazdasági és Monetáris Unió **közzvetlen szabályozási pillérének** tekinthető.

A Paktum három dokumentumban ölt testet:

- az Európai Tanács állásfoglalása a Stabilitási és Növekedési Paktumról. Ez a politikai döntésnek minősülő állásfoglalás teremtette meg a következő két közösségi jogszabály alapját;
- a Tanács 1997. július 7-i 1466/97/EK rendelete a költségvetési pozíciók felügyeletének valamint a gazdaságpolitikák koordinációjának és felügyeletének erősítéséről (prevenációs ág);
- a Tanács 1997. július 7-i 1467/97/EK rendelete a túlzott költségvetési eljárás tisztázásáról és felgyorsításáról (korrekciós ág).

Azáltal, hogy az SNP a tagállamokat fiskális politikájuk összehangolására és a túlzott hiány elkerülésére szorítja, hozzájárul az EU makrogazdasági stabilitásának eléréséhez és az alacsony infláció és kamatlábak révén a fenntartható gazdasági fejlődéshez és a munkahelyteremtéshez. A dokumentumok szerint ugyanis a legfőbb gazdaságpolitikai cél az árstabilitás elérése, illetve fenntartása. Az államháztartási deficit kiküszöbölése tehát csak származtatott cél. E mögött az a feltételezés húzódik meg, hogy a költségvetési hiány inflációhoz vezet. Ez egyszersmind a monetáris és a fiskális politikák egyfajta (vélelmezett) hierarchiáját is mutatja, ahol a fiskális politika feladata az, hogy biztosítsa

a megfelelő környezetet a monetáris politika számára. (Ez a szupranacionális és a nemzeti érdekek, illetve szintek egyfajta összeütközéseként is értelmezhető.) E hierarchiaelv értelmében a fiskális politika büntethető és büntetendő, ha veszélyezteti az árstabilitást.

A Stabilitási és Növekedési Paktum az alapszerződésnél is konkrétabb célt határozott meg: a stabil és egészséges kormányzati pénzügyek megteremtését és fenntartását. Ez az államháztartás középtávon egyensúlyhoz közeli vagy többletet mutató pozíciójában ölt testet. Kevés szakértőnek tűnt fel, hogy az államháztartás egyensúlyhoz közeli vagy szufficites pozíciója mint követelmény, észrevétlenül felülírta a Maastrichti Szerződést, amely maximum 3 százalékos GDP-arányos hiányt engedélyezett.

A Stabilitási és Növekedési Paktum által előírt, középtávon kiegyensúlyozott költségvetési pozíció korlátozza a közsféra beruházásainak hitelből történő finanszírozását (lásd a korábban tárgyalt arányszabályt). Ez ama, jellemzően kevésbé fejlett tagállamok számára lehet hátrányos, ahol számottevő infrastrukturális fejlesztések szükségesek. E fejlesztések viszont nagyságrendi okokból közpénzből finanszírozhatók.

A **megelőzés** vagy **prevenció** jegyében erősítette meg a paktum a többoldalú felügyelet eljárását és a nemzeti és közösségi gazdaságpolitikák harmonizálását. Emellett előírta egy ún. **korai figyelmeztető rendszer** bevezetését. A folyamatok jobb átláthatósága és közben tartása érdekében a GMU-tagországoknak stabilitási programot, a nem GMU-tagországoknak középtávú konvergenciaprogramot kell készíteniük.

Az Európai Unió Tanácsa 1997. július 7-i 1466/97/EK rendeletének 3. cikke értelmében mindegyik, a Gazdasági és Monetáris Unióban részt vevő EU-tagállam köteles a többoldalú felügyelethez szükséges információkat a Tanács és a Bizottság rendelkezésére bocsátani. Ez ún. **stabilitási programok** formáját ölti, amelyek az árstabilitás és a foglalkoztatás növelését lehetővé tevő erős, fenntartható gazdasági növekedés alapját képezik.

A stabilitási programnak a következőket kell **tartalmaznia**:

1. a fiskális pozíció középtávú értékei, egyensúlyhoz közeli vagy többletet mutató költségvetési pozíció elérését tekintve célnak, az eme cél érvényesítéséhez szükséges út bemutatása, valamint a GDP-arányos államadósság értéke a kívánt állapothoz vezető út demonstrálásával;
2. azok a főbb feltételezések a várható gazdasági fejlődésről és a fontosabb gazdasági változókról, amelyek lényegesek a stabilitási program végrehajtása szempontjából. Ilyen a költségvetési forrásokból finanszírozott beruházások nagysága, a GDP növekedési üteme, az infláció és a foglalkoztatottság;
3. a megtett és/vagy tervezett fontosabb költségvetési és egyéb gazdaságpolitikai intézkedések bemutatása, amelyek a program középtávú céljainak elérését szolgálják. A fontosabb költségvetési intézkedések esetében ismertetni kell azok várható mennyiségi hatásait a költségvetésre;
4. annak elemzése, hogy a gazdasági feltételekben beálló esetleges változások hogyan érintik a költségvetési és az adósságpozíciót.

A fenti 1. és 2. pontok alatti információknak a jelenlegi, az elmúlt egy és a következő három év történéseit kell magukba foglalniuk, tehát összesen öt év adatait tartalmazzák. A lényeg a trendek kimutatása. Az első ilyen programokat 1999. március 1-jéig kellett

elkészíteniük a GMU-ban részt vevő országoknak. Ezután évente kell aktualizálni a programokat.

A programok elkészítése nem egyszerűen a fő makrogazdasági számok publikálásával egyenértékű. A program részletes, számokkal és érvekkel alátámasztott konvergencia- (vagy felzárkózási, illetve kiigazítási) utat rögzít a vállalt célok érvényesítéséhez (amelyeket európai uniós szinten az átfogó gazdaságpolitikai iránymutatások tartalmaznak). A programokban fel kell tüntetni az intézményi és eljárásbeli reformok irányát, mélységét és következményeit is. Az információkat összehasonlítható módon kell közölni. A nyilvánosság és a transzparencia jegyében a stabilitási programokat és frissítéseiket a tagállamoknak publikálniuk kell.

Az Európai Unió Tanácsa a programok benyújtása után két hónappal a következőket vizsgálja:

- a benyújtott stabilitási program középtávú célkitűzései lehetővé teszik-e a túlzott deficit elkerülését;
- feltételezései reálisak-e;
- a megtett és a tervezett gazdaságpolitikai és fiskális politikai intézkedések elegendők-e, megfelelők-e a középtávú költségvetési célok eléréséhez;
- a program tartalma lehetővé teszi-e a tagállamok gazdaságpolitikáinak szorosabb koordinációját, és a tagállamok gazdaságpolitikai összhangban vannak-e az átfogó gazdaságpolitikai iránymutatásokkal.

A Tanács a Bizottság ajánlására és vele konzultálva véleményezi a tagállamok stabilitási programjait. Ahol a Tanács úgy találja, hogy a program tartalmát és célkitűzéseit erősíteni kell, ott erre ajánlásokat tehet az érintett tagállamnak.

Ha a Tanács számottevő eltérést tapasztal a tényleges költségvetési pozícióban a középtávú költségvetési célokhöz vagy az azok érvényesítését lehetővé tevő úthoz képest, akkor a túlzott deficit megelőzése érdekében korai figyelmeztetést ad ki az érintett tagállamnak a szükséges kiigazító lépések megtétele érdekében. A túlzott deficitet később egy minimális határértékhez rögzítve definiálták. E minimális határértéket az éves hiány 0,8–1 százalékában határozta meg a Bizottság. Ha középtávon a deficit ezt a mértéket meghaladja, akkor az adott országot felszólíthatják óvatosabb fiskális politika folytatására.

Ha a következő monitoring idején is fennáll a jelzett eltérés a költségvetési pozíciókban a középtávú céloktól vagy az alkalmazkodási úttól, akkor a Tanács az érintett tagállamot ajánlásban kéri fel azonnali kiigazító lépésekre. Ezt az ajánlást a Tanács nyilvánosságra hozza.

A Gazdasági és Monetáris Unióban részt nem vevő EU-tagállamoknak **konvergenciaprogramot** kell készíteniük. Ennek a tartalma valamivel bővebb, mint a GMU-tagok által készített stabilitási programoké. Így a középtávon kiegyensúlyozott vagy többletet eredményező fiskális politika bemutatása mellett a középtávú monetáris politikát is prezentálni kell, beleértve a monetáris politikai célkitűzéseket, valamint az ár- és árfolyam-stabilitás közötti összefüggéseket is.

A konvergenciaprogramok minősítési kritériumai, a véleményezésükre és a célok érvényesítésére szolgáló eljárások egy kivétellel megegyeznek a GMU-tagállamokra vonatkozó stabilitási követelményekkel. A GMU-ban részt nem vevő EU-tagállamok gazdaságpolitikáinak felügyelete során ugyanis a Bizottság azt is vizsgálja, hogy a gazdaságpolitikák mennyire erősítik a stabilitást, ezáltal elkerülik-e az árfolyamok helytelen igazodását és a nominális árfolyamok fluktuációit.

Az **elrettentést** (korrekció) a túlzottdeficit-eljárás felgyorsítása (az alapszerződésben foglaltakhoz képest) és magának az eljárás tartalmának tisztázása (azon körülmények meghatározása, amelyek mellett lehetőség van a GDP-arányos költségvetési deficit 3 százalékos plafonjának túllépésére anélkül, hogy azt azonnali szankciók kísérnék), fázisainak pontos időrendbe való szerkesztése képezi.

A Tanács 1997. július 7-i 1467/97/EK rendelete a túlzottdeficit-eljárás felgyorsítását, tisztázását és végrehajtását szabályozza. A rendelet abból indul ki, hogy a Maastrichti Szerződés megfelelő cikkei alapján a referenciaértékeket meghaladó, a költségvetési pozícióra számottevő hatást gyakorló deficit kivételes és átmeneti jellegű lehet, ha a tagállamok gazdaságpolitikájának hatókörén kívülálló külső esemény (például természeti katasztrófa) az oka, vagy súlyos recesszióra vezethető vissza. A referenciaértéket meghaladó deficitet akkor is átmenetinek kell tekinteni, ha a Bizottság költségvetési prognózisa azt mutatja, hogy a hiány a szokatlan esemény vagy a súlyos gazdasági visszaesés befejeződésével a referenciaérték alá kerül. (Súlyos a gazdasági visszaesés, ha a reál GDP éves szinten legalább 2 százalékkal csökken.) A túlzott deficit megállapításakor a Bizottság további körülményeket is mérlegel, ha a visszaesés mértéke nem éri el a 2 százalékot. Ilyen lehet például a visszaesés váratlansága, vagy a múltbeli trendekhez képest nagyarányú kumulált veszteség a kibocsátásban.

A GDP negyedévenkénti 0,75 és 2 százalék közötti csökkenése esetén is van lehetőség a szankciók elkerülésére. E „szürke zónában” azonban az érintett tagállamnak bonyolult eljárás keretében kell bizonyítania a rajta kívül álló okok és körülmények meglétét. Minden más esetben automatikusan alkalmazzák a szankciókat.

Ha valamely, a GMU-ban részt vevő tagállam a túlzott deficit elkerülése érdekében sorozatosan nem tesz eleget a Tanács ajánlásaiban foglaltaknak, akkor a Tanácsnak lehetősége van e tagállami magatartás szankcionálására. A szankció általános szabályként nem kamatozó letét formáját ölti. Először a tagország köteles éves GDP-je 0,2 százalékának megfelelő összeget letétbe helyezni. Ehhez kapcsolódik egy változó komponens, amely a megelőző év GDP-arányos deficitje és a 3 százalékos referenciaérték közötti különbség egytizede. Minden további évben, egészen addig, amíg a túlzott deficit meg nem szűnik, a Tanács értékeli, hogy a GMU-ban részt vevő érintett ország hatékony lépéseket tett-e a tanácsi ajánlások végrehajtására. A szankciók súlyosbíthatók, de a letét nem haladhatja meg a GDP 0,5 százalékát.

Tényleges büntetésre csak az eljárás megindítását követő két év múlva kerülhet sor, addig az adott országnak lehetősége van a kiigazító lépések megtételére („átmenet”). Ha a tagállam nem szorítja le a GDP-arányos költségvetési deficitet a Maastrichti Szerződésben megszabott 3 százalék alá, akkor nem igényelheti vissza a büntetesként meghatáro-

zott letétet. Ha javul az államháztartási fegyelem, akkor visszakapja a befizetett pénzt, de kamatot nem kap utána.

A költségvetési deficit aránya nemcsak a laza közösségi gazdálkodás miatt emelkedhet, hanem más okokból is. Ha természeti katasztrófák következményeinek elhárítása áll a háttérben, akkor eltekintenek a szankcióktól. Akkor sem kell befizetni a letétet, ha a költségvetési deficit azért nőtt, mert a GDP 2 százaléknál nagyobb mértékben csökkent az előző évihez képest.

A fentiekből jól kitűnik, hogy az ismertett szankciók csak a GMU-tagállamokra alkalmazhatók. Ebből az is következik, hogy a túlzottdeficit-eljárással kapcsolatos lépésekről, amelyek szankciókat válthatnak ki, az Ecofinben csak a GMU-tagállamok képviselői szavazhatnak.

A stabilitási és a konvergenciaprogramban vállalt GDP-arányos államháztartási hiány követelményének nem teljesítése az említetteken túl is szankciókat vonhat maga után. Ez a GMU-hoz nem csatlakozott EU-tagállamokra vonatkozik. A Kohéziós Alapról szóló tanácsi rendelet szerint a stabilitási, illetve a konvergenciaprogramban vállalt GDP-arányos államháztartási hiány követelménye teljesítésének elmulasztása esetén a **kohéziós projektek finanszírozását** végső esetben, sorozatos szabálysértés esetén **felfüggeszthetik**. A Kohéziós Alap forrásai folyósítása felfüggesztésének a következményei még súlyosabbak lehetnek akkor, ha a folyósítás megvalósítás alatt lévő projektekre vonatkozik. Ezt úgy igyekeznek elkerülni, hogy a felfüggesztés később indítandó projekteket érintsen. Figyelmet érdemel, hogy a Nemzetközi Valutaalap sokkal erőteljesebb szankciókat alkalmaz azokkal az országokkal szemben, amelyek nem tesznek eleget az általuk vállalt kötelezettségeknek.

A Stabilitási és Növekedési Paktumot Franciaország csak azzal a feltétellel írta alá, hogy az EU 1996 áprilisa óta ülésezett kormányközi konferenciáját lezáró Amszterdami Szerződésbe bekerült az ún. foglalkoztatási fejezet, amelyet foglalkoztatási és növekedési fejezetnek is hívnak. A foglalkoztatási helyzet javítása mellett ugyanis a tagállamok a gazdasági növekedés előmozdítását is célul tűzték.

A Stabilitási és Növekedési Paktum egyrészt azt kívánta garantálni, hogy **a közös monetáris politika és a szubszidiaritás elve alapján nemzeti hatáskörben maradó fiskális politika közötti ellentmondás kezelhető maradjon**, a nemzeti fiskális politikák a koordináció hiánya miatt ne semlegesítsék a független közös jegybank által követett monetáris politika hatásait. Másrészt politikai okokból fontos volt fenntartani az EU-tagállamok fiskális autonómiáját, amit a szubszidiaritás elve alapján az alapszerződés is garantál. A tagállamok nehezen vagy egyáltalán nem mondtak volna le a saját költségvetésről mint a nemzeti szuverenitás lényeges szimbólumáról.

A Maastrichti Szerződés konvergenciakritériumai és a Stabilitási és Növekedési Paktum rendelkezési egyrészt **negatív értelemben** definiálják a tagállamok fiskális magatartását. Azt határozzák meg, hogy mennyi nem lehet a GDP-arányos államháztartási hiány és államadósság, viszont nem adnak meg pozitív fiskális célokat. Másrészt a szabályok aszimmetrikusak abban az értelemben, hogy csak a deficitekre vonatkoznak, a többletekre nem. Kétségtelen, hogy a költségvetési többletekre nem lehet számszerűsített sza-

bályokat alkotni. Lehetne viszont pozitív iránymutatásokat kialakítani a tagállamok fiskális politikáira.¹⁵⁸

A Stabilitási és Növekedési Paktum **működőképesnek bizonyult a konjunktúra-ciklusok felfelé ívelő szakaszában**, viszont pótlólagos féknek a gazdaságok számára akkor, amikor a gazdasági növekedési ütem lassul vagy recesszió alakul ki. Az SNP lassú gazdasági növekedés vagy recesszió idején nem engedte érvényesülni az ún. beépített vagy **automatikus fiskális stabilizátorokat**. Ilyen beépített automatikus stabilizátor például az adók automatikus csökkenése és a jóléti kiadások emelkedése recesszió idején. A Gazdasági és Monetáris Unióban a lassúbb növekedés következtében a zsugorodó adóbevételek a költségvetési deficitet felduzzadásához vezettek. A Stabilitási és Növekedési Paktum könnyen eredményezhetett **prociklikus**, azaz a ciklikus kilengéseket erősítő politikát, mert arra kényszeríti a kormányokat, hogy recesszióban vagy lassú gazdasági növekedés idején is megszorító fiskális politikát kövessenek, ami súlyosbítja a visszaesést.

Az Európai Bizottság szakértőinek ellenérve az volt, hogy a hiba nem a Stabilitási és Növekedési Paktumban van. A prociklikusság nem az SNP-ből következik, hanem abból, hogy **a GMU tagállamai elmulasztották a fiskális alkalmazkodást** a konjunktúraciklus felfelé ívelő ágában, azaz nem csökkentették államháztartási hiányukat akkor, amikor azt nagyobb feszültségek nélkül megtehették volna, nem halmoztak fel költségvetési tartalékokat a szűkebb időkre. Ez az indoklás megfelel John Maynard Keynes érvelésének is, aki szintén amellet szálta síkra, hogy a kedvező években felhalmozott államháztartási többletek képezik az expanzív fiskális politika forrását válságban. E többletekkel vagy az államadósságot lehet csökkenteni, vagy valamilyen állami alapba befektetve lehet tartalékolni őket. Mivel a fellendülés idején keletkezett államháztartási bevételeket (vagy azok számottevő hányadát) a GMU-tagállamok elköltötték, ezért recesszióban csak restriktív fiskális politikával tudnak eleget tenni a Stabilitási és Növekedési Paktum követelményeinek. Az automatikus fiskális stabilizátorok azon országokban működnek zökkenőmentesen, amelyek költségvetése egyensúlyban van. Itt ugyanis van mozgástér, lehet növelni a költségvetési hiányt súlyosabb következmények nélkül.

A Stabilitási és Növekedési Paktum rovására legfeljebb annyi írható, hogy **a szankciók túlságosan későn lépnek életbe**, akkor, amikor az államháztartási hiány meghaladja a GDP 3 százalékát. Ezt megelőzően nincsenek hatékony szankciók. Például nincs intézményes, számon kérhető ösztönzés, garancia és eljárás arra, hogy a GMU-tagországok a konjunktúraciklus felfelé ívelő szakaszában kiegyensúlyozott vagy szufficites államháztartási pozíciót érjenek el, holott az államháztartási egyensúly a paktum kifejezett célja.¹⁵⁹ A Stabilitási és Növekedési Paktum prociklikus hatása is éppen erre vezethető vissza. A cél valamint az eszközök és eljárások közötti aszimmetriát meg kellene szün-

¹⁵⁸ Tommaso Padoa-Schioppa Group, i. mű, 37. o.

¹⁵⁹ Wolfgang Münchau: Flexible rules for Europe, strictly enforced. Financial Times, 2004. január 19., 13. oldal.

tetni. A prociklikus jelleget kívánta mérsékelni a Stabilitási és Növekedési Paktum 2005. évi módosítása.

A szuverén adósságválság fényében az SNP-nek az is gyengesége volt, hogy a rendelkezései figyelmen kívül hagyták a pénzügyi válságok sztochasztikus jellegét. Az SNP arra a feltételezésre épült, hogy a tagállamok államháztartási hiányai ellenőrzés alatt tarthatók. A gondolkodás a hagyományos költségvetési hiányképződésnél maradt meg, ahol a politikai akarat képes kézben tartani a folyamatot. Nem gondoltak egy esetleges bankválság irtatlan költségeire, legfeljebb csak egy érzékelhetőbb recesszióra, amikor a túlzottdeficit-eljárás az eredeti szabályok szerint lazábbá válik. Amikor a válság kirobbant, akkor a GDP-arányos költségvetési hiány két év alatt Spanyolországban 13 százalékponttal, Írország GDP-arányos külső adóssága 50 százalékponttal emelkedett.¹⁶⁰

A Stabilitási és Növekedési Paktum túlságosan nagy jelentőséget tulajdonít a folyó költségvetési hiánynak, illetve a hiány fenntarthatóságának, miközben háttérbe szorul vagy egyoldalúan jelenik meg az **államadósság fenntarthatósága**. Egyes szakértői vélemények szerint a hosszú lejáratú adósságok fenntarthatóságát kellene fiskális fegyelemként elfogadni, azaz a GDP-arányos államadósság értékét kellene maximalizálni a konjunktúraciklusok, az állami-közületi beruházások és a kormányzati kötelezettségvállalások (például nyugdíjak) figyelembevételével. Nagyobb strukturális deficitet kellene engedélyezni azon országok számára, amelyek államadóssága csekély.

A Stabilitási és Növekedési Paktum **középpontjában az államháztartás** állt. A szabályrendszer mögött az a hallgatólagos feltételezés húzódnak meg, hogy a pénzügyi stabilitást csak az államháztartás eladósodása veszélyeztetheti, a magánszektore nem. Írország és Spanyolország esetében például hosszú időn keresztül alacsony volt a GDP-arányos költségvetési deficit. A magánszféra túlzott eladósodása miatt azonban, amelyért végső soron az államnak kellett jótálnia, a két országot elérte a szuverén adósságválság. Azokban az országokban, ahol nagy a belföldi megtakarítás (elsősorban a háztartásoké), ott magasabb államháztartási hiány, illetve annak magasabb GDP-arányos szintje is finanszírozható.¹⁶¹ Az sem zárható ki, hogy egyensúlyban lévő költségvetés rossz gazdaságpolitikát takar, míg a GDP arányában akár 4 százalékos, azaz a SNP által megszabott korlátnál magasabb deficit mögött is meghúzódhatnak a dinamikus gazdasági növekedést megalapozó strukturális reformok.

Mind a magánszféra, mind az állami-közületi szektor eladósodásának vizsgálatakor a **gazdasági szereplők** (háztartások, üzleti szféra, állam) **nettó jövedelmi pozíciójára** is célszerű tekintettel lenni (nettó hitelfelvevők vagy nettó megtakarítók). Ezért a GDP-arányos államháztartási deficit mellett a folyó fizetési mérleg egyenlegét és annak finanszírozhatóságát (azon belül a nem adóssággeneráló tételek: a külföldi működőtőke-

¹⁶⁰ Jean Pisani-Ferry: The Known Unknowns and Unknown Knowns of EMU. Bruegel Policy Contribution, Issue 2012/8, October 2012., 6-7. o. Elérhető:

<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/756-the-known-unknowns-and-the-unknown-unknowns-of-the-emu/>

¹⁶¹ Stefan Wagstyl: Dispute over eurozone rules overshadows plans by east and central Europe to join. Financial Times, 2004. január 17/18., 2. oldal.

befektetések, az újra befektetett profitok és a közösségi forrástranszfer arányát) figyelembe kell venni. (Az állam és az üzleti szektor nettó hitelfelvevő pozícióját ellensúlyozhatják a lakossági megtakarítások.) A folyó fizetési mérleg hiánya nem annyira versenyképességi, mint inkább finanszírozási és megtakarítási problémákat jelez.

Az nem állítható, hogy a GMU kritériumainak meghatározásakor egyáltalán nem tartották szem előtt a folyó fizetési mérleg egyenlegét. Az EUMSZ 140. cikke (1) bekezdése értelmében: „A Bizottság és az Európai Központi Bank jelentései figyelembe veszik a piacok integrációjának eredményeit, a folyó fizetési mérleg helyzetét és alakulását, továbbá a fajlagos bérköltségek alakulását és az egyéb árindexeket is”. A figyelembevétel szó igen nehezen értelmezhető, mert a konvergenciafeltételektől eltérően a felsorolt mutatókat nem definiálták, és nem állapítottak meg rájuk konkrét, számszerűsített referenciaértékeket. A mutatók egy része (például a piacok integrációja) nehezen számszerűsíthető. Mivel a folyó fizetési mérlegegyenlegek alakulásának nem tulajdonítottak nagyobb jelentőséget, ezért nem építettek ki a makrogazdasági egyensúlyhiányokat kezelő mechanizmusokat és intézményeket sem. Mindez azonban csak árnyalja a képet, mert rendszerkockázati szempontból az államháztartás eladósodása és a bankrendszer csődje a valós veszély. A bankrendszer azért említendő, mert kimentése nagyságrendi okok miatt csak az államháztartás forrásaiból lehetséges.

A Stabilitási és Növekedési Paktum **belső ellentmondása volt**, hogy egy jogi folyamatot politikusok intéznek, ami felpuhíthatja a jogi szankciókat. A túlzottdeficit-eljárás és vele az SNP hitelessége csorbát szenvedett, amikor 2003 végén Németország és Franciaország esetében az eljárást a kritikus ponton lezárták, mint később kiderült, átmenetileg. Jelesül az történt, hogy a GMU pénzügyminiszterei leszavazták a Bizottság álláspontját, amely szerint a két ország nem teljesítette a túlzottdeficit-eljárás lezárásához szükséges követelményeket. Ezzel megszakították a túlzottdeficit-eljárást. Végül is a Franciaország elleni eljárást végleg 2007 elején fejezték be.

A jogi megközelítés azt tenné szükségessé, hogy a szankciókkal kapcsolatos döntéseket ne az Ecofin, hanem az Európai Bíróság hozza meg. Ha az ellentmondást politikai úton kívánják feloldani, akkor a szankciókat kellene olyan mértékben enyhíteni, hogy az Ecofin merje alkalmazni azokat. További gyengeség az időtényező, ugyanis mire a szankciókra sor kerül, addigra egészen mások lesznek a körülmények az érintett országban.

Egy a Stabilitási és Növekedési Paktum eredményességét empirikus adatokkal vizsgáló tanulmány¹⁶² arra a következtetésre jutott, hogy a GMU-ba való bekerülés igen erős hatást gyakorolt a fiskális fegyelemre. A GMU létrejötte után a Stabilitási és Növekedési Paktum viszont **nem volt** a kormányok megfegyelmezésének **hatékony külső eszköze**. A GMU-ból való kimaradás sokkal jelentősebb fegyelmező erő volt, mint az SNP által kilátásba helyezett büntetés. Ebben valószínűleg nem csekély szerepe lehetett annak,

¹⁶² Andrew Hughes Hallett – John Lewis: How Successful Has the Stability and Growth Pact Been? – An Empirical Analysis. Quarterly Journal of Economic Research (DIW) 3 (2004) 392-404 ISSN 0340-1707

hogy az előírások kikényszerítése sokkal kevésbé hatékony akkor, ha az a csoport nyomásán alapul.

Az Európai Tanács 2005. március 22–23-i brüsszeli értekezletén elfogadta a gazdaságpolitikai koordinációért felelős gazdaság- és pénzügyminiszterek tanácsa (**Ecofin 7423/05 jelentés**) javaslatait a **Stabilitási és Növekedési Paktum javítására**. A jelentés támaszkodott a GMU addigi ötéves működése során szerzett tapasztalatokra. Ezek alapján arra a következtetésre jutott, hogy a tagországok közötti különbségek jobban kezelhetők olyan keretrendszerben, amelyben nagyobb hangsúlyt kapnak **közgazdasági megfontolások** a politikai jellegűekkel szemben. Az Ecofin ismételten rögzítette a **szabályokon alapuló rendszer** erősítését, ami a legjobb garancia a kötelezettségvállalások érvényesítésére és a tagállamok egyenlő elbírálására. Az SNP javítása jegyében erősíteni kívánták a **költségvetési szabályok közgazdasági megalapozottságát**, a tagállami politika alakítói által tanúsított elkötelezettséget, a pro-ciklikusság elkerülése végett a konjunktúraciklus felfelé ívelő szakaszának a költségvetési konszolidáció céljára való kihasználását, illetve dekonjunktúra esetén a Tanács ajánlásainak figyelembevételét valamint az adósság és a fenntarthatóság követelményeit a költségvetési felügyelet során. A jelentés fontosnak tartotta továbbá azt, hogy mind tagállami, mind európai uniós szinten **magas színvonalú statisztikák** készüljenek. Ennek feltétele a tagállamok statisztikai hivatalai és az EU statisztikai hivatala, az Eurostat (amely a Bizottság mint statisztikai hatóság szerepét tölti be) közötti együttműködés fejlesztése, illetve a tagállamok statisztikai hivatalainak a függetlensége. A felügyelet és az esetleges szankciók szempontjából kiemelkedő jelentősége van a magas színvonalú és megbízható költségvetési statisztikáknak. Az Eurostat felel a túlzott hiány esetén követendő eljárással kapcsolatos statisztikai adatok minőségének értékeléséért és rendelkezésre bocsátásáért. A túlzott hiány esetén követendő eljárásához kapcsolódik a **Tanács 479/2009/EK rendelete**, amely a vonatkozó statisztikai adatokat és az azokkal szembeni követelményeket értelmezi. (Ez a rendelet a 2223/96/EK rendelet helyébe lépett.)

A jelentés nyomán az **1055/2005/EK rendelet** az 1466/97/EK rendeletet, az **1056/2005/EK rendelet** pedig az 1467/1997/EK rendeletet módosította. A módosítások érintetlenül hagyták a rendszer alapjait, így továbbra sem haladhatja meg az államháztartási hiány a GDP 3 százalékát és az államadósság a GDP 60 százalékát. Az alapok megváltoztatásához újra kellett volna írni az akkor hatályos Nizzai Szerződést. Az ezzel kapcsolatos – beláthatatlan – vitákat és elkerülhetetlen bizonytalanságot egyik tagállam sem vállalta. Nem módosították az SNP ama követelményét sem, hogy a tagállamoknak középtávon egyensúlyhoz közeli vagy szufficites költségvetési pozíció elérésére kell törekedniük. Ugyanakkor a középtávú célokat az egyes tagállamokra nézve az eltérő adottságok (GDP-arányos államadósság, potenciális gazdasági növekedés stb.) függvényében differenciálni kell.

A változtatások a meglévő feltételek és keretek rugalmasabb értelmezésére, az egyes tagországok sajátosságainak figyelembevételére vonatkoznak. A leglényegesebb új elem az volt, hogy az **államháztartási deficitet átmenetileg különféle tényezőkkel lehet korrigálni**. A hiány kiszámításakor figyelembe lehet venni a szerkezeti reformok költségeit, azok közül is bizonyos ideig az államháztartást tehermentesítő magán-

nyugdíjpénztári befizetéseket azokban az országokban, amelyek nyugdíjreformot hajtottak végre (Svédország, Lengyelország, Magyarország), és ennek keretében kötelező magánnyugdíjrendszert működtetnek.

A módosítás értelmében a **kötelező magánnyugdíjpénztárakat** a kormányzati szektor részeként kell elszámolni, azaz a magán-nyugdíjpénztári befizetéseket államháztartási bevételként könyvelik el. E mögött az a megfontolás húzódik meg, hogy a magánnyugdíjpénztárakba történő befizetés megtakarítás, így nem generál többletkeresletet a gazdaságban. A korrekció részeként az addig a pénzügyi szektor részének tekintett kötelező magánnyugdíjpénztárakat át kellett sorolni a kormányzati szektorba. Ennek nyomán a tökefedezeti nyugdíjpénztárak bevételei javítják, kiadásai rontják az államháztartási egyenleget. Ezzel párhuzamosan a nyugdíjpénztári befizetéseket le kell vonni a megtakarításokból. 2004-ben a befizetések 100, 2005-ben 80, 2007-ben 60, 2008-ban 40, 2009-ben pedig 20 százaléka volt leszámítható a hiányból, e lehetőség tehát 2010-ben szűnt meg teljesen. A kivezetést hivatalosan azzal indokolták, hogy megakadályozzák egyes új tagországok 3 százaléknál nagyobb GDP-arányos hiány melletti csatlakozását a Gazdasági és Monetáris Unióhoz. A valóságban rossz bürokrata kompromisszum jött létre, ami később a progresszív nyugdíjreformok bukásához vezetett. Definíció kérdése ugyanis, hogy mikor van az államháztartási hiány a GDP 3 százaléka alatt. Közgazdasági szempontból védhető lett volna a kötelező magánnyugdíjpénztár államháztartás részévé tétele.

A Stabilitási és Növekedési Paktum módosítása azt is lehetővé tette, hogy olyan **egyéb kiadásokat** levonjanak az államháztartási hiányból, amelyek az egyes országok gazdasági fejlődése és konjunktúrája szempontjából releváns tényezőkhez kapcsolódnak. Ilyen releváns tényező lehet a nemzetközi szolidaritás erősítése, az európai politikai célok megvalósítása, az oktatás, a kutatás-fejlesztés, a foglalkoztatás és a költségvetési helyzet javítása, az államadósság csökkentése valamint az állami beruházások egy része. A szerkezeti reformok csak akkor tekinthetők korrekciós tényezőknek, ha ellenőrizhetően pozitív hatással járnak az államháztartás hosszú távú fenntarthatóságára. E tényezők figyelembevételével sem szabad tartósan túllépni a GDP arányában a 3 százalékos államháztartási deficit-, illetve 60 százalékos államadósság-plafont.

A Tanács a középtávú költségvetési célkitűzések teljesítéséhez szükséges (egyszeri és egyéb átmeneti intézkedések nélkül vett), ciklikusan kiigazított egyenlegre vonatkozó **javulás mértékére a GDP 0,5 százalékát kitevő viszonyítási alapot** állapított meg. A Tanács azt is figyelembe veszi, hogy a gazdasági szempontból kedvező időszakokban erőteljesebbek voltak-e a kiigazításra irányuló erőfeszítések. Dekonjunktúrában az erőfeszítések korlátozottabbak lehetnek.

A módosításokat sokan a **paktum fellazításaként** értékelték. Tény, hogy a módosítások a szabályokon alapuló politikával szemben nagyobb teret adnak a diszkrecionális, rövid távú szempontok által motivált fiskális politikának, számviteli és egyéb trükköknek, kreatív könyvelésnek, ezáltal gyengítik a transzparenciát. A módosítás azokat az – elsősorban kis – EU-tagországokat „bünteti”, amelyek szigorúan vették azt SNP rendelkezéseit.

Az Európai Központi Bank is a paktum fellazulásától tartott. Az EKB szerint a nemzetek feletti kormányval nem rendelkező Gazdasági és Monetáris Unióban erős és kikényszeríthető szabályokra van szükség a nemzeti államháztartási deficitok kordában tartására. Ilyen szabályok nélkül ugyanis megnő annak a kockázata, hogy egyes kormányok nagyarányú költségekbe kezdenek, aminek káros következményeit (magasabb kamatlábak vagy a közös valuta gyengülése) a Gazdasági és Monetáris Unió összes tagországa viseli.

Az Európai Unió működéséről szóló szerződésbe bekerült néhány **szankció**.¹⁶³ Addig, amíg egy tagállam nem tesz eleget a túlzottdeficit-eljárás utolsó szakaszában a Tanács által hozott határozatnak, a Tanács többek között felkéri az Európai Beruházási Bankot (EBB), hogy vizsgálja felül hitelezési politikáját az érintett tagállam vonatkozásában. Itt tehát arról van szó, hogy nemcsak a Kohéziós Alap forrásainak a folyósítása függeszthető fel a kohéziós országok esetében, hanem **az EBB hitelei is veszélybe kerülhetnek** minden tagállam vonatkozásában. Ezen túlmenően a Tanács megköveteli a megfelelő mértékű nem kamatozó letét elhelyezését az Európai Uniónál. A szankció az 1467/97/EK rendeletből átkerült a hatályos alapszerződésbe.

A Stabilitási és Növekedési Paktum 2005. évi felülvizsgálata az országspecifikus jellemzők figyelembevételére és a szerkezeti reformok támogatására koncentrált. A pénzügyi-gazdasági válságok megelőzése és előrejelzése sem a GMU, sem pedig az egyes tagállamok, illetve az országértékelések szintjén nem jelent meg.¹⁶⁴

Visszatekintve az elmúlt évekre, a Stabilitási és Növekedési Paktum módosítása szigorította a szabályokat, de végül is nem tudta megakadályozni, illetve kezelni a szuverén adósságválságot. A nagy államadóssággal kapcsolatos kockázatokat mind a szakértők, mind a politikusok alábecsülték. 2012 végén és 2013 elején összesen 20 EU-tagállammal szemben folyt túlzottdeficit-eljárás. A GMU megalakulása óta csak Észtország és Svédország teljesítette folyamatosan az államháztartási kritériumokat. A Luxemburggal és Finnországgal szembeni eljárást 2010-ben, illetve 2011-ben, a Máltával, Bulgáriával és Németországgal szembenit 2012-ben zárták le. 2013 júniusában az Európai Bizottság javasolta az Olaszország, Lettország, Magyarország, Litvánia és Románia elleni eljárás lezárását, ami később megtörtént. Ekkor Bulgária, Németország, Észtország, Luxemburg, Finnország, Málta és Svédország nem volt a túlzotthiány-eljárás hatálya alatt, de a Bizottság felvetette a Máltával szembeni túlzottdeficit-eljárás ismételt megindítását.

4.2. Gazdaságpolitikai koordináció

Amíg a Stabilitási és Növekedési Paktum a Gazdasági és Monetáris Unió közvetlen szabályozási pillére, addig a tagállamok közötti gazdaságpolitikai koordináció a közvetett pillérnek tekinthető. A tagállamok által követett gazdaságpolitikák ugyanis következményterhesen érintik az államháztartási folyamatokat, ezeken keresztül a GMU-t.

¹⁶³ EUMSZ 126. cikk (11) bekezdés.

¹⁶⁴ Neményi Judit – Oblath Gábor: Az euró bevezetésének újragondolása. Közgazdasági Szemle, LIX. évf., 2012. június, 646. o.

Egy széles körben elfogadott definíció értelmében a **gazdaságpolitika** tárgya a jövedelmek keletkezése és elosztása. Ebből adódóan nincs érdeksemleges és politikai elkötelezettség nélküli gazdaságpolitika. Következésképpen közös gazdaságpolitika kialakítása az EU-ban akkor lenne lehetséges, ha mögötte politikailag elkötelezett kormány lenne. (Ez érdekes kérdéseket vet fel a politikai unióval kapcsolatban is.) A GMU-ban az európai uniós szintű monetáris politika decentralizált gazdaságpolitikával párosul, bár a fiskális politikákra kezdettől fogva szigorú szabályok vonatkoznak (lásd Maastrichti Szerződés és SNP).

Közös európai uniós kormány hiányában a tagállamok megelégedtek, illetve megelégednek **gazdaságpolitikáik összehangolásával**. E mögött az az álláspont húzódik meg, hogy a tagállamok gazdaságpolitikájukat közös ügynek tekintik és a Tanácson belül összehangolják.¹⁶⁵ Mind a gazdaságpolitikai célrendszer, mind a gazdaságpolitikai koordináció cél- és eszközrendszere kellően általános és rugalmas ahhoz, hogy közösségi szintű „kormány” vagy nemzetek feletti intézmények nélkül működjön, és kezelhetők maradjanak a tagállamok gazdaságpolitikai célrendszereiben meglévő különbségek. A tagállamok azzal a szándékkal folytatják gazdaságpolitikájukat, hogy hozzájáruljanak az EUMSZ 3. cikkében rögzített gazdasági és nem gazdasági célkitűzéseinek megvalósításához.

Az Európai Unióban a gazdaságpolitikai koordináció három pilléren nyugszik. Az első pillér a mindenkori gazdasági helyzet és a kilátások közös értékelése, a második az egyetértés a megfelelő politikákról, a harmadik a tagállamok készsége arra, hogy a saját szintjükön megtegyék a megfelelő gazdaságpolitikai intézkedéseket.

A **gazdaságpolitikai koordináció alapját** az Európai Tanács értekezletein elfogadott **politikai állásfoglalások** képezik, amelyekben rögzítik a leglényegesebb rövid távú gazdaságpolitikai célokat és követelményeket. Ezeket az Európai Bizottság ajánlására építve az Európai Unió Tanácsa (azon belül konkrétan a gazdasági és pénzügyminisztereket tömörítő Ecofin) dolgozza ki. A tagállamok gazdaságpolitikai koordinációjának és döntéshozatali folyamatának a központja tehát az Ecofin. Mindegyik tagállam kap lehetőséget álláspontja kifejtésére, de a végső döntést – kompromisszumok árán – az Európai Unió Tanácsa hozza meg. Az Európai Tanács az Európai Unió Tanácsa jelentése alapján alakítja ki következtetését a tagállamok és az EU gazdaságpolitikájára vonatkozó átfogó iránymutatásokról.¹⁶⁶ E következtetés alapján a Tanács ajánlást fogad el, amelyben véglegesíti az **átfogó gazdaságpolitikai iránymutatásokat**, és az ajánlásról tájékoztatja az Európai Parlamentet. Mindebből logikusan következik, hogy a tagállamok a gazdaságpolitika terén is lemondanak szuverenitásukról, vagy legalábbis szuverenitásuk gyakorlásának egy részéről. Ez a lemondás önkéntes, az európai uniós tagsági kötelezettségekből adódik, külön az európai uniós jog eszközeivel nem kényszeríthető ki.

A gazdaságpolitikai koordináció a Gazdasági és Monetáris Unióba még be nem lépett országokra is kiterjed. Átfogja mindazokat a nemzeti gazdasági fejlődési trendeket és

¹⁶⁵ EUMSZ 119. cikk.

¹⁶⁶ Ezek az EUMSZ 121. cikke (2) bekezdése alapján készülnek.

gazdaságpolitikákat, amelyek befolyásolhatják a pénzügyi és fiskális folyamatokat vagy az egységes piac működését. Ezek a következők:¹⁶⁷

- a makrogazdasági fejlemények szoros figyelemmel kísérése az EU-tagállamokban a fenntartható konvergencia biztosítása érdekében;
- az euróárfolyam alakulásának nyomon követése annak ellenére, hogy az árfolyamot más tényezők befolyásolják, az más politikák eredményeként változik;
- a költségvetési pozíciók és politikák felügyelete a Maastrichti Szerződéssel és a Stabilitási és Növekedési Paktummal összhangban;
- a tagállamok strukturális politikáinak figyelemmel kísérése a munkaerő-, az áru- és a szolgáltatási piacokon, a költség- és az ártrendek nyomon követése abból a szempontból, hogy mennyire befolyásolhatják a fenntartható inflációmentes gazdasági növekedést és a munkahelyteremtést. Ide tartozik még a nemzeti foglalkoztatási akcióprogramok vizsgálata is, különös tekintettel az aktív munkaerőpiaci politikára;
- a nominális és a reálbérek alakulásának figyelemmel kísérése az átfogó gazdaságpolitikai iránymutatásokkal összhangban;
- adóreformok elősegítése a hatékonyság javítása és a káros adóverseny elkerülése érdekében.

A fenti felsorolásból kitűnik, hogy a gazdaságpolitika tagállami keretekben maradó elemeit is figyelik, főleg azokat, amelyek a Gazdasági és Monetáris Unió inflációs kilátásait is befolyásolják (például bér- és jövedelempolitika és adózás), mert azok az infláción keresztül a GMU monetáris feltételeire is hatnak.

A közösségi gazdaságpolitikai célok érvényre juttatása **sokrétű konzultációt és együttműködést** tesz szükségessé a tagállamok és az európai uniós intézmények között. A konzultáció és az együttműködés egyik leglényegesebb területe a gazdasági folyamatok és a gazdaságpolitika figyelemmel kísérése és felügyelete.

Az Európai Bizottság **évente jelentést** hoz nyilvánosságra arról, hogy a tagállamok milyen mértékben követték a gazdaságpolitikai ajánlásokat. A Tanács a Bizottság által benyújtott jelentések alapján figyelemmel kíséri az egyes tagállamok és az Európai Unió gazdasági fejlődését és azt, hogy a tagállamok gazdaságpolitikái megfelelnek-e a Tanács által elfogadott iránymutatásoknak. Erről rendszeresen átfogó értékelést készít. E jelentések célja az is, hogy felhívják a közvélemény figyelmét a gazdaságpolitikai koordinációra, ezáltal a Bizottság nyomást tudjon gyakorolni a tagállamok kormányaira a gazdaságpolitikai alkalmazkodás érdekében. Ezzel párhuzamosan a tagállamok is kötelesek tájékoztatni a Bizottságot fontosabb gazdaságpolitikai intézkedéseikről. Ez sajátos többoldalú felügyeletet jelent egyrészt a Bizottság, másrészt az egyes tagállamok részvételével. Ennek a többoldalú felügyeletnek a célja a tagállamok gazdaságpolitikáinak szoro-

¹⁶⁷ General Secretariat of the Council of the European Union: Resolution of the European Council of 13 December 1997 on economic policy co-ordination in stage 3 of the EMU and on Treaty Articles 109 and 109b of the EC Treaty. Luxembourg, 13 December 1999.

sabb összehangolása és gazdasági teljesítményeinek közelítése egymáshoz. A mechanizmus hasonlít a Nemzetközi Valutaalap gazdaságpolitikai konzultációs gyakorlatához. Fontos hangsúlyozni, hogy a közösségi átfogó gazdaságpolitikai iránymutatás nem jogilag kötelező közösségi jogszabály formáját ölti, hanem **jogilag nem kötelező ajánlás**, amely cselekvési és magatartási elvárásokat tartalmaz a címzettekkel szemben. A gazdaságpolitikai koordináció **puha eszközökre** támaszkodott, így nem meglepő, hogy korlátozott hatása volt a tagállamok intézkedéseire. Az alapszerződés kidolgozói szerint az EU tagállamai között megvan a kellő érdeközönység ahhoz, hogy jogilag kötelező jogszabályok nélkül is ki tudjanak alakítani közös álláspontot a gazdaságpolitikai célokról. Az ajánlás természetéből az is következik, hogy nincs lehetőség a jog eszközeivel kikényszeríthető szankciókra azokkal a tagországokkal szemben, amelyek az európai uniós átfogó gazdaságpolitikai iránymutatásoktól eltérő gazdaságpolitikát folytatnak.

A tapasztalatok alapján a jogilag nem kötelező, szankciókkal nem járó ajánlásoknak is lehet visszatartó erejük. A tagállamok kormányainak tekintélyét rombolja az európai uniós intézmények esetleges elmarasztaló értékelése. A kormányzati szavahihetőség kérdésessé válása kedvezőtlen gazdasági folyamatokat is kiválthat. Sok, elsősorban külföldi piaci szereplő juthat ugyanis arra a következtetésre, hogy nem érdemes gazdasági aktivitását fokozni olyan országban, ahol a kormány gazdaságpolitikája nem kiszámítható.

Ha egy tagállam gazdaságpolitikája nem felel meg az átfogó gazdaságpolitikai iránymutatásoknak, vagy fennáll az a veszély, hogy egy tagállam gazdaságpolitikája veszélyezteti a Gazdasági és Monetáris Unió megfelelő működését, akkor az Európai Bizottság az érintett tagállamot figyelmeztetésben részesítheti. A Tanács a Bizottság javaslatára megteheti a szükséges ajánlásokat az érintett tagállamnak. A Bizottság javaslatára a Tanács az ajánlás nyilvánosságra hozataláról is határozhat. Mindennek az alkalmazásában a Tanács az érintett tagállamot képviselő tanácsi tag szavazatát figyelmen kívül hagyva jár el.

A Bizottság javaslatára a Tanács indokolt esetekben az alapszerződésben rögzített eljárások sérelme nélkül, egyhangú szavazással gazdasági intézkedéseket hozhat.¹⁶⁸ Ez a lehetőség főleg akkor vehető igénybe, ha bizonyos termékek körében súlyos ellátási nehézségek lépnek fel.

Ha valamelyik tagállamban természeti csapások vagy a tagállam által nem befolyásolható rendkívüli események történnek és ezek súlyos nehézségeket okoznak az érintett tagállamnak, vagy súlyos nehézségek komoly veszélye áll fenn, akkor bizonyos feltételek mellett – a tagállamok közötti szolidaritás jegyében – a Bizottság javaslatára a Tanács európai uniós pénzügyi támogatást nyújthat. A döntésről tájékoztatni kell az Európai Parlamentet.

A gazdaságpolitikai koordináció a 2000-es években sokat fejlődött, újabb területekkel gyarapodott és mélyült. Ehhez a meglehetősen tág kereteket az EU 2000-ben indított **lisszaboni stratégiája** adta meg, amelyet eredetileg átfogó modernizációs és versenyké-

¹⁶⁸ EUMSZ 122. cikk

pességi programnak szántak. A lisszaboni stratégia célkitűzéseinek megvalósításához a Bizottság **közösségi lisszaboni programot** dolgozott ki, amely tartalmazta a gazdasági növekedés és a foglalkoztatás előmozdítása érdekében előirányzott összes közösségi szintű akciót. A lisszaboni stratégia szorosan kapcsolódott két másik területhez: a gazdaságpolitikák koordinációjához és felügyeletéhez valamint a kohéziós és regionális politikához. A lisszaboni stratégia végrehajtásának egyik leglényegesebb eszközt alkották az EUMSZ 121. és 148. cikke alapján készített **integrált iránymutatások**, amelyek a gazdaságpolitika és a szakpolitikák koordinációjának is szerves részei.¹⁶⁹

Az integrált iránymutatások elnevezésű dokumentum, amelynek célja, hogy orientálja a tagállamokat a reformprogramok kidolgozásában és végrehajtásában, **egyesítette az átfogó gazdaságpolitikai és foglalkoztatáspolitikai iránymutatásokat**. A koordináció keretében a legfőbb célokat határozzák meg, iránymutatásokat dolgoznak ki, többoldalú felügyeletet gyakorolnak, szakértői értékeléseket kérnek és értékelik az elért teljesítményeket. A 2000. évi lisszabonit követő csúcstalálkozókon az Európai Tanács által elfogadott gazdasági jellegű állásfoglalásokat (gazdaságpolitikai koordináció, foglalkoztatáspolitikák stb.) kezdettől fogva a lisszaboni stratégiai cél megvalósításának szolgálatába állították, később továbbfejlesztették azokat. Az **integrált iránymutatások** elnevezésű dokumentum jogilag nem kötelező **ajánlás**. Első része az **átfogó gazdaságpolitikai iránymutatásokat** (makrogazdasági politikák a gazdasági növekedés és a munkahelyek érdekében, mikrogazdasági reformok Európa növekedési potenciáljának emeléséért), második része a **foglalkoztatási iránymutatásokat** tartalmazza.

Az integrált iránymutatások koncepciója mögött az az egyáltalán nem nyilvánvaló implicit feltételezés húzódik meg, hogy az Európai Unió 28 tagállamának adhatók olyan szempontok és ajánlások, amelyek a közöttük meglévő fejlettségi, szerkezeti intézményi stb. különbségek ellenére értelmezhetők, sőt megragadják azokat a kritikus területeket, amelyek befolyásolásával az egyes tagállamok, ezáltal az egész Európai Unió gazdasága dinamizálható.¹⁷⁰ Az eddigi tapasztalatok alapján ez a feltételezés nem igazolódott.

A tagállami szintű reformok elősegítése érdekében a Bizottság **országspecifikus ajánlásokat** is közzétesz, és rámutat azokra a pontokra, amelyekre különösen nagy figyelmet kell fordítani, illetve ahol ezzel összefüggésben potenciális szakpolitikai lépésekre lehet szükség. Az ajánlások az integrált iránymutatásokban lefedett szakpolitikákra vonatkoznak. Azokra a területekre összpontosulnak, amelyeket az előző évben a Bizottság már az érintett tagállamok figyelmébe ajánlott. Ezek az ajánlások azt fejezik ki, hogy a Bizottság és a Tanács véleménye szerint az elért eredmények ellenére a tagállamoknak erősíteniük kell erőfeszítéseiket a vonatkozó területeken. Külön ajánlás készül az egész Gazdasági és Monetáris Unióra. Ezeknek a javaslatoknak a megfogadása a tagállamok részéről azonban nem kötelező.

¹⁶⁹ Commission of the European Communities [2007a]: Integrated guidelines for growth and jobs (2008-2010). Brussels, 11. 12. 2007, COM(2007), 803 final Part V.

¹⁷⁰Farkas Beáta: Lisszaboni nemzeti reformprogram – ábránd és valóság. Megjelent: Farkas Beáta (szerk.): A lisszaboni folyamat és Magyarország. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2007., JATEPress Szeged, 49. oldal.

Az országspecifikus ajánlásokkal szembeni legfőbb kritika az, hogy egyrészt nem határozzák meg a GMU-n belül a tagállamok közötti tovaggyűrűző hatásokat, másrészt nincsenek prioritások az egyes országok, illetve politikaterületek között. Hiányzik továbbá a kapcsolat a belföldi reformok és a GMU-ba tovaggyűrűző hatások között. Ez egyaránt tekinthető lényegi és eljárási problémának. Az egyes tagállamoknak tett 4-5 ajánlás egyforma súlyú, fontossági sorrend nincs közöttük. Az ajánlások nem az EU vagy a GMU logikája alapján készülnek, hanem különféle egyéb megfontolások alapján. Belgazdasági, nem pedig európai uniós szempontokat tükröznek.¹⁷¹ Az egyes tagállamokra vonatkozó ajánlások relevanciája, végrehajthatósága és végrehajtása is sok kívánnivalót hagy maga után.

A **nemzeti akcióprogramokban** vagy újabban **reformprogramokban** a vezetői összefoglaló szerepét betöltő bevezetés után három rész következik. Az első résznek makrogazdasági és fiskális politikai, a másodiknak szerkezeti és mikrogazdasági, a harmadiknak pedig foglalkoztatáspolitikai intézkedéseket kell tartalmaznia. Ez a felépítés ugyanaz, mint az integrált iránymutatásoké. A mikrogazdasági résznek összhangban kell lennie a strukturális alapok stratégiai programjainak prioritásaival, amelyeket a regionális programokban a közösségi transferekre határoznak meg minden tagállam számára. A foglalkoztatási résznek a foglalkoztatásra vonatkozó, már létező akcióprogramokra kell támaszkodnia.¹⁷²

Miként arról korábban a Stabilitási és Növekedési Paktummal összefüggésben már szó volt, a Gazdasági és Monetáris Unió tagállamainak **stabilitási**, a kívülálló EU-tagországoknak **konvergencia-programot** kell készíteniük meghatározott szerkezetben és tartalommal. A stabilitási és konvergencia-programok, illetve a lisszaboni stratégiához készített nemzeti akció- vagy reformprogramok között átfedés van mind az időhorizont alapján, mind tartalmi szempontból. A **kohéziós és regionális politika** keretében a közösségi költségvetésből folyósított támogatások lehívásához a kedvezményezett országoknak **nemzeti fejlesztési tervet** kell készíteniük. Ezek is átfedik, illetve egyes területeken kiegészítik a lisszaboni stratégiához készített nemzeti akcióprogramokat. Az Európai Bizottság ugyan törekszik a három program koordinálására, de ez a törekvése a tapasztalatok alapján csak részben volt sikeres.

A Bizottság évente értékelést készített a Tanácsnak arról, hogy az Európai Unió milyen előrehaladást tett a lisszaboni stratégia célkitűzéseinek megvalósítása terén. Emellett egyrészt segítséget nyújtott a tagállamoknak a nemzeti akcióprogramok kidolgozásához, értékelte azok végrehajtását, illetve a tagállamok teljesítményét különféle indikátorok alapján.

A 2010-ben befejeződött lisszaboni stratégia helyébe az **Európa 2020 stratégia** lépett. Ebben érvényesek az átfogó gazdaságpolitikai iránymutatásokat és a foglalkoztatási

¹⁷¹ Mark Hallenberg – Benedicta Marzinotto – Guntram B. Wolff: On the Effectiveness and Legitimacy of EU Economic Policies. Bruegel Policy Brief, Issue 2012/4, November 2012., 4. o. Elérhető: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/758-on-the-effectiveness-and-legitimacy-of-eu-economic-policies/>

¹⁷² Mark Hallenberg et al.: i. mű, 49. oldal.

iránymutatásokat tartalmazó **integrált iránymutatások**, amelyeket a 4.3.1. fejezetben ismertetett **éves növekedési jelentés** (Annual Growth Survey – AGS) foglal keretbe. A gazdaságpolitikai koordináció része továbbá a Stabilitási és Növekedési Paktum valamint a nemzeti reformprogramok. Ezek egészültek ki újabb elemekkel.

A gazdaságpolitikai koordináció nem feledtetheti azt a körülményt, hogy a gazdaság törvényszerűségei nem azonos mértékben érvényesülnek és hatnak a fejlett és a kevésbé fejlett, a kis és a nagy valamint az egymástól eltérő társadalmi környezetű országokban. A kibővült EU-ban is érdekellentétek vannak a fentiek függvényében az egyes tagállamok között. Kérdés, hogy lehet-e közösségi szinten optimális gazdaságpolitikát kidolgozni. Még ha ez elméletileg lehetséges, akkor is lesznek olyan országok, amelyek számára az „optimális” gazdaságpolitika hátrányai meghaladják annak előnyeit. Ez a közösségi politikák kohéziós és szociális dimenziói erősítésének szükségességére hívja fel a figyelmet.

4.3. A gazdasági kormányzás erősítését célzó jogszabályok

A globális pénzügyi és gazdasági válság valamint az azt követő szuverén adósságválság hatására 2010-től felerősödtek a GMU-ban, illetve magában az EU-ban is a fiskális fejelem fokozására, illetve tágabb értelemben a gazdasági kormányzás erősítésére irányuló törekvések. Ezek túlmutattak a Stabilitási és Növekedési Paktum rendelkezésein, és 2011-ben és azt követően nagyszámú európai uniós jogszabályban testesültek meg. E törekvések nem csekély mértékben táplálkoztak abból a felismerésből, hogy a GMU stabilitásának megőrzése tágabb megközelítést tesz szükségessé, a tagállamok közötti koordinációnak és együttműködésnek az államháztartás mellett egyéb területekre, így a makrogazdaságra és a makrogazdasági politikákra valamint a strukturális reformokra is ki kell terjednie. A globális pénzügyi és gazdasági válság tapasztalatai és a 2011 előtt hozott eseti válságkezelő intézkedések korlátai a fiskális koordináción túlmutató gazdasági kormányzás kialakításának a szükségességére hívják fel a figyelmet. Végző soron a **gazdasági kormányzás** rendszerszintű reformjára történt kísérlet.

A Világbank honlapján szereplő meghatározások alapján a **kormányzás** nem más, mint azok a tradíciók és gazdasági, politikai és társadalmi intézmények, amelyek által egy országban a közhatalmat gyakorolják minden szinten. Azoknak a mechanizmusoknak, politikai és adminisztratív jogosítványoknak az összessége, amelyeken keresztül az állampolgárok és azok csoportjai artikulálják érdekeiket, gyakorolják törvényben rögzített jogukat, teljesítik kötelezettségeiket és közvetítik nézeteltéréseiket.¹⁷³ A továbbiakban nem foglalkozunk az egyes országokon belüli gazdasági kormányzás kérdéseivel. Ennek ellenére a teljesség kedvéért megemlítjük, hogy a GMU megalapítása óta eltelt közel 15 évben a kormányzás főbb dimenzióiban (a kormányzati hatékonyság, a jogbiztonság, a közszektor korrupciója, a gazdasági és politikai szabadság és a versenyképesség) nem

¹⁷³ World Bank: Governance and Good governance: Varying definitions. Elérhető:

<http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/MENAEXT/EXTMNAREGTO PGOVERNANCE/0,,contentMDK:20513159~pagePK:34004173~piPK:34003707~theSitePK:497024,00.html>

közeledett egymáshoz a tagállamok normakövetési gyakorlata, hanem távolodott egymástól.¹⁷⁴ Egy másik, részletesebb elemzés szerint egyrészt a nominális konvergenciakritériumok teljesítése nem helyettesítette a formális és informális intézmények szintjén történő felzárkózást, másrészt a gazdasági kormányzás terén a divergencia és a konvergencia egyszerre érvényesül az EU-ban.¹⁷⁵ Ebből az is következik, hogy a legkülönbözőbb kontextusokban hangoztatott két- vagy többsebességes európai integráció kialakulása (például a GMU-, illetve nem-GMU-tagországok közötti különbségek fokozódása révén) kevésbé valószínű.

Az utóbbi időben az Európai Unióban a gazdasági kormányzást a válságmegelőzés és a válságkezelés mechanizmusaival azonosították. Az **európai integráció** vonatkozásában **gazdasági kormányzáson** azon intézmények és eljárások rendszere értendő, amelyet az EU alapszerződésében szereplő, a gazdaságot érintő célkitűzések érvényre juttatása érdekében hoztak létre. Más szavakkal: a gazdasági kormányzás az EU-tagállamok gazdasági és társadalmi fejlődésének támogatása érdekében folytatott gazdaságpolitikai koordináció.¹⁷⁶ Ezt úgy is lehet értelmezni, hogy **a gazdasági kormányzás a társadalmi célok integrálásával bővítette ki a gazdaságpolitikai koordináció fogalmát.**

4.3.1. Az európai szemeszter

A gazdasági kormányzás erősítése jegyében nagyszámú európai uniós jogszabályt fogadtak el. E meglehetősen bonyolult halmaz áttekintése és elemzése előtt megemlíthető az **európai szemeszter** elnevezésű, féléves időhorizontú gazdaságirányítási keretrendszer, amelyet a tagállamok képviselői hosszabb előkészítő periódus után 2010. szeptember 7-én hagytak jóvá, mint a tagállamok önkéntes magatartási kódexét. Később az 1175/2011/EU rendelet részeként európai uniós jogszabály rangjára emelkedett, és 2011. december 13-án lépett hatályba.¹⁷⁷

A gazdaságpolitikai koordináció nem új jelenség az Európai Unióban. Az európai szemeszter abból a szempontból újdonság, hogy részletetekbe menően definiálja a koordinációs eljárást. Ennek keretében szigorú ütemezésben gyűjtenek össze, elemeznek és értékelnek nagyszámú gazdasági mutatószámot. A szemeszterben részt vesz az összes gazdaságpolitikával foglalkozó európai uniós intézmény, valamint mindegyik tagállam kormánya és parlamentje.

¹⁷⁴ Részletesebben lásd: Benczes István: Kormányzás és kormányozhatóság. Közgazdasági Szemle, LIX. évf., 2012. június, 609-694. o

¹⁷⁵ Benczes István - Rezessy Gergely: Kormányzás Európában, trendek és törésvonalak. Pénzügyi Szemle, 2013. 2. szám, 145. o.

¹⁷⁶ Alice Zoppè: Gazdasági kormányzás. 01/2012. Elérhető:

http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/hu/FTU_5.4.pdf

¹⁷⁷ Részletesebben lásd: European Parliament (Policy Department A: Economic and Scientific Policy): An Assessment of the European Semester. Study. IP/A/ECON/ST/2010, PE 475.121.

September, 2012. Authors: Mark Halleberg, Benedicta Marzinotto, Guntram B. Wolf, 160. oldal. Elérhető:

<http://www.europarl.europa.eu/committees/en/econ/studiesdownload.html?languageDocument=EN&file=76151>

Az európai szemeszter **egyik célja** az, hogy a tagállamok figyelembe vehessék az európai uniós szempontokat saját költségvetési eljárásuk korai szakaszában, illetve a gazdaságpolitika egyéb területein. Az európai szemeszterrel tehát azt kívánják elérni, hogy a tagállami prioritások összhangban legyenek az európai uniós szinten elfogadott politikákkal, és támogassák az európai uniós célok érvényre juttatását. Ennek jegyében a tagállamok előzetesen (ex ante) koordinálják költségvetési és gazdaságpolitikáikat a Stabilitási és Növekedési Paktum és az Európa 2020 stratégia rendelkezéseivel összhangban. A paktum **másik célja** az EU-tagállamok fenntartható versenyképességének és munkahelyteremtésének az ösztönzése. 2011-ben az európai szemeszterbe a strukturális és a fiskális politikára vonatkozó szigorúbb szabályokat építettek be.

Az európai szemeszter lehetővé teszi az EU két, formálisan egymástól független gazdasági kormányzási eszközének: a Stabilitási és Növekedési Paktumnak és az Európa 2020 stratégiának (azon belül is az integrált iránymutatásoknak) az ötvözését.

Az európai szemeszter minden év **januárjában** kezdődik, amikor a Bizottság nyilvánosságra hozza **éves növekedési jelentését**. Ezt megvitatják a különféle tanácsi formációk és az Európai Parlament. A jelentés tartalmazza az EU prioritásaira vonatkozó javaslatokat az adott évre, beleértve a gazdaság- és a fiskális politikát és a stabilitáshoz és növekedéshez szükséges reformokat. Az éves növekedési jelentést jóval azelőtt hozzák nyilvánosságra, hogy a tagállamok elkészítenék a következő évre vonatkozó költségvetési javaslatukat.

Márciusi ülésén az éves növekedési jelentésre támaszkodva az Európai Tanács meghatározza az EU-t érő fő kihívásokat, áttekinti a makrogazdasági helyzetet, az EU-szintű célkitűzések felé való közeledést és az Európa 2020 stratégia zászlóshajó kezdeményezései körében tett előrehaladást. Ezen túlmenően a fiskális politika, a makrogazdasági szerkezeti reformok és a növekedéshordozó területek körében iránymutatásokat ad a tagállami politikáknak, és javaslatokat terjeszt elő az egyes területek összekapcsolására.

Áprilisban a tagállamok benyújtják stabilitási és konvergenciaprogramjaikat, és az Európa 2020 stratégia keretében vállalt kötelezettségeiknek eleget téve, nemzeti reformprogramjaikat. E programokat az európai uniós iránymutatások alapján készítik el a tagállamok kormányai. A korábbi gyakorlathoz képest változás, hogy a tagállamok egy időben nyújtják be konvergencia- és reformprogramjukat. Ez azért lényeges, mert így a Bizottság egyszerre tudja értékelni a tagállamok makro- és mikroszintű gazdaságpolitikáit.

Májusban és júniusban az Európai Bizottság értékeli ezeket a programokat annak alapján, hogy azok mennyire vannak összhangban az éves növekedési jelentésben meghatározott prioritásokkal és célkitűzésekkel. A Bizottság országspecifikus ajánlásokat tesz, ha az szükséges. Az Európai Unió Tanácsa megvitatja, az Európai Tanács pedig jóváhagyja ezeket az ajánlásokat. A tagállamok már akkor kapnak gazdaság- és szakpolitikai tanácsokat, mielőtt még véglegesítenék következő évi költségvetésüket.

Júniusban az Európai Tanács hó végi értekezlete a stabilitási és konvergencia-programok és a nemzeti reformprogramok értékelését követően formálisan is elfogadja

az országspecifikus ajánlásokat, amelyeket minden egyes tagállamra vonatkozóan külön alakított ki.

Júliusban az összes tagállam számára kidolgozott országspecifikus ajánlást formálisan is elfogadja az Európai Unió Tanácsa, amelyet a tagállamok szakminiszterei alkotnak. Eme ajánlásokra támaszkodva mindegyik EU-tagállam kidolgozza a nemzeti parlamentnek előterjesztendő költségvetését. Az európai szemesztert először 2011 második felében alkalmazták a gyakorlatban.

Európai szemeszter: integrált gazdasági felügyelet és irányítás

	Strukturális politikák	Fiskális koordináció	Makrogazdasági egyensúlyhiányok
	Európa 2020 stratégia		
	Szerkezeti reformok	Közös fiskális keretrendszer	Egyensúlyhiányok felügyelete
Felügyelet	Monitoring folyamat EU- és tagállami szintű célok, nemzeti reformprogramok A Bizottság látogatása a tagállamokban Korai jelzések és ajánlások	Prevenációs ág: Stabilitási és konvergenciaprogramok Erősebb hangsúly az adósságon Jelzések és ajánlások Korrektív ág: Kamatkozó letét Nem kamatozó betét, büntetés	Preventív felügyelet: Riasztási mechanizmus Eredménytábla, indikátorok A Bizottság felülvizsgálata + tagállami csoportnyomás Korrektív ág: Bizottsági ajánlások Tagállami akciótervek Tagállami csoportnyomás
Kényszerítés	Csoportnyomás	Túlzottdeficit-eljárás GMU-tagállamoknak Szankciók, fordított többség (Tanács)	Túlzottegyensúlyhiány-eljárás GMU-tagállamoknak Éves büntetés (a GDP 0,1%-a) Az érintett ország képviselője nem szavazhat a Tanácsban.

Forrás: European semester: a new architecture for the new EU Economic governance Q&A, MEMO/11/14 Brussels, 12 January 2011

Az európai szemeszter olyan törekvésnek is felfogható, amelyben a jogosítványoknak az európai uniós intézmények szintje és a tagállami szint közötti megosztását kívánták módosítani az alapszerződés megváltoztatása nélkül. Az európai szemeszter maximálisan kiterjeszti az európai uniós intézmények jogosítványait, de anélkül, hogy csorbítaná a tagállamok szuverenitását. Ez nemcsak a tagállamok közötti viszonyt terhelte meg, ha-

nem az új típusú gazdasági kormányzás legitimitásával kapcsolatban is felvetett kérdőjeleket.¹⁷⁸

4.3.2. A hatos és a kettős jogszabálycsomag

A szuverén adósságválság hatására az Európai Tanács 2010. szeptemberi értekezletén az EU-tagállamok gazdaság-, azon belül is főleg költségvetési politikáinak érdemi összehangolása, a Stabilitási és Növekedési Paktum szigorítása és az európai pénzügyi stabilitási eszköz véglegesítése végett hat témában javasolta jogszabálytervezetek elfogadását az Európai Unió Tanácsának és az Európai Parlamentnek. Ez az ún. **hatos jogszabálycsomag**. Hat olyan, 2011 decemberében hatályba lépett európai uniós jogszabályt tartalmaz, amely erősíti a gazdasági kormányzást, beleértve a Stabilitási és Növekedési Paktum szabályrendszerét mind a **megelőzés**, mind a **korrigálás és szankcionálás** tekintetében. A jogszabálycsomag célja a makrogazdasági egyensúlytalanság és az államadósság mérséklésének a szabályozása, tagállami költségvetési keretek kidolgozása és beavatkozási és szankcionálási lehetőségek teremtése az európai uniós intézményeknek, ha a pénzügyi és gazdasági folyamatok a szabályokban rögzítettektől eltérnek vagy eltéréssel fenyegetnek. Hangsúlyosan jelenik meg tehát a jogszabályi rendelkezések végrehajtásának kikényszerítése. Három rendelet az SNP keretében kialakított költségvetési felügyelet erősítésére hivatott, kettő a makrogazdasági egyensúlyhiányok felügyeletét teremti meg, egy irányelv pedig minimumkövetelményeket állapít meg a tagállamok költségvetési folyamataira.

A hatos jogszabálycsomag első eleme az Európai Parlament és a Tanács 1175/2011/EU rendelete (2011. november 16.) a **költségvetési egyenleg felügyeletének megerősítéséről és összehangolásáról**, amely az 1466/97/EK tanácsi rendeletet módosítja. A módosítás **célja** a költségvetési felügyelet erősítése. A rendelet abból indul ki, hogy a rendezett államháztartás az ár- és pénzügyi stabilitáson alapuló, dinamikus és fenntartható gazdasági növekedés feltételeit erősíti. A rendelet az SNP addigi működésének tapasztalatai alapján **továbbfejleszti** a stabilitási és a konvergenciaprogramok tartalmát és a vizsgálatukra szolgáló eljárást.

A stabilitási és a konvergenciaprogramokat a nemzeti költségvetésekkel kapcsolatos kulcsfontosságú döntések előtt kell benyújtani, viszont december helyett áprilisban, lehetőleg április közepéig, de legkésőbb április 30-ig. E mögött az a megfontolás húzódhat meg, hogy az európai uniós intézmények még a tagállami költségvetések parlamenti elfogadása előtt véleményt kívánnak nyilvánítani a programokról. Ez a módosítás a 2011-ben bevezetett makrogazdasági koordinációs ciklus, az **európai szemeszter** hatékony lebonyolítását is szolgálja. A rendelet hangsúlyozza, hogy a középtávú célkitűzés teljesítésére vonatkozó kötelezettséget mind az euróövezethez tartozó, mind az azon kívüli tagállamokra alkalmazni kell.

A középtávú cél eléréséig az államháztartási kiadások növekedési üteme nem lehet magasabb a középtávú potenciális gazdasági növekedési ütemnél. Ha nem érvényesül ez a követelmény, akkor a túllépést az államháztartási bevételek diszkrecionális (azaz saját

¹⁷⁸ Mark Hallenberg: i. mű, 2. o.

hatáskörbe tartozó) növelésével kell ellensúlyozni. A diszkrecionális bevételecsökkentést a kiadások lefaragásával kell kompenzálni.

Az összes EU-tagállamnak középtávú célkitűzést kell meghatározni a költségvetési egyenlegre, amelyet háromévente kell felülvizsgálni. Általános szabályként az országspecifikus középtávú költségvetési célkitűzések eltérhetnek az egyensúlyhoz közelebbi vagy többletet mutató pozícióra vonatkozó követelménytől, de a GDP 3 százaléka-nak megfelelő költségvetési hiánytól bizonyos távolságra kell maradniuk, azaz biztonsági tartalékot kell meghatározni. A középtávú költségvetési célkitűzéseknek biztosítaniuk kell továbbá az államháztartás fenntarthatóságát vagy a fenntarthatóság irányába tett gyors előrehaladást. Végül szükség van bizonyos mértékű költségvetési mozgástérre, elsősorban az állami beruházások miatt.

A **GMU-tagországok**, illetve az **ERM-II árfolyam-mechanizmusban részt vevő országok** esetében az országspecifikus középtávú költségvetési cél az, hogy a ciklikusan kiigazított és az egyszeri és átmeneti intézkedések nélküli költségvetési egyenleg GDP-hez viszonyított aránya 1 százalékos hiány vagy ugyanekkora többlet között legyen, természetesen az egyensúlyt is beleértve. A magánnyugdíj-rendszer államosításából származó egyszeri és átmeneti bevételek nem vehetők figyelembe a strukturális államháztartási egyenlegben.

A **stabilitási programokkal** szembeni követelményeket kiegészítették azzal, hogy tájékoztatást kell tartalmazniuk az előregedéssel kapcsolatos implicit feltételezésekről és a költségvetésre potenciálisan hatással bíró feltételes kötelezettségekről (beleértve az állami garanciákat). A demográfiai kihívás szem előtt tartása a hosszú távú problémák kezelésének igényére utal, a feltételes kötelezettségek számbavétele az állam összes, az államháztartás számaiban (így az államadósságban) nem tükröződő potenciális jövőbeli kiadás figyelembevételére enged következtetni.

A stabilitási programokat a legvalószínűbb vagy egy óvatosabb makroszintű költségvetési forgatókönyv alapján kell kidolgozni. Ha jelentős eltérés van a választott forgatókönyv és a bizottsági előrejelzés között, akkor azt indokolni kell. Erre különösen akkor van szükség, ha a külső feltételezések szintjének és dinamikájának az értékelése különbözik.

Az általános szabály továbbra is az, hogy a ciklikusan kiigazított, egyszeri és átmeneti intézkedésektől mentes költségvetési egyenlegnek a középtávú költségvetési cél elérésig évente a GDP 0,5 százalékaival kell javulnia. Azon tagországok esetében, amelyek államadóssága meghaladja a GDP 60 százalékat, vagy amelyek átfogó adósság-fenntartási kockázatokkal szembesülnek, ennél nagyobb mértékű javulásra van szükség. A strukturális költségvetési egyenleg alakulása mellett a tagállami kiadások növekedésének ütemét is vizsgálják. Ezzel kívánják elérni azt, hogy a tagállamok a konjunktúraciklus felfelé ívelő szakaszában elért többlet adóbevételt az államadósság csökkentésére és ne egyéb pótlólagos kiadásokra fordítsák.

A stabilitási programnak elő kell segítenie az euróövezeten belüli tartós és tényleges konvergenciát és a gazdaságpolitikák szorosabb összehangolását. A tagállamok gazda-

ságpolitikáinak meg kell felelniük a tagállamok és az EU gazdaság- és foglalkoztatáspolitikájára vonatkozó átfogó iránymutatásoknak.

Az érintett tagállam által nem befolyásolható szokatlan esemény esetén, amely következményterhesen érinti az államháztartást, átmenetileg el szabad térni a középtávú költségvetési pályától, de az eltérés nem veszélyeztetheti az államháztartás fenntarthatóságát. A Tanács és a Bizottság figyelemmel kíséri a stabilitási programok végrehajtását.

A GMU-hoz még nem csatlakozott EU-tagállamok által készített **konvergencia-programokkal** szembeni követelmények jórészt megfelelnek a stabilitási programokkal szembeni követelményeknek, az európai uniós intézmények által gyakorolt felügyelet is ugyanolyan.

A rendelet sajátos vonása, hogy amíg a költségvetési felügyelet erősítése mindegyik EU-tagállamra vonatkozik, addig a szabályokat megsértő tagállamok közül csak a GMU-hoz tartozók szankcionálhatók. Megjegyzendő, hogy a jelenlegi globális makrogazdasági környezetben meglehetősen nehéz prudens középtávú potenciális GDP-növekedési pályát megállapítani a GMU-, illetve EU-tagállamokra.

A hatos jogszabálysomag második eleme a Tanács 1177/2011/EU rendelete (2011. november 8.), amely **a túlzott hiány esetén követendő eljárás végrehajtásának felgyorsításáról és pontosításáról** szóló 1467/97/EK rendeletet módosította. A rendelet abból indult ki, hogy a túlzottdeficit-eljárás célja a túlzott költségvetési hiány kialakulásának megakadályozása, illetve bekövetkezése esetén a gyors kiigazítás ösztönzése. A költségvetési fegyelmetartását a **költségvetési hiány** és az **államadósság** kritériumai alapján vizsgálják.

Kivételes a költségvetési hiány referenciaértékének túllépése akkor, amikor az az érintett tagállam által nem befolyásolható olyan rendkívüli esemény következménye, amely számottevő hatással van az államháztartásra, vagy súlyos gazdasági visszaesés következménye. Ez a rendelkezés tehát számol gazdasági visszaesés lehetőségével.

A legfontosabb változás az volt, hogy az államadósság-kritériumot az eddigieknél hangsúlyosabban, a deficitmutatóval azonos súllyal veszik figyelembe. **A túlzott hiány miatti eljárás** akkor is elindítható, ha a referenciaértéket meghaladó államadósság nem közeledik kellő ütemben a referenciaértékhez (a GDP 60 százaléka). Ebben az esetben az eljárás még a GDP 3 százalékát el nem érő államháztartási hiány esetén sem szüntethető meg. Az államadósság csökkentésének éves üteme akkor megfelelő, ha a megelőző három évben a csökkenés mértéke eléri az adósság referenciaérték fölötti részének egy huszadát. Ebből arra lehet következtetni, hogy az érintett tagállamoknak maximum húsz év alatt kell elérniük a Maastrichti Szerződésben meghatározott 60 százalékos GDP-arányos államadósságot. Az új adósságkritérium csak egy átmeneti időszakot követően lép életbe.

Az adósságkritérium teljesülése akkor is elfogadható, ha az Európai Bizottság költségvetési előrejelzései szerint az eltérés az előírt mértékben fog csökkenni abban a hároméves periódusban, amely felöleli a legutolsó olyan évet követő két évet, amelyre vonatkozóan rendelkezésre állnak adatok.

Azon tagállamok esetében, amelyekkel szemben 2011. november 8-án túlzottdeficit-eljárás folyt, a túlzott hiány megszüntetését követően még három évig az adósságkritérium akkor teljesül, ha a Bizottság az érintett tagállam stabilitási vagy konvergenciaprogramjáról készített véleményében meggyőződött arról, hogy a tagállam megfelelő lépéseket tett a referenciaérték elérése felé.

A Bizottság a jelentés elkészítésekor nagyszámú tényezőt vesz figyelembe. Ilyen a középtávú gazdasági és költségvetési helyzet és az államadósság alakulása, amiről kiegyensúlyozott és átfogó értékelést ad.

Megváltoztatták a tőkefedezeti nyugdíjreformok költségeinek figyelembevételére vonatkozó szabályokat is. A Tanácsban 2010. március 15-én elfogadott politikai megállapodás értelmében a költségek meghatározott részét állandó jelleggel figyelembe lehet venni, de csak a deficitmutató értékelésénél és akkor, ha a hiány nem haladja meg jelentősen a referenciaértékhez közelinek tekinthető szintet. Kizárólag 60 százalékos alatti GDP-arányos adósságrátájú országok esetében van erre lehetőség. A fiskális szigor jegyében pénzügyi és nem pénzügyi szankciók szélesebb körét vezetik be már az eljárás korábbi szakaszaiban az SNP mindkét (prevenációs és korrekciós) ágában. A rendelet az államadósságnak az államháztartási hiánnyal megegyező jelentőséget tulajdonít.

Az államháztartási hiány csökkentésének követelményét három év átlagaként értelmezik, ami hosszabb egy átlagos dekonjunkció időtartamánál, és a túlzottdeficit-eljárásból való kilépés után három évvel kezdik. Ezzel a magas adósságrátájú országok elindulását kívánják segíteni. A hiánycsökkentés üteme a GDP mellett az infláció mértékétől is függ. Ugyanakkor a konstrukció matematikailag hibás a közeledési szakaszban. 0.95 huzadik hatványa 0,37, azaz a 20 év alatti 60 százalékos rátára csökkentéshez egy induló fix (és nem az egyre csökkenő, mindig a megelőző három év előtti) értékhez kellene viszonyítani.¹⁷⁹

A hatos jogszabálysorozat harmadik eleme az Európai Parlament és a Tanács 1173/2011/EU rendelete (2011. november 16.) a költségvetési felügyelet euróvezetbéli eredményes érvényesítéséről, amely szankciórendszert határoz meg a Stabilitási és Növekedési Paktum prevenációs és korrekciós ágának (többoldalú felügyeleti rendszer, illetve a túlzott hiány elkerülését célzó eljárás) a GMU-ban történő eredményesebb érvényesítése érdekében. A rendelet kidolgozása és elfogadása mögött az a megfontolás húzódhat meg, hogy a számszerű költségvetési szabályok akkor működnek hatékonyan, ha teljesítésük elmulasztása következményekkel jár. A rendelet csak a GMU-tagállamokra vonatkozik, a kívülállókra nem.

Az SNP végrehajtása során a szankciók már a megelőző szakaszban életbe lépnek a következők szerint:

¹⁷⁹ GKI Economic Research Co.: New Progressive Economic Perspectives in the Central and Eastern European Member States of the EU, 2013. szeptember, 64-66. o. Elérhető: <http://gki.hu/gazdasagpolitika/uj-progressziv-gazdasagpolitikak-kozep-es-kelet-europai-eu-tagallamoknak>

- ha a tagállam az elvárt kiigazítási ütemtől eltér, akkor tanácsi ajánlást kap, amelynek nem teljesítése esetén előző évi GDP-je 0,2 százalékanak megfelelő kamatozó letét elhelyezésére kötelezhetik;
- túlzott hiány kialakulása esetén (az SNP korrekciós ága) ez nem kamatozó letétté alakul a GDP 0,2 százalékanak megfelelő mértékben;
- a nem kamatozó letét bírsággá alakul át, ha az érintett tagállam a túlzottdeficit-eljárás keretében kiadott tanácsi ajánlásokat nem teljesíti;
- ha a tagállam továbbra sem tesz eleget az ajánlásoknak, akkor a pénzügyi bírság növelhető, de nem haladhatja meg a GDP 0,5 százalékát.

A szankciók hatékonyabb érvényesítését szolgálja a **fordított szavazás**, azaz a szankcionálásra irányuló bizottsági javaslat elfogadottnak minősül, ha a Tanács (konkrétan az Ecofin tanácsi formáció) azt minősített többséggel el nem veti. A fordított szavazás szaktítás a korábbi gyakorlattal, amelyben a szankciókról az érintett tagállamok képviselői is szavazhattak, megakadályozva a korrekció rendeltetésszerű alkalmazását. Ugyanakkor a fordított szavazás sem zárja ki – legalábbis elméletileg – az Európai Unió döntéshozatali mechanizmusaiban szokásos alkalmi szövetség- vagy koalíciókötést, tehát önmagában nem garancia a hatékonyabb végrehajtásra.

A letétekből származó kamatok és a bírságokból származó bevételek az európai pénzügyi stabilizációs eszközhöz, majd az európai stabilizációs mechanizmushoz kerülnek. A Tanács a Bizottság ajánlására pénzbírságot szabhat ki arra a tagállamra, amelyik szándékosan vagy súlyos gondatlanságból a költségvetési hiányra és az államadósságra vonatkozó lényeges adatokat valótlanul mutat be.

A Stabilitási és Növekedési Paktum fennállása alatt szerzett tapasztalatok arra utalnak, hogy az államháztartási fegyelmet megsértő országokkal szemben kilátásba helyezett szankcióknak kevés visszatartó erejük van. Az SNP keretében eddig nem került sor a túlzottdeficit-eljárás alatt álló GMU-tagállamok szankcionálására. Miként erről a Stabilitási és Növekedési Paktum tárgyalásakor a 4.1. fejezetben szó volt, a szankciók prociklikus hatásúak, azaz válságban kényszerítik az érintett országokat arra, hogy mérsékeljék államháztartási hiányukat.

Az utóbbi időszak fejleményei tükrében nem lehet figyelmen kívül hagyni azt sem, hogy egyes tagállamok költség-haszon elemzés alapján esetleg vállalják a büntetést. A gazdasági jellegű büntetéssel a politikai hasznot állítják szembe, amikor a gazdasági megszorításokért bünbaknak kiáltják ki az Európai Uniót. Ezáltal az európai uniós intézmények figyelmeztetései vagy szankciói céljukkal ellentétes eredményekhez vezetnek, így nincs garancia arra, hogy a szigorúbb szabályok kikényszeríthetők.¹⁸⁰ A magyar eset azonban azt mutatja, hogy az EU-forrásokban részesülő országok esetében éppen a másodlagosnak gondolt támogatásmegvonási szankció vagy az azzal való fenyegetés sikeres lehet.

A hatos jogszabálycsomag negyedik eleme a Tanács 2011/85/EU irányelve (2011. november 8.) a tagállamok költségvetési keretrendszerére vonatkozó követelmé-

¹⁸⁰ Györfly Dóra: Válságkezelés Európában, a gazdaságpolitika depolitizálásának kilátásai. Pénzügyi Szemle, 2013/2, 126. o.

nyekről, amely a fenti rendeletek alkalmazását kívánja előmozdítani. Az irányelvben foglalt célokat 2013. december 31-ig kell integrálni a tagállamok jogrendszerébe.

Az irányelv célja a tagállamok fenntartható és fegyelmezett költségvetési politikák folytatása melletti elkötelezettségének erősítése és az SNP célkitűzéseinek és elveinek a nemzeti költségvetési tervezési szabályokba történő integrálása. **Részletes szabályokat** határoz meg a tagállamok költségvetési keretrendszerére, amelyek elengedhetetlenek a túlzott költségvetési hiány elkerüléséhez. Költségvetési **keretrendszeren** az irányelv azon intézkedések, eljárások, szabályok összességét érti, amelyek a költségvetési politikák végrehajtásának alapjait alkotják, különös tekintettel

- a számviteli és statisztikai jelentéskészítési rendszerekre,
- a költségvetési tervezéshez felhasznált előrejelzések módszertanára,
- az országspecifikus költségvetési szabályokra,
- a költségvetési eljárásokra,
- a középtávú költségvetési keretrendszerekre,
- a független ellenőrzésre és
- a hatóságok közötti költségvetési kapcsolatok szabályozására.

A hatos jogszabálycsomag ötödik eleme az Európai Parlament és a Tanács 1176/2011/EU rendelete (2011. november 16.) **a makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzéséről és kiigazításáról**, amely részletes szabályokat állapít meg az Európai Unión belüli makrogazdasági egyensúlyhiány azonosítására és a túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány megelőzésére és kiigazítására. Az előzmények között megemlítendő, hogy a globális pénzügyi és gazdasági válság előtt a gazdaságpolitikai felügyeleti rendszerből hiányzott a makrogazdasági egyensúly és a versenyképesség figyelemmel kísérése. Ezekkel a kérdésekkel ugyan foglalkoztak a Bizottság országjelentései (beleértve a stabilitási és a konvergenciaprogramok értékelését) és a kétévente kiadott informális versenyképességi áttekintései, de ez a tevékenység nem öltött intézményes formát, így semmilyen utóélete és következménye (például konkrét ajánlások) nem volt.

A rendelet **egyensúlyhiányon** olyan makrogazdasági fejleményeket eredményező tendenciákat ért, amelyek hátrányosan befolyásolják vagy befolyásolhatják egy tagállam, a GMU vagy az EU megfelelő működését. A **túlzott egyensúlyhiányt** súlyos egyensúlyhiányként definiálja, és beleérti a GMU működését veszélyeztető vagy annak kockázatát hordozó egyensúlyhiányokat is.

Az egyensúlyhiány korai felismerése és nyomon követése végett a rendelet **riasztási mechanizmus** (alert mechanism) létrehozásáról intézkedik, amely többek között gazdasági, pénzügyi és egyéb releváns mutatókat tartalmazó **eredménytáblán** (scoreboard) alapul. Ennek küszöbértékei eltérnek a GMU-n belüli és azon kívüli tagállamokban. Egy-egy küszöbérték csak irányadó jellegű, amelynek túllépése nem feltétlenül jelezne az egyensúlytalanság fennállását. Ha viszont az előrejelző rendszer, illetve a hozzá kapcsolódó kvalitatív bizottsági elemzés egyensúlytalanság veszélyét jelzi, akkor az adott tagállam helyzetének alapos vizsgálata után megállapíthatják a túlzott egyensúlytalanságot.

Az eredménytábla többek között a következő **korai azonosításra használható mutatókat** tartalmazza:

- **belső egyensúlyhiányok**, beleértve azokat, amelyek az állam és a magánszféra eladósodottságára, a pénzügyi és eszközpiacon, köztük a lakáspiacon fejleményekre, a magánszektoron belüli hiteláramlásokra és a munkanélküliség alakulására vonatkoznak;
- **külső egyensúlyhiányok**, beleértve azokat, amelyek a tagállamok folyó fizetési mérlegének és nettó befektetési pozícióinak, a tényleges reálárfolyamoknak és az exportpiacon részesedésnek a változásaira vonatkoznak. Ide tartoznak még az árak és költségek változását kifejező, illetve a termelékenység különböző összetevőin alapuló, nem ár jellegű versenyképességi mutatók is.

Az eredménytábla értékelésekor a Bizottság kiemelt figyelmet fordít a **reálgazdaságra**, beleértve a gazdasági növekedést, a foglalkoztatottsági és a munkanélküliségi adatokat, a nominális és reálkonvergenciát a GMU-n belül és kívül, a termelékenység alakulását és annak hajtóerőit, amilyen például a kutatás-fejlesztés és a külföldi és hazai beruházás, valamint az ágazati trendeket (beleértve az energiát), tehát mindazt, ami hatással van a GDP és a folyó fizetési mérleg alakulására.

A teljesség igénye nélkül megemlíthető a nemzetközi versenyképesség, amelynek alakulását ötéves átlagok alapján a tagállamok áru- és szolgáltatásexportjának az EU-n kívüli piaci részesedéssel mérik. Riasztásra akkor kerül sor, ha a piaci részesedés rövid időn belül 6 százalékpontonál nagyobb mértékben csökken.

Az ingatlanpiaci buborékok előrejelzését szolgálja a lakásárak és a háztartások kiadásainak hányadosából képzett mutató. Az indikátor 6 százaléknál nagyobb mértékű növekedése vált ki riasztást. Ezzel az indikátorral a magánszféra eladósodásának lényeges tényezőjét mérik, olyan tényezőjét, amely súlyos gazdasági sokkok forrása lehet. Ezek megakadályozásával nemcsak az egyes tagállamokat, hanem az egész GMU-t meg lehet védeni az ilyen sokkoktól.

Az eredménytáblában riasztási szintként – tájékoztató jelleggel – alsó és felső küszöbértékeket is feltüntetnek ezekre a mutatókra, amelyek eltérnek a GMU-n belüli és az azon kívüli országok vonatkozásában. Váratlan gazdasági esemény esetén a Bizottság minden olyan tagállamot felülvizsgál, amelyben egyensúlyhiány vagy annak kockázata áll fenn.

Ha a korai jelzőrendszer indikátorai alapján a Bizottság potenciális makrogazdasági egyensúlyhiány jeleit véli felfedezni, akkor **alapos vizsgálatot** köteles végezni. Ennek háromféle kimenetele lehet. Az első eset az, hogy a helyzet **problémamentes**, ekkor az eljárás leáll. A második esetben **egyensúlyhiány** mutatható ki. Ekkor a Bizottság ajánlásokat tesz az európai szemeszter keretében. Végül a harmadik esetben **súlyos egyensúlyhiányokra** derül fény. (Ilyen például a termelékenység növekedését jelentősen meghaladó béremelkedés vagy az ingatlanárak gyors növekedése.) Ekkor a Bizottság azt javasolja a Tanácsnak, hogy az nyilvánítsa ki a túlzott egyensúlytalanságot, és tegyen ajánlást az érintett EU-tagállamnak a helyzet kiigazítására. Az ajánlásnak világos ütemterven kell alapulnia, mérőföldkövekkel a gazdaság kiegyensúlyozására.

Ha egy tagállamban túlzott egyensúlyhiány áll fenn, akkor megindul a **túlzott egyensúlytalansági eljárás** (Excessive Imbalances Procedure – EIP), a túlzottdeficit-eljárás mintájára. Az eljárás során a Tanács először ajánlásokat ad az érintett tagállamnak,

amely az egyensúlytalanság megszüntetésére kiigazító intézkedési tervet (corrective action plan) köteles kidolgozni. A Tanács ezt megvizsgálja, majd előírja a korrekciós intézkedések végrehajtásának határidejét. A Bizottság folyamatosan figyelemmel kíséri a tanácsi ajánlások végrehajtását.

Ebből a rendeletből kiténik, hogy a fiskális politika mintájára az EU-tagállamok makrogazdasági egyensúlyi helyzetére is **új, intézményesített koordináció** vonatkozik. Ennek célja a túlzott bel- és külgazdasági egyensúlyhiányok létrejöttének megakadályozása, illetve ha már kialakult ilyen egyensúlyhiány, akkor annak kiigazítása. A makrogazdasági egyensúlyra vonatkozó indikátorok figyelembevétele, a riasztási mechanizmus és a túlzott egyensúlytalansági eljárás az egyoldalúan az államháztartásra koncentráló Stabilitási és Növekedési Paktum kiterjesztésének is felfogható, mert újabb területeket vontak be a többoldalú felügyeletbe, és bővítették a korai előrejelző rendszert.

Az eredménytábla megkülönbözteti egymástól a GMU-hoz tartozó és a kívülálló EU-tagállamokat. A túlzott egyensúlyhiányokat korrigáló mechanizmusok (lásd alább az 1174/2011/EU rendeletet) kizárólag az euróövezet országaira vonatkoznak.

A makrogazdasági egyensúlytalanságokat jelző **indikátorokat** óvatosan célszerű kezelni. Nem egyértelmű, hogy a riasztási mechanizmus keretében készülő elemzés tartalmi előírásait hogyan lehet standardizálni, mennyire lehet figyelembe venni az országspecifikus tényezőket, az egyes mutatókhoz rendelt sávok mennyire alkalmasak a különböző gazdasági fejlettségi szintű országok és piacok szabályozására, mennyire segíti a válságból való kilábalást a deficités és a szufficites fizetési mérlegű tagokra rendelt aszimmetrikus riasztási mechanizmus.¹⁸¹

A **folyó fizetési mérlegek többletei és hiányai** szimmetrikusak a GMU-ban, ezért az egyensúlyhiányok kezelése is szimmetrikus kellene, hogy legyen. Ezzel szemben a GDP-arányos többlet küszöbértéke (3 éves átlag) +6 százalék, a hiányé ezzel szemben – 4 százalék.

További megfontolást érdemlő kritikai észrevétel, hogy széles körű szakirodalom igazolta: a legszofisztikáltabb, a túlzott egyensúlytalansági eljárásban meghatározotthoz sok tekintetben hasonló mutatórendszerek alkalmazása ellenére a válságokat eddig nem, vagy igen nagy hibahatárok mellett sikerült előre jelezni. A kormányok közvetlenül nem tudnak hatni a munkanélküliség alakulására vagy a lakásárak változására. Ezért indokolatlan büntetést kiszabni ilyen mutatók alapján a tagállamokra.¹⁸²

A rendelet többé-kevésbé a folyó fizetési mérleg hiányával azonosítja a makrogazdasági egyensúlyhiányt. Végző soron a Bizottság olyan változót kíván ellenőrzés alatt tartani, amelyet a tőkék szabad áramlásának körülményei között nem képes közvetlenül befolyásolni, különösen nem a közös pénzt használó euróövezetben. A túlzott makrogazda-

¹⁸¹ Neményi Judit – Oblath Gábor: Az euró bevezetésének újragondolása. Közgazdasági Szemle, LIX. évf., 2012. június, 650-651. o.

¹⁸² Sharf, Fr. W. (2011): Monetary Union, Fiscal Crisis and the Pre-emption of Democracy. Zeitschrift für Staats- und Europawissenschaften, 9. évf., 2. szám, 163-198. o. Idézi: Györfly Dóra: Válságkezelés Európában, a gazdaságpolitika depolitizálásának kilátásai. Pénzügyi Szemle, 2013/2, 126. o.

sági egyensúlyhiány megszüntetésének hatékony eszköze a tőke mozgások ellenőrzése, illetve korlátozása, ami viszont ellentétes az alapszerződéssel és az egységes piaccal.¹⁸³

E hiányosságok miatt egyes szakértők szerint a külgazdasági egyensúlyhiányok mérséklése magas költségek mellett egyoldalú és korlátozott lehet, így fenntarthatósága kérdéses. Egyébként is túl sok értelmezési lehetőséget hagy meg, ami nem segíti az objektív kritériumok alapján történő döntéshozatalt, ezáltal politikai alkuknak is helyt ad.

A hatos jogszabálycsomag hatodik eleme az Európai Parlament és a Tanács 1174/2011/EU rendelete (2011. november 16.) a túlzott makrogazdasági egyensúlytalanságoknak az euróövezeten belüli kiigazítására vonatkozó végrehajtási intézkedésekről, amely az 1176/2011/EU rendelethez kapcsolódik, az abban foglaltak érvényre juttatását szolgálja. A rendelet azokat a szankciókat határozza meg, amelyek a túlzott makrogazdasági egyensúlytalanságok hatékony kiigazítását szolgálják a GMU-ban. A szankciók, amelyek csak GMU-tagállamokkal szemben foganatosíthatók, összhangban vannak az 1176/2011/EU rendelet rendelkezéseivel (kamatozó letét, majd a kiigazítás elmaradása esetén évente fizetendő pénzbírság, amely az érintett tagállam előző évi GDP-jének 0,1 százaléka). A pénzbírság az EFSF-hez, illetve az ESM-hez folyik be.

A hatos jogszabálycsoportba tartozó rendeletek legtöbb rendelkezése esetében az Európai Bizottság ajánlásainak az elfogadásához minősített többségre van szükség az Európai Unió Tanácsában. A GMU esetében csak az euróövezet tagállamainak a képviselői szavazhatnak a Tanácsban.

A hatos jogszabálycsomag **potenciálisan hatékony eszközrendszernek** tekinthető a túlzott költségvetési hiány, állami eladósodás és az egyéb makrogazdasági egyensúlyhiányok megakadályozására. A fenti bemutatásból is kitűnik azonban, hogy a hatos jogszabálycsomag meglehetősen **bonyolult és nehezen átlátható**. Egyelőre nem lehet megválaszolni azt a kérdést, hogy mennyire hatékonyan lesz alkalmazható a gyakorlatban.

Amellett, hogy kétségtelenül erősíti a gazdasági kormányzást a GMU-ban, a hatos jogszabálycsomag tágíthatja az euróövezet és az ahhoz nem csatlakozott EU-tagállamok közötti szakadékot. A GMU-ra ugyanis szigorúbb és kötelező rendelkezések vonatkoznak, ami növeli a két országcsoportot érintő joganyag közötti különbséget. Ez eltérő gazdaságpolitikai hozzáállást is eredményezhet.¹⁸⁴

Végül a tagállami fiskális politikák feletti ellenőrzés hatékonyabb lehet akkor, ha azt a GMU-tagországok közötti nagyobb mértékű kockázatmegosztás támasztja alá. Más sza-

¹⁸³ Marek Dabrowski: Macroeconomic Surveillance Within the EU. CASE Network E-Briefs, No. 13/2003, 3. o. <http://econpapers.repec.org/paper/secebrief/1013.htm>

¹⁸⁴ Jean Pisani-Ferry – André Sapir – Guntram B. Wolff: The messy rebuilding of Europe. Bruegel Policy Brief, Issue 2012/01, March 2012., 3. o. Elérhető: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/719-the-messy-rebuilding-of-europe/>

vakkal: nagyobb európai uniós költségvetés esetén a tagállamok nagyobb transzfereket veszítenének, ha nem veszik figyelembe a releváns jogszabályokat és ajánlásokat.¹⁸⁵

A hatos jogszabálycsomagot az Európai Bizottság 2012. november 23-án két további rendeletre vonatkozó javaslattal, az ún. **kettős jogszabálycsomaggal** egészítette ki. Az első javaslat¹⁸⁶ tárgya **a költségvetési tervek figyelemmel kísérése és a túlzott hiány korrekciójának biztosítása**. A javaslat alapján elfogadott rendelet 2013 tavaszán hatályosult.¹⁸⁷ A jogszabály azokra a GMU-tagállamokra vonatkozik, amelyek a rendelet hatályba lépése idején túlzottdeficit-eljárás alatt vannak. A rendelet első része **a költségvetési folyamatok megerősített figyelemmel kísérését** tartalmazza. Az általános költségvetési rendelkezések értelmében mindegyik GMU-tagállam minden év április 15-ig köteles nyilvánosságra hozni középtávú fiskális terveit, amelyek összhangban vannak középtávú költségvetési kereteikkel és stabilitási programjaikkal. Ez utóbbiak független makrogazdasági előrejelzéseken kell, hogy alapuljanak. A költségvetési törvényjavaslatot minden év október 15-ig kell közzétenni, az alapjául szolgáló független makrogazdasági prognózisokkal együtt. A nyilvánosságra hozott költségvetési törvényt minden év december 31-ig kell elfogadni. A tagállamoknak az 1466/97/EK rendelet alapján kell meghatározniuk a fiskális célokat, és független költségvetési tanácsot kell fenntartaniuk a nemzeti költségvetési szabályok végrehajtásának monitoringja céljából.

Az érintett tagállamoknak a következő évre vonatkozó költségvetési tervezetüket minden év október 15-ig be kell nyújtaniuk a Bizottságnak és az eurócsoporthoz. A rendelet részletesen bemutatja, hogy a tervezetnek milyen információkat kell tartalmaznia a következő évre. Ezek jórészt megegyeznek a stabilitási paktummal szembeni követelményekkel. Ha a Bizottság különösen súlyos összhanghiányt talál a költségvetési tervezet és a Stabilitási és Növekedési Paktum rendelkezései között, akkor két héten belül (november 30-ig) kérheti az érintett tagállamot a költségvetési tervezet felülvizsgálatára. A Bizottság tehát fenntartja magának azt a jogot, hogy a tagállami költségvetéseket még a parlamenti elfogadás előtt értékelje, és indokolt esetben javaslatot tegyen változtatásokra.

A rendelet második része **a túlzott deficit kiigazításának biztosításáról rendelkezik**. A túlzottdeficit-eljárás alatt lévő tagállam köteles késlekedés nélkül felülvizsgálni költségvetésének végrehajtását, beleértve az állami tulajdonban lévő entitások pénzügyi kockázatait, amelyek szintén hozzájárulnak a túlzott hiányhoz. Az érintett tagállamok-

¹⁸⁵ International Monetary Fund: Toward a Fiscal Union for the Euro Area. IMF Discussion note, September 2013., SDN/13/09, 18. o.

¹⁸⁶ Európai Bizottság: Javaslat. Az Európai Parlament és a Tanács rendelete az előzetes költségvetési tervek monitoringjára és értékelésére, valamint az euróövezeti tagállamok túlzott hiánya megszüntetésének biztosítására vonatkozó közös rendelkezésekről. COM(2011) 821 végleges, 2011/0386 (COD), Brüsszel, 2011. 11. 23., 11 oldal. Elérhető:

http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/proposal_monito_assess_hu.pdf

¹⁸⁷ Az Európai Parlament és a Tanács 473/2013/EU rendelete (2013. május 21.) a költségvetés-tervezési javaslatok monitoringjára és értékelésére, valamint az euróövezeti tagállamok túlzott hiánya kiigazításának biztosítására vonatkozó közös rendelkezésekről. Elérhető:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32013R0473:EN:NOT>

nak rendszeresen jelenteniük kell az általuk meghozott diszkrecionális intézkedések költségvetési bevételekre és kiadásokra gyakorolt várható hatásait, kiadási és bevételi célkitűzéseiket valamint az azok elérésére tett lépéseket. Ezzel összefüggésben a rendlettervezet részletesen tárgyalja még a határidőket.

A másik javaslat¹⁸⁸ alapján elfogadott rendelet szintén 2013 tavaszán lépett hatályba.¹⁸⁹ A rendelet a **gazdasági és költségvetési felügyelet erősítését célozza** azokban a GMU-tagállamokban, amelyekben túlzott költségvetési hiány van, vagy a pénzügyi stabilitás kockázata számottevő, vagy amelyek pénzügyi segélyprogramban részesülnek (az EFSF vagy az ESM keretében, illetve az IMF-től vagy más nemzetközi pénzügyi intézménytől kaptak pénzforrást). Az említett kategóriába tartozó országok felett az Európai Bizottság megerősített felügyeletet gyakorolhat annak érdekében, hogy elkerülje a pénzügyi zavarok más tagállamokra való áttérjedését. A megerősített felügyelet a feltétele annak, hogy egy tagállam az EU vagy az IMF forrásaiból pénzügyi segítséget kapjon. A megerősített felügyelet keretében az érintett GMU-tagállam köteles előre meghatározott rendszerességgel nem aggregált információkat adni pénzügyi helyzetéről a Bizottságnak, az EKB-nak és az Európai Bankfelügyeleti Hatóságnak (European Banking Authority), továbbá az EBA felügyelete mellett stressztesztet vagy érzékenységi vizsgálatokat végezni a bankszektor különféle makrogazdasági és pénzügyi sokkokra való reagálásáról. Az európai uniós intézmények értékelik az érintett tagállam bankszektorának felügyeleti kapacitásait. Végül az érintett tagállam illetékes hatóságai kötelesek minden, a makrogazdasági egyensúlytalanságok figyelemmel kíséréséhez szükséges információt rendelkezésre bocsátani. A Bizottság értékeli a pénzügyi segítségért folyamodó tagállam államadósságának fenntarthatóságát. A pénzügyi segély feltétele a szilárd és fenntartható gazdasági és pénzügyi helyzetet eredményező kiigazítási program, amelynek végrehajtását a Bizottság rendszeresen ellenőrzi. A kiigazítási program összhangban van a túlzottdeficit- és a túlzott egyensúlytalansági eljárás követelményeivel, és helyettesíti az említett eljárásokban benyújtandó dokumentumok egy részét.

A két rendelet arra utal, hogy az európai uniós intézmények erőteljesebb ellenőrzést kívánnak gyakorolni a pénzügyi feszültségekkel küzdő, eladósodott GMU-tagállamok felett. A pénzügyi segítségnyújtást szigorú kiigazítási programhoz kötik, aminek végrehajtását hatékonyan tudják ellenőrizni. Kérdés, hogy elegendőek-e az előirányzott eljárások a fiskális fegyelem kikényszerítésére. Nem zárható ki, hogy az európai uniós intézményeknek erősebb jogosítványokra lesz szükségük a tagállami költségvetéseknek az európai uniós elvekhez történő igazításához.

¹⁸⁸ Európai Bizottság: Javaslat. Az Európai Parlament és a Tanács rendelete a pénzügyi stabilitásuk tekintetében súlyos nehézségekkel küzdő vagy súlyos nehézségek által fenyegetett euróövezeti tagállamok gazdasági és költségvetési felügyeletének megerősítéséről. COM(2011) 819 végleges 2011/0385 (COD), Brüsszel, 2011. 11. 23. 9 oldal. Elérhető:

http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/proposal_strength_eco_hu.pdf

¹⁸⁹ Az Európai Parlament és a Tanács 472/2013/EU rendelete (2013. május 21.) a pénzügyi stabilitásuk tekintetében súlyos nehézségekkel küzdő vagy súlyos nehézségek által fenyegetett euróövezeti tagállamok gazdasági és költségvetési felügyeletének megerősítéséről. Elérhető:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32013R0472:EN:NOT>

A kettős jogszabálycsomag következményterhesen érinti az európai szemeszter architektúráját és időbeosztását. Egyrészt a két jogszabály megerősíti a GMU és a kívül maradt EU-tagállamok megosztását, egymással való szembeállítását, mert ténylegesen külön európai szemesztert hoz létre az euróövezet számára. Másrészt intézményesíti a nemzeti szemesztert a GMU-tagállamokban azáltal, hogy kiterjeszti az európai uniós felügyeletet és az iránymutatásokat arra a fázisra, amikor a tagállamok kormányai és parlamentjei (és egyéb gazdasági szereplői) a fiskális politikát alakítják. Végül potenciálisan nemcsak a kölcsönös kommunikációnak nyit utat a nemzeti parlamentek és az Európai Bizottság között, hanem az európai uniós intézmények általi morális meggyőzésnek, illetve nyomasztásnak is.¹⁹⁰

4.3.3. Az euró plusz paktum

A GMU-tagállamok pénzügyminisztereiből álló eurócsoport 2011. március 11-én elfogadta a német és francia kezdeményezésre kidolgozott **euró plusz paktumot** (egy ideig versenyképességi paktumnak is nevezték), amelyhez a nem GMU-tag Bulgária, Dánia, Lengyelország, Lettország, Litvánia és Románia is csatlakozott. Magyarország, az Egyesült Királyság, Csehország és Svédország kimaradt, de számukra is fennáll a csatlakozás lehetősége. A paktum nem ölti másodlagos európai uniós jogforrás formáját, hanem **politikai kötelezettségvállalás**. A paktum általános célja a Stabilitási és Növekedési Paktum és az Európa 2020 stratégia kiegészítése. A paktumot aláíró országok kötelezettséget vállaltak arra, hogy szorosan együttműködnek egymással a versenyképesség fokozása, a foglalkoztatás növelése, az államháztartási rendszerek fenntarthatóságának javítása és a pénzügyi stabilitás további erősítése terén, azaz koordinálják gazdaságpolitikájukat. Ezek olyan területek, amelyekért nagyrészt a tagállamok felelősek. A paktum keretében vállalt kötelezettségek a nemzeti reformprogramok részét képezik. Elsősorban német követelésre tették függővé az ESM létrehozását a paktum elfogadásától.

Az euró plusz paktum a következő elveken nyugszik:

- A paktumnak **összhangban kell lennie az EU-ban érvényes gazdasági kormányzással**, beleértve az olyan meglévő eszközöket, mint az Európa 2020 stratégia, az európai szemeszter, az integrált iránymutatások, a Stabilitási és Növekedési Paktum és az új makrogazdasági felügyeleti keretrendszer. A paktum által létrehozni kívánt hozzáadott érték azokból az erőfeszítésekből adódik, amelyek túlmutatnak az EU-tagállamok meglévő kötelezettségvállalásain. Ezeket a pótlólagos kötelezettségvállalásokat integrálják a nemzeti reform- és stabilitási programokba, és rendszeresen felügyelik teljesítésüket.
- A paktumnak azokra a **prioritási területekre** kell összpontosítania, amelyek lényegesek a versenyképesség és a konvergencia előmozdítása szempontjából.

¹⁹⁰ European Parliament (Policy Department A: Economic and Scientific Policy): An Assessment of the European Semester. Study. IP/A/ECON/ST/2010, PE 475.121. September, 2012. Authors: Mark Halleberg, Benedicita Marzinotto, Guntram B. Wolf, 14. oldal. Elérhető: <http://www.europarl.europa.eu/committees/en/econ/studiesdownload.html?languageDocument=EN&file=76151>

- A paktumban részt vevő országok állam- és kormányfői évente **specifikus kötelezettségvállalásokat** tesznek, amelyek végrehajtását az általuk kitűzött célok érvényesítésével együtt folyamatosan figyelemmel kísérik. Tanulmányozzák és átveszik a legjobb gyakorlatokat és benchmarkokat.
- A paktum tiszteletben tartja az **EU egységes piacát**. A paktumban részt vevő országok kötelezettséget vállalnak a belső piac egységesítésének befejezésére.

Az **euró plusz paktum átfogó célja** a versenyképesség és a foglalkoztatás ösztönzése, valamint a fenntartható közpénzügyekhez és a pénzügyi stabilitáshoz való hozzájárulás.

Ami a **versenyképességet** illeti, az előrehaladást a bérek (termékegységre jutó munkaerőköltség) és a termelékenység alakulása alapján értékelik. A relatív nemzetközi versenyképesség megőrzésének, illetve javításának, továbbá az infláció kordában tartásának az a feltétele, hogy a reálbérek növekedési üteme legfeljebb a termelékenység növekedési ütemével egyezzen meg. A költség-versenyképesség biztosítása érdekében felülvizsgálják a bérmegállapítási mechanizmusokat, beleértve a bérindexálás rendszerét. A bérmegállapítás, a kollektív béralku tagállami hatáskörben van. A paktum eme követelménye értelmében a tagállamoknak meg kell akadályozniuk a termelékenység dinamikáját meghaladó reálbéremelést, és felül kell vizsgálniuk az automatikus béremelések (például a bérek inflációhoz kötődő emelése) gyakorlatát.¹⁹¹ A paktumban részt vevő országok azt szeretnék elérni, hogy a közzféra bérmegállapodásai erősítsék a magánszektor versenyképességét. A bérindexálást viszonylag egyszerű megszüntetni, nehezebb azt elérni, hogy a gazdasági szereplők a reálbérek növekedési ütemét a termelékenység növekedési üteméhez kössék. Ezeknek a rendelkezéseknek az is a célja, hogy megakadályozzák a fizetésimérleg-válságok újbóli jelentkezését. (A hatásmechanizmusokat a 4.4. fejezet tárgyalja.)

A **versenyképesség** ösztönzése érdekében a védett szektorokat meg kívánják nyitni a verseny előtt. Javítani kívánják az oktatási rendszert, támogatni a kutatást, fejlesztést és innovációt, fejleszteni az infrastruktúrát és az üzleti környezetet (beleértve a szabályozást). Különösen a kis- és középvállalkozások üzleti környezetét szándékoznak javítani.

Ami a **foglalkoztatást** illeti, a munkaerő-piaci reformoknak elő kell mozdítaniuk rugalmas munkahelyek létesítését, az élethosszig tartó tanulást, a fekete vagy szürke munkavégzés visszaszorulását, és emelniük kell a foglalkoztatási rátát.¹⁹² Az **adóreformoknak** a foglalkoztatás növekedéséhez is hozzá kell járulniuk. Az előrehaladást a hosszú távú és a fiatalokra vonatkozó foglalkoztatási ráta alakulásával mérik.

A **közpénzügyek fenntarthatóságát** illetően a hangsúlyt a nyugdíjak, az egészségügyi és a szociális ellátás fenntarthatóságára, a Stabilitási és Növekedési Paktumban foglalt fiskális szabályok tagállami jogrendszerekbe történő integrálására kell helyezni. Ez utóbbit az Európai Bizottsággal együttműködve kell megtenni. Az egészségügyi és a

¹⁹¹ Feltehetően a bérindexálás kvázi tilalma miatt nem írta alá a svéd kormány képviselője az euró plusz paktumot.

¹⁹² A foglalkoztatási ráta az OECD meghatározása szerint a munkában állóknak a teljes munkaképes korú népességhez viszonyított százalékos aránya. A munkaképes kor országonként változó, az OECD-országokban általában 15 és 64 éves kor között van.

szociális rendszerek fenntarthatósága új követelmény, arra utal, hogy a paktum kidolgozói jobban figyelembe kívánják venni a költségvetésben közvetlenül nem megjelenő állami kötelezettségeket. Ezt szolgálja az ún. **fenntarthatósági rés** mutatószám, amely azt fejezi ki, hogy a tagállamok nyugdíj- és társadalombiztosítási rendszerei (egészségügy és segélyezés) milyen hatást gyakorolhatnak a költségvetésre. A mutató az államadósság viszonylatában az államháztartás nagy rendszereinek fenntarthatóságát számszerűsíti, kiegészítve a Maastrichti Szerződés konvergenciamutatóit. Explicite ugyan nem szerepel a paktumban, de ezekből a rendelkezésekből arra a következtetésre is lehet jutni, hogy a cél az előtakarékoságon alapuló nyugdíjrendszerek irányába történő elmozdulás. A tagállamok meglehetősen nagy szabadságfokkal rendelkeznek a végrehajtásban. Az egyetlen előfeltétel a fiskális fegyelem, ami elsődleges fontosságú.

Ami a **pénzügyi stabilitás megerősítését** illeti, az érintett országok kötelezettséget vállaltak arra, hogy integrálják nemzeti jogrendszerükbe a bankokra vonatkozó, az EU jogszabályaival összhangban lévő, átfogó reform keretében kidolgozás alatt lévő állásfoglalásokat. Ennek célja az, hogy az ad hoc válságkezelő intézkedések helyett a tagállamoknak lehetőségük legyen az EU-ban elfogadott, intézményesített gyakorlat figyelembevételére.

Az euró plusz paktum utolsó része, amely szerint a részt vevő országok különös figyelmet fordítanak **adópolitikáik koordinációjára**, jogilag nem kötelező. Elismerik, hogy a közvetlen adózás a szubszidiaritás elve alapján tagállami hatáskör. Ennek ellenére a GMU-ban folyó erőteljesebb gazdaságpolitikai koordináció lényeges eleme az adópolitikák pragmatikus koordinációja, ami mind a fiskális konszolidációt, mind a gazdasági növekedést támogatja, és kiküszöböli a káros adóverseny sok elemét. A paktumban részt vevő országok ebben az összefüggésben a legjobb gyakorlatok cseréjére, a káros intézkedések kiküszöbölésére, az adócsalás és az adóelkerülés visszaszorítására törekednek. Hangsúlyozzák közös társasági nyereségadó-alap kialakításának fontosságát, ezzel együtt azonban tiszteletben tartják a tagállamok nemzeti adópolitikáit. Az Európai Bizottság már előterjesztett egy, a közös konszolidált vállalati adóalapra vonatkozó jogszabályjavaslatot.

Az esetleges félreértések elkerülése érdekében érdemes rögzíteni, hogy egyrészt az euró plusz paktumban részt vevő országok nem vállaltak semmilyen specifikus kötelezettséget az adóharmonizációra. Az adópolitikai harmonizáció nem része az euró plusz paktum kötelezettségvállalásainak. E területen az érintettek mindössze a jövőbeli együttműködés lehetőségeit mérlegelik. Másrészt az adópolitikai koordináció nem terjed ki a vállalati nyereségadókulcsok harmonizálására, miként azt a magyar kormány értelmezte, amikor nem csatlakozott az euró plusz paktumhoz.

Az **Európai Tanács 2011. június 23–24-i** brüsszeli értekezletéről kiadott **állásfoglalás** a gazdaságpolitika kontextusában megjegyezte, hogy az euró plusz paktumban részt vevő országok több mint 100 intézkedést terjesztettek elő a korábban meghatározott célkitűzések érvényesítése végett. A további kötelezettségvállalások meghatározásakor a részt vevő országok szélesebb összefüggésrendszerben gondolkodnak. Így nagyobb mértékben koncentrálnak a gazdasági növekedést előmozdító reformokra, amelyek erősítik a versenyképességet, és konkrétabb javaslatokat tesznek az intézkedések hatásainak

mérhetőségére, a részletekre, az időbeli ütemezésre stb. Ezen túlmenően ambiciózusabb kötelezettségvállalásokat tartanak szükségesnek, azaz a részt vevő országoknak előretelítő reformprojekteket kell kezdeményezniük. Végül az európai tanácsi állásfoglalás megismételte és jobban konkretizálta az adópolitikák pragmatikus koordinációjának szükségességét, konkrét tagállami kötelezettségvállalás nélkül. Az Európai Tanács a paktumban részt vevő országok által megtett előrehaladást 2012-ben, az Európai Bizottság az éves növekedési jelentés című dokumentumban értékelte. A részes államok az általuk vállalt kötelezettségeket beépítik az európai szemeszter keretében benyújtandó dokumentumokba (nemzeti reformprogramok, konvergencia-programok stb.).

Az euró plusz paktum nem módosította sem az EU intézményei közötti hatáskörök megosztását, sem a tagállamok hatásköreit. A paktum azt kívánja előmozdítani, hogy a tagállamok a saját hatáskörükbe tartozó funkciókat egymással koordinálva lássák el. A koordináció lehetővé teszi a közös célok érvényre juttatását. A paktum ugyan nem érinti a tagállami hatásköröket, de további külső kontroll az európai uniós intézmények részéről.

A paktum a benne részt vevő országok önkéntes kötelezettségvállalásainak formáját ölti, azaz jogi kötelezettség nélküli **ajánlásnak** tekinthető. Ennek ellenére a részt vevő országok nagyon komolyan veszik a paktumot, miként arra az a több mint 100 javaslat is utal, amit az érintettek a paktum 2011. márciusi elfogadását követő két hónapban dolgoztak ki. Kérdés, hogy az önkéntes kötelezettségvállalások és közös felelősség mint hiteltel motiváció, jogi szankciók és más erős kényszerítő mechanizmusok nélkül mennyire garantálja a sikert.

Az euró plusz paktum a **Stabilitási és Növekedési Paktum kiegészítéseként** is felfogható. Megközelítése azonban túlmutat az SNP-n. Arra a felismerésre adott válasznak is tekinthető, hogy **a GMU pénzügyi és gazdasági válságának oka nem kizárólag az államháztartás, hanem a magánszektor is**, amely adott feltételek között szintén hajlamos óriási adósságok felhalmozására. A paktum kezelni kívánja továbbá azokat a **versenyképességi problémákat** is, amelyekre a GMU-n belüli egyensúlyhiányok nem csekély mértékben vezethetők vissza (tetemes folyó fizetésimérleg-többletek az északi országokban, illetve óriási deficittek a periféria országokban stb., erről a 4.4. fejezetben van részletesen szó).

Az euró plusz paktum azt a felismerést is tükrözi, hogy a kormányoknak nemcsak az állampapírokban megtestesült explicit államadósságot kell szem előtt tartaniuk, hanem a demográfiai folyamatokkal és a fennálló nyugdíjrendszerrel kapcsolatos implicit államadósságot is. Természetesen az euró plusz paktumnak más európai uniós politikákra nézve is lehetnek következményei, de azok korántsem annyira relevánsak, mint az SNP-re és az Európa 2020 stratégiára gyakorolt hatásai.

Az euró plusz paktum szerint nemcsak a globális versenyképesség, hanem az Európai Unión belüli stabilitás érdekében is szükség van erősebb koordinációra, a bérek és a termelékenység összehangolására. Ugyanakkor nincs egységes megoldás eme összhang kialakítására. Nem világos a munkamegosztás a tagállami folyamatokat befolyásoló

szociális partnerek és a tagállami lépések koordinálására hivatott európai uniós intézmények között.

Azokkal a kérdésekkel, amelyekre az euró plusz paktum összpontosít, az **Európa 2020 stratégia** is foglalkozik többé vagy kevésbé kimerítően. A jelek szerint az euró plusz paktum néhány eleme (a közpénzügyek fenntarthatósága, a pénzügyi stabilitás megerősítése stb.) kiegészíti az Európa 2020 stratégiát. Más területeken, mint például a termelési verseny vagy a bérindexálás, az euró plusz paktum sokkal konkrétabb rendelkezéseket tartalmaz, mint az Európa 2020 stratégia. Ugyanakkor az euró plusz paktum időhorizontja nem eléggé világos és egyértelmű. Emiatt nehéz, sőt egyes területeken lehetetlen a paktumot összehasonlítani, illetve összhangba hozni az Európa 2020 stratégiával.

Az euró plusz paktum másik megkülönböztető vonása az, hogy **olyan kérdésekre és politikákra vonatkozik, amelyek részben vagy teljes egészében az egyes tagállamok illetékességi körébe tartoznak**. Ebben a vonatkozásban a paktum hasonlít a lisszaboni stratégiára. Az utóbbival kapcsolatos tapasztalatok ellentmondásosak, az ún. nyitott koordináció nem bizonyult elég hatékonynak. A jelen esetben a különbség az, hogy egyrészt az érintett országok magasabb fokú kötelezettségvállalás mellett csatlakoztak önként a paktumhoz. Másrészt mind az EU, mind a GMU sokkal kedvezőtlenebb gazdasági helyzetben van jelenleg, mint a globális pénzügyi és gazdasági válság éveinek kivételével a lisszaboni stratégia kezdete óta bármikor.

A bírálók szerint a paktum nem járul hozzá a GMU-t fenyegető szuverén adósságválság és bankválság közeli megoldásához. Ez kétségtelenül így van, viszont az euró plusz paktumnak nem feladata a rövid távú válságmenedzsment. A paktum középpontjában ugyanis olyan közép- és hosszú távú problémák és hatótényezők állnak, amelyek megfelelő kezelése megelőzheti válságok kialakulását a jövőben.

Szélesebb és hosszabb távú összefüggésrendszerben az euró plusz paktum **az Európai Unió belüli további konvergencia keretfeltételeit** alkothatja. Ebben a felfogásban a paktum hozzájárulhat az EU egységes gazdasággá válásához azáltal, hogy teljesíti a működő valutaunióval, sőt az optimális valutaövezettel szembeni követelményeket. Ugyanakkor nem hagyható figyelmen kívül, hogy a valódi egységes gazdaság felé történő elmozdulásnak a gazdasági kormányzáson és a gazdaság- és szakpolitikai koordináción túlmutató előfeltételei is vannak, mint például a jól működő termék- és tényezőpiacok stb.

Mind a szélesebb közvéleményben, mind a szakértők között erősek azok az aggodalmak, amelyek szerint az euró plusz paktum az EU további megosztásához, **többsebességű integrációhoz** vezet. Elméletben legalábbis a GMU 18 tagállama és a hat nem GMU-tagország egy másik 23 tagú csoportot fog alkotni a 28 tagú Európai Unióban. Ez tovább mélyítheti a többek között az eurócsoporthoz és a GMU-hoz eddig nem csatlakozott EU-tagok, a schengeni övezet és az ahhoz nem tartozó országok által fémjelzett megosztottságot.

Ezek a félelmek azonban nagyszámú jel szerint túlzottak. Egyrészt az euró plusz paktum nem tartalmaz a Lisszaboni Szerződéssel ellentétes rendelkezéseket. Másrészt a kimaradt EU-tagállamok bármikor csatlakozhatnak a paktumhoz saját autonóm elhatározásuk

alapján. Mivel az euró plusz paktumot alkotó országok nem képeznek zárt csoportot, ezért a paktum nyitott a csatlakozni kívánó országok előtt. Ugyanakkor a kívül maradó országoknak számolniuk kell azzal, hogy gyengül az európai uniós ügyekre gyakorolt befolyásuk. Megalapozottan feltételezhető ugyanis, hogy az EU döntéshozatali szerkezetében eltolódás várható az euró plusz paktum javára.

Összefoglalásként megállapítható, hogy az euró plusz paktum olyan területekre és problémákra koncentrál és kísérel meg megoldást találni, amelyek nem, vagy csak részben, kevésbé részletezetten tartoznak más európai uniós stratégiák, politikák és programok hatáskörébe, ezáltal hiánypótló szerepet tölthet be. A paktum a makrogazdasági kormányzás hiányzó részének is felfogható az EU-ban. Az euró plusz paktum keretében vállalt és teljesített kötelezettségvállalások **ösztönzést adhatnak átfogó társadalmi-gazdasági stratégia kidolgozásához mind az Európai Unió, mind a tagállamok szintjén**. Az euró plusz paktum tartalmazza továbbá egy olyan keretrendszer elemeit, amely alkalmas arra, hogy támogassa az Európai Unión belüli, adott esetben valódi valutaunióhoz vezető **konvergenciát**. Az euró plusz paktum sikere a részt vevő országok azon készségétől, képességétől és belső elkötelezettségétől függ, hogy képesek-e a nemzeti és a közös érdekeket kiegyensúlyozni, és vonzóvá tenni a paktumot további EU-tagállamok számára.

4.3.4. A fiskális paktum

A 2012. március 2-án aláírt **fiskális paktum** (Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union – TSCG – stabilitási, koordinációs és gazdaságirányítási szerződés a Gazdasági és Monetáris Unióban) kormányközi szerződés az EU-tagállamok között. A paktum 2013. január 1-jén lépett hatályba, miután az euróövezet legalább 12 tagállama ratifikálta azt.¹⁹³ (Ez volt a hatályba lépés minimális feltétele.) A paktum csak azokra az országokra vonatkozik, amelyek ratifikálták azt. Döntően a nemzeti szuverenitás elvesztésével vagy gyengülésével kapcsolatos okok miatt a paktumhoz az EU-tagállamok közül csak az Egyesült Királyság és Csehország nem csatlakozott, de mivel az nyitott, így a két kimaradó ország is bármikor részese lehet. Eredetileg a megerősített Stabilitási és Növekedési Paktumot be kívánták emelni az alapszerződésbe. Az egyhangú támogatás hiánya miatt második legjobb vagy inkább lehetséges megoldásként döntöttek az érintett tagállamok közötti kormányközi szerződés mellett. A paktum létrehozását olyan esetek elkerülésének szándéka is motiválhatta, amikor a Németországgal és Franciaországgal szemben a Bizottság által javasolt túlzottdeficit-eljárást az Európai Unió Tanácsa a kritikus ponton lezárta 2003-ban.

A **szerződés célja** a GMU gazdasági pillérének, azon belül a gazdaságpolitikai koordinációnak és a gazdasági kormányzásnak az erősítése. A paktum az EU fenntartható növekedésre, foglalkoztatásra, versenyképességre és társadalmi kohézióra vonatkozó célkitűzéseinek támogatására hivatott. Végül is a fiskális paktum a hatos jogszabálycsomag leglényegesebb rendelkezéseinek intézményes kikényszerítésére jött létre. Ennek jegyében a részt vevő országok kötelezettséget vállalnak arra, hogy a pénzügyi stabilitásra

¹⁹³Finnország, Ausztria, Ciprus, Németország, Dánia, Észtország, Spanyolország, Franciaország, Görögország, Olaszország, Írország, Litvánia, Lettország, Portugália, Románia és Szlovénia.

vonatköző jogszabályokat beépítik nemzeti jogrendszerükbe. A szerződés rendelkezéseit teljes körűen kell alkalmazni a GMU tagállamaira, míg a kívülállókra néhány technikai jellegű korlátozó előírás vonatkozik. Az euróövezeten kívüli tagállamok csatlakozásukig külön nyilatkozatban vállalhatják magukra nézve kötelezőnek a megállapodást. Az ESM keretében csak azok a GMU-tagállamok jogosultak pénzügyi támogatásra, amelyek ratifikálták a fiskális paktumot.

A szerződés 3-8. cikke a korábban tárgyalt Stabilitási és Növekedési Paktum, illetve 1175/2011/EU tanácsi rendelet **költségvetési pozícióval kapcsolatos követelményeit** foglalja össze és bővíti ki. A 3. cikk arról rendelkezik, hogy a szerződés hatályba lépése után legkésőbb egy évvel (2014. január 1-jéig) a tagállamoknak az államháztartással kapcsolatos egyensúlyi követelményeket és korrekciós mechanizmusokat be kell építeniük kötelező jelleggel nemzeti jogrendszerükbe. Ez azt jelenti, hogy a pénzügyi stabilitás követelményei integrálódnak a tagállami jogrendszerekbe, a szerződő országok csak egyensúlyhoz közeli vagy enyhe többletet mutató költségvetést fogadhatnak el.

Az államháztartás strukturális hiányának az adott ország számára megállapított hosszú távú fenntarthatósággal is összhangban kell lennie. Ha a hiány meghalad egy bizonyos határértéket a tagállamok saját középtávú célkitűzéséhez képest, akkor korrekciós intézkedéseket kell tenniük. A gyakorlatban ez maximum 0,5, illetve 1 százalékos GDP-arányos államháztartási hiányt jelent, ez utóbbi akkor előírás, ha a GDP-arányos deficit 60 százaléknál kisebb. Mindezt a fiskális paktum hatályba lépése után fokozatosan kell elérni.

Az államadósságot a tényleges hiány és a küszöbérték (a GDP 60 százaléka) közötti érték egy huszadával kell mérsékelni évente. Az adósságfék a GMU-tagállamok nemzeti jogrendszerébe is beépült. A szerződés a Stabilitási és Növekedési Paktumot azáltal erősíti, hogy a kiigazító lépésekre automatikusan kerül sor.

A paktumban foglaltakat megsértő tagállamra az Európai Unió Bírósága a GDP 0,1 százalékára, az Európai Unió Bírósága legfeljebb GDP-je 0,1 százalékára rúgó büntetést vehet ki. A szerződés rendelkezéseit az Európai Bizottság szerint megszegő tagállamnak jogorvoslatra van lehetősége. Az Európai Unió Bíróságához lehet fordulni akkor is, ha az egyik szerződő fél szerint a Bizottság véleményétől függetlenül egy másik szerződő fél nem teljesítette az elfogadott intézkedések beépítését a nemzeti jogrendszerbe. A paktum egyik cikke arról rendelkezik, hogy az előírások egy részét öt éven belül integrálni kell az európai uniós jogrendszerbe.

A szerződés 9-14. cikke a gazdasági kormányzás elmélyítését célozza. Új elem, hogy a koordináció javítása jegyében a szerződő felek **bejelentik állampapír-kibocsátási terveiket** az Európai Bizottságnak és az Európai Unió Tanácsának. Támogatják továbbá a Bizottság azon ajánlásait, amelyeket az a deficitkritériumokat megsértő országok számára tesz. A szerződő felek olyan gazdaságpolitika kidolgozására és folytatására törekednek, amely a konvergencia és a versenyképesség erősítésével előmozdítja a GMU megfelelő működését és a gazdasági növekedést. A résztvevők előzetesen megvitatják az általuk bevezetni tervezett jelentős reformokat, illetve azokat koordinálják egymás között. A 11. cikk lehetővé teszi a Bizottság és a tagállamok számára, hogy értékeljék a

tagállami intézkedések potenciális átgyűrűző hatásait, és ennek alapján a tagállami szinten elfogadandó végső döntés előtt véleményezzék a tervezett intézkedéseket. Csak azok a tagállamok juthatnak pénzügyi forráshoz az ESM keretében, amelyek aláírják a fiskális paktumot. A paktumhoz csatlakozott EU-tagállamok állam- és kormányfői minden évben csúcstalálkozót tartanak.

A fiskális paktum értékelését illetően megállapítható, hogy az a Stabilitási és Növekedési Paktum és a hatos jogszabálycsomag elmélyítéseként is felfogható, mert szigorította a költségvetési deficittek és államadósságok azonosítását és prevencióját az Európai Unióban. Amíg azonban az SNP eredeti és 2005-ben módosított rendelkezései a tagállami szabályokra helyezte a hangsúlyt, addig a fiskális paktum erőteljesebb integrációs szintű szabályokat irányzott elő. Ezzel a nemzetek feletti intervenció gyengítheti a nemzeti szuverenitást.

Újdonság **az Európai Unió Bíróságának a szerepe**, amelynek feladata eldönteni, hogy egy tagállamot szankcionálni kell-e a túlzott deficit miatt. Ez utóbbi megállapítására a Bíróságot a Bizottság jelentése alapján vagy attól függetlenül egy vagy több szerződő fél kérheti. Ez összefügg a kormányközi szerződés jellegével. Ez ugyanis kizárja, hogy a Bizottság idézze a vélelmezett jogsértést elkövető tagállamot az Európai Unió Bírósága elé. Ugyanakkor nem biztos, hogy gazdasági problémák megoldására (például az éves strukturális államháztartási hiány és a kivételes körülmények értelmezése) az Európai Unió Bírósága a legalkalmasabb intézmény, így külső szakértők alkalmazására szorul. A kormányközi szerződés jellegéből adódóan az Európai Parlamentet és a nemzeti parlamenteket is bevonják a szerződés végrehajtásába.

A fiskális paktum tovább bonyolítja a döntéshozatalt az EU-ban, a GMU és nem-GMU törésvonal mellett újabbat hoz létre, mert a paktumot GMU- és ahhoz nem csatlakozott EU-tagállamok egyaránt ratifikálták. Olyan csúcserkezeteket is tarthatnak, amelyeken több, a GMU-hoz nem tartozó tagállam vesz részt, míg bizonyos euróövezet-tagok kimaradnak. A hatos csomag részét képező 2011/85/EU irányelv hatálya kiterjed az Egyesült Királyságra, amely viszont nem csatlakozott a fiskális paktumhoz.¹⁹⁴

A fiskális paktumot azért is bírálják, mert jogi értelemben a hozzáadottérték-tartalma meglehetősen kétséges. Rendelkezéseinek túlnyomó hányada megjelenik a hatályba lépett hatos és kettős jogszabálycsomagban valamint az euró plusz paktumban.¹⁹⁵

A paktum önkényes számokat határoz meg az államháztartási hiányra. Nem bizonyított, hogy a restriktív fiskális politikák, amelyek az államháztartás egyensúlyát és a GDP-arányos államadósság 60 százalék alá történő szorítását célozzák, összhangban vannak a makrogazdasági egyensúllyal. Nem egyértelmű a **strukturális deficit** mérése, ugyanarra

¹⁹⁴ Jean Pisani Ferry – André Sapir – Guntram B. Wolff: The messy rebuilding of Europe. Bruegel Policy Brief, Issue 2012/01, March 2012., 4. o. Elérhető: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/719-the-messy-rebuilding-of-europe/>

¹⁹⁵ Antonio Vitorino: The European „Fiscal Compact”: a goal or a starting point? Notre Europe Tribune, 2012. június 7. Elérhető: http://www.notre-europe.eu/media/FiscalCompact_A.Vitorino_EESC_June2012_01.pdf

az évre többféle számot is publikált a GMU vonatkozásában az Európai Bizottság, miközben a paktum kulcsszerepet tulajdonít neki.

A paktum visszalépés az arany szabálytól, amely a Maastrichti Szerződésben előírt 3 százalékos GDP-arányos hiánykövetelménynek is alapja, mert nem engedélyezi, hogy a közszféra beruházásait hitelből finanszírozzák. A fiskális paktum végső soron tagadja, hogy a kormányoknak egyáltalán van beruházási funkciójuk a gazdaságban. Önmagában véve a gazdasági növekedést egyáltalán nem támogatja, ellenkezőleg: fékezi.

Ugyanakkor nem lehet figyelmen kívül hagyni, hogy nagyszámú jel szerint az Európai Unióban az arany szabályt soha nem gondolták érvényesnek, mert a Stabilitási és Növekedési Paktum elfogadásával kiegyensúlyozott költségvetést tartottak szükségesnek. Ez közgazdasági szempontból természetesen vitatható, mert lehetne a cél például 1-1,5 százalékos strukturális hiány is.

Az európai uniós intézmények számottevő pénzügyi forrásokat adnak a fejletlenebb tagországoknak (a magyar költségvetésben például már szinte nincs is saját finanszírozású beruházás), azaz az arany szabály kevés előnyt jelentene számukra. Figyelmet érdemel, hogy különféle eszközökkel (a költségvetési körön kívüli állami vállalatok tőkeemelésével stb.) lehet úgy beruházni (a vállalati szférában), hogy az ne terhelje a költségvetési egyenleget. Bizonyos esetekben az Európai Beruházási Bank által finanszírozott állami beruházásokat is ki lehet venni a költségvetésből a túlzottdeficit-eljárás számításánál. Mindezek alapján nagyszámú, főleg elmaradott, illetve közepesen fejlett tagállam számára az arany szabály nem jelent számottevő beruházási korlátot.

A fiskális paktum értékelésekor lényeges szempont, hogy a demokráciákban a politikusok gyakran az államháztartási hiány terhére akarnak szavazatokat szerezni, ami ellen hatásos védelem kell. A válság előtt gyakran nehezen ment a költségvetések kiegyensúlyozása, és a 60 százalékos feletti adósságrátájú országokban a ráta csökkentése. Az EU adósságrátája 60-ról 90 százalékra ugrott néhány év alatt. Az államadósság növekedését meg kellett állítani, a hatékony fékekről a finanszírozókat meg kellett győzni. Ha például a GDP-dinamika 1,5 százalékos, az inflációs ráta pedig 2,5 százalékos, azaz a folyó áras GDP 4 százalékkal bővül, és egy ország adósságrátája 100 százalékos, akkor ez utóbbin évi 2 százalékpontot kell csökkenteni, vagyis 1,9 százalékos körüli GDP-arányos deficit lehet. Ez nem lehetetlen, ha nincs recesszió és defláció.

Az enyhítő körülmények ellenére az adósságfék a megszorítások tagállami és európai jogrendszerbe való beépítésével egyenértékű. Szélsőséges esetben ellehetetlenítheti a nemzetgazdaságok költségvetéséből történő keynesi típusú élénkítést, a költségvetési ösztönzés helyét a strukturális reformoknak kellene átvenniük. Ennek hosszabb távon számottevő, a gazdasági növekedést visszafogó hatása lehet. Kétséges továbbá, hogy a 60 százalékos GDP-arányos államadósság-limit, amely a német alkotmánynak már része, reális-e olyan körülmények között, amikor az EU a nyugdíjalapok fejlődését is ösztönözni kívánja. Ezek ugyanis maguk is nagy mennyiségben vásárolnak állampapírt. Nincs semmilyen garancia arra, hogy a szerződéshez csatlakozott tagállamok képesek teljesíteni ezeket a szabályokat.

A fiskális paktum tiltja a diszkrecionális politikákat, ezáltal automatikus politikákat kényszerít ki. A fiskális paktum azon a feltételezésen alapul, hogy a tagállamok voltak a felelősek a fiskális fegyelmetlenségért, de 1999 és 2007 között az infláció alacsony volt a GMU-ban, a folyó fizetési mérleg pedig többletet mutatott. Globálisan a reálkamatláb megfelelt a GDP-dinamikának. A bérek GDP-hez viszonyított aránya 1999 és 2007 között 2,3 százalékponttal csökkent. Mindez nem utal arra, hogy a fiskális politikák túlságosan is expanzívak lettek volna globálisan. 2007-ben a legtöbb GMU-tagállamnak elsődleges költségvetési többlete volt. Ha ezt az államadóssággal hasonlítjuk össze, akkor fenntarthatósági problémája csak Franciaországnak és Görögországnak volt.

A fiskális szabályok szigorítása nincs összhangban a gazdasági kormányzással. A fiskális politikák koordinációjára szükség van, de az államháztartási hiányok számszerű értékének az ellenőrzése önmagában nem koordináció.

Végül a témára vonatkozó szakirodalom kimutatta, hogy nagyszámú EU-tagállam akkor határozta el fiskális szabályok bevezetését, amikor megindult az államadósság csökkenése. Más szavakkal: nem a szabály indította el az államadósság mérséklődését, hanem a kormányok stabilizációs politika melletti kötelezettségvállalása.¹⁹⁶

4.3.5. Változások a gazdasági kormányzás alakításában

A gazdasági kormányzás javítására irányuló törekvéseket célszerű az európai uniós politikaalkotás szempontjából is összefoglalóan áttekinteni. Ez azért is lényeges, mert az egyes politikaalkotási módszerek egymáshoz viszonyított arányából az Európai Unió lehetséges jövőbeli fejlődésére is következtetni lehet. Az Európai Unióban a politikaalkotás öt módszere különböztethető meg, amelyek szerepe és súlya folyamatosan változik.¹⁹⁷

Az első a **tradicionális közösségi módszer**, amelynek lényege közös politikák (agrár-, verseny- közlekedési-szállítási és kereskedelempolitika) kidolgozása és végrehajtása. Akkor alkalmazzák, ha a közös politikák érintettjei több előnyhöz jutnak, mint tagállami politikák esetében. A közös politikákért az Európai Bizottság felel. A végrehajtás eszköze a legerőteljesebb jogi aktusnak számító rendelet és határozat. A tagállami szintű állami intézmények szerepe alárendelt. A közös politikákat a közös költségvetésből finanszírozzák. A tagállami parlamentek és az Európai Parlament beleszólási lehetőségei korlátozottak.

A második politikaalkotási módszer **az Európai Unió szabályozó módja**. Ennek középpontjában a jogharmonizáció áll, amelynek keretében a tagállamok fokozatosan kö-

¹⁹⁶ Benczes István: Kormányzás és kormányozhatóság. Közgazdasági Szemle, LIX. évf., 2012. június, 693. o.

¹⁹⁷ Helen Wallace – William Wallace: Overview. The European Union, Politics and Policy-Making. In: Knud Erik Jorgensen – Mark A. Pollack – Ben Rosamond (eds.): Handbook of the European Union. London: SAGE Publications Lt., 2007., 339-358. o. Idézi: Csehó Julianna: Az európai integrációs politikák kialakításának módszerei. Külügyi Szemle, X. évf., 1. szám, 2011. tavasz, 155-185. o. Az öt módszer bemutatásában közölt információk egy részének Csehó Julianna tanulmánya a forrása.

zelítik egymáshoz gazdasági jogszabályukat. Ennek eszköze az irányelv, amely az elérni kívánt célt vagy eredményt határozza meg kötelező erővel, a megvalósítás viszont a tagállamok hatásköre. A Bizottság feladata a célok kijelölése és megvalósításának figyelemmel kísérése. A Tanács a jogharmonizáció irányát határozza meg. Az Európai Unió Bírósága értelmezi a jogszabályokat, míg a Parlament a Tanáccsal együtt a jogalkotásért felel. A belső piac egységesítésének ez volt a leglényegesebb eszköze.

A politikaalkotás harmadik formája az **elosztási (kötségvetési) módszer**. Ennek révén az EU közös költségvetéséből finanszírozzák a különféle célok megvalósítását. A célokhoz hozzá lehet rendelni a közös költségvetés kiadási tételeit. Mivel a közös költségvetés a tagállamok bruttó nemzeti jövedelmének (GNI) mindössze 1 százalékát összpontosítja, ezért az említett nagyságrendi összefüggések miatt ennek a módszernek a súlya a politikaalkotásban csekély.

A negyedik forma a **politikai koordináció** módszere. Ez a tagállamok gazdaság-, illetve különféle szakpolitikáinak a koordinálásában testesül meg. Olyan területeken használják, amelyek tagállami hatáskörben vannak. A módszer alkalmazása nélkülözi a hierarchiát és a jogi kötelezettségvállalást. Az elfogadott dokumentumok jogilag nem kötelező ajánlásokkal egyenértékűek. A Bizottság szerepe főleg koordináló jellegű, hatásköre és eszköztendzere a tagállamok önkéntes vállalásainak kikényszerítésében nagyon korlátozott. A tagállami teljesítményeket benchmarking technikával hasonlítják össze és értékelik. A célok elérését az ún. csoportnyomás (peer pressure) segítségével ösztönzik. Ezt a módszert alkalmazzák hagyományosan a gazdaságpolitikák összehangolására. Ide tartozik a lisszaboni stratégia megvalósításának nyílt koordinációs módszere, illetve a lisszaboni stratégia folytatásaként szolgáló Európa 2020 stratégia továbbfejlesztett koordinációs módszere is. Ez utóbbiban kerülik a nyílt koordináció említését annak ellenére, hogy annak összes komponensét tartalmazza az Európa 2020 stratégia kormányzási rendszere. A nyílt koordináció irrelevánssá válásának oka az lehet, hogy a politikai koordináció irányítása az Európai Bizottság helyett az Európai Tanács feladatává vált.

Az ötödik módszer az **intenzív kormányköziség vagy transzgovernmentalizmus**. Ez hagyományosan a tagállamok kormányai közötti együttműködést jelenti. A kormányokat a kormányfők, illetve a külügyminiszterek képviselik. Az újabb változat szereplői a kormányfők és a külügyminiszterek helyett a tagállamok egyes politikaterületeinek a képviselői (miniszterek stb.). A módszer jellemzője, hogy egyrészt az együttműködésben nem vesz feltétlenül részt mindegyik EU-tagállam. Másrészt a kormányközi együttműködés a nemzetközi jog alapján kötött **egyezményekben** csapódik le. Ennek a korlátozott számú tagállam részvétele mellett az is oka lehet, hogy az EU intézményi keretei nem vagy korlátozottan alkalmasak az együttműködés szervezésére, illetve olyan területeken irányozzák elő az érintett országok az együttműködést, ahol az európai uniós kompetenciák hiányoznak. E politikaalkotási formában az Európai Tanács játssza a főszerepet, az Európai Unió Tanácsa a technikai részleteket dolgozza ki. A Bizottság szerepe korlátozott vagy marginális, az Európai Unió Bírósága és az Európai Parlament jó részt kimarad a folyamatból, de a tagállami döntéshozók részt vesznek benne.

A tradicionális közösségi módszer híveit gyakran nevezik föderalistáknak, míg az intenzív kormányköziséghez ragaszkodókat nacionalistáknak. Ebben a felfogásban Németország föderalistának, az Egyesült Királyság és Franciaország nacionalistának számít.

Ami a politikaalkotás egyes módszereinek a Gazdasági és Monetáris Unióra való alkalmazását illeti, az **elosztási (költésévetési) módszernek** a gazdasági kormányzás euróvezetethez közvetlenül kapcsolódó részében betöltött szerepe minimális. Így például az európai uniós mentőalapok forrásai nem a közös költségvetésből származnak. Az EU, illetve a GMU jövőjével foglalkozó elképzelésekben (5.2. fejezet) a közös költségvetés felértékelődése rajzolódik ki.

Ugyancsak kis súlya volt az **európai uniós szabályozási módnak** a GMU-hoz kapcsolódó gazdasági kormányzás erősítésében, mindössze egy irányelvet (a Tanács 2011/85/EU irányelve – 2011. november 8. – a tagállamok költségvetési keretrendszerére vonatkozó követelményekről) fogadtak el a hatos jogszabálysomagban.

A Gazdasági és Monetáris Unió létrehozása és működtetése a **tradicionális közösségi módszer** alapján történt, illetve történik. Ebből következően az euróvezetetre vonatkozó leglényegesebb rendelkezések jelentős részét maga az alapszerződés (elsődleges európai uniós jogforrás) tartalmazza. A közösségi módszer jellegéből adódóan a GMU első pillérének, a **közös monetáris politikának** a végrehajtását a legerősebb másodlagos európai uniós jogforrással, rendelettel érik el. A tagállamok fizetési mérlegéhez kapcsolódó középtávú pénzügyi támogatási mechanizmus eszköz létrehozásáról a 332/2002/EK rendelet intézkedett. Az európai uniós mentőcsomagok létrehozását szintén igen erőteljes másodlagos jogforrás, az Európai Tanács 2011/199/EU határozata tette lehetővé, amelynek alapján módosították az Európai Unió működéséről szóló szerződés 136. cikkét. A Tanács 407/2010/EU rendeletével hozták létre az európai pénzügyi stabilitási mechanizmust. A létrehozandó bankunió konkrét jogi szabályozása folyamatban van. (A bankuniót az 5.3. fejezet tárgyalja.)

A korábbi gyakorlattól eltérően a közös monetáris politika azonban nem az Európai Bizottság kompetenciája, hanem egy új nemzetek feletti intézmény, az Európai Központi Bank, illetve a Központi Bankok Európai Rendszere felel érte. Az EKB mellett nő az európai uniós szintű felügyeleti hatóságok szerepe (EBA, ESRB, EIOPA, ESMA és ESFS, lásd az 5.3.1. fejezetben,).

A GMU második pillére a **Stabilitási és Növekedési Paktum**, amely szélesebb politika-terület, a gazdaságpolitika része. A gazdaságpolitikai koordináción belül az SNP-re vonatkozó jogszabályok szintén döntően rendeletek. A gazdasági kormányzás erősítése jegyében született hatos jogszabálysomból is öt rendelet, és az ahhoz kapcsolódó két további másodlagos jogforrás is az. A gazdaságpolitikai koordinációnak ad szervezeti kereteket a 4.3.1. fejezetben bemutatott európai szemeszter, amely először jogilag nem kötelező ajánlás volt, majd megjelent az 1175/2011/EU rendeletben. A gazdasági kormányzás erősítése érdekében elfogadott jogszabályok nem jelentenek minőségi különbséget a korábbi időszakokkal szemben, hanem mennyiségi változást reprezentáltak.

A szuverén adósságválság jelentkezéséig egyértelmű volt, hogy minden részt vevő tagállam profitált a Gazdasági és Monetáris Unióból. A kilépés tiltásával foglalkozó 3.1. fe-

jezetből kitűnik, hogy ezen a szuverén adósságválság sem változtatott, mert a GMU felbomlásának vagy egyes tagállamok kiválásának költségei még mindig kisebbek, mint az egyben tartáséi.

A szélesen értelmezett gazdasági kormányzást, amelynek egy része kapcsolódik a GMU-hoz, a politikai koordináció és a kormányköziség alkotja. A **politikai koordináció** egyik leglényegesebb eszközének az Európa 2020 integrált iránymutatások (korábban egyszerűen integrált iránymutatások, előtte átfogó gazdaságpolitikai iránymutatások) váltak, amelyeket az Európa 2020 stratégia keretében dolgoznak ki. Az iránymutatások ajánlások, jogilag nem kötelezők, nem kényszeríthetők ki, ezért teljesítésük elmaradása esetén az érintett tagállamok jogilag nem szankcionálhatók. Az Európa 2020 integrált iránymutatásait a tagállamoknak be kell építeniük gazdaságpolitikájukba. A GMU-tagállamok és további négy EU-tagország által aláírt, a Stabilitási és Növekedési Paktumot és az Európa 2020 stratégiát kiegészítő euró plusz paktum sem ölti másodlagos európai uniós jogforrás formáját, nem hozott létre új szerződéses kötelezettségeket, hanem politikai kötelezettségvállalás, ami tartalmát tekintve az ajánlással egyenértékű. Az átmeneti, ideiglenes konstrukciónak szánt európai pénzügyi stabilitási eszközt az Ecofin 2010. május 9-i döntésével alapították meg Luxembourgban bejegyzett korlátolt felelősségű vállalat formájában.

A politikai koordináció fő szervezeti kerete az EU-ban formálisan a gazdasági és pénzügyminiszterek tanácsa (Ecofin). Ehhez kapcsolódik a GMU-ban az eurót használó tagállamok pénzügyminisztereiből álló eurócsoport, amelynek legitimitást az EUMSZ 136. cikke adott. Ez utóbbi mind fontosabb szerepet játszik az SNP végrehajtására vonatkozó ügyek megtárgyalásában. Mind több szakértő veti fel azt a kérdést, hogy mennyire lehet eredményes a gazdaságpolitikai koordináció, ha annak nincs európai uniós dimenziója, azaz nem jelenik meg közös gazdaságpolitikaként. A jelenlegi szabályozás és eljárásrend mellett nehéz a kisebbséggel is elfogadtatni bizonyos döntéseket, illetve azok végrehajtását.

Az **intenzív kormányköziség** mint politikaalkotási módszer, szintén lényeges eleme a Gazdasági és Monetáris Unió szabályozásának. Erre példaként hozható fel az **európai stabilitási mechanizmus**, amely a GMU-tagállamok közötti nemzetközi szerződés. Ratifikációja 2012. szeptember végén történt meg. A döntéseket egyhangúan hozzák, ami kedvezőtlen a hatékonyság szempontjából különösen akkor, ha válsághelyzetben gyorsan kell elhatározásra jutni. Nem teljesen világos az sem, hogy milyen kérdésekben van döntési jogosultsága a tagállamok állam- és kormányfőiből álló Európai Tanácsnak, a tagállamok gazdaság- és pénzügyminisztereit tömörítő Ecofin-nek és a GMU-tagállamok pénzügyminiszteri által alkotott eurócsoportnak. Ugyanígy a hitelek feltételeinek a meghatározása is különböző grémiumok hatáskörébe tartozik. Emellett a Bizottság szerepe technikai jellegű.

A **fiskális paktum** szintén az EU-tagállamok közötti kormányközi szerződés, amely 2013. január 1-jén lépett hatályba, miután az euróövezet 12 tagállama ratifikálta azt. A fiskális paktum az európai uniós gazdaságpolitikai koordináció hatékonyságára és legitimitására egyaránt rányomja bélyegét. Egyrészt a fiskális politikák kormányközi alapon történő koordinációja a közösségi módszerrel párhuzamosan történik. Másrészt mérsékli

a GMU-tagok és a kívülálló EU-tagok közötti különbséget azáltal, hogy a paktumot 25 EU-tagállam aláírta. Végül a legitimációs probléma abban rejlik, hogy a paktum megváltoztatja a de facto létező európai uniós jogalkotást.¹⁹⁸

Összefoglalásként megállapítható, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió mindkét pillérének (monetáris politika és Stabilitási és Növekedési Paktum) szabályozásában **a tradicionális közösségi módszer** dominált, amelynek alapja egyrészt a hatályos alapszerződés, másrészt a legerőteljesebb európai uniós másodlagos jogforrás, a minden tagállamra kötelező rendelet, illetve kisebb mértékben a címzettekre kötelező határozat. A válság hatására az illetékes európai uniós intézmények a GMU gazdasági pillérének mind több elemét szabályozták rendelettel mind a megelőzési, mind a szankcionálási ágon, azaz a tradicionális közösségi módszer súlya és szerepe fokozódott. Ez a törekvés valószínűleg a jövőben is fennmarad, sőt erősödhet. Mindebből az európai uniós intézmények megerősödése is következett, ez azonban az EKB-ra (illetve az eurócsoporra) terjedt ki, kevésbé érintette az Európai Bizottságot. Általában is megállapítható, hogy a fiskális fegyelem erősítése, az eladósodott tagállamok kimentésének szigorú feltételekhez történő kötése a központi intézmények ellenőrző szerepének és befolyásának erősödéséhez vezet.

A tagállamok közötti nemzetközi megállapodások formáját öltő **intenzív kormányköziség** mint módszert második legjobb megoldásként alkalmazták. Jogi problémákat áthidaló szerepe volt, illetve akkor folyamodtak hozzá, amikor bizonyos különérdekek miatt a szabályozandó területen nem lehetett elérni az összes érintett EU- vagy GMU-tagállam támogatását a rendelettel történő szabályozáshoz, emiatt az alapszerződés módosítása nem volt lehetséges. Akkor is ehhez a formához folyamodtak, amikor hiányzott az egyhangúság bizonyos rendelkezéseknek az alapszerződésbe foglalásához. Ezzel összefüggésben sokan vetik fel a demokratikus legitimáció hiányát.

A **politikai koordináció** a gazdasági kormányzás SNP-hez kapcsolódó területein dominál. A szuverén adósságválság nyomán itt is felvetődött az erőteljesebb jogszabályokkal történő irányítás, az ilyen irányú törekvések valószínűleg fennmaradnak. Kérdés, hogy mennyire lehet eredményes a politikai koordináció olyan körülmények között, amikor a politika aktora nem az EU, hanem a tagállamok összessége. A politikai koordináció hatékonysága a szuverenitás további elemeinek a transzferje révén javítható. Az európai uniós szintet el kellene ismerni teljes körű és autonóm szereplőnek a gazdaságpolitika alakításában, természetesen megfelelő legitimitással. Ehhez megfelelő nagyságrendű európai uniós szintű forrásokat kellene rendelni.¹⁹⁹ Ilyen fordulat valószínűsége jelenleg minimális.

¹⁹⁸ European Parliament (Policy Department A: Economic and Scientific Policy): An Assessment of the European Semester. Study. IP/A/ECON/ST/2010, PE 475.121. September, 2012. Authors: Mark Halleberg, Benedicta Marzinotto, Guntram B. Wolf, 14. oldal. Elérhető: <http://www.europarl.europa.eu/committees/en/econ/studiesdownload.html?languageDocument=EN&file=76151>

¹⁹⁹ Tomasso Padoa-Schioppa Group i. mű, 17. o.

A 2014 és 2020 közötti időszakra elfogadott európai uniós költségvetés keretszámaiból nem adódik az **elosztási (költségvetési) módszer** súlyának növekedése. Az adott nagyszámrendeken belül azonban módosul a kiadások szerkezete és változnak a forráselosztás elvei. Így szorosabb kapcsolatot kívánnak teremteni a közös stratégiai keret (Common Strategic Framework – CSF, amely a regionális fejlesztési alapot, az európai szociális alapot, a Kohéziós Alapot, az európai mezőgazdasági és vidékfejlesztési alapot és az európai tengeri és halászati alapot foglalja magába) és a nemzeti reform-, stabilitási és konvergenciaprogramok valamint a Tanács által az egyes tagállamokra kidolgozott országspecifikus ajánlások között. Ez a kapcsolat a tagállamok és a Bizottság közötti partnerségi megállapodások formáját veszi fel, amelynek feltételei között előkelő helyen szerepel a szigorú makrogazdasági kondicionalitás. A kondicionalitás egyrészt azt jelenti, hogy az európai uniós transzferek folyósítását a túlzott deficittel, a makrogazdasági egyensúlyhiányokkal, a társadalmi-gazdasági, növekedési és versenyképességi programokkal kapcsolatos követelményekhez kötik. Másrészt a Bizottság felfüggeszti a források folyósítását és a további kötelezettségvállalásokat, ha a gazdasági kormányzási eljárásokban az érintett tagállam nem teszi meg a szükséges korrekciós intézkedéseket. A döntően irányelvekre épülő **európai uniós szabályozási rendszer** nem vagy legfeljebb rendkívül korlátozottan alkalmazható a GMU-ban.²⁰⁰

A **gazdasági kormányzás reformjára** visszatérve: annak a célja az, hogy a tagállamok és az európai uniós intézmények **ex ante koordinációval** küszöböljék ki a leglényesebb gazdasági egyensúlyhiányokat. Mihályi Péter szerint a volt szocialista országok reformtörekvéseinek tapasztalatai alapján a siker valószínűsége csekély.²⁰¹ Szerinte egyrészt miként a volt szocialista országokban, úgy az EU-ban, illetve a GMU-ban is hiányzik a diagnózisban való egyetértés. Másrészt miként a volt szocialista országokban az indirekt tervezés, úgy az EU-ban és a GMU-ban a gazdaság-, azon belül a fiskális politikák ex ante koordinációja sem működőképes. Ennek egyik oka a potyautas magatartás, másik oka az egyetlen racionális döntéshozó hiánya. Az eddigi tapasztalatokból le lehet vonni azt a következtetést, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió nem vagy korlátozott mértékben működőképes akkor, ha a szuverenitás megosztott. A gazdasági kormányzás javítása szükségképpen a döntések központosítását vonja maga után, ami új európai uniós szintű (nemzetek feletti) intézmények létrehozását, illetve a meglévők (Európai Bizottság) erősítését tenné szükségessé. A volt szocialista országok puha költségvetési

²⁰⁰ Jean Pisani Ferry – André Sapir – Guntram B. Wolff: The messy rebuilding of Europe. Bruegel Policy Brief, Issue 2012/01, March 2012., 5-8. o. Elérhető:

<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/719-the-messy-rebuilding-of-europe/> szerint három forgatókönyv alapján képzelhető el a gazdasági kormányzás jogi szabályozása és a döntéshozatali rendszer. Az első forgatókönyv kétszereplős EU-t tételez fel koherens euróövezettel. A második forgatókönyv fragmentált Európai Unióval számol, amelyben a GMU is fragmentálódik. Az EU-n, illetve a GMU-n belüli ún. változó geometria, ami azt jelenti, hogy a két csoport között bizonyos területeken átfedések lehetségesek.

²⁰¹ Mihályi Péter: The 2011 Governance Reform of the Eurozone: Two Well-Known Problems of the Centrally Planned Economies. Acta Oeconomica, Vol. 61 (3) pp. 281-291 (2011)

korláttal (Kornai János) kapcsolatos tapasztalatai is elgondolkodtatóak.²⁰² A hivatkozott elemzés teljes mértékben alátámasztja ezeket a következtetéseket. A puha költségvetési korlátra a görög szuverén adósságválság tárgyalása kapcsán a 6.2. fejezetben visszatérünk.

Végül Mihályi Péter arra is rámutat, hogy a gazdasági kormányzásra vonatkozó európai uniós döntések és jogszabályok végrehajtásának gazdasági és politikai következményei tagállami szinten jelentkeznék. A kormányoknak a hosszú távú gazdasági racionalitás jegyében olyan gazdaságpolitikai döntéseket kell hozniuk, amelyek rövid távú politikai szempontok alapján nem racionálisak, azaz különösen erőteljesen jelentkezik az időinkonzisztencia problémája. A továbbiakban először a versenyképességi és a fizetésimérleg-válság, majd a növekedési válság áttekintésére kerül sor.

4.4. A versenyképességi és a fizetésimérleg-válság és kezelése

A Gazdasági és Monetáris Unió különféle gazdasági fejlettségi szintű és szerkezetű, de politikai szempontból szuverén országokat egyesít közös jegybank és monetáris politika alatt. Ez a világ gazdaságtörténetében példa nélküli konstrukció, mert az Európai Központi Bank mögött nem egyetlen kormány van, hanem a 17 GMU-tagállam 17 kormánya. Az egységes kormány hiányából következik, hogy nincs a nemzetállamhoz hasonló méretű és funkciójú hiteles közös költségvetés, egységes likvid állampapírpiac és integrációs szintű gazdaságpolitika, ami alátámasztaná a közös monetáris politikát.

A világgazdaság nagyobb zavaroktól mentes fejlődési szakaszában a pénzügyi piac méretének és likviditásának emelkedésével az euró bevezetése egyrészt hozzájárult a nominális és a reálkamatlábak (az inflációs rátával korrigált nominális kamatlábak) mérséklődéséhez. A gyakorlatban ez azt jelentette, hogy a GMU-tagállamok reálkamatlábai a németekéihez közeledtek. Másrészt a tagállamok kamatlábai egymáshoz is közeledtek, azaz konvergáltak. A konvergencia nemcsak az állampapírok hozamaira, hanem a banki kamatlábakra is kiterjedt.

Az utóbbi négy-öt év fejleményei alapján a Gazdasági és Monetáris Unió intézményrendszerének és gazdasági szerkezetének lényeges hiányosságai kapcsolódnak a monetáris politikához, azon belül **az Európai Központi Bank referencia-kamatlábához, illetve a GMU-tagállamok arra történő reagálásához**. Ezeket a hiányosságokat a globális pénzügyi és gazdasági válság felszínre hozta, illetve elmélyítette.

²⁰² A szuverén adósságválság szempontjából a puha költségvetési korlát olyan dinamikus elköteleződési probléma, ahol a támogató intézmény, leggyakrabban az állam, „képtelen elkötelezni magát arra, hogy az eredeti összegen felül ne adjon további hitelt a költségvetési korlátos szervezetnek”. (Kornai János – Eric Maskin – Gérard Roland: A puha költségvetési korlát I.” *Közgazdasági Szemle*, 2004., 51. évf., 7-8: szám, 2004. július-augusztus, 778. o.) „Ez az alapvető probléma látható a különféle kimentések mögött, legyen szó bankokról, önkormányzatokról, nonprofit intézményekről vagy országokról.” (Kornai János – Eric Maskin – Gérard Roland: A puha költségvetési korlát II. *Közgazdasági Szemle*, 51. évf., 9. szám, 2004. szeptember, 611-613. o.) Idézi: Györfly Dóra: Válság és válságkezelés Görögországban. (A puha költségvetési korlát szerepe a gazdasági összeomlásban) *Közgazdasági Szemle*, LXI. évf., 2014. január, 28-29. o.

A GMU fennállása alatt az **Európai Központi Bank inflációs célkitűzése** (nulla és 2 százalék közötti harmonizált fogyasztói árindex, hosszabb ideje közelebb a sáv felső széléhez) és az annak érvényre juttatásához megállapított referencia-kamatláb, amely az egész Gazdasági és Monetáris Unióra vonatkozik, nem vette, a dolog természetéből adódóan nem is vehette figyelembe az átlagtól való eltéréseket, az egyes tagállamok sajátosságait. Végül is az EKB egyébként alapszabályából adódó monetáris politikája egy olyan ország adottságainak felelt meg, amely a valóságban nem létezik.²⁰³ Kicsit árnyaltabban: mivel a GMU-n belüli átlagos gazdasági körülményeket nagymértékben befolyásolják a legnagyobb tagállam viszonyai, ezért az EKB a kamatláb-politikáját szűkséggel jelentős mértékben igazította a Németországban kialakult gazdasági feltételekhez.

Az Európai Központi Bank differenciálatlan, minden tagállamra sajátosságaiktól függetlenül ugyanolyan feltételeket szabó **monetáris politikája** (és a kamatlábak konvergenciája) **túlzott ciklikus különbségekhez és egyensúlyhiányokhoz vezetett**. Ennek közvetlen oka az volt, hogy az optimális valutaövezet hiánya miatt számottevőek voltak a GMU-tagállamok közötti **strukturális és ciklikus divergenciák**. Ha a gazdasági növekedési ütemek és az inflációs ráták széttartanak, akkor ezt a folyamatot erősíti az EKB minden tagállamra vonatkozó egységes kamatlába. A gazdasági hatásokat tekintve az üzleti hitelkamatok, illetve a betéti kamatok a mérvadók. (Természetesen a tagállami gazdaságpolitikák szerepe sem volt elhanyagolható, sőt kiemelkedőnek bizonyult, miként később részletesebben lesz szó róla.) Márpedig a GMU-t megalapításától kezdve a gazdasági növekedési ütemek és az inflációs ráták tagállamok közötti divergenciája jellemezte.²⁰⁴ Mindez a közös monetáris politika aszimmetrikus prociklikus hatásának, egyfajta **aszimmetrikus belső sokknak** tekinthető. Miként a későbbiekből kitűnik, az aszimmetrikus belső sokkokat a GMU-tagállamok nem tudták kizárólag saját maguk kiküszöbölni vagy legalábbis tompítani, aminek az egész euróövezetre kiható következményei lettek.

Azokban a GMU-tagországokban, ahol a belföldi kereslet gyenge és az infláció alacsony volt, magas reálkamatlábak alakultak ki és állandósultak. Ez például Németországban már deflációs nyomáshoz vezetett. Ezt a német kormány nem kívánta expanzív fiskális politikával ellensúlyozni, főleg azért, mert az ellentmondott volna a Stabilitási és Növekedési Paktum rendelkezéseinek. A GMU földrajzi perifériájának országaiban viszont, ahol a belföldi kereslet élénk, a gazdasági növekedés gyors, a bérdinamika és az infláció magas volt, ennek az ellenkezője érvényesült, azaz negatív reálkamatlábak voltak jellemzők (lásd az F1., F2. és F3. táblázatot a 9.1. függelékben). A negatív reálkamatlábak pedig maguk is táplálták a konjunktúrát. A GMU egészére vonatkozó egységes kamatláb miatt a gazdasági növekedés üteme magasabb volt a konjunktúraciklus felfelé ívelő sza-

²⁰³ Tommaso Padoa-Schioppa Group: i. mű, 15. o.

²⁰⁴ Tommaso Padoa-Schioppa Group i. mű, 16. o.

kaszában lévő országokban, a recesszió súlyosabb volt a dekonjunktúrában lévő országokban, mint akkor, ha nem lett volna monetáris unió.²⁰⁵

A válságot megelőző konjunktúra éveiben az alacsony, illetve negatív reálkamatlábak, a felelőtlen bérpolitika és a rossz (például a valós tartós ingatlanpiaci kereslettel, a visszafizetési kockázatokkal nem számoló) hitelkihelyezések miatt a GMU-átlagnál szisztematikusan gyorsabban emelkedtek az árak és a bérek Görögországban, Portugáliában, Olaszországban és Spanyolországban, illetve bizonyos mértékben Írországban. Ennek eredményeként nagymértékben gyengült ezen országok **relatív nemzetközi ár- és bérköltség-versenyképessége**. Görögországban, Spanyolországban és Olaszországban a béreket központilag állapítják meg úgy, hogy kevés figyelmet fordítanak az egyes iparágak és vállalatok közötti termelékenységi különbségekre.

Az Eurostat adatai szerint az euró bevezetésétől, azaz 1997-től 2010-ig a **termékegységre jutó munkaerőköltség** 30 százalékkal nőtt Olaszországban, 35 százalékkal Spanyolországban és 42 százalékkal Görögországban, míg mindössze 7 százalékkal Németországban (v. ö. F3. táblázat a 9.1. függelékben). Ugyanakkor a termelékenység dinamikájában kis különbségek voltak. A németországi 1 százalékkal szemben Görögországban 0,7 százalékkal emelkedett a termelékenység éves átlagban. Összességében Németországban és Ausztriában volt összhangban a reálkeresetek és a termelékenység növekedési üteme, a periféria országokban a termelékenységet meghaladó mértékű reálkereset-emelkedésre került sor. A közös pénz használata nem akadályozta meg a **belső reálárfolyam** (az iparcikkek és szolgáltatások versenytársakhoz viszonyított relatív árának hányadosa) felértékelődését.

Mindez a relatív nemzetközi versenyképesség romlását idézte elő, ami egy idő után a szuverén adósságválság hatására **versenyképességi válságban** csapódott le. Mivel a GMU-tagországok nagy részében a nemzeti valuta euróval szembeni visszavonhatatlannal és végérvényesen rögzített konverziós rátáját megfelelően választották meg, ezért a jelzett divergenciák a nemzetközi versenyképességben csak hosszabb idő alatt jutottak érvényre. Az árfolyam-megállapítás alól Portugália volt az egyik leglényegesebb kivétel, az ország becslések szerint mintegy 10 százalékkal felülértékelt árfolyamon lépett be a GMU-ba. A dél-európai országok csak defláció (az ár- és bérszínvonal csökkenése) árán, vagy legalábbis alacsony reálbér-dinamika és az adórendszer átstrukturálása mellett tudták volna korábbi versenyképességüket helyreállítani. A bérek erőteljesebb visszafogása ugyanakkor a termelékenység alakulását is hátrányosan érinti. Ilyen körülmények között az új egyensúly alacsonyabb szinten, a GDP csökkenése és a munkanélküliség emelkedése mellett jöhetett volna létre.

Ennek az alkalmazkodásnak az eredményei egyrészt hosszabb idő alatt jelentkeznek (ha egyáltalán), másrészt az ezzel együtt járó recesszió vagy stagnálás vagy lassú növekedés a kedvezményezett országokban elviselhetetlen politikai és társadalmi feszültségeket idézne elő. E forgatókönyv lényeges kockázata lehet a gyengébb bankok tömeges csőd-

²⁰⁵ Paul De Grauwe: Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed? London School of Economics 'Europe in Question' Discussion Paper Series, No. 57/2013, February, 2013., 7. o. Elérhető: <http://www2.lse.ac.uk/europeanInstitute/LEQS/LEQSPaper57.pdf>

je, illetve egyes GMU-tagállamok államcsődje. A Goldman Sachs számításai szerint fenntartható külső pozíció eléréséhez 2012-höz képest Portugáliának 35 százalékos, Görögországnak 30 százalékos, Spanyolországnak 20 százalékos, Olaszországnak 10-15 százalékos reálleértékelődésre lenne szüksége, míg Írország versenyképesnek volt tekinthető. Ezzel párhuzamosan a folyó fizetési mérlegtöbbletekkel rendelkező magországokban reálfelértékelődésre lenne szükség. A GMU-ban 2 százalékos éves inflációt, a jelenleg versenyképtelen országokban 0 százalékos inflációt feltételezve az alkalmazkodás Portugáliában és Görögországban 15 évet, Spanyolországban 10 évet, Olaszországban pedig 10-15 évet venne igénybe.²⁰⁶ A recesszió a „donor” vagy hitelező országokat is hátrányosan érintené.

Elvileg elképzelhető az alkalmazkodás úgy is, hogy a termelékenységnövekedés üteme a dél-európai országokban tartósan magasabb, mint az EU központi és északi tagállamaiban, azok közül is mindenekelőtt Németországban, miközben az utóbbi országcsoportban a bérdinamika meghaladja a dél-európaiakat. Ez a forgatókönyv kisebb terheket róna a dél-európai tagállamok munkavállalóira. Az elképzelés gyengesége az, hogy a jelenlegi feltételek között nem látni a termelékenység erőteljes növekedésének forrásait Dél-Európában.

Mindebből levonható az a következtetés is, hogy a versenyképességi válság tükrében az európai uniós intézményeknek nem annyira a specifikus monetáris és fiskális célok kitűzéséhez kellene ragaszkodniuk, hanem **a versenyképesség fokozására kellene koncentrálniuk**. A relatív költség-versenyképesség javítása érdekében többek között szabadabb bértárgyalásokat kellene előmozdítaniuk a munkaerőpiac rugalmasságának javítása végett. Ehhez kapcsolódik a határozatlan időre szóló munkahely-garanciák megszüntetése, amire például Mario Monti akkori olasz miniszterelnök törekedett 2012-ben.

A dél-európai országok versenyképességi problémáihoz nem csekély mértékben járult hozzá **az Európai Unió bővülése** is. A közép-, kelet- és dél-európai országok csatlakozása az EU-hoz ugyanis a régi dél-európai tagállamoktól és Írországtól divergáló irányzatokat erősített az áru- és tőkeáramlásokban. Az új tagállamok vonzóbb kereskedelmi és működőtőke-befektetési célpontoknak bizonyultak a versenyképesebb régi tagországok (Németország, Ausztria és Hollandia) számára, mint az EU földrajzi perifériája. Ugyanakkor sem Írország, sem a dél-európai országok nem tudták kihasználni az EU bővüléséből adódó pótlólagos kereskedelemfejlesztési, befektetési és egyéb üzleti lehetőségeket.

Az adott gazdasági környezethez képest alacsony nominális és negatív reálkamatlábak a GMU perifériáján ösztönözték a hitelfelvételt, ezzel a beruházásokat, táplálták az **építőipari konjunktúrát**, illetve ehhez kapcsolódva a **hitel- és ingatlanpiaci buborékokat**, ezáltal erősítették a konjunktúraciklust. A periféria országaiban a csökkenő kamatlábak nem az egyensúlyi alkalmazkodást segítették, hanem eszközár-buborékokhoz, ezeken keresztül válsághoz vezettek. A hitelezés és a tőkebeáramlás célpontja nem a nemzetgazdasági szintű termelékenység alakulása szempontjából kulcsfontosságú feldolgozóipar volt, hanem egyes, a belső piaci orientációjú szektorokhoz (építőipar, ingatlanszek-

²⁰⁶ Idézi: Martin Wolf: Why the Bundesbank is wrong? Financial Times, 2012. április 11., 9. o.

tor stb.), illetve az áruk és szolgáltatások importjához kapcsolódott. Mindez a magán-szektor és az állam adósságainak a felhalmozódásához, a külső körülmények megváltozásával egy kritikus ponton túl **magán- és szuverénadósságválsághoz** vezetett. A szuverén adóssághoz képest a magánszféra adósságai Írországban és Spanyolországban voltak igen magasak. A szuverén adósságválság Görögországot, Portugáliát és kisebb mértékben Olaszországot jellemezte.

A magán- és a közszféra eladósodásában szerepet játszott egyrészt a határokon átnyúló tőkeáramlás, másrészt az egész GMU-ra kiterjedő alacsony kamatláb-színvonal. **A liberalizált tőkeforgalom** lehetővé tette az államháztartás, illetve a magánszféra külföldi hitelekkel történő finanszírozását. Az **alacsony kamatláb-színvonal** oka az volt, hogy a GMU létrehozása idején és működésének első éveiben világméretben igen nagy volt a megtakarítás és ezáltal a hitelkínálat, továbbá ettől elválaszthatatlanul alacsony volt a hitelkockázat. Miként az USA-ban az alacsony képzettségű és jövedelmű foglalkoztatottak alacsony kamatláb mellett jutottak jelzálogkölcsönhöz, úgy a GMU földrajzi perifériáján elhelyezkedő országok kormányai is alacsony költséggel vettek fel hitelt a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon. A folyamat akkor vált **kritikussá**, amikor a globális pénzügyi válság, azon belül később a szuverén adósságválság egy szakaszában (2008 szeptemberében a Lehman Brothers amerikai befektetési bank csődjével összefüggésben) a magántőke-beáramlás hirtelen leállt, ami a hitelezés megszűnésével járt együtt, és pénzügyi válságot idézett elő.²⁰⁷ A rést részben hivatalos pénzügyi források különféle formái pótolták.

A GMU földrajzi perifériájának tagállamait fenyegető **államadósság-válság** legalább annyira **az euró sikerének a következménye**, mint amennyire közrejátszottak benne annak hibái. Az eurót a korábbi hazai valutákhoz képest kedvezőbb adósságfinanszírozási eszköznek szánták, ezt a funkciót teljesítette. A GMU sikere az egyébként régóta esedékes államháztartási reformok végrehajtását is késleltette. Ez leginkább abban jutott kifejezésre, hogy egyes dél-európai országok (elsősorban Görögország, Portugália és Olaszország) hosszú időn keresztül **alacsony vagy egyenesen negatív reálkamatláb** mellett tudták **finanszírozni** államháztartási hiányukat és államadósságukat. (Az integrált állampapírpiacokon nincs akadálya annak, hogy az egyes GMU-tagállamok állampapírjaik kockázatát vagy annak egy részét a határon túlra helyezték.²⁰⁸)

A dél-európai országok, köztük Görögország például hosszú időn keresztül közel ugyanolyan kamatláb mellett tudott pénzügyi forrásokat bevonni államháztartása finanszírozásához, mint Németország. Ez azt is jelentette, hogy az állampapír-piacok szereplői a gazdasági fundamentumokban meglévő különbségek ellenére alig tekintették kockázatosabbnak a periféria országainak államadósságát, mint a németet. A piaci szereplők be-

²⁰⁷ Silvia Merler and Jean Pisany-Ferry: Sudden stops in the euro area. Bruegel Policy Contribution, Issue 2012/6, March 2012., pp. 16. Elérhető: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/718-sudden-stops-in-the-euro-area/>

²⁰⁸ A BIS adatai szerint a GMU tagállamaiban bejegyzett bankok portfóliójában 2009. végén 1579 milliárd euró értékű görög, ír, portugál és spanyol állampapír volt. A francia és német bankok részesedése 61 százalék volt.

fektetési döntéseikben a kimentést tiltó klauzulát is figyelmen kívül hagyták. Annak ellenére, hogy nincs adóbeszedési jogkörrel rendelkező erős központi kormányzat, amely helytállna a tagállamok adósságaiért, a gazdasági szereplők gyakorlatilag föderális államnak tekintették a Gazdasági és Monetáris Uniót, ahol az egyes tartományok vagy szövetségi államok közötti tőkeáramlásoknak nincs jelentősége, gyakran még statisztikát sem készítenek róluk.²⁰⁹

A GMU-tagállamok államadósságának a szuverén adósságválság kezdetéig nem volt **hitelkockázata**. Emiatt magas adósságállomány halmozódhatott fel részben olyan pénznemben, amelyet nem az egyes tagállamok saját jegybankjai bocsáthatnak ki. A Gazdasági és Monetáris Unió tagállamai olyan jellegű adósságproblémával kellett, hogy szembenézzenek, mint a felzárkózó országok, azzal a különbséggel, hogy adósságállományuk sokkal magasabb.

A GMU létrehozása előtt a **nagy államháztartási hiány** rendszerint a **kamatlábak emelkedéséhez** vagy a nemzeti valuta **leértékelődéséhez** vezetett. Ezek a piaci fejlemények automatikusan jelezték, hogy az érintett országoknak célszerű csökkenteniük az eladósodást. Az euróövezet létrejöttével egyrészt megszűnt ez az automatikus piaci jelzés, másrészt a kamatlábak csökkenése, illetve konvergenciája miatt a hitelfelvétel költségei nem vagy csak kismértékben emelkedtek. A vázolt tényezők elkényelmesítették a gazdaságpolitikát, azon belül a fiskális politikát, és ellenérdekeltséget teremtettek a szerkezeti reformokkal szemben. Amikor a pénz- és tőkepiaci szereplők 2010 elején felismerték azt a tévedést, hogy egyformán biztonságosnak vagy kockázatmentesnek tekintették az összes GMU-tagállamot, Görögország, Spanyolország és Olaszország állampapírjainak hozamai, ezeken keresztül szuverén adóssága elkezdett emelkedni, aminek nyomán megrendült ezen országok közszférájának a fizetőképessége.²¹⁰

Túl engedékeny volt továbbá a Gazdasági és Monetáris Unió létrehozásáról intézkedő Maastrichti Szerződés azon országok felvételével szemben, amelyeknek rossz pénzügyi történetük volt.²¹¹ Az adott intézményi szerkezet és monetáris politika tehát sajátos **aszimmetrikus külső sokkhoz** vezetett magában a Gazdasági és Monetáris Unióban. A külső sokkokat a GMU működési mechanizmusa pedig felerősítette.

Nem indokolt azonban az Európai Központi Bankot, illetve monetáris politikáját közvetlenül és kizárólag felelőssé tenni a dél-európai tagállamok egyensúlyi problémáiért. Azokban szerepe volt a szóban forgó országok **fiskális politikájának** is, illetve az EU, azon belül a GMU szabályozásának. Miként erről korábban más összefüggésben a 4.1. fejezetben szó volt, az államháztartási fegyelem betartására hivatott **Stabilitási és Növekedési Paktum nem tartalmazott elegendő kényszerítő erőt** arra, hogy a konjunktúraciklus felfelé ívelő szakaszában a GMU-tagállamok költségvetési többleteket érje-

²⁰⁹ Csermely Ágnes – Szalai Zoltán: Pénzügyi egyensúlytalanságok az euróövezetben. Európai Tükör, XVI. évf., 2011. 2. szám, február, 57. o.

²¹⁰ Martin Feldstein: The failure of the euro. The Little Currency that Could'nt. Foreign Affairs, Volume 91, Number 1, January/February 2012., 108. o.

²¹¹ Kenneth Rogoff: Europe finds that the old rules still apply. Financial Times, 2010. május 6., 11. o.

nek el. Emiatt nem voltak tartalékaik a válsághelyzetek fiskális eszközökkel történő kezelésére. A gazdasági kormányzás reformja (beleértve a 2011. végén hatályba lépett hatos jogszabálysomagot és más jogforrásokat) ezen kívánt változtatni.

A vázolt politikák, illetve az azokra vonatkozó szabályok elsősorban a GMU-tagállamokat relatív nemzetközi költség-versenyképességük javítása érdekében ösztönözték, illetve ösztönzik **nem kooperatív stratégiák**²¹² folytatására, amelyek következményei azonban az egész Európai Unióra kisugároznak. A nem kooperatív stratégiák a belső leértékelés: a **kompetitív bércsökkenés, a nyugdíjak és az állam által nyújtott szolgáltatások lefaragása és a fiskális verseny** (adócsökkentés, államháztartási deficit csökkentése) terén jellemzőek, a **kompetitív dezinfláció** új formáit képviselik.

A nem kooperatív stratégiáknak voltak előzményei a Gazdasági és Monetáris Unió megvalósítása előtt is, ilyen volt a **kompetitív valutaleértékelés vagy leértékelődés**. Amíg azonban a kompetitív leértékelés vagy leértékelődés politikájához a gyenge devizájú országok folyamodtak, addig a mostani nem kooperatív belső leértékelési politikákat mindegyik EU-tagállam beveti. Amíg a külső leértékelés költsége a külső hitelezőkre hárul, addig a belső leértékelés a háztartásokra.

Rövid kitérőként érdemes megemlíteni, hogy a GMU nem vagy nehezen tud védekezni harmadik **országok kompetitív leértékelési politikái** ellen. Kompetitív leértékelési politika folytatása esetén csorbul a jegybank kormánytól való függetlensége, mert kormányzati nyomásra a jegybank nem az inflációs célkitűzés érvényesítése végett alkalmazza kamatláb-politikáját és egyéb eszközeit, hanem a nemzeti valuta gyengítése érdekében. A probléma a legélesebben 2013 januárjában Japánban jelentkezett, amikor az előző év decemberi parlamenti választások eredményeként hivatalba lépett új kormányfő részben a pénzügyminisztériumon keresztül a jen főbb devizákkal szembeni árfolyamának leértékelődését eredményező monetáris politika folytatására (menyiségi könnyítés) vette rá a jegybankot. A jegybanki függetlenség gyengülésével az árfolyam alakítása átpolitizálódik. A GMU-hoz nem tartozó más országok is folyamodhatnak hasonló lépésekhez a kivétel, ezen keresztül a gazdasági növekedés ösztönzése érdekében. Ha sok ország hasonlóan cselekszik, akkor ez valutaháborúhoz vezethet.

Ugyanakkor az árfolyam-politika autonómiája, a valutaleértékelés vagy -leértékelődés lehetősége önmagában nem garancia az áru- és szolgáltatásexport bővülésére és a kül-gazdasági egyensúlyviszonyok javulására. Például a lebegő árfolyamrendszer ellenére 2007 és 2012 között a GDP-arányos **brit folyó fizetési mérleghiány** 2,3-ról 3,5 százalékra emelkedett, ami gyenge teljesítmény az EU földrajzi perifériájához képest. Ennek fő oka abban keresendő, hogy egyrészt a válságot követő leértékelődés nem volt elegendő az azt megelőző évtizedes felértékelődés semlegesítésére. Másrészt a termelékenység növekedési ütemének a csökkenését ellensúlyozta a font leértékelődése. Más szavakkal: az árfolyamrendszer rugalmassága nem párosult alkalmazkodással a reálgazdasági és a

²¹²EuroMemorandum Group 2010: Europe in Crisis: A Critique of the EU's Failure to Respond and Alternative Proposals in Times of Crisis. Elérhető:

<http://www.lwbooks.co.uk/ebooks/EUROMEMORANDUM%202009-2010.pdf>, 42. o.

pénzügyi szférában (a pénzügyi szolgáltatásexport csökkent).²¹³ Ugyanígy mérsékelt exportexpanziót eredményezett Lengyelországban a lebegő árfolyamrendszerben a zloty leértékelődése a főbb devizákkal szemben 2008 és 2012 között.

A legfontosabb EU-tagállamok által a relatív nemzetközi költség-versenyképesség ösztönzése végett alkalmazott nem kooperatív belső leértékelési stratégiák súlyosbítják a munkanélküliséget az EU-ban, és aláássák az európai szociális modellt. Manapság a különbségek hangsúlyozása révén a közös pénz életképességét is veszélyeztethetik.

Mivel a GMU-ban nincs elégséges méretű közös költségvetés, illetve megfelelően koordinált adó- és kiadási politika általában, különösen pedig a válság hatásainak leküzdésére, ezért a legnagyobb és legerősebb tagállam, **Németország** gazdaság-, azon belül fiskális és jövedelempolitikájának különösen nagy jelentősége van. A német politikák (kiemelten a restriktív jövedelempolitika) különösen diszfunkcionálisak voltak a Gazdasági és Monetáris Unió szempontjából. A nem kooperatív belső leértékelésre Németország nem kis mértékben a német egység adott formában történt megvalósítása miatt kényszerült. Az új szövetségi államok integrálása meghaladta a régiek teherbíró képességét, amire csak a versenyképesség javítása lehetett a megfelelő válasz. A belső leértékelés politikáját az is indokolta, hogy a német márka túlértékeltén vált az euró részévé. Németországban a restriktív bérpolitika ugyanakkor munkaerő-piaci és egyéb reformokkal is párosult, amelyek hatására reálértelemben csökkentek a vállalati szintű munkaerőköltségek és emelkedett a foglalkoztatottság. A teljesség kedvéért megemlíthető, hogy a német vállalati szféra költség-versenyképességének javulásához az alacsony költségű közép- és kelet-európai EU-tagállamokban kialakított beszállítói hálózat is hozzájárult.

A belföldi jövedelmek, elsősorban a bérek növekedési ütemének korlátozása miatt a belső leértékelést végrehajtó országokban a gazdasági növekedés legfőbb forrásává a **nettó export** vált. Rugalmas munkaerőpiacok és hivatalos transzferek hiányában ennek a következménye a folyó fizetési mérlegpozíciók nagymértékű polarizálódása volt. A GMU központi és északi országainak (Németország, Hollandia és Ausztria, illetve Franciaország) nagy **folyó fizetésimérleg-többlete** keletkezett, ezzel párhuzamosan a földrajzi periférián (Írország, Görögország, Spanyolország és Portugália, illetve Olaszország) viszont **nagy deficit** alakult ki, ami **fizetésimérleg-problémákhoz, egyes esetekben fizetésimérleg-válsághoz** vezetett az utóbbi országcsoportban.²¹⁴ Így például Németország folyó fizetési mérlegtöbblete 2011-ben a GDP 5,6 százaléka volt, ezzel szemben Görögország deficitje a GDP 11,7 százaléka. Németország a világ többi részébe GDP-jének több mint 5 százalékát fektette be, miközben Görögország GDP-je több mint 11 százalékának megfelelő külső finanszírozásra szorult. Ugyanakkor az euróövezetnek a világ többi részével szembeni egyensúlyhiánya csekély mértékű volt. A folyó fizetési mérleg hiánya mindenesetre finanszírozási és megtakarítási problémákat jelez. Addig nincs baj, ameddig a deficitet külföldi tőke (működő- és portfólió-tőke) beáramlása fi-

²¹³ Martin Wolf: What a floating currency gives and what it does not. Financial Times, 2013. április 26., 7. o.

²¹⁴ The European balance of payments Problem. In: EEAG (2012): The EEAG Report on the European Economy, CESifo, Munich, 2012., pp. 57-81.

nanszírozza. A feszültségek akkor jelentkeztek, amikor ez a tőkebeáramlás a globális pénzügyi és gazdasági válság hatására megállt.

A szuverén adósságválságért viselt felelősséget illetően nem indokolt kizárólag az euróövezet perifériáján elhelyezkedő (hitelfeltevő) tagállamokat hibáztatni. Tagadhatatlan a GMU központi és északi tagállamainak a szerepe, ugyanis ők folyósították a folyó fizetési mérlegdeficiteket fedező hitelt. A felelőtlen hitelfeltevőkkel szemben szükségképpen felelőtlen hitelezőknek kell állni.²¹⁵

Ha Németország folyó fizetési mérlege többletet mutat, akkor a Deutsche Bundesbank a **TARGET2 bankközi fizetési rendszerben** többletet halmoz fel. Ezt egyes szakértők kétséges minőségű fedezet melletti erőforrástranszfernek minősítik, ami automatikus, és nem áll Németország ellenőrzése alatt. Szuverén csőd vagy a GMU felbomlása esetén ez óriási potenciális veszteségforrás. Más szakértők szerint a TARGET2-ben kialakult egyensúlyhiányok a periféria országainak a finanszírozási válságára utalnak. Így az euróövezeten belüli, a periféria országaiból a központi és az északi országokba, azok közül is elsősorban a Németországba irányuló tőkemenekülés mechanizmusait tükrözik.

Létrehozásakor a GMU egyik előnyének azt tartották, hogy a monetáris unióban a tagállamok számára **megszűnik a folyó fizetésimérleg-hiány mint a gazdasági növekedés korlátja**, mert a tagállamok többletei és hiányai kioltják, de legalábbis ellensúlyozzák egymást. Így a GMU harmadik országokkal szembeni folyó fizetésimérleg-egyenlegének lesz csak jelentősége. Az euróövezet szabályrendszere nem tartalmazott garanciákat a nemzetközi egyensúlyhiányok (folyó fizetésimérleg-hiányok és -többletek) finanszírozására, pénzügyi sokkok kezelésére és a nemzetközi versenyképesség helyreállítását célzó kiigazításokra a monetáris unión belül.²¹⁶

A szuverén adósságválság megkérdőjelezte azt a korábbi feltételezést, hogy a nemzetközi egyensúlyhiányok irrelevánsak. Az utóbbi évek tapasztalatai alapján nyilvánvalóvá vált, hogy a GMU-n belüli tetemes folyó fizetésimérleg-hiányokat, amelyek fenntarthatatlan makrogazdasági folyamatokra vezethetők vissza, nem lehet a végtelenségig finanszírozni, miközben hiányoznak a kiegyenlítő mechanizmusok. Ugyanakkor a Gazdasági és Monetáris Unió hosszú időn keresztül elfedte a túlzott folyó fizetésimérleg-hiányokkal kapcsolatos feszültségeket, amelyek így túlságosan későn váltak közvetlenül nyilvánvalóvá. A GMU-hoz nem tartozó országok esetében a folyó fizetési mérleg hiányának a növekedése előbb-utóbb a nemzeti valuta leértékelődéséhez vezet, azaz az árfolyam változása jelzi az egyensúlyi feszültségeket. Saját pénz és árfolyam hiányában nincs ilyen közvetlen jelzőrendszer a Gazdasági és Monetáris Unióban, ezért következmények nélkül kumulálódhatnak az egyensúlyi feszültségek. Ezek nyilvánvalóvá válása után viszont az érintett országok nemzetközi pénz- és tőkepiaci megítélése gyorsan és

²¹⁵ Paul De Grauwe: Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed? London School of Economics 'Europe in Question' Discussion Paper Series, No. 57/2013, February, 2013., 7. o. Elérhető: <http://www2.lse.ac.uk/europeanInstitute/LEQS/LEQSPaper57.pdf>

²¹⁶ A részleteket lásd: EuroMemorandum Group 2010: Europe in Crisis: A Critique of the EU's Failure to Respond and Alternative Proposals in Times of Crisis. Elérhető: <http://www.lwbooks.co.uk/ebooks/EUOMEMORANDUM%202009-2010.pdf>

radikálisan megváltozik, ami csúcspontokat válthat ki (a tapasztalatok alapján ki is váltott). A folyó fizetési mérleghiányok magánforrásokból történő finanszírozása 2008-ban, illetve azt követően megnehezült, sőt lehetetlenné vált. Helyüket hivatalos források vették át. Az események **fizetésimérleg-válságra** is következtetni engedtek.

Ami az utóbbi évek fejleményeit illeti, az alkalmazkodásra utal, hogy a folyó fizetési mérleg hiánya 2012-ben és 2013-ban jelentősen csökkent Görögország, minimálisra zsugorodott Spanyolország, Olaszország és Portugália esetében (F8. táblázat a 9.1. függelékben). A javulás fő forrása a belföldi fogyasztás csökkenése vagy mérsékelt emelkedése lehetett, ami visszafogta az importot. Másik forrása az euróövezeten kívüli folyó fizetési mérleg egyenlegének javulása. Ezt támasztja alá közvetve, hogy egyrészt nőtt a GMU GDP-arányos folyó fizetési mérlegének többlete (a 2010. évi 0,3-ról és a 2011. évi 0,4-ről 2012-ben 1,8, 2013-ban 2,7 százalékra), másrészt viszont nem csökkent a központi és északi országok (Németország, Hollandia és Ausztria) GDP-arányos többlete. Itt célszerű megjegyezni, hogy ha csökken Németország folyó fizetési mérlegének szufficitje a GMU-ban, akkor nincs vagy sokkal kisebb nagyságrendben van szükség forrástranszferre.

A gazdaságpolitikának a korábbinál nagyobb figyelmet célszerű fordítania a **külső egyensúlyra**. Azokban az országokban, ahol nagy a belföldi megtakarítás (elsősorban a háztartásoké), ott magasabb államháztartási hiány is finanszírozható.²¹⁷ Ez következik a jövedelemtulajdonosok nettó megtakarító vagy hitelfelvevő pozícióiból. Természetesen további elemzésre van szükség a deficit és a többletek jellegének az értékelésére. Egyfelől nem közömbös, hogy adósság- vagy nem adóssággeneráló tőkebeáramlás (működőtőke-import) finanszírozza-e a hiányt, a deficit pedig beruházásokat vagy fogyasztást finanszíroz-e stb. Másfelől a folyó fizetési mérleg többletét is többféleképpen lehet felhasználni, a gazdasági fejlődés szempontjából a leghatékonyabb a közvetlen tőkebefektetés. Kizárólag mennyiségi kritériumokra nem szerencsés gazdaságpolitikát és szakpolitikákat alapozni.

Miként arról más összefüggésben már szó volt, **rendszerkockázati szempontból** az államháztartás és a bankrendszer csődje a valós veszély (a bankrendszeré azért, mert a feltőkésítés az államháztartás forrásaiból lehetséges). Ezért az államadósság finanszírozhatósága a kulcskérdés, ha a bankrendszert sikerül kezelni. Ebben kiemelkedő fontossága van annak, hogy a belső megtakarítások mit tudnak fedezni, és mekkora a külső finanszírozás szerepe. Hosszabb távon a gazdaságpolitika fő kérdése a gazdasági növekedés és a versenyképesség.

A külső egyensúlyhiányok súlyosbodásában, a deficit és a többletek felhalmozódásában nem csekély szerepet játszott, hogy mind a Maastrichti Szerződés, mind a Stabilitási és Növekedési Paktum szabályrendszere **egyoldalúan az államháztartási egyensúlyra koncentrált**, nem vagy nem kellő mértékben tulajdonított jelentőséget a többi jövedelemtulajdonos (üzleti szféra és háztartások) nettó megtakarítói vagy hitelfelvevői pozícióját is tükröző **folyó fizetési mérlegegyenlege** alakulásának. Az Európai Központi

²¹⁷ Stefan Wagstyl: Dispute over eurozone rules overshadows plans by east and central Europe to join. Financial Times, 2004. január 17/18., 2. oldal.

Bank monetáris politikájának középpontjában az infláció állt, a hitelpiaci és az eszköz-buborékokra nem vagy kevés figyelmet fordított. Ezen hivatott változtatni a Parlament és a Tanács 1176/2011/EU rendelete a makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzéséről és kiigazításáról.

A vázolt folyamatok úgy is felfoghatók, hogy korábban a jelentős folyó fizetésimérleg-többlettel rendelkező Németország látta el a GMU-t olcsó hitellel, ami megnövelte a német feldolgozóipari termékek iránti keresletet. Ez a modell addig működött, amíg a vásárló (a folyó fizetésimérleg-hiányt produkáló dél-európai országok) hitelképessége nem kérdőjeleződött meg. A német fizetésimérleg-többletet ezután elsősorban az Európai Uniót kívül kell visszaforgatni.

Amíg nem oldják meg a GMU tagállamai közötti külső egyensúlyhiányokat, addig a status quo fenntartásában nagyobb szerepet fognak játszani a **hivatalos tőkeáramlások**. Németország nem tehet mást, mint hogy kiterjeszti hitelminősítését Görögországra vagy más GMU-tagállamokra addig, ameddig azok versenyképességüket tekintve nem válnak Németországhoz hasonlóvá, vagy Németország nem válik „angolszásszá” a fogyasztási szokásai alapján. Németország szerepe tehát igen jelentős a Gazdasági és Monetáris Unió fenntartásában.

Megkockáztatható az a következtetés is, hogy a szuverén adósságválság kezelése nyomán a „**deglobalizáció**” is erősödhet, amikor a célország kockázatainak a fokozódása miatt a határon átnyúló magántőke-áramlások helyébe az állami tőke áramlása lép, azaz **a globális tőkét a regionális vagy a nemzeti tőke váltja fel**. A szuverén adósságválság abban a tekintetben is változás, hogy fellazult, illetve fellazul a tőkeköltségek integrációs, GMU-szintű meghatározottsága, amelyet Németország implicit módon szubvencionált, és olyan tőkeköltségszint alakul ki, amely jobban tükrözi az egyes GMU-tagállamok gazdasági fundamentumait.

A nem kooperatív stratégiák következményeit nem csekély mértékben súlyosbították a **transznacionális nagyvállalatok**. Ezek a cégek a tagállamok közötti adóversenyben érdekeltek, különösen a vállalati adóterhek mérséklése terén. Mivel a transznacionális nagyvállalatok globális stratégiát folytatnak, ezért kevésbé motiváltak az EU-tagállamok belföldi keresletének növekedésében, következésképpen hajlanak a bérköltségek mérséklésére az anyaországukban. Mindkét említett vonatkozásban az Európai Unió tagállamaiban bejegyzett transznacionális nagyvállalatok profitálnak a jelenlegi helyzetből, miközben akadályozzák a további integrálódást.

A Gazdasági és Monetáris Unióban kialakult külső egyensúlyhiányok akadályozzák a belső és külső kihívásokra történő hatékony válaszadást. Az EU-ban a növekvő munkanélküliség elleni fellépéshez a kereslet erőteljes növelésére lenne szükség. Ennek viszont az a feltétele, hogy mérséklődjenek a Németország és kereskedelmi partnerei közötti külső egyensúlyhiányok. Ehhez Németországnak gazdaságpolitikai váltást kellene végrehajtania, a nettó export helyett a belföldi keresletet kellene ösztönöznie. Egy ilyen váltás végrehajtásához erőteljesen emelnie kellene a legalacsonyabb jövedelmeket, és le kellene építenie az alacsony bérű területek létrehozását szolgáló ösztönzőket. Mindez

természetesen magasabb inflációs rátát is eredményezne. Ennek lehetőségeivel és korlátaival a 4.5. és a 6.1. fejezet foglalkozik.

Ha elfogadjuk, hogy a szuverén adósságválság nemzetközi versenyképességi és fizetésimérleg-válság is, akkor ebből az következik, hogy a **külső alkalmazkodás** kulcsfontosságú, a fiskális konszolidációnál is fontosabb a deficités GMU-tagállamok számára. Külső alkalmazkodás nélkül ugyanis az államháztartási kiadások csökkentése az eladósodott GMU-tagállamokban elhúzódó és mély recessziót idézhet elő. Ha felismerik a külső alkalmazkodás szerepét, akkor a feladat nem kizárólag fiskális konszolidáció, hanem a **versenyképesség javítása** is, tehát a fiskális konszolidációt ki kell egészíteni a versenyképességet javító intézkedésekkel. A GMU-ból való kilépés nélkül ennek következménye magasabb infláció lehet, miközben a többlettel rendelkező országokban hitel-expanzióra kerül sor. Fiskális és pénzügyi integráció nélkül az euróövezet fizetésimérleg-válságoknak való kitettsége fennmarad. A kizárólag fiskális megszorításokra szorító válságkezelés ugyanakkor pro-ciklikus hatású.²¹⁸ Ebből az is következik, hogy a szuverén adósságválság megoldásához elengedhetetlen a gyengébb GMU-tagállamok versenyképességének az erősítése. Ezzel a követelménnyel van összhangban az euró plusz paktum.

4.5. A növekedési válság és kezelése

A szuverén adósságválság kezelése kapcsán a politikusok, a gazdaságpolitika irányítói és a gazdasági szakértők között egyetértés jött létre abban a tekintetben, hogy rövid távon a gazdasági növekedés dinamizálására és munkahelyteremtésre, hosszú távon pedig az államadósság leépítésére van szükség. Ebből következik az a kérdés, hogy **milyen összefüggés van a GDP-arányos államadósság és a gazdasági növekedés üteme között**. Az ezzel kapcsolatos koncepciók elemzése előtt először célszerű röviden áttekinteni az államadósság alakulását befolyásoló tényezőket.

Az egyik legegyszerűbb modell szerint a GDP-arányos államadósság fenntartható, azaz nem emelkedik, ha érvényesül a következő egyenlet:

$$p \geq b \cdot (r - g)$$

ahol p a költségvetés elsődleges (azaz kamatfizetések és -bevételek előtti) egyenlege a GDP százalékában, b a kezdeti államadósság a GDP százalékában, r a reálkamatláb, g a GDP növekedési üteme. Az egyenlet alapján tehát a GDP-arányos államadósság akkor nem nő, ha a költségvetés GDP-arányos elsődleges többlete nagyobb vagy egyenlő, mint a kezdeti GDP-arányos adósságszint, valamint a reálkamatláb és a GDP-dinamika különbségének a szorzata. Emellett figyelembe veszik még az állományátértékeléseket (árfolyamváltozások átértékelő hatása, egyszeri vagyontranszferok, mint például válságban a magánszektor eszközeinek az átvétele vagy privatizáció), de ezek függetlenek a fiskális alkalmazkodástól, mivel a fiskális konszolidáció exogén adottságai.

A kamatbevételek és -kiadások egyenlege nélkül számított **elsődleges költségvetési egyenleg** reálisabb képet ad a fiskális politika irányultságáról és jellegéről, mint a teljes költségvetési egyenleg. A kamatfizetéseket ugyanis a múltbeli eladósodottság és a min-

²¹⁸ Martin Wolf: Merkozy failed to save the eurozone. Financial Times, 2011. december 7., 11. o.

denkori piaci kamatlábak alakítják. Ezekre a jelenben nincs hatása a gazdaságpolitikának, de a kockázati prémiumokra van, ezáltal közvetve valamelyest a kamatlábakra is hat.

A fenti egyenlet az adósságráta nem növekvő szintjét tartalmazza, ami általában megenged némi folyó hiányt. Mivel az elsődleges egyenleg a hosszú távú GDP-dinamikától függően változik, a kamatfizetés pedig az állampapír-piaci hozamok függvénye, ezért a hosszú távú fenntarthatóság akkor érhető el, ha az elsődleges egyenleg nagyobb, mint az ún. **lavinahatás**,²¹⁹ azaz az államadósság kamatlába és a GDP növekedési üteme közötti különbség.²²⁰

A fenti egyenlet alakulását nagymértékben befolyásolja a kezdeti GDP-arányos államadósságszint, mert ettől függ, hogy adott elsődleges egyenleg, reálkamatláb és GDP-dinamika mellett az államadósság milyen szinten stabilizálódik, illetve stabilizálódik-e egyáltalán.²²¹ Az adósságráta változatlan szintjéhez az induló adósságráta folyó áras GDP-növekedésnek megfelelő százaléka lehet a teljes százalékos hiány. Ennek a hiánynak a mértékével csökkentett éves kamatfizetés lehet az elsődleges egyenleg (mindig a GDP-hez viszonyítva).

Tételezzük fel, hogy például a folyó áras GDP-növekedése 3 százalék, a kamatláb 5 százalék, az induló adósságráta 100 százalék. Az adósságráta megőrzéséhez a számláló (adósság) és a nevező (GDP) egyaránt 3 százalékkal nőhet, azaz kb. 3 százalékos hiány lehet. (Egészen pontosan az új, magasabb GDP-hez viszonyítva 2,9 százalék). A kamatkiadás a GDP 5 százaléka. Így a változatlan adósságráthoz megkívánt elsődleges egyenleg 2 százalék többlet (és nem 5 százalék, ami a kamatfizetés).

Az egyenlet tovább finomítható azáltal, hogy az elsődleges egyenleg helyett az **elsődleges strukturális egyenleget** tekintik mérvadónak. Ez azt mutatja, hogy „milyen egyenleg lenne abban az esetben, ha az adóalapok középtávú szintjüknek felelnének meg. Ebből a szempontból tehát meghatározó, hogy középtávon milyen gazdasági teljesítménnyel lehet számolni, más szóval, mekkora a potenciális GDP.”²²²

A globális gazdasági és pénzügyi válság és az azt követő szuverén adósságválság kedvezőtlen befolyást gyakorolt az egyenlet mindegyik tényezőjére. A **GDP** a válság hatá-

²¹⁹ Lavinahatáson másképpen azt értik, hogy ha a költségvetés elsődleges egyenlege egyensúlyban van és a GDP-arányos államadósság 100 százalék, akkor a kamatláb szintjétől elmaradó GDP-dinamika esetén az államadósság nő, azaz nem fenntartható. A lavina megállítására elsődleges költségvetési többletre van szükség.

²²⁰ Szalai Zoltán: A válságkezelés válsága? A költségvetési kiigazításokkal kapcsolatos viták az európai monetáris unióban. MNB-Szemle, 2012. október, 60. o.

²²¹ Részletesebben lásd: Dedák István: Államadósság és gazdasági növekedés. Közgazdasági Szemle, XLV. évf., 1998. november (989-1003. o.), Ábel István – Kóbor Ádám: Növekedés, deficit és adósság – fenntartható keretben. Közgazdasági Szemle, LVIII. évf., 2011. június (511-528. o.) Az IMF-modell leírása: International Monetary Fund: Staff Guidance Note on Debt Sustainability Analysis for Market Access Countries. 2008. július 3. Elérhető:

<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/070308a.pdf>

²²² Szalai Zoltán: A válságkezelés válsága? A költségvetési kiigazításokkal kapcsolatos viták az európai monetáris unióban. MNB-Szemle, 2012. október, 60. o.

sára visszaesett, illetve a recesszió után nagyszámú tényező hatására lassan, a válság előtti időszakhoz képest is lassabban nőtt. Az **elsődleges költségvetési egyenleg** az adóbevételek visszaesése és a válságkezeléshez szükséges kiadások növekedése nyomán romlott. A **reálkamatláb** növekedéséhez az eladósodott országok kockázati felárainak az emelkedése és az alacsony infláció egyaránt hozzájárult. Az európai uniós periféria országainak a német állampapír-piaci hozamok feletti része döntően az államcsőd kockázatát (kisebb mértékben a likviditási kockázatot) jelzi, ha feltételezzük (megalapozottan), hogy a német állampapírok kockázatmentesek. A befektetőknek a visszafizetési kockázatok kiküszöbölése, a bankoknak a tőkekövetelményeknek való megfelelés érdekében van szükségük kockázatmentes befektetésre, még akkor is, ha a hozam negatív. A pénz- és tőkepiaci kamatlábak emelkedése az elsődleges államháztartási többlet növelését teszi szükségessé a GDP-arányos államadósság stabilizálása végett és fordítva.

Az indokoltnál talán kisebb figyelmet kapott a nominális és a reálkamatlábak alakulásában az országgockázatok árazása. A GMU fennállásának első öt évét a kamatlábak konvergenciája jellemezte. Ez más szavakkal azt jelenti, hogy ebben az időszakban a pénz- és tőkepiacok nem áraztak országgockázatot. Erre még azon GMU-tagállamok esetében sem került sor, amelyeket túlzottdeficit-eljárás alá vontak. A 2007-ben kezdődött globális pénzügyi és gazdasági válságban ez a helyzet gyökeresen módosult. Az eladósodott EU-periféria országainak kamatláb-felárai megugrottak, államadósságukat a nemzetközi hitelminősítő intézmények leminősítették. Az átárazási sokkot egyes szakértők az adósságcsapda egyik leglényegesebb okának tartják. Ezek az országok ugyanis növekvő csőd-kockázati (Credit Default Swap – CDS) felárak mellett a fiskális konszolidáció ellenére – az egyéb körülményektől (nemzetközi konjunktúra, elsődleges államháztartási egyenleg stb.) is függően – adósságszpirálba kerülhetnek.²²³ Amíg tehát a globális pénzügyi és gazdasági válság előtt a CDS-felárak alakulását elhanyagolható mértékben befolyásolták makrogazdasági tényezők, addig a válságban a tagállamok közötti különbségek kitágultak, nagymértékben elszakadva a makrogazdasági körülményektől.

A tagállami gazdaságpolitikák a költségvetés elsődleges egyenlegére képesek a legnagyobb hatást gyakorolni. Ennél kisebb a reálkamatlábakra gyakorolt hatásuk, míg a gazdasági növekedés ütemét közvetlenül rendkívül szűk tartományban tudják alakítani.

A fenti összefüggéseket példákon érzékeltetve: Olaszország GDP-arányos államadóssága 120 százalék. Ha ezt 4 százalékos kamatláb mellett lehet finanszírozni, akkor az olasz GDP-nek 4,8 százalékkal ($120 \cdot 0,04 = 4,8$) kell nőnie folyó áron ahhoz, hogy egyensúlyban (elsődleges egyenleg) lévő államháztartása mellett GDP-arányos államadóssága ne emelkedjen. Ha a kamatláb 7 százalék, akkor a GDP 8,4 százalékos ($120 \cdot 0,07 = 8,4$) növekedési ütemére van szükség. Emelkedő kamatláb és lassú GDP-dinamika esetén a fizetéseképtelenség elkerülése végett Olaszországnak erőteljesen csökkentenie kell államadósságát. Ha az államadósságot a GDP 120 százalékáról 90 százalékára kívánja mérsékelni, akkor 4 százalékos kamatláb esetén Olaszországnak évente a GDP 5 százalékára rügő államháztartási többletet kellene elérnie 10

²²³ Neményi Judit – Oblath Gábor: Az euró bevezetésének újragondolása. Közgazdasági Szemle, LIX. évf., 2012. június, 612. o.

éven keresztül. (Ehhez nyilván elsődleges többlet kell.) Ha ezt el kívánja kerülni, akkor értékesítenie kellene az állami vagyont egy részét.²²⁴

Ha Olaszország annak a követelménynek is meg kíván felelni, hogy az 1177/2011/EU rendelet értelmében évente a referenciaérték feletti rész egy huszadával csökkentse GDP-arányos államadósságát, amíg az el nem éri a 60 százalékos értéket, akkor 5 százalékos kamatláb és 5 százalékos folyó áras GDP-dinamika feltételezésével a megkívánt évi 3 százalékpontos ráta-csökkenéshez 1,6 százalékos hiány és 4,4 százalékos elsődleges többlet tartozik. (A kamatláb lehet kisebb is.) Ezt 3 év átlagában kell elérni, de csak a túlzottdeficit-eljárás megszűnése után három évvel először, azaz van felkészülési idő (és addig a gazdasági növekedés is gyorsulhat).

Egyébként Olaszország GDP-arányos államháztartási hiánya 2013-ban előzetes adatok szerint 3 százalék volt, ugyanannyi, mint 2012-ben, ami mögött 2,5 százalékos elsődleges többlet van. 2014-ben az Európai Bizottság előrejelzése szerint a GDP arányában 2,7 százalékos deficit és 4,8 százalékos elsődleges többlet lesz, aminek nyomán lényegében stagnál az adósság. Kellően gyors adósságkecsézéshez természetesen gazdasági növekedésre is szükség van.

Történelmi tapasztalatok alapján kevés ipari országnak sikerült hosszabb ideig a GDP több mint 4 százalékára rúgó elsődleges többletet fenntartani.²²⁵ Az utóbbi 50 évben a kőolajban gazdag Norvégia kivételével egyetlen OECD-országban sem volt tartósan a GDP 6 százalékát meghaladó elsődleges államháztartási többlet. Hasonló számítást mindegyik GMU-tagállamra lehetne végezni. Mindebből tehát levonható az a következtetés, hogy **a nagy államadósság, a számottevő államháztartási hiány és a finanszírozási költségek emelkedése vezethet szuverén adósságválsághoz.**

A fentiek fényében figyelmet érdemel, hogy az euróövezetben 2009 és 2012 között amíg 6,4-ről 3,7 százalékra csökkent a GDP-arányos államháztartási deficit, addig 80-ról 92,6 százalékra nőtt a GDP-arányos államadósság (F4. és F7. táblázat a 9.1. függelékben). Ennek egyik oka az lehetett, hogy emelkedtek a GDP-arányos kamatkidadások (a 2009. évi 2,9-ről 2012-ben 3,1 százalékra). A fő ok az volt, hogy csökkenő mértékben ugyan, de deficitese maradt az elsődleges államháztartás (a hiány 2009 és 2012 átlagában a GDP 2,2 százaléka volt, ami mechanikusan számolva 8,8 százalékponttal emelhetette a GDP-arányos államadósságot). Végül az említett időszakban a GDP 2 százalékkal csökkent. A Bizottság előzetes adatai szerint 2013-ban az államháztartási hiány a GDP 3,1 százalékára csökken, az államadósság 95,5 százalékára emelkedik.

Figyelmet érdemel, hogy a globális pénzügyi és gazdasági válságot megelőzően a GMU-tagországok többsége viszonylag prudens fiskális politikát folytatott. A GMU-tagállamok GDP-arányos államháztartási deficitje 1,7 százalék volt az 1998 és 2002 közötti, és 2,1 százalék a 2003 és 2007 közötti időszak átlagában, bár ez utóbbi érték a kedvező konjunktúra fényében magas. Észtország, Írország, Spanyolország, Luxemburg és Finnország költségvetése például 2002 és 2007 között szufficitese volt. Összességében 10 GMU-tagország államháztartási hiánya elfogadható volt, 7 tagállamé nem.

²²⁴ Satyit Das: High debt and low growth add up to a toxic cocktail. Financial Times, 2011. november 29., 28. o.

²²⁵ Wolfgang Franz: Sustainability. ZEWnews, November/December 2012., 12. o.

Az induló helyzet egyensúlytalanságaival csak részben magyarázhatóak a későbbiek. Az egyenleg romlása, a hiány növekedése a válságnak tudható be. Spanyolországban és Írországban nem az államháztartás, hanem a magánszektor adósodott el a válság előtt. Ebben a két országban az államadósság növekedése a magánadósságok társadalmosításának volt betudható. Ez más GMU-tagállamokra is érvényes (például a bankok közpénzből történt feltőkésítése miatt), bár kisebb mértékben. Emellett az automatikus stabilizátorok működése és a recesszió, illetve a GDP-dinamika visszaesése miatt is romlott az államháztartás relatív pozíciója. Tágabb értelemben jól dokumentálható, hogy az utóbbi száz évben a fejlett országok legtöbb pénzügyi válságának az oka nem az állam, hanem a magánszféra túlzott eladósodása volt.²²⁶ A 60 százalék feletti országokban az adósságráták csökkenése is visszafogott maradt. 66,3 százalék volt az államadósság-ráta 2007-ben, átlagosan is a 60 százalék felett. A GDP-arányos államadósság is 70 százalék alatt volt.

A GDP-arányos **államadósság és a gazdasági növekedés üteme közötti összefüggésről** Carmen M. Reinhart és Kenneth S. Rogoff nagyhatású tanulmánya kapcsán már volt szó az első fejezetben.²²⁷ Azt is megemlítettük, hogy Reinhart és Rogoff következtetéseinek egy részét cáfolták.²²⁸ Az Európai Központi Bank tanulmánya az euróövezet 12 tagállamában vizsgálta 1970-től negyvenéves idősor alapján az államadósság egy főre jutó GDP-re gyakorolt átlagos hatását.²²⁹ Erről kiderült, hogy ugyan nem lineáris, de 90-100 százalékos GDP-arányos államadósság esetén fordulópont van, azaz innentől kezdve az államadósság kedvezőtlen hatást gyakorol a hosszú távú gazdasági növekedésre. A konfidencia-intervallumok arra utalnak, hogy a káros hatások már 75-80 százalékos GDP-arányos államadósság esetén kezdenek kibontakozni. További következtetés, hogy a GDP-arányos államadósság és államháztartási hiány és az egy főre jutó GDP-dinamika között negatív és lineáris kapcsolat van.

A tanulmány szerint az államadósság (szintje és változása) **négy csatornán keresztül** gyakorol hatást a GDP növekedési ütemére. Az első csatorna a magánszektor megtakarítása, a második az államháztartási kiadásokból finanszírozott beruházás, a harmadik a teljes tényezőtermelékenység, a negyedik pedig a szuverén adósságra vonatkozó hosszú távú nominális és reálkamatláb.

A GMU-tagállamok összesített GDP-arányos államadóssága a tanulmány által meghatározott veszélyzónában van. A GDP 70 százaléka alatt 2012-ben Észtország (10,1 száza-

²²⁶ Schularik, M. (2012): Public debt and financial crises in the twentieth century. *European Review of History*, Vol. 19, Issue 6, 881-897. o. Elérhető: <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13507486.2012.739149?journalCode=cerh20#.UaWrtdKSCaQ>

²²⁷ Reinhart, C., M. – Rogoff, K., S. (2010): Growth in a Time of Debt. Working Paper 15639, January, 25 oldal. Elérhető: <http://www.nber.org/papers/w15639>

²²⁸ Herndon, T. – Ash, M. – Pollin, R. (2013).

²²⁹ Cristina Checherita – Philipp Rother: The impact of high and growing government debt on economic growth. An empirical investigation for the euro area. *European Central Bank Working Paper Series No. 1237/ August 2010.*, 24 oldal. Elérhető: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1237.pdf>

lék), Luxemburg (20,8 százalék), valamint Szlovénia, Szlovákia és Finnország (52-54 százalék), valamivel 70 százalék fölött Málta, Hollandia és Ausztria volt. Az euróövezet többi tagállama egyértelműen a veszélyzónába tartozott. Az EKB elemzése fényében érthető, hogy a német kormány miért törekszik 2012-ben 82 százalékos GDP-arányos államadósságának mérséklésére.

A fentiek alapján jól kirajzolódik egy nehezen feloldható **dilemma**. Mivel a megnövekedett államadósság egy bizonyos ponton túl a gazdasági növekedés gátja, ezért célszerű GDP-arányos értékének mérséklése. Ennek jegyében az államháztartás egyenlegét (azon belül a strukturális egyenleget) olyan időszakban kell javítani, amikor az eladósodott magánszektor adósságkepzése is folyamatban van. Ha azonban a magánszféra szereplői (azon belül mindenekelőtt a háztartások) megtakarítanak, akkor az államháztartásnak célszerű többletkiadással ellensúlyozni ezt a kieső növekedési impulzust. A költségvetési megszorítások gazdasági növekedésre gyakorolt negatív hatása ugyanis nagyobb lehet, mint az alacsonyabb hitelfelvételből adódó nyereség.

Az államadósság kezelésére vonatkozó gazdaságpolitikai koncepciók – némi leegyszerűsítéssel – az államadósság csökkentésében és/vagy a gazdasági növekedés dinamizálásában látják a megoldást. A fenntartható államadósság képletéből következően úgy kellene ösztönözni a gazdasági növekedést, hogy közben csökkenjen a GDP-arányos államháztartási hiány és államadósság, ami meglehetősen nehéz feladat.

Az államadósság leépítésének és a gazdasági növekedés dinamizálásának módját illetően eltérnek az álláspontok. Az **ortodox álláspont** a jelenlegi helyzet kialakulását a magán- és a közszféra túlzott hitelfelvételére vezeti vissza. Ebből következik a megoldás is: az adósság korlátozása vagy leépítése érdekében hiteles államháztartási konszolidációra és azt támogató monetáris politikára van szükség. E nézet képviselői a restriktív fiskális politikától, hosszú távú szerkezeti intézkedésektől és egyéb megszorításoktól (amilyen a 4.4. fejezetben bemutatott belső leértékelés) várják a gazdasági növekedés dinamizálását, nem pedig a kereslet ösztönzésétől. Ez az álláspont többé-kevésbé a Hayek-féle, illetve a monetarista elméleti megközelítésre épül.

A **makrogazdasági keresletet ösztönző (a keynesi elmélettel rokon) álláspont** képviselői szintén síkra szállnak az adósság felhalmozásának korlátozása és az infláció elkerülése mellett, de rövid távon szükségesnek tartják a keresletet ösztönző intézkedéseket is a gazdasági növekedés és ama „angyali kör” beindítása végett, amelyben a jövedelmek növekedése, a munkahelyteremtés és a pénzügyi helyzet javulása egymást erősíti.²³⁰ Az utóbbi években végrehajtott válságkezelés e két nézet között mozgott.

Fontos azonban megemlíteni, hogy a valóságban a kormányoknak a két lehetőség közötti választási szabadsága minimális vagy látszólagos. A megszorításokon alapuló fiskális konszolidációt a pénz- és tőkepiacok kényszerítették, illetve kényszerítik ki a finanszírozás befagyasztása, illetve a megkövetelt magas hozamok révén. Fiskális megszorítás volt az ára a magánbefektetők által alakított piaci bizalom visszaszerzésének. Ugyanígy

²³⁰ Lawrence Summers: The world is still stuck in a vicious circle. Financial Times, 2012. október 15., 9. o.

a pénz- és tőkepiacok szabnak korlátot a makrogazdasági kereslet ösztönzésének az eladósodott országok esetében.

A fiskális politika erőteljesebb alkalmazását, a makrogazdasági kereslet ösztönzését általában azzal **indokolják**, hogy amíg a **monetáris politika** a pénzintézetekre hat, addig a **fiskális politikák** legközvetlenebb pozitív hatásait a recesszió által sújtott háztartások érzékelik. A fiskális politika bevetése a válságkezelésben mentesíti a monetáris politikát a jegybank irányadó kamatlábának mérséklésétől, ezáltal nem fokozódik az euró főbb devizákkal szembeni árfolyamának gyengülésére nehezedő nyomás. Így elkerülhető vagy legalábbis mérsékelhető az árfolyamcsatornán keresztül érvényesülő inflációs nyomás. A fiskális politikára való részleges támaszkodás enyhíti az alacsony kamatlábak nyomán bekövetkező pénzügyi buborékok képződését.²³¹ Lawrence Summers volt amerikai pénzügyminiszter további érveként említi: a fiskális ösztönzés mögött az a szándék is meghúzódik, hogy stabil keresletet állítsanak a fogyasztói kiadások csökkenésével szemben. A kiadások visszaesése ugyanis a foglalkoztatás, ezen keresztül a jövedelmek és a fogyasztás további visszaeséséhez vezetne.

A makrogazdasági kereslet ösztönzésének nagyszámú korlátja van, különösen a világgazdaságra nyitott kis nemzetgazdaságokban. Ilyen korlát az, hogy hatására nő az államháztartási deficit, illetve romlik a külkereskedelmi, illetve a folyó fizetési mérleg egyenlege. Az Európai Unióban a Stabilitási és Növekedési Paktum szabályrendszere gátolja a fiskális expanziót, vagy legalábbis korlátok közé szorítja a makrogazdasági kereslet növelésének lehetőségeit. A nemrégiben elfogadott túlzott egyensúlytalansági eljárás többek között a folyó fizetési mérleg hiányának szab határt. Ennek figyelembevételével nem általános, hanem **jól célzott fiskális politikai ösztönzőkre** (adókedvezmények, bizonyos költségvetési kiadási tételek növelése stb.) lenne szükség.

Olyan időszakban, amikor recesszió fenyeget, a **fiskális ösztönzés** a gazdasági növekedés rövid távú serkentésének leggyorsabb és legmegbízhatóbb eszköze lehet. Alkalmazása azonban nagy körültekintést igényel, nem megfelelő mértéke több kedvezőtlen mellékhatással járhat. Lawrence Summers szerint ahhoz, hogy hatásos legyen, a fiskális stimulust **időben kell bevetni**. A fiskális ösztönzésnek **célzottnak** kell lennie, vagyis az alacsony jövedelműeket kell érintenie, illetve azokat, akiknek a jövedelme esett korábban, tehát akik ki vannak zárva a hitelpiacról. Végül a fiskális ösztönzésnek egyértelműen és hitelesen **átmenetinek** kell lennie, azaz a végrehajtástól számítva nem emelheti egy évnél hosszabb ideig az államháztartás hiányát.²³² Az USA-ban 2008–2009-ben hozott fiskális politikai intézkedések csak részben feleltek meg ezeknek a követelményeknek. Az Európai Unióban, illetve tagállamaiban szűkebb tartományban, korlátozott mértékben került sor jól időzített, célzott és átmenetinek szánt fiskális stimulus bevezetésére. A válság első szakaszában egyes országok (amelyek megengedhették maguknak) hoztak ilyen döntéseket. Ezek közül megemlíthetők például a gépjármű-értékesítési ösztönzők.

²³¹ Lawrence Summers: Why America must have a fiscal stimulus? Financial Times, 2008. január 7., 9. oldal.

²³² Lawrence Summers: i. mű, 9. oldal.

Az EU régi tagállamai 1980 és 2005 közötti tapasztalatai arra utalnak, hogy az **expanzív fiskális politika** eredményei ellentmondásosak akkor, ha az érintett országokat szerkezeti gyengeségek jellemzik. Az expanzív fiskális politika akkor járult hozzá a gazdasági növekedés gyorsulásához, ha az egyrészt **adócsökkentés** formáját öltötte, másrészt **negatív volt a kibocsátási rés**.²³³ Az EU-ban a globális pénzügyi és gazdasági válság előtt a kibocsátási rés pozitív volt. A jelenlegi körülmények között, amikor a magánszféra kereslete nagymértékben visszaesett, kizárólag az államháztartási kiadások emelése jöhet szóba (ha ez egyáltalán lehetséges adott költségvetési hiány és államadósság mellett) elsősorban olyan területeken, mint az oktatás, a szakképzés, a kutatás-fejlesztés és a bankok feltőkésítése. Az ilyen típusú kiadások a rövid távú keresleti hatások mellett a potenciális GDP dinamikájának az emeléséhez is hozzájárulnak.²³⁴ Az expanzív fiskális politika reálisan inkább elképzelhető esete a kiadások és bevételek átstrukturálásával történő növekedéstámogatás.

Hasonló következtetésekre jutott egy másik tanulmány, amelynek középpontjában az OECD-országok fiskális politikáinak az elemzése állt az 1970 és 2007 közötti időszakra vonatkozóan.²³⁵ A regressziós elemzés szerint az adócsökkentésen alapuló fiskális expanzió nagyobb valószínűséggel ösztönzi a gazdasági növekedést, mint a költségvetési kiadások emelésére támaszkodó. A kiadáscsökkentésen alapuló fiskális alkalmazkodás adóemelés nélkül nagyobb valószínűséggel mérsékli vagy stabilizálja a deficitet és a GDP-arányos államadósságot, mint az adóemelés. Ezen túlmenően a kiadási oldal alkalmazkodása kisebb valószínűséggel okoz recessziót, mint az adóemelést feltételező bevételi oldali. A kérdés az, hogy milyen kiadási tételre lehet csökkenteni.

A három tiltás fellazítása mellett az európai uniós intézmények a **gazdaságpolitikai koordináció mechanizmusain** keresztül is ösztönözték és ösztönzik az eladósodott és pénzügyi egyensúlyhiányokkal küszködő tagállamokat a hatékony válságkezelésre.

A 2009 novemberében kezdődött szuverén adósságválság első szakaszában az európai uniós intézmények a **fiskális konszolidációtól és a szerkezeti reformoktól** várták a válság megoldását, de legalábbis enyhítését, ami a gyakorlatban erőteljes fiskális restrikciót jelentett és jelent. (A szerkezeti reformok az államháztartás nagy újraelosztó rendszereinek az átalakítását is magukba foglalták.) Ezt az egyértelműen **ortodox álláspontot** (az IMF hosszú éveken keresztül általánosan alkalmazta ezt a „gyógymódot” a kibillent egyensúly helyreállítása érdekében, ma már sokkal árnyaltabb a megközelítése) a GMU-ban elsősorban Németország támogatta, illetve támogatja. A német kormányt nem teljesen megalapozatlanul bírálják azért, mert a válságkezelés szinte egyetlen eszközének a restriktív fiskális politikával és szerkezeti reformokkal egyenértékű fiskális konszolidációt tartja, amelyet további megszorítások egészítenek ki. E mögött az a bel-

²³³ István Benczes: Fiscal Stimulus and its Effects in the European Union. *Intereconomics*, September/October 2009., 317-323. o.

²³⁴ István Benczes: Fiscal Stimulus and its Effects in the European Union. *Intereconomics*, September/October 2009., 323. o.

²³⁵ Alberto F. Alesina – Silvia Ardagna: Large changes in fiscal policy: Taxes versus spending. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 15438, Cambridge, USA, 2009. október, 37 o. <http://www.nber.org/papers/w15438>

politikai megfontolás húzódik meg, hogy a német adófizetők nem hajlandók a végtelenségig finanszírozni a felelőtlen fiskális politikát folytató országokat.

A szerkezeti reform fogalma meglehetősen bizonytalan és parttalan, nagyon sokféle dolog megjelölésére használják. A fogalom maga semleges, sem restriktív, sem expansionzív fiskális politika alátámasztására nem alkalmas. Középpontjában a gazdaság gyengeségeinek az orvoslása áll, miközben a fiskális politika rövid távú ciklikus folyamatokkal foglalkozik. A szerkezeti reform minden egyes EU-tagállamban eltérő intézkedések keveréke. Törvénybe foglalásuk nem egyenértékű végrehajtásukkal. Az sem hagyható figyelmen kívül, hogy a szerkezeti reformokat nehéz mérni.

Logikailag is belátható és nemzetközi tapasztalatok is alátámasztják, hogy a szerkezeti reformok (az oktatási és a nyugdíjrendszerben és a munkaerőpiacon) költségei rövid távon jelentkeznek, miközben az előnyök hosszabb távon érvényesülnek. Szerkezeti reformok esetén gyakran előfordul, hogy le kell írni az improduktív tőkét, ami munkaerő-elbocsátással jár. A munkaerőpiac liberalizálása nyomán nőhet a munkanélküliség, aminek jelentős rövid távú költségei lehetnek.

Megelőlegezett költségek nélkül a szerkezeti reformok sikerességére nincs garancia. Ráadásul egyes szerkezeti reformok politikai szempontból akkor vállalhatók, ha a veszteseket valamilyen mértékben kompenzálják, ami a költségvetési egyensúly romlását idézheti elő. A szerkezeti reformok jelentős hányada nem alkalmas arra, hogy enyhítse a GMU-n belüli folyó fizetési mérlegtöbblettekkel és -hiányokkal kapcsolatos feszültségeket. Végül is nehéz számszerűsíteni a szerkezeti reformoknak a gazdasági növekedésre gyakorolt hatását.

Görögország, majd Írország, Portugália és Spanyolország példája arra utalt, hogy a **fiskális alkalmazkodás** vagy **fiskális konszolidáció**, ami a gyakorlatban költségvetési restriktiókat jelent adóemelések és/vagy a közszféra beruházási és egyéb kiadásainak lefaragása formájában, önmagában nem elegendő az államadósság csökkentéséhez. Az államháztartási hiány mérséklését szolgáló megszorítások és – eddig legalábbis meglehetősen lanya – szerkezeti reformok rövid távon visszafogták, illetve visszafogják a gazdasági növekedést, és a hosszú távú növekedési potenciált is hátrányosan érintik. A fiskális megszorítások miatt **ördögi körbe** is kerülhetnek a leginkább eladósodott országok. Bár abszolút értékben csökken az államháztartási hiány és az államadósság, a lassúbb GDP-dinamika vagy az elhúzódó recesszió miatt a GDP-hez viszonyított aránya mégis emelkedik. A csökkentésüket célzó megszorítások miatt tovább esik a GDP. Az alacsonyabb GDP-dinamika miatt csökkennek az adóbevételek. A GDP visszaesése nyomán romlik a magánszektor adósságának a minősége is.²³⁶ Carmen Reinhart és Kenneth Rogoff mélyreható empirikus vizsgálatokon alapuló következtetései (90 százalék feletti GDP-arányos államadósság esetén a GDP csökken) megcáfolásával, amelyről az 1. fejezetben van szó, a túlzott megszorítások elméleti alapjai is meggyengültek, bár más, a Reinhart–Rogoff koncepciót alátámasztó szakirodalmi forrásokra is lehet hivatkozni, amelyek szerzői kevésbé tekintélyes közgazdászok.

²³⁶ A megszorítások negatív hatásairól lásd: Mark Blyth: The austerity Delusion. Why a Bad Idea Won Over the Volume 92, Number 3, Foreign Affairs, May-June, 2013., 41-56. o.

Ez a folyamat a Keynes által definiált likviditási csapda mintájára nevezhető **megszorítási csapdának** is. A gazdasági növekedési feltételek romlása mélyíti a szuverén adósságválságot. Nem vagy nem kizárólag az adósság növekedése miatt nő a GDP-arányos adósság, hanem a GDP csökkenése vagy lassú bővülése miatt, ami további fiskális restrikciókat tesz szükségessé. Így a gazdaság lefelé irányuló negatív spirálba kerül, miközben a szociális feszültségek éleződnek, az államháztartási konszolidáció politikai támogatottsága pedig zsugorodik. Hosszabb távon az sem hagyható figyelmen kívül, hogy a népesség elöregedésével nőnek a nyugdíj- és társadalombiztosítási célú kiadások a költségvetésben. A kockázatoknak a globális pénzügyi és gazdasági válság nyomán történt átértékelődése miatt jelenleg a korábbihoz hasonló adósságszinthez és GDP-dinamikához valószínűleg magasabb kamatlábak tartoznak. Ugyanakkor az az ország, amely a GDP csökkenését eredményező mértékű államháztartási restrikciót hajt végre, a hitelezőit sem segíti, éppen ellenkezőleg. Egyébként a GMU-ban végrehajtott fiskális konszolidációk az IMF hasonló stabilizációs csomagjainak a kétharmadát tartalmazzák (az államháztartási kiadások csökkentése, adóemelések). A hiányzó egyharmad a valuta-leértékelés, ami a Gazdasági és Monetáris Unióban nem alkalmazható.

A vázolt folyamatok a fiskális multiplikatoren keresztül érvényesülnek. A **fiskális multiplikátor** azt mutatja, hogy a költségvetési egyenleg egységnyi változása hogyan hat a kibocsátás alakulására. Két fajtája van: **bevételi és kiadási multiplikátor**.

A hagyományos esetben, amikor a **keynesi hatás** érvényesül, a kapcsolat pozitív, azaz az egyenleg és a GDP-dinamika azonos irányba változik: a deficit csökkenése a GDP visszaesésével, a deficit növekedése a GDP emelkedésével párosul. Ha az államháztartási egyenleg a kiadások mérséklése nyomán javul, akkor hosszabb távon ennek nyomán gyorsulhat a GDP-dinamika, mert a kiadások visszafogása megteremtheti az adócsökkentések feltételeit, az adók csökkentése nyomán pedig mérséklődnek a gazdaságban meglévő torzulások.

Nem keynesi hatás esetén a kapcsolat fordított, azaz a deficit csökkenése a GDP növekedésével párosul és fordítva. Ezt arra vezetik vissza, hogy a költségvetési hiány mérséklése kedvezően hat a bizalomra, ezáltal a hosszú lejáratú kamatlábak alakulására, ami a GDP dinamizálódása nyomán ellensúlyozza a keresletcsökkenést. Ebben az esetben a költségvetési konszolidáció nem jár növekedési áldozattal. A hagyományos esetben van átmeneti vagy tartós növekedési áldozat. Németország például 2009-ben, a globális recesszió idején államháztartási hiányát a GDP 2,5 százalékával csökkentette, aminek nem volt lényeges negatív hatása a gazdasági növekedésre. Ehhez azonban az is hozzátartozott, hogy a válság kitörésekor az országban nem voltak számottevő egyensúlyhiányok, és a pénzügyi rendszer is súrlódásmentesen működött. Az Európai Unió földrajzi perifériájának országaiban ez utóbbi feltételek nem voltak meg.

A fiskális szigor gazdaságra gyakorolt hatása azoktól a tényezőtől függ, amelyek a **fiskális multiplikátor** nagyságát alakítják.²³⁷ Az első tényező a **fiskális konszolidáció szerkezete**. Általános irányzatként a fiskális multiplikátor nagyobb, ha a konszolidációs

²³⁷ European Commission: European Economic Forecast, Spring, 2012, Brüsszel, 2012. április, 45. o.

intézkedések a kiadási oldalra összpontosulnak, mint akkor, ha a bevételi oldalra. A második tényező **a monetáris politika reakciójával** kapcsolatos. A fiskális multiplikátor értéke annál nagyobb, minél alacsonyabb a kamatláb. Harmadszor, **a fiskális csomagok hitelessége** szintén nagymértékben hat a multiplikátorra a várakozásokon, ezáltal a fogyasztók és a beruházók magatartásán keresztül. Végül a fiskális konszolidáció csökkentheti a **kockázati felárat** a szuverénadósság-piacon, ami begyűrűzhet az üzleti szféra finanszírozási költségeibe, ezzel támogathatja a fellendülést. Ez utóbbit elég nehéz mérni.

Ehhez hozzá lehet még tenni, hogy a fiskális multiplikátor hatása nagyobb zárt gazdaságokban, eltérő lehet az első évben és a rákövetkező években (perzisztencia), illetve a konjunktúraciklus különböző szakaszaiban (ha nagy a kihasználatlan kapacitások aránya, akkor magasabb az értéke).

A **kritikus multiplikátor** azt mutatja, hogy adott kamatlábak és adósságállomány mellett a fiskális konszolidáció a multiplikátor milyen szintje felett emeli az adósságot az első évben.²³⁸ Az Európai Bizottság számításai szerint az Európai Unióban a kritikus multiplikátor a 0,5 (Görögország) és 2,8 (Észtország) közötti sávban van.²³⁹

A megszorítási csapdát igazolják a Nemzetközi Valutaalap számításai, amelyek szerint a fiskális politikának a gazdasági növekedésre gyakorolt hatása nagyobb a korábban feltételezetténél, így a megszorítások önmagukat győzik le. A standard makrogazdasági előrejelző modellekben 0,5-ös **fiskális multiplikátort** használtak, ami azt jelenti, hogy egy pénzegységnyi (euró stb.) államháztartási kiadáscsökkentés hatására a GDP 0,5 pénzegységgel zsugorodik. Az IMF modellje szerint a fiskális multiplikátor értéke 0,9 és 1,7 között van.²⁴⁰ 1,5-ös fiskális multiplikátort feltételezve a GDP 1,5 százalékának megfelelő fiskális kiigazítás nyomán a GDP 2,25 százalékkal csökken. Spanyolországnak a GDP 1,5 százalékára rúgó fiskális konszolidációt kell végrehajtania 2013-ban, ami viszont 1,5-ös fiskális multiplikátor esetén a spanyol kormány által várt 0,5 százaléknál jóval nagyobb visszaesést idézhet elő.²⁴¹ Ugyanez vonatkoztatható a többi GMU-tagállamra, sőt magára az euróövezetre is.

Ezeket a számításokat azonban fenntartással kell kezelni, mert a kiadáscsökkentés mást jelent a lakosságnál és a vállalatoknál (az utóbbiaknál például kompenzálásként az üzleti kamatlábak csökkenhetnek a költségvetési kiadások lefaragása nyomán). A kiadáscsök-

²³⁸ Szalai Zoltán: A válságkezelés válsága? A költségvetési kiigazításokkal kapcsolatos viták az európai monetáris unióban. MNB-Szemle, 2012. október, 61. o.

²³⁹ Szalai Zoltán: i. mű, 61. o., illetve European Commission (2012): Report on Public Finances in EMU 2012, European Economy No. 4., 113-137. o. Elérhető:

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-4_en.pdf

²⁴⁰ International Monetary Fund: Coping with high debt and sluggish growth. World Economic Outlook, Washington, October, 2012., 41. o. Olivier Blanchard and Daniel Leigh: Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers. IMF Working Paper WP13/1, January, 2013., pp. 43. Elérhető: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1301.pdf>

²⁴¹ Wolfgang Münchau: Heed siren voices to end fixation with austerity. Financial Times, 2012. október 12., 9. o.

kentés révén visszaeső kereslet az importot vetheti vissza jelentős részben, ami nem mérsékli a GDP-t (itt az ország nyitottsága is szerepet játszik, ezért van a sáv az előrejelzésben).

Figyelmet érdemel, hogy a nagyobb fiskális multiplikátor miatt a fiskális alkalmazkodás sokkal nagyobb mértékű zsugorodást okoz **a nagy és viszonylag zárt országokban** (amilyen például Spanyolország és Olaszország), mint a kis és a világgazdaságra nyitottabb államokban (amilyen például Portugália).²⁴² Gazdasági egységként tekintve a GMU szerkezeti értelemben zártnak számít. A témával foglalkozó szakirodalom további következtetése, hogy a közkiadásokra vonatkozó multiplikátor nagyobb, mint az adókra vonatkozó.

Egy másik elemzés egyebek mellett kimutatta, hogy recesszióban a multiplikátor sokkal nagyobb, mint normális körülmények között. Ha a kamatláb nulla közelében van, akkor a multiplikátor 2-nél nagyobb lehet, mert a háztartások a szokásosnál többet költenek, ezzel párhuzamosan kevesebbet takarítanak meg.²⁴³

Mindezek alapján nagy a valószínűsége annak, hogy a szuverén adósságválság által leginkább érintett dél-európai EU-tagállamok a fiskális megszorítások ellenére sem lesznek képesek hiánycélkitűzéseiket teljesíteni, vagy ha igen, akkor számottevő növekedési áldozatok mellett. **Görögországban** a GDP ötödik éve zsugorodott 2012-ben, és 21,3 százalékkal volt alacsonyabb a 2007. évinél. 2013-ban további 4 százalékos visszaesést vártak (F1. táblázat a 9.1. függelékben). A prognózisok 2014-ben számolnak mérsékelt növekedéssel. Ebben az esetben a recesszió hosszabb lesz, mint az USA-ban volt az 1929–1933. évi nagy gazdasági világválság idején. Egyébként az OECD fél évszázados történetében nem volt olyan nagymértékű államháztartási konszolidáció, mint Görögországban 2010-ben, amikor az államháztartási deficitet a GDP 5 százalékaival mérsékelték (F4. táblázat a 9.1. függelékben).

A megszorítások első megközelítésben eredményesek voltak a **balti köztársaságokban**, ahol a nemzetközi összehasonlításban kiemelkedő mértékű fiskális restriktiókkal párhuzamosan, illetve azokat követően növekedésnek indult a GDP. A mélyebb elemzésből azonban kitűnik, hogy a fiskális konszolidációnak az érintett országokra jellemző specifikus okai voltak. Ezek hiányában a balti köztársaságok lakossága által vállalt megszorítások máshol elképzelhetetlenek, ez az alkalmazkodási politika a többi EU-tagállamban nem vethető be. Ezzel bővebben foglalkozik a 6. fejezetben található országtanulmány.

Önmagában tehát a pro-ciklikus, azaz a konjunktúraciklus hatásait felerősítő restriktív fiskális politika a hagyományos esetben adott multiplikátorok mellett recesszióban nem vezet gazdasági növekedéshez és fenntartható adósságpályához. A megszorításoktól reálisan elvárható eredmény a költségvetési és a folyó fizetési mérleg hiány leszorítása volt, ez lényegében teljesült is. A megszorítások ellenére a periféria országaiban 2009 és

²⁴² John Dizzard: Speculation in euro area debt continues. Financial Times FM melléklet, 2012. április 9., 8. o. idézi Laurent Moulint, a londoni Lombard Odier közgazdászát.

²⁴³ Lawrence Christiano – Martin Eichenbaum – Sergio Rebelo: When Is the Government Spending Multiplier High? Journal of Political Economy, Vol. 119, No. 1 (February 2011), 78–121. o.

2012 között nőtt a GDP-arányos államadósság, és ugyanez a trend volt megfigyelhető a fiskális szigorítást végrehajtott EU-tagállamok többségében (F7. táblázat a 9.1. függelékben). A gazdasági recesszió, majd a szerény GDP-dinamika és a lelassult infláció mellett nem is volt elvárható az államadósság-ráta csökkentése, aminek tetőzése 2013 végén, 2014 elején várható.

A külső egyensúly (folyó fizetési mérleg egyenlege) radikális javulása főleg a recesszió és az import hanyatlásának, a lakossági és vállalati hitelezés egyidejű visszaesésének az eredménye. Ez már akkor bekövetkezett, amikor a költségvetési hiány erőteljes emelkedést mutatott (F8. táblázat a 9.1. függelékben). A későbbi recesszióban szerepet játszott a költségvetési megszorítás is, de a költségvetési hiány még mindig magasabb, mint a válság előtt, miközben a folyó fizetési mérleg nagymértékben javult. (Jó példa erre Magyarország is, ahol számottevő mértékben javult a külső egyensúly, miközben a folyó költségvetési egyensúly érdemben alig változott.) A külső egyensúlyhiány a legnagyobb mértékben a legdrasztikusabb megszorításokon keresztülment dél-európai országokban csökkent. Írország már régebben helyreállította versenyképességét, és folyó fizetési mérlege nagy aktívumot mutat, GDP-je mégis négy éve stagnál.

A megszorítások, amelyek jellemzően nem szerkezeti reformokban öltenek testet, hanem a szociális kiadások lefaragásában, ellenállást váltanak ki a lakosságban, ami gyengítheti a kormányok társadalmi támogatottságát és a szerkezeti reformok melletti elkötelezettségét. A pénzügyi egyensúly javításának ára a társadalmi egyensúlytalanságok: elszegényedés, növekvő vagyoni és jövedelemkülönbségek stb. fokozódása. Modellszámítások **pozitív korrelációt** mutattak ki az 1919 és 2009 közötti időszakban a **költségvetési megszorítások és a társadalmi egyensúlyhiányok** között.²⁴⁴ A költségvetési kiadások lefaragásának lényeges kockázata a kormányellenes tüntetések, általános sztrájkok és erőszakos cselekmények kialakulása. Ezek alacsony kockázatú események „normális” időszakokban, viszont gyakoribbá válnak akkor, amikor a kormányok megszorításokat vezetnek be. A költségvetési kiadásoknak a GDP 3 százalékát meghaladó mértékű csökkentése esetén a társadalmi tiltakozás fokozódik. Ilyen körülmények között a megszorítások teret adhatnak szélsőséges politikai erők megerősödésének, és táplálhatják az EU-ellenes közhangulatot is. Ez magyarázat lehet arra, hogy miért félnek a kormányok az államháztartási kiadások visszafogásától.

Görögországban erre példa a jobboldali radikális, de inkább náci Arany Hajnal, illetve a szélsőbaloldali Sziriza párt megerősödése és bekerülése a parlamentbe. A két szélsőséges pártot a szavazók mintegy 40 százaléka támogatja. Spanyolországban például, ahol a fiatalok körében a munkanélküliségi ráta 52 százalék körül van, a kormány a 2011. évi 8,5-ről 2012-ben 5,3, 2013-ban 3 százalékra kívánta leszorítani a GDP-arányos államháztartási hiányt. Ez a radikális deficitcsökkentés politikailag nem volt vállalható. A jelenlegi politika folytatódása esetén a szegénységi küszöb alatt élők aránya egy évtizeden belül 27-ről 40 százalékra emelkedne Spanyolországban.

²⁴⁴ Jacopo Ponticelli – Hans-Joachim Voth: Austerity and Anarchy: Budget cuts and Social Unrest in Europe, 1919-2009. Centre for Economic Policy Research discussion papers, No. 8513, 2011. augusztus, 30 o. Letölthető: <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP8513.asp>

Az utóbbi időszakban mind szélesebb körben terjed a felismerés, hogy **a jövedelemkülönbségek és az elszegényedés fokozódása hosszabb távon gátolja a gazdasági növekedést**. Ilyen értelemben foglalt állást 2012 elején a davosi csúcs, illetve a Világgazdasági Fórum globális kockázatokat áttekintő jelentése. A Világbank is a szegénység megszüntetését tekinti fő céljának (jelmondata: Working for a World Free of Poverty). A jelek szerint eddig sem az Európai Unió intézményeinek, sem a tagállamoknak a szintjén nem tulajdonítottak kellő fontosságot ennek, miközben a szociálisan kiegyensúlyozatlan konszolidációs intézkedések aláássák a fiskális kiigazításhoz egyébként szükséges társadalmi támogatottságot.

A fiatalok nagyarányú munkanélküliségének az oka egyébként a fragmentált munkaerőpiac, amely védi az állandó munkaviszonnyal rendelkezőket, miközben diszkriminálja a kívülállókat és a fiatalokat. Ezen a helyzeten önmagában nem segít a gazdasági növekedés ösztönzése, ha nincsenek munkaerő-piaci reformok.

Mindebből az is következik, hogy egy általános, az államháztartás egészére és a világ eladósodott országainak mindegyikére kiterjedő fiskális restriktív könnyen **globális gazdasági visszaeséshez** vezethet. Ugyanez vonatkozik az Európai Unióra, illetve a Gazdasági és Monetáris Unióra is: ha mindegyik tagállam egyszerre, koordináció nélkül hajt végre költségvetési megszorításokat, akkor akár az Európai Unió is recesszióba kerülhet.

A minden országra kiterjedő fiskális restriktív veszélyei miatt Christine Lagarde, az IMF vezérigazgatója szerint a **fiskális politikák világméretű koordinációjára** lenne szükség, azaz bizonyos országoknak előbb, másoknak később kellene megkezdniük a fiskális konszolidációt, azaz a restriktív szelektív kell, hogy legyen. Kérdés, hogy globális szinten mekkora a fiskális politikák koordinációjára vonatkozó javaslat realitása.

Ettől elválaszthatatlan az az elképzelés, amely szerint egyes túlzottan eladósodott országokban **időben el kellene nyújtani a fiskális konszolidációt**, azaz differenciáltan kellene alkalmazni a költségvetési szigor, és a hangsúlyt hiteles középtávú adósságcsökkentési programra kellene helyezni. E gondolat jegyében az IMF 2012-ben már javasolta Spanyolországban a lassúbb fiskális alkalmazkodást. Az Európai Bizottság is hajlik arra, hogy több időt adjon a túlzottdeficit-eljárás alatt álló országoknak GDP-arányos államháztartási hiányuk 3 százalék alá történő csökkentésére. Így 2013 májusában Hollandia és Belgium egy, Spanyolország és Franciaország két évvel több időt kapott az alkalmazkodásra, szeptemberben Írország költségvetési konszolidációjának határidejét nyújtották meg. A pénzügyi mentőcsomagok keretében kapott pénz visszafizetésére Portugáliának és Írországnak hét évvel több időt adnak. Ezzel kapcsolatban a Bizottság dilemmája az, hogy lehetséges-e a fiskális célok rugalmasabbá tétele a hitelesség veszélyeztetése nélkül, illetve a célok rugalmasabb értelmezése nem indítja-e a tagállamok kormányait a szabályok megszegésére.

Elméletileg az is elképzelhető, bár ennek valószínűsége csekély, hogy a bankok, a háztartások és a szuverén adósok adósságát koordináltan átstrukturálják, olyan feltételeket szabva, hogy az adósság ne akadályozza a gazdasági növekedést.

A fentiekből jól kitűnik, hogy nehéz megtalálni az egyensúlyt az államháztartás fenntarthatóságát garantáló hiteles középtávú konszolidációs stratégiák és a hosszú távú gazdasági növekedési potenciál erősítése között. A megszorítások recessziós hatása miatt az IMF a **strukturális államháztartási egyenleg** figyelembevételét szorgalmazza. Ebben az esetben a kiigazítási igény kisebb. A strukturális egyenleg a konjunktúraciklustól független változásokat tartalmazza.

Az IMF korábban ismertetett, a túlzott fiskális megszorítások gazdasági növekedésre gyakorolt negatív hatásait a fiskális multiplikátor alapján számszerűsítő modellszámításokból az következik, hogy az európai uniós intézményeknek a nominális deficitcélok kitűzése helyett inkább **strukturális célokat** kellene meghatározniuk. (A valóságban természetesen túlzott elvárás azt feltételezni, hogy az EU intézményei az IMF modellszámításaira támaszkodva alakítják gazdaság-, azon belül fiskális politikájukat.) Ehhez kapcsolódik, hogy a teljes, illetve az elsődleges költségvetési egyenleg helyett az elsődleges strukturális egyenleg vizsgálatára célszerű helyezni a hangsúlyt.

Ez a megközelítés az EU-ban is teret nyert, beépült a gazdasági kormányzásra vonatkozó jogszabályokba. Így a strukturális egyenleget figyelembe veszik, erre vonatkozóan határozzák meg a középtávú költségvetési egyensúlyi célt, illetve ebben mérve minősítik a túlzottdeficit-eljárás alatt tett intézkedéseket. A strukturális egyenleg számításának metodikája meglehetősen bizonytalan, ahány szervezet, annyiféle eredmény jön ki. Mivel a szankciókat nehéz egy vitatható módszertannal rendelkező számításra alapozni, ezért nem reális ehhez szankciókat kötni, azaz a többféle mutató használata indokolható. Az országspecifikus ajánlásokban az eddiginél nagyobb hangsúlyt kapnak a strukturális reformok.

Martin Feldstein szerint önmagában a fiskális megszorítások befejezése nem megfelelő stratégia a gazdasági növekedés elérésére. Hatására enyhül ugyan az aggregált kiadások mérséklésére irányuló nyomás, de ez nem járul hozzá a gazdasági növekedés dinamizálásához és a foglalkoztatás emelkedéséhez.²⁴⁵ Feldstein szerint a megszorítások befejezése által előidézett költségvetésihiány-növekedés és a deficit jövőbeli növekedésével kapcsolatos várakozások miatt nagy valószínűséggel emelkednek a hosszú lejáratú kamatlábak, aminek nyomán újabb pénzügyi válság fenyegethet. Szerinte **az ördögi körből való kitörésre** a hosszú távú gazdasági növekedés szerkezeti reformokon keresztül történő ösztönzése, a foglalkoztatás rövid távon történő serkentése és az államháztartási kiadások hosszú távú csökkentése melletti elköteleződés ad lehetőséget. Ez utóbbi célja az államadóság-ráta lefaragása.

A közgazdasági kutatások eddig kiemelkedő mértékben koncentráltak az államadóság és a gazdasági növekedés közötti kapcsolat feltérképezésére. Kevesebb figyelmet kapott a magánszféra és a gazdasági növekedés közötti összefüggések elemzése. Az erre vonatkozó publikációk szerint a gazdasági növekedés ütemét egy bizonyos szinten túl nemcsak, sőt nem is elsősorban az államadóság, hanem **a magánszféra (a háztartások és a vállalatok) adósságállománya** fogja vissza. A magas adósság és a vállalatok, a

²⁴⁵ Martin Feldstein: An end to austerity will not boost Europe. Financial Times, 2013. július 7., 6. o.

háztartások, a bankok és a közszféra egyidejű adósságépítése több csatornán keresztül érinti kedvezőtlenül a gazdasági növekedést. Így a magas adósság fokozza a magánszektor szereplői eszközár-sokkokkal, pénzügyi volatilitással és bizonytalansággal szembeni sebezhetőségét. Az adósságcsökkentés elvonja a vállalatok figyelmét a beruházásoktól és a nyereség maximalizálásától, mert az adósságtörlesztésre koncentrálnak, ami visszafogja a gazdasági tevékenységeket. A rossz hitelek erodálják a vállalatok tőkeállományát, ezért a bankok mérséklék hitelezési aktivitásukat. A magánszektor adósságcsökkentési képességeivel kapcsolatos bizonytalanság megkérdőjelezi a bankok eszközállományának minőségét, ennek révén romlik a pénzügyi közvetítés határfoka.²⁴⁶

A Nemzetközi Fizetések Bankjának szakértői 18 OECD-ország 1980 és 2010 közötti adatainak elemzése alapján arra a következtetésre jutottak, hogy a GDP-arányos adósság kritikus szintje 85 százalék az államháztartás és a háztartások (ez utóbbiakra vonatkozó eredmények nem túl pontosak) és 90 százalék a vállalati szektor esetében.²⁴⁷ Az Európai Bizottság szerint a vállalatok és a háztartások kritikus adósság szintje a GDP 160 százaléka. Más becslések szerint ez a GDP 200 százalékára tehető. A túlzott államháztartási hiány csak akkor fogja vissza a GDP növekedését, ha az a vállalatok és a háztartások nagyarányú eladósodásával párosul. Más szavakkal: az adósság szignifikáns negatív növekedési hatása akkor érvényesül, ha az adósság egynél több szektorra vagy gazdasági szereplőre terjed ki, a legnagyobb negatív hatás mindhárom szektor jelentős eladósodottsága esetén tapasztalható. A regresszió-számítások eredményei arra utalnak, hogy erősebb és statisztikailag szignifikánsabb kapcsolat a magánszektor adóssága és a gazdasági növekedés között van, nem pedig az államadósság és a gazdasági növekedés között.

Ami konkrétan a magánszektor (vállalatok és háztartások) eladósodottságát illeti, 2012. évi adatok alapján Luxemburg és Belgium magas (400 százalékhoz közelítő, illetve 250 százalék körüli) értéke a transznacionális nagyvállalatok adósságállományával magyarázható. Ez döntően a nagyvállalatok közötti hitelekre vezethető vissza, a gazdasági növekedést kevésbé érinti. Hollandia 220 százalékot meghaladó értékének döntő hányada a háztartásokra jut. Ugyancsak magas az európai uniós mentőcsomagokban részesült Ciprus, Írország (a GDP 300-300 százaléka), Portugália (255 százalék) és Spanyolország (215 százalék) magánszektorának eladósodottsága. Málta értéke 220 százalék. Az említett nyolc ország közül Hollandia kivételével a vállalati adósság aránya a meghatározó. Olaszország államadóssága Görögország után a második legnagyobb az euróövezetben, ugyanakkor a magánszektor eladósodottsága viszonylag csekély. A vállalati szektor adósságának minősége azonban kedvezőtlen, és ugyanez mondható el a spanyolról és a

²⁴⁶ The euro crisis. Debtor's prison. *The Economist*, 2013. október 26., 69. o., Fabian Bornhort – Marta Ruiz Arranz: The perils to private-sector deleveraging in the Eurozone. *Vox* 2013. november 10. Elérhető: <http://www.voxeu.org/article/private-deleveraging-eurozone>

²⁴⁷ Stephen G. Cecchetti – M. S. Mohanty – Fabrizio Zampolli: The real effects of debt. BIS Working Papers 352, September, 2011., 39 o. Elérhető: <http://www.bis.org/publ/work352.htm>

portugálról. A válság kezdete óta a spanyol magánszektor GDP-arányos adósságállománya csökkent, a ciprusi, az ír és a portugál viszont emelkedett.²⁴⁸

A háztartások magas adósságállományával nem csekély mértékben magyarázható, hogy Hollandia, Spanyolország és Olaszország 2013-ban is recesszióban van. A háztartások magas adósságával kapcsolatos feszültségeket Spanyolországban az ingatlanárak esése is fokozta. Portugáliában és Spanyolországban a csódtörvény módosítása révén kívánták előmozdítani az életképes vállalatok átstrukturálását, eddig kevés sikerrel.²⁴⁹

Mindebből az következik, hogy az euróövezetben a magánszektor adóssága csökkentésének gazdaságpolitikai ösztönzésével elkerülhető a GDP hosszú ideig tartó stagnálása. A magánszektor adósságproblémájának megoldása érdekében egyrészt a veszteségek felfogásához elengedhetetlen a bankszektorban céltartalékok és tőkepufferek kialakítása. A bankszektor mérlegének rossz hitelektől való megtisztítása erősítené a pénzügyi rendszert és segítené a hitelezést. Másrészt a fizetéseképtelenség kezelését lehetővé tevő eszköz- és intézményrendszer minősége eltérő a GMU-tagállamokban. E területen a reformok hosszabb időt vesznek igénybe. Az utóbbi években előrehaladás Ausztriában, Németországban, Görögországban, Írországon, Olaszországban, Portugáliában és Spanyolországban történt. A tagállami rendszerek hatékonyságát a bíróságon kívüli megegyezés elterjesztése, a fizetéseképtelenségi eljárások időigényének csökkentése és a magán- és vállalati csődeljárás rugalmasságának fokozása révén lehet javítani. Az adósságleírás megkönnyítése és a nem teljesítő hitelek új tulajdonosokhoz történő transzferje szintén előmozdítaná a bankok mérlegeinek a javítását, ezáltal a hitelezés megindítását.²⁵⁰

Az eddigi tapasztalatok alapján a szuverén adósságválság megoldásához, a GDP-arányos államadósság mérsékléséhez a nevező emelése is szükséges, azaz **a gazdasági növekedés gyorsításához** alkalmas eszközöket is keresni kellene. Gazdasági növekedés nélkül ugyanis nehéz államháztartási reformokat végrehajtani. A szuverén adósságválságból való kilábaláshoz **a gazdasági növekedésnek az EU és a tagállamok szintjén történő ösztönzését** az indokolja, hogy az egyes országok fizetőképessége nem közvetlenül a GDP-arányos államadósság nagyságától függ, hanem az államadósság és a várható adóbevételek arányától. Olyan kis GMU-tagállamokban, mint Görögország vagy Portugália, a restriktív fiskális politikának viszonylag csekély átgyűrűző hatásai vannak az EU-ra vagy a GMU-ra. Nagyságrendi összefüggések miatt más a helyzet Spanyolország és Olaszország, illetve Franciaország esetében. Ezeknek az országoknak a recessziója vagy lassú növekedése az egész euróövezet kilátásait is következményterhesen befolyásolhatja.

A gazdasági növekedés ösztönzésének kifejtése előtt célszerű tisztázni néhány fogalmat. A megoldásra váró probléma az, hogy a fiskális alkalmazkodás nyomán nagyszámú GMU-tagállamban csökken vagy egyenesen összeomlik a kereslet. Szerkezeti refor-

²⁴⁸ The euro crisis. Debtor's prison. The Economist, 2013. október 26., 69. o.,

²⁴⁹ The Economist: i. mű, 70. o.,

²⁵⁰ Fabian Bornhort – Marta Ruiz Arranz: The perils to private-sector deleveraging in the Eurozone. Vox 2013. november 10. Elérhető: <http://www.voxeu.org/article/private-deleveraging-eurozone>

mokkal ezen nem lehet segíteni. A gazdasági növekedés ösztönzése ebben a kontextusban a kereslet összeomlásának a megakadályozását, vagy inkább **a gazdaság stabilizálását** jelenti, ami gyökeresen különbözik a hosszú távú növekedési potenciáltól.²⁵¹ Természetesen optimális esetben a gazdaság stabilizációja a hosszú távú potenciális növekedési ütem emeléséhez is hozzájárul. Mindehhez meglehetősen szűk a mozgáster: a gazdaság stabilizálása, a kereslet bővítése restriktív fiskális politikák mellett, illetve az államháztartás hiányának emelkedése nélkül nem könnyű feladat.

A megoldást nehezíti, hogy a fő gazdasági erőközpontokban, illetve az európai uniós tagállamokban eltérően értelmezik **a gazdasági növekedés ösztönzését**. A pénzügyi szempontból gyengébb, eladósodott országokban **Németország** a gazdasági növekedést nem fiskális expanzióval kívánja serkenteni, hanem éppen ellenkezőleg: a gyakorlatban fiskális restriktiót követelő **fegyelmezett költségvetési politikával és szerkezeti reformokkal**. Egy elterjedt érvelés szerint ennek az a hátulütője, hogy az államháztartás nagy elosztórendszereinek a reformja rövid távon nagyon nagy valószínűséggel nem csökkenti, hanem gyarapítja a hiányt, ami az említettek miatt hátrányosan érinti a gazdasági növekedést. A szerkezeti reformok eredményei egyébként is hosszú idő alatt jelentkeznek a GDP-dinamikában, miközben rövid távon a reformok nem növelik a belföldi keresletet.

Ez az érvelés csak részben igaz. Ha például a személyi jövedelemadó-rendszerben a magas keresetűek adóterhelését növelik, az alacsony keresetűekét pedig csökkentik, az szinte azonnal többletfogyasztást vált ki. Ha az általános forgalmi adó kulcsát és a környezetvédelmi adókat emelik és a társadalombiztosítási járulékot csökkentik, az javíthatja a versenyképességet és több beruházást eredményezhet. A nem rászoruló kizárása a költségvetési támogatásokból nem idéz elő keresletcsökkenést.

Természetesen általában igaz, hogy a túlhajtott megszorítás sehova sem vezet, de ettől még szükség van ésszerű mértékű és reális ütemű költségvetési konszolidációra. A kérdés az, hogy miképpen lehet a GMU államadósságának hosszú távú felhalmozódását úgy korlátozni, hogy a restriktiók ne fogják vissza lényegesen a gazdasági növekedést.

A német koncepció európai uniós szintű intézményesített formája a 4.3.4. fejezetben tárgyalt **fiskális paktum**, amelyhez az Egyesült Királyság és Csehország kivételével mindegyik EU-tagállam csatlakozott. A fiskális paktummal szembeni leglényegesebb ellenérv az, hogy az egyensúlyhoz közeli államháztartási pozíció előírásával a tagállamokat pro-ciklikus gazdaságpolitika követésére: folyamatos megszorításokra, restriktív fiskális politikára ösztönzi (miként ez például Spanyolországban már tapasztalható), miközben belátható időn belül nincs realitása annak, hogy ez a pro-ciklikus hatás a felszálló konjunktúra ágban is érvényesüljön (expanzív költségvetési politika). Bár a paktum célja a GMU-országok adósságállományának csökkentése, paradox módon annak növekedését mozdítja elő, mert nagymértékben fokozza egy elhúzódó recesszió kockázatát

²⁵¹ Interview with Paul De Grauwe. In: Towards a European Growth Strategy, Social Europe Journal, February 2013., 45. o. Elérhető:
<http://www.social-europe.eu/wp-content/uploads/2013/01/eBook.pdf>

Dél-Európa nagy részében.²⁵² Az egyensúlyhoz közeli fiskális pozíció folyamatos megkövetelése ellentétes a költségvetésre vonatkozó aranyszabállyal, és visszafogja, egyes EU-tagállamokban ellehetetleníti a közszféra által finanszírozott beruházásokat.

Franciaország számára a növekedésösztönzéssel kapcsolatos prioritás a mesterséges versenyelőnyök leépítése. Ennek jegyében száll síkra egyrészt az adóharmonizáció mellett, amivel azt kívánja megakadályozni, hogy az alacsony adóterhű országok, mint például Írország, előnybe kerüljenek a magas adóterhű országokkal, jelesen például Franciaországgal szemben. Másrészt fel kíván lépni az ellen, hogy az **Egyesült Királyság** szigorúbb feltételeket írjon elő bankjainak, aminek eredményeként a brit bankok biztonságosabbak lehetnek a franciákénál, ezáltal piaci pozícióikat javíthatják a francia bankok rovására. Nagy-Britannia ugyanakkor London nemzetközi pénzügyi központ szerepének megőrzése érdekében nem érdekelt az EU bankszabályozással kapcsolatos szigorú előírásainak elfogadásában, mert ezzel versenyhátrányba kerül más pénzügyi központokkal szemben (szabályozási arbitrázs probléma). **Az Egyesült Királyság, Hollandia, Svédország** és más északi országok szerint a gazdasági növekedés ösztönzésének forrása az EU belső piacának a mélyítése (többek között a verseny élénkítésével), valamint további szabadkereskedelmi megállapodások kötése harmadik országokkal. A tartalékok nagyságrendjét érzékelteti, hogy a Világbank egyik tanulmánya szerint a tagállamok GDP-jének egyharmadát adó szolgáltatások liberalizálása és az egységes piac létrehozása a szolgáltatások körében a kereskedelem megháromszorozódását eredményezné. A protekcionista védelemmel élvező mezőgazdaság liberalizálása szintén számottevő gazdasági növekedési hajtóerőket szabadítana fel. Ezen intézkedések hatásai hosszabb idő alatt bontakoznak ki. **Az új EU-tagállamok** az EU-transzferek növelésétől várják a gazdasági növekedés ösztönzését.²⁵³ Ezeknek a javaslatoknak a megvalósítása szintén csak hosszabb távon járulna hozzá a GDP-dinamika emeléséhez, rövid távon a gazdasági stabilizációhoz, illetve a kereslet felpörgetéséhez nem.

Sok szakértő szerint a gazdasági növekedést azáltal is lehet ösztönözni, hogy **a folyó fizetési mérlegtöbblettel rendelkező GMU-tagállamok** (Németország, Ausztria és Hollandia), illetve a nem GMU-tag Dánia és Svédország **felpörgetik a belső keresletet**, ezáltal az eladósodott dél-európai GMU-tagországok számára exportlehetőségeket teremtenek. Ez a javaslat elvileg alkalmas a kereslet élénkítésére a szufficites országokban, illetve a nettó export bővítésén keresztül a deficitese tagállamokban. Nem számol viszont azzal, hogy bár a belföldi kereslet ösztönzése nyomán nőnek az eladósodott országok exportlehetőségei, nem garantált, hogy a megnövekedett belső keresletet az érintett háztartások **importból kívánják kielégíteni**. Ez csak akkor képzelhető el, ha az eladósodott országoknak vannak olyan termékei, amelyek iránt kereslet mutatkozik a GMU, illetve az EU folyó fizetési mérlegtöbblettel rendelkező központi és északi tagállamaiban. A dél-európai országok **kínálati palettájának** leglényegesebb eleme az idegenforgalom. Nem biztos, hogy a belföldi kereslet északi országokban történő ösztönzésének

²⁵² Wolfgang Münchau: The fiscal treaty that could trigger a debt explosion. Financial Times, 2012. január 30., 9. o.

²⁵³ Hopeful or hopeless? Europe struggles to find a strategy to grow out of its debt crisis. The Economist, 2012. január 28., 24. o.

eredménye a dél-európai idegenforgalomban csapódik le. A valódi segítség számukra is sokkal inkább a kedvező helyzetben lévő országokban keletkezett jövedelemtöbbletek működőtőke-beruházás formájában történő felhasználása lenne. Az így keletkező termelési többletek például a német gazdaság beszállítói láncára felfűzve javíthatnák a gyenge országok fizetési mérlegét. Ez azt is jelenti, hogy a dél-európai GMU-tagországok nemcsak a belső piacon felhasználható árukat és szolgáltatásokat exportálnak, hanem olyanokat is, amelyek a német vállalatok exportjába épülnek be. Ez utóbbinak jelenleg még kevés jele van.

További kérdés, hogy **milyen eszközökkel** lehet ösztönözni a belföldi keresletet, hogyan lehet a takarékos háztartásokat több fogyasztásra bírni. **Adócsökkentéstől** az érintett országok kormányai eddig tartózkodtak. A **transzferkifizetések** emelése esetén (akár egy főre vetítve, akár a szociális ellátórendszerek karbantartása vagy fejlesztése formájában) a bevándorlás növekedése is várható, amire nincsenek felkészülve az érintett társadalmak. Egyes szakértők **minimálbér-norma** bevezetését javasolják az Európai Unióban a tagállami gyakorlatok és gazdasági helyzet figyelembevételével, ami a deflációs nyomás enyhítése mellett a tagállamok folyó fizetési mérlegpozícióinak szimmetrikus kiegyenlítéséhez is hozzájárulna.²⁵⁴ A legtöbb tartalék a **kormányzati vásárlásokban és az állami-közületi szektor beruházásainak** növelésében van, amit össze lehetne kötni a közlekedési infrastruktúra korszerűsítésével és a megújuló energiaforrások fejlesztésével és elterjesztésével.

A teljesség igénye nélkül **Németországban** a közlekedési infrastruktúra és energetikai szektor modernizálása (például az átállás a nukleáris energiáról az alternatív energiahordozókra), továbbá a nők foglalkoztatási rátájának emeléséhez hozzájáruló gyermekjóléti szolgáltatások (bölcsődék, óvodák stb.) fejlesztése óriási beruházásokat igényel, és persze munkahelyeket teremt. Ezzel kapcsolatban egyrészt nem hagyható figyelmen kívül az államháztartási kiadások növekedéséhez általában kapcsolódó **inflációs veszély**. Ez jelenleg nem aktuális, az euróövezetben jelenleg a deflációs nyomás a nagyobb kockázat. Másrészt Németországban az állami-közületi beruházások erőteljes növekedése ellentmondana – legalábbis részben – a jelenlegi kormány (egészen Ludwig Erhardt idejéig visszanyúló) **ordo-liberális gazdaságfilozófiájának**, amely szerint a magánszektor a fejlődés motorja. Végül kérdéses az említett infrastrukturális beruházások **finanszírozásának forrása** is, nemcsak a fiskális paktum előírásai alapján, hanem amiatt is, hogy a német alkotmány államháztartással kapcsolatos rendelkezései fokozatosan egyensúlyi költségvetést és az államadósság csökkentését írják elő.

Nem kis részben a tagállamok válságkezelésének jellegét (ettől elválaszthatatlanul részben az európai uniós fiskális szabályrendszert) minősíti, hogy **a beruházások volumene** 2009 és 2012 között 13,6 százalékkal csökkent az EU-ban (14,8 százalékkal a GMU-ban), míg a visszaesés mindössze 6,9 százalék volt az USA-ban és 6,5 százalék Japánban. Igen jelentős volt a külföldi működőtőke-befektetések zuhanása. Ugyanebben az időintervallumban a GDP mindössze 1 százalékkal csökkent az EU-ban (1,6 százalékkal a GMU-ban), míg az USA-ban 3,3 százalékkal, Japánban ugyanakkor 0,5 százalékkal bővült.

²⁵⁴ OFCE – ECLM – IMK: Independent Annual Growth survey. Second Report. iAGS 2014, December 2013., 136 o. Elérhető: <http://www.iags-project.org/>

Az Európai Unió szintjén a gazdasági növekedés ösztönzésére hosszú távon (időhorizontja 10 év) az Európa 2020 stratégia hivatott. Ennek részletes elemzése szétfeszítené a könyv gondolatmenetét. (Az Európa 2020 stratégiát a 9.3. fejezet tekinti át.) Ebben az összefüggésben azt célszerű megemlíteni, hogy az európai uniós intézmények az Európa 2020 stratégiát a rövid távú válságkezelés szolgálatába is kívánták állítani, legalábbis vegyes eredménnyel. Hosszú távon növekedésösztönző hatásokat várnak az USA-val kötendő szabadkereskedelmi megállapodástól. Mivel még a tárgyalások sem kezdődtek el 2013 nyarán, ezért ezekkel a hatásokkal nem indokolt számolni.

Az Európai Bizottság **2012-re vonatkozó növekedési jelentése**²⁵⁵ szerint, amely rövid távú problémákra koncentrál, tagállami és európai uniós szinten a következő öt területre célszerű koncentrálni az erőfeszítéseket:

- differenciált növekedés-barát fiskális konszolidáció,
- a gazdaság hitelezésének helyreállítása,
- a növekedés és a versenyképesség ösztönzése,
- a munkanélküliség és a válság társadalmi következményeivel való megbirkózás,
- a közigazgatás modernizálása.

Az Európai Bizottság 2012. évi növekedésösztönző programja a hangsúlyt a munkahelyteremtő politikákra helyezte, beleértve a munkaerőhöz kapcsolódó adóterhek mérséklését, illetve ezzel párhuzamosan az adóterhek súlypontjának a tulajdonra, az energiára és a károsanyag-kibocsátás csökkentésére történő áthelyezését. Ezen túlmenően a Bizottság nagy jelentőséget tulajdonított a munkaerőmozgás előtti megmaradt akadályok lebontásának, amelyek gátolják a szakképzett munkaerőnek azokba az országokba való áramlását, ahol hiány van belőle.

A fenti négy prioritás szerepel a **2013-ra vonatkozó növekedési jelentésben** is.²⁵⁶ A Bizottság szerint a rövid távú kihívás a bizalom helyreállítása és a gazdasági-pénzügyi helyzet stabilizálása. Középtávon a jelentés fenntartható, munkahelyteremtő fellendülést megalapozó szerkezeti reformok mellett száll síkra. A növekedési jelentés prioritásai és javaslati korlátozott mértékben tesznek eleget a kereslet növelésével szemben támasztott követelményeknek.

A gazdasági stabilizáció és a kereslet **európai uniós szintű ösztönzéséhez** nagyobb mértékben járulhatnak hozzá az **Európai Beruházási Bank** hitelei. A tagállamok 12 milliárd euró rendelkezésre bocsátásával megkészserezhetik az EBB befizetett tőkéjét. A nemzetközi hitelminősítő intézetek nyolcszoros tőkeáttételt fogadnak el az AAA státus fenntartásához. Így az említett összeggel az EIB 96 milliárd euróval tudná bővíteni hiteleit. Mivel az EIB jellemzően a projektek forrásszükségletének felét finanszírozza, ezért a befizetett tőke megduplázása 192 milliárd eurónyi pótlólagos beruházást eredményez-

²⁵⁵ European Commission: Annual Growth Survey 2012. COM(2011) 815 final Vol. 1/5, Brussels, 23.11.2011., 18 oldal. Elérhető: http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/ags2012_en.pdf

²⁵⁶ European Commission: Annual Growth Survey 2013. COM(2012) 750 final, Brussels, 28.11.2012., 15 oldal. Elérhető: http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/ags2013_en.pdf

hetne.²⁵⁷ Ehhez át lehetne még csoportosítani további összegeket az Európai Unió költségvetéséből a strukturális alapok fel nem használt forrásai terhére. Összesen az európai uniós GDP 0,5 százalékát tenné ki az évente beruházásokra kihelyezhető hitel 2013 és 2015 között, aminek jelentős GDP-dinamizáló hatásai lennének.²⁵⁸ Természetesen nem lehet figyelmen kívül hagyni, hogy a hitelből nem azonnal lesz beruházás, illetve gazdasági növekedés, hanem csak némi időbeli eltolódással.

A gazdasági növekedési válság kezelésére hivatott a **növekedési és munkahelyteremtési paktum**, amelyet az Európai Tanács 2012. június végi értekezletén fogadott el.²⁵⁹ A tagállami szinten meghozandó intézkedések általánosságokat tartalmaznak. A növekedéshez és munkahelyteremtéshez történő európai szakpolitikai hozzájárulást tárgyaló rész egyetlen konkrétuma, hogy az európai uniós GNI 1 százalékának megfelelő összeget (120 milliárd euró) kívánják a gazdasági növekedést célzó, gyorsan ható intézkedésekre fordítani. Ennek keretében 10 milliárd euróval kívánják emelni az Európai Beruházási Bank befizetett tőkéjét a szavatolótóke megszilárdítása és annak érdekében, hogy az EBB hitelezési kapacitása 60 milliárd euróval nőjön. Ezt végre is hajtották. Ettől mintegy 180 milliárd euró magánforrás mobilizálását várják az EU-ban. Egy projekt-kötvény-kezdeményezés keretében 4,5 milliárd euró befektetést kívánják kulcsfontosságú projektekbe (energetika, széles sávú informatikai infrastruktúra) csatornázni. Végül a strukturális alapokból 55 milliárd eurót fordítanak a gazdasági növekedést és a munkahelyteremtést ösztönző programokra.

Az Európai Tanács 2012. októberi értekezletén²⁶⁰ ugyan összességében sikeresnek értékelte a növekedést és munkahelyteremtést ösztönző lépéseket, de a strukturális alapokból való kifizetéseket meglehetősen lassúnak tartotta.

Később a 2013. júniusi európai tanácsi értekezlet következtetései értelmében az Európai Beruházási Bank a 2013. és 2015. közötti időszakban legalább 40 százalékkal bővítheti hitelezési tevékenységét az Európai Unióban. Ehhez az EBB 150 milliárd eurót meghaladó értékben tárt fel hitelezési lehetőségeket olyan prioritásnak számító területeken, mint az innováció és a készségek, a kis- és középvállalatok forráshoz jutása, az erőforrás-hatékonyság és a stratégiai infrastruktúrák.²⁶¹

Összességében azok az országok sikeresek, ahol a bankrendszer jól működik (gyorsan szétteríti és átviszi az üzleti szférára a költségvetési egyenlegjavulás üzletileg kedvező

²⁵⁷ Matthias Kollatz-Ahnen: Combine EU Budget and EIB Activities For Growth and Jobs. In: Towards a European Growth Strategy, Social Europe Journal, February 2013., 33. o. Elérhető: <http://www.social-europe.eu/wp-content/uploads/2013/01/eBook.pdf>

²⁵⁸ Matthias Kollatz-Ahnen: Combine EU Budget And EIB Activities For Growth And Jobs. In: Towards a European Growth Strategy, Social Europe Journal, February 2013., 33. o. Elérhető: <http://www.social-europe.eu/wp-content/uploads/2013/01/eBook.pdf>

²⁵⁹ Európai Tanács 2012. június 28-29. következtetések. 15 oldal. Elérhető: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/HU/ec/131413.pdf

²⁶⁰ Európai Tanács: 2012. október 18-19. következtetések. 13 oldal. Elérhető: <http://register.consilium.europa.eu/pdf/hu/12/st00/st00156.hu12.pdf>

²⁶¹ Európai Tanács: 2013. június 27-28. következtetések EUCO 104/2/2013 REV2. Elérhető: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/HU/ec/137663.pdf

hatásait) és a szociális rendszer erős (kezelni tudja a reformok veszteségeinek problémáit). Ebben azt értelemben voltak eredményesek a skandináv országok. Végül is nem a megszorítás és a gazdasági növekedés között kell választani, hanem az államháztartási hiány csökkentésének az időzítését és sebességét valamint a szerkezeti reformok megfelelő keverékét kellene eltalálni, vagy legalábbis törekedni kell a megfelelő arányra.

A legnagyobb versenytársakkal összehasonlítva a **GMU államháztartási mutatószámai** kifejezetten kedvezőek. Az Európai Bizottság adatai szerint 2012-ben a GDP-arányos államháztartási hiány 3,7 százalék volt a GMU-ban (4 százalék az EU átlagában), ezzel szemben 9,9 százalék Japánban és 8,9 százalék az USA-ban. A GDP-arányos bruttó államadósság a GMU-ban 92,7 százalékra (az EU átlaga 86,7 százalék), ezzel szemben az USA-ban 107,6, Japánban 235,5 százalékra rúgott. Az USA esetében az államadósság jelentős része az amerikai kormány (társadalombiztosítás) és a szintén az állam részét képező Fed kezében volt. Az állami szerveknél lévő összeg (a társadalombiztosítási alap és a Fed által birtokolt államkötvények) levonásával az államadósság a GDP-nek mindössze 68 százaléka volt 2012-ben.²⁶² Összehasonlítást lehetővé tevő számok nem állnak rendelkezésre a GMU-ra vonatkozóan. Ezekből a számokból kitűnik, hogy nem elsősorban az államháztartási hiány, illetve az államadósság mérete a probléma a Gazdasági és Monetáris Unióban, hanem annak fragmentált szerkezete. Az EU, illetve a GMU tagállamainak az államháztartási hiányra és az államadósságra vonatkozó adatait a GMU működésének szabályozási sajátosságai miatt nem lehet mechanikusan összevonnai. A gondot egyes GMU-tagországok magas adósságrátája és az államadósság finanszírozhatósága megőrzésének intézményi és fiskális politikai bizonytalansága okozza. Számottevő különbségek vannak az egyes tagállamok között a közép- és hosszú távú adósságszolgálati kapacitás tekintetében. Ennek okai sokrétűek, közülük a leglényegesebbek a gazdasági növekedési kilátásokban meglévő eltérések. A különbségeket egy mutatószámra sűrítve érzékelteti az ún. DEWIL-index (Debt-Wage Index of Liberty – a szabadság adósság-bér indexe). Az index azt mutatja, hogy az egy foglalkoztatottra jutó vásárlóerő-paritáson számolt bruttó államadósság hány havi vásárlóerő-paritáson kalkulált bruttó átlagbért tesz ki, azaz elméletileg hány hónap alatt lehetne megszabadulni az államadósságtól.²⁶³ Az adósságráta emelkedésének üteme is eltérő volt az USA-ban, Japánban és az euróövezetben.

Az ismertett válságkezelő intézkedések és ezen adatok ellenére 2012. január közepén a Standard & Poor's nemzetközi hitelminősítő a GMU 17 tagállamából kilencnek (Franciaország, Ausztria, Olaszország, Ciprus, Málta, Portugália, Spanyolország, Szlovénia és Szlovákia) az államadósságát, ezzel összefüggésben az EU mentőalapját is leminősítette. A leminősítés egyik leglényegesebb oka az lehet, hogy az arra illetékesek késlekedtek a válságkezelő intézkedések meghozatalával, illetve az esetek döntő többségében az elfogadott döntések is elégtelenek voltak. Ez számottevő mértékben emelte a válságkezelés költségeit és gyengítette a GMU hitelességét, illetve a közös pénz iránti bizalmat.

²⁶² Dan MacCrum: Forget debt fears, the US is still better than Germany. Financial Times, 2012. április 6/7., 13. o.

²⁶³ Berezvai Zombor – Szabó Dávid: Meddig bírja Magyarország? MKT Corvinus, 2011. október 4., <http://mktcorvinus.hu/meddig-birja-magyarorszag/#more-310>

Végül a teljességre törekvés igényével megemlíthető: a fejlett országok historikus adataira támaszkodó áttekintésében Carmen M. Reinhart és Kennet S. Rogoff²⁶⁴ cáfolja azt a széles körben elterjedt (és az európai uniós intézmények által is osztott) feltételezést, hogy az adósság fenntarthatósága megszorítások, türelem és gazdasági növekedés kombinációjával elérhető. Az 1900 utáni időszak tapasztalatainak elemzése alapján arra a következtetésre jutottak, hogy bár megszorításokra különböző mértékben szükség van, és kombinálhatók rövid távon pénzügyi elfojtással²⁶⁵ (financial repression), de a magán- és az államadósságok nagyságrendje miatt azok sok esetben nem elegendőek a megoldáshoz. A globális pénzügyi válság végjátéka a fejlett országokban az adósságcsökkenés olyan eszközeinek az alkalmazását teszi szükségessé, mint az explicit (de jure) csőd vagy a magán- és az államadósság átstrukturálása (főként a dél-európai országokban), a meglepetés infláció, a makroprudenciális szabályozás ernyője alatt a tőke szabad áramlásának korlátozása és a folyamatosan adagolt, inflációt gerjesztő pénzügyi elfojtás. A probléma nagyságrendje akkora, hogy az adósságok többoldalúvá tétele (mutualization, részletesen lásd a pénzügyi integrálódással foglalkozó 5. fejezetet) tartósan alacsony gazdasági növekedéshez, sőt recesszióhoz vezethet a mag-országokban. Mindez fokozza az adóssággal és a társadalmak elöregedésével kapcsolatos fenntarthatósági problémákat.

Reinhart és Rogoff tanulmányából nem lehet direkt következtetéseket levonni a GMU szuverén adósságválságára vonatkozóan. A tanulság legfeljebb abban összegezhető, hogy a szuverén adósságválság megoldása sokkal nehezebb, mint korábban feltételezték, illetve nem lehet kizárni a magán- és az államadósságok átütemezését, az utóbbi az államcsőd puha formájának minősül.

A reálgazdasági szféra mellett az európai uniós intézmények kiemelkedő jelentőséget tulajdonítottak a válságkezelésben a Gazdasági és Monetáris Unió továbbfejlesztésének, amit a tagállamok közös felelősségvállalásának erősítésére, illetve ezzel összefüggésben a fiskális unió valamilyen formájának a létrehozására irányuló törekvések fémjeltek.

²⁶⁴ Carmen M. Reinhart – Kennet S. Rogoff: Financial and Sovereign Debt Crisis: some Lessons Learned and those Forgotten. IMF Working Paper WP/13/266, December 2013., 20. o. Letölthető:

http://www.imf.org/external/ns/search.aspx?hdCountrypage=&NewQuery=Rogoff+Reinhart&filter_val=N&col=SITENG&collection=SITENG&lan=eng&iso=&requestfrom=&countryname=&

²⁶⁵ Reinhart és Rogoff értelmezésében a pénzügyi elfojtás „foglyul ejtett” intézmények, például nyugdíjalapok államnak nyújtott hiteleit, explicit vagy implicit kamatlábfelfőt, a határokon átnyúló tőkeáramlások szabályozását, általában a kormány és a bankok közötti szorosabb kapcsolatot jelenti.

5. A valódi monetáris integráció felé tett lépések

5.1. A közös felelősségvállalás kiterjesztésén alapuló koncepciók

A szorosabb pénzügyi integrációra vonatkozó elképzelések és tervek áttekintése előtt célszerű rögzíteni a fiskális unióval szembeni általános követelményeket. Egy lehetséges tágabb megközelítésben **a fiskális unió attribútumai** közé sorolható először egy olyan, **a gazdasági kormányzás keretei közé illeszkedő eszközrendszer**, amely a fiskális feyelmet felügyeli és kikényszeríti, ennek révén megakadályozza fenntarthatatlan magán- és államadósságok felhalmozódását. Ennek létrehozása gyakorlatilag megtörtént az európai szemeszter és a hatos jogszabálycsomag és egyéb jogszabályok elfogadásával (lásd a 4.3. fejezetben).

Másodszor, elengedhetetlen olyan **pénzügyi alapok** felállítása és **eljárások** kidolgozása, amelyek lehetővé teszik a **rövid távú válságkezelést**, így a finanszírozási és likviditási feszültségekkel birkózó tagállamok megsegítését, ezáltal a pénz- és tőkepiacokhoz való visszatérést. Az EFSF és az ESM teljesíti ezt a feltételt (lásd a 3.3.1. fejezetben).

Harmadszor, az előző kritériumok teljesítésén túlmenően a részt vevő országok közötti szolidaritás erősítése, illetve a kockázatmegosztás jegyében és a GDP-arányos államadósság csökkentése és a pénzügyi spekulációk elkerülése érdekében **közös eurókötvény kibocsátására vagy a kötvénykibocsátással egyenértékű konstrukciók** felállítására, illetve **fiskális transzferekre** van szükség. Ezt a kérdéskört ez a fejezet taglalja.

Végül az utolsó attribútum a **bankokra** vonatkozik. Szükség van közös bankfelügyeletre, a bankok feltőkésítését lehetővé tevő forrásfedezetre, a veszteséges bankok szanálására alkalmas mechanizmusokra és közös betétgarancia-rendszerekre. Ennek az elemzését az 5.3. fejezet tartalmazza.

A fiskális unió szűkebben is értelmezhető. Eszerint a fiskális unió nem más, mint az euróövezet tagállamai közötti megegyezésen alapuló fiskális szabályok és megállapodások rendszere, a tagállamok közötti transzfereket is beleértve.

A továbbiakban ez a fejezet a fiskális unió közös felelősségvállalással és szolidaritással kapcsolatos attribútumait elemzi a közös kötvénykibocsátás és a fiskális transzferek, ezen belül a fiskális föderalizmus vonatkozásában.

A szuverén adósságválságra vonatkozó **megoldási javaslatok** a GMU-tagállamok **közös felelősségvállalása és egymás iránti szolidaritásának** erősítése mellett szállnak síkra. Ehhez az elképzelések első csoportja szerint elengedhetetlen egy, **a ciklikus egyensúlyhiányokat kiegyenlítő alap**, amelynek célja a közös monetáris politika pro-ciklikus hatásainak az ellensúlyozása. A javaslatok második része fiskális unió nélküli, azt helyettesítő megoldásokat reprezentál (európai visszafizetési paktum, euróban denominált közös GMU-kötvény, a Bruegel intézet kék kötvénye és piros adóssága, az Európai Bizottság stabilitási kötvénye és az európai adósságügynökség koncepciója). Az elképzelések harmadik csoportja **a fiskális föderalizmus vagy fiskális unió felé történő elmozdulást** tartja szükségesnek, ez viszont hosszabb távon feltételezi a **politikai uniót**. A képet

árnyalja, hogy a mérvadó koncepciók nemcsak a nemzeti valutákhoz történő visszatérést zárják ki, hanem az Európai Egyesült Államok ideáját is. Miként a későbbiekben látható lesz, az európai uniós intézmények az alábbiakban áttekintendő javaslatok egy részét beépítették hosszabb távra szóló koncepcióikba.

Ami az elképzelések **első csoportját**, a rövid távú válságkezelést illeti, elengedhetetlen a GMU-ra kiterjedő **integrációs szintű konjunktúrastabilizációs mechanizmus** felállítása az EKB monetáris politikája pro-ciklikus hatásainak az ellensúlyozására. A GMU történetének első évtizede igazolta ugyanis, hogy a ciklikus divergenciák hosszú időn keresztül fennmaradhatnak. A tagállami költségvetési hozzájárulásokon alapuló GMU-szintű **biztosítási alap**, amely nem lenne része az EU költségvetésének, csak az euróövezet tagállamaira vonatkozna.²⁶⁶ Az alapot a tagállamok pénzügyminisztériumainak képviselőiből álló csoport kezelné független módon, a tagállamok parlamentjeinek a felügyelete alatt. Az alapot azért kell elválasztani az EU költségvetésétől és intézményeitől, mert annak automatikusan kell működnie. Az alap a belső leértékelés felé történő elmozdulást segíti elő úgy, hogy kivételesen kedvező években, amikor a ciklikus növekedés komponense lényegesen nagyobb az euróövezet átlagánál, a tagállamok befizetők. Ezáltal politikailag könnyebb államháztartási többleteket elérni. Ezek ciklikus komponensének nagy részét vagy akár egészét be kell fizetni az alapba. Az alapnak e bevételei megkönnyíthetik a reálbérek lefelé irányuló igazodását, vagy enyhíthetik a tagállami munkanélküliség elleni biztosítási konstrukciókra irányuló nyomást válságban, ezáltal mérsékelhetik az államháztartási kiadások növekedését. Más szavakkal, az alap bevételei válságban egyfajta pufferként szolgálnak.

A konstrukció nem válhat állandó transzferek rejtett eszközévé, hanem a kölcsönös garanciarendszerek elveinek kell megfelelnie. A GMU-tagállamoknak standard összegeket kellene befizetniük az alapba a konjunktúraciklus felfelé ívelő szakaszában, de aránytalanul többet akkor, ha a gazdaságuk kezd túlfűtötté válni (azaz amikor az alacsony reálkamatlábakból kezdenek nagy hasznot húzni). Ha jól tervezik meg, akkor ez a rendszer a monetáris szigorítás fiskális megfelelője lesz. Szigorú kritériumokat kell meghatározni az alap forrásaihoz való hozzáféréshez, különös tekintettel az aszimmetrikus recesszióra (a szimmetrikus visszaesés ugyanis az egész euróövezetet egy időben érné). Ilyen kritérium lehet például a GMU-átlagnál 2 százalékponttal alacsonyabb GDP-dinamika. Nem lenne szigorú korlátja annak, hogy egy ország mekkora összeghez juthat az alapból. El kívánják kerülni, hogy az alap politikai befolyás alá kerüljön. Szabályalapú, nagyrészt automatikus mechanizmusról van szó. Nem az ellenőrzésben, hanem a szabályok legitímálásban kellene szerepet kapni a tagállami parlamenteknek, mivel az alap bevételei a tagállami költségvetésekből származnak, nem pedig európai uniós szintű transzferekből.

Ehhez hasonlít a **Nemzetközi Valutaalap biztosítási alapra tett javaslata** (rainy-day fund). Az alapba a GMU-tagállamok folyamatosan teljesítenének befizetéseket, míg az

²⁶⁶ Az ebben és a következő bekezdésben közölt gondolatment forrása: Tomasso Padoa-Schioppa Group i. mű, 30-32. o.

alap transzferjeiből a negatív sokkokkal szembesülő tagállamok részesülnének.²⁶⁷ Az alap alacsony költséggel tudna pénzügyi forrásokra szert tenni, amelyekkel kisimíthatná a ciklikus ingadozásokat az euróövezetben. Működtethető lehetne az európai uniós költségvetés részeként is. Az IMF szakértői szerint a tagállamok GNP-jének 1,5-2,5 százaléka rúgó alap ehhez elegendő lenne. Összehasonlításként: az EFSF és az ESM forrásai a tagállamok GNP-jének 7,5 százalékát teszik ki. Az IMF szerint az alap mellett szóló érv, hogy az ESM-től eltérően ex ante nyújtana segítséget, mielőtt a sokkok finanszírozási válságba torkollnának. Az alap a konjunktúraciklus felfelé ívelő szakaszában tartalékokat halmozna fel, amiket dekonjunktúrában visszaadna a tagállamoknak közös vagy országspecifikus sokkok kivédése végett. Ellene szól, hogy nehéz a kifizetések időzítése.

Az IMF további javaslata **közös munkanélküliség elleni biztosítás** kialakítása. Ezt az al indokolják, hogy a szociális védelem terén is nagyobb fokú kockázatmegosztásra van szükség. A harmadik javaslat az euróövezet számára irányoz elő külön költségvetést. A legnagyobb valószínűséget az első javaslathoz rendelik. Függetlenül attól, hogy létrehozásuk közgazdasági szempontból indokolható, az euróövezetre vonatkozó konjunktúrastabilizáló alapok létesítése a kétsébségű integráció veszélyét idézné fel.

Ami a deklarált **fiskális unió nélküli megoldási javaslatokat** illeti, a hatékonyabb válságkezelés felé történő elmozdulás egyik eszköze lehet a német kormány mellett működő szakértői tanács által 2011 novemberében az ún. **európai visszafizetési paktumra** (European Redemption Pact – ERP) tett javaslata. A paktum annak analógiájára született, ahogyan a 18. században az USA megalapítása után az államadósság problémáját kezelték.²⁶⁸ Az európai visszafizetési paktum közvetlen előzménye az akkor kidolgozás alatt álló, az Európai Tanács által 2012 januárjában jóváhagyott fiskális paktum lehetett, amely a túlzott szuverén adósságállomány leépítését kezdeményezte. A fiskális paktum ugyan előrelépés a szuverén adósságválság kezelésében, de nem zárja ki, hogy egyes GMU-tagállamok fizetési nehézségekbe ütközhetnek, ami megakaszthatja az államháztartás konszolidációját. Az európai visszafizetési paktum a fiskális paktum konszolidációs törekvéseit kívánta alátámasztani.

²⁶⁷ International Monetary Fund: Toward a Fiscal Union for the Euro Area. IMF Discussion Note, September 2013., SDN/13/09, 19. o.

²⁶⁸ Az ERP bemutatása a következő forrásokon alapul: Peter Bofinger, Lars P. Feld, Wolfgang Franz, Christoph M. Schmidt, Beatrice Weder di Mauro: A European Redemption Pact. German Council of Economic Experts 9 November 2011. Elérhető:

<http://www.voxeu.org/article/european-redemption-pact>

Hasan Doluca, Malte Hübner, Dominik Rumpf, Benjamin Weigert: The European Redemption Pact: An Illustrative Guide, German Council of Economic Experts Working Paper 02/2012, February 2012., 22 oldal. Elérhető:

http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/publikationen/working_paper_02_2012.pdf

Council of Economic Experts: The European Redemption Pact (ERP) – Questions and Answers Working Paper 01/2012 25th January 2012., 11 oldal. Elérhető:

http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/publikationen/working_paper_01_2012.pdf 11. o.

A német elképzelés két, egymással ellentétes, egymás rovására érvényesíthető elv megvalósításának kívánt mozgásteret teremteni. Az egyik a **felelőségre vonhatóság vagy elszámoltathatóság** (accountability) elve, amely az államháztartások visszavonhatatlan konszolidációját, az államadósság általánosan elfogadott fenntarthatóságának elérését követeli meg. A másik a **szolidaritás** elve, amelynek értelmében súlyos válság idején az erősebb tagállamoknak támogatniuk kell a gyengébbeket. Ez viszont a kedvezményezett országokban felpuhíthatja a fiskális fegyelmet a válság csúcspontjához való lecsengése után. A két elvet akkor lehet egymással összhangba hozni, ha egyrészt az erős tagállamok hitelesen demonstrálják a piacoknak (piaci reputációjuk révén), hogy a szolidaritás fennáll. Másrészt elengedhetetlen a kedvezményezett országok fiskális konszolidáció melletti hiteles elkötelezettsége is. A paktum a válságból való kilábaláshoz szükséges szolidaritás és a fiskális fegyelem melletti elkötelezettség közötti kompromisszumot tükrözi.

Az európai visszafizetési paktum a felülvizsgált SNP rendelkezéseire támaszkodik. Ötvözni kívánja a közös és a tagállami felelőséget és elkötelezettséget az euróövezet tagállamainak a finanszírozásában a következő években. Ezzel párhuzamosan minden egyes tagállamnak útmutatást ad ahhoz, hogy 60 százalékra csökkentse GDP-arányos államadósságát a következő 20-25 évben. A küszöbérték elérésére a paktumban részt vevő országok kötelezettséget vállalnának. A törlesztés ütemezése megfelel az 1177/2011/EU rendelet előírásának, azaz évente a GDP-arányos államadósság 60 százaléka feletti rész egy huszadát kellene visszafizetni.

Az elképzelés lényege a tagállamok múltban felhalmozódott államadósságának szétválasztása. Az **első rész** a GDP 60 százalékát elérő állomány, amely összhangban van a Maastrichti Szerződés vonatkozó konvergenciakritériumával. A **második rész** az ezt a küszöbértéket meghaladó állomány, amelyet a paktumhoz csatlakozó országok egy későbbi időpontban a közös **európai visszafizetési alapba** (European Redemption Fund) utalják. Az alapért közös és egyenként felelőséget vállalnak. Az államadósság csökkentése úgy történik, hogy a részt vevő országok **reális elsődleges államháztartási többlet elérését** vállalják (országoként eltérő mértékben), ez az államadósság 20-25 év alatt történő törlesztésének forrásfedezete. A közös felelőség miatt az alapba utalt államadósság finanszírozásának költsége csökken.

Ennek azonban szigorú feltételei vannak. Így például előírják, hogy a fizetési kötelezettségek teljesítéséhez a részt vevő országok különítsenek el adókat, határozzanak meg fedezeteket, és vállaljanak kötelezettséget az államháztartás konszolidációjára és szerkezeti reformokra. A tagállamoknál maradó államadósság többé nem haladhatja meg a GDP 60 százalékát. Ezt a Németországban és Svájcban már bevezetett adósságfékekkel lehet elérni. Mindez összhangban van a fiskális paktum rendelkezéseivel. Meghatározott átmeneti időszak után az államháztartás strukturális deficitje nem lehet nagyobb a GDP 0,5 százalékánál. Ez megfelel a Stabilitási és Növekedési Paktumban szereplő követelménynek.

A paktumhoz a GMU bármelyik tagországa csatlakozhat. Azok a tagállamok, amelyek szerkezetátalakítási programot hajtanak végre, azonnal beléphetnek a paktumba, de államadósságukat csak a futó programok sikeres befejezése után utalhatják az európai

visszafizetési alapba. A többi GMU-tagállam közül azokat a tagállamokat kell bevonni a paktumba, amelyek államadóssága meghaladja GDP-jük 60 százalékát (Ausztria, Belgium, Ciprus, Franciaország, Németország, Olaszország, Málta, Hollandia és Spanyolország).

A korlátozott futamidő mellett az európai visszafizetési alap és a különféle eurókötvények közötti leglényegesebb különbség az, hogy az utóbbi esetében erős elkötelezettségre van szükség annak garantálására: a mechanizmus által nem finanszírozott adósság nem emelkedhet a GDP 60 százalékos küszöbértéke fölé.

Az európai visszafizetési alap maga **formálisan nem eurókötvény**, a paktumban nincs szó eurókötvény előkészítéséről vagy bevezetéséről. Funkcióját és célját tekintve ennek ellenére **eurókötvénynek feleltethető meg**. A javaslatot még vonzóbbá teszi az, hogy mindegyik adós adósságának meghatározott részét visszafizeti egy hosszú távú ütemterv alapján, így a visszafizetési alap egy előre meghatározott időpontban megszűnik. A visszafizetés biztosítása érdekében a tagállamok kötelezettséget vállalnának arra, hogy adóbevételeik egy részét az adósság visszafizetésére fordítják. Megfelelő ösztönzőkre van szükség az erkölcsi kockázat elkerüléséhez, ami most jelentős a GMU-ban.

Az EFSF-től és az EMS-től eltérően az európai visszafizetési paktum nem válságkezelő, hanem **válságmegelőző eszköz**. Fontos hangsúlyozni, hogy a paktum keretében nincs olyan fiskális transzfer, amely bizonyos tagállamoknak nyújtott segítség lenne, azaz nincs szó fiskális unióról. A paktum az európai visszafizetési alap felállítása nyomán csökkenő kamatlábak előnyeit kívánja ötvözni az államadósság törlesztésével. Hozzájárulhat továbbá a periféria országaiból az északi országokba irányuló tőkemenekülés fékezéséhez.

Az európai visszafizetési alap csak a GDP-arányos államadósság csökkentésére koncentrálna, **nem feladata a magánszektor adósságának a mérséklése**. A dolog természeténél fogva az ismertetett rendelkezések végrehajtása nem, vagy keveset segít azokon a GMU-tagállamokon, amelyek eladósodását nem a köz-, hanem a magánszféra okozta. Bár a német szakértői tanács számításai meggyőzőek, sok a bizonytalanság abban a tekintetben, hogy a paktumban részt vevő országok valóban GDP-jük 60 százalékára tudják mérsékelni államadósságukat.

Az európai visszafizetési paktumot sokan, sok szemszögből bírálták. A legfőbb kifogás az volt, hogy **nincs összhangban a hatályos alapszerződéssel**. Nem világos, hogy konkrétan melyik intézmény állna az európai visszafizetési alap mögött. Az óriási volumenű garanciák miatt nehéz politikai támogatást szerezni a koncepcióhoz különösen azokban az EU-tagállamokban, amelyek adósságállománya csekély. Ha viszont minden marad a régiben, akkor az államadósság nem tűnik el. Ha a válságkezelés oroszlánrésze az EKB-ra hárul, akkor az Európai Központi Bank intervencióiból is hárulnak költségek az adófizetőkre. A leglényegesebb különbség a két megoldás között az, hogy amíg az EKB válságkezelése felett nincs politikusi kontroll, addig a visszafizetési paktumról a parlamentek döntenek. A visszafizetési paktummal a szuverén adósságválság kezelésének a súlypontja a fiskális politikára hárulna.

A szakértői tanács elképzeléseit a német kormány (még?) nem fogadta el megvalósításra, amelynek hatályba léptetését valószínűleg nem akadályozná meg az alkotmánybíróság. Az elutasításnak vélelmezhetően az az aggodalom volt a legfőbb oka, hogy a paktum túlságosan nagy tényleges és potenciális terheket róna a német adófizetőkre. A jelek szerint a német kormány nem kívánt olyan kérdéseket napirendre tűzni a 2013. szeptemberi parlamenti választások előtt, amelyek érinthetik az adófizetőket. Az sem elhanyagolható szempont, hogy a visszafizetési alap megvalósítása emelné az állampapírpiazi hozamokat. Németország jelenleg nulla százalékhoz közeli rövid lejáratú és alacsony, 2 százalék alatti hosszú lejáratú kamatláb mellett finanszírozza a GDP mintegy 80 százaléka ráigó államadósságát. Egy erőteljesebb hozamemelkedés számottevő többletteleherrel járna. Ugyanezeketől a hatásoktól tart a német kormány a közös eurókötvények esetében. Nem egy szakértő hangsúlyozza, hogy az európai visszafizetési paktum csak akkor éri el a célját, ha közép- és hosszú távon kiegyensúlyozott közös eurókötvény-kibocsátással.

Az INET (Institute for New Economic Thinking – Új Gazdasági Gondolkodás Intézete) javaslata abból indul ki, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió működtetéséhez nincs szükség eurókötvények kibocsátására és anticiklikus fiskális transzfer-mechanizmusokra (azaz fiskális transzfereket is tartalmazó fiskális unióra), legfeljebb bankunióra.²⁶⁹ Bár kívánatosnak tartják a további fiskális és politikai integrációt az EU-ban, ez nem feltétele a GMU működőképességének.

Az intézet a következő területeken sürget reformokat, amelyek egyébként részben folyamatban vannak:

- bankunió a bankok és a szuverén adósok közötti összefonódás megszüntetésére, beleértve a közös felügyeletet, bankszanálást és betétgaranciát.
- pénzügyi reform a pénzügyi rendszer stabilitásának és transzparenciájának javítására és a járadékvadászat mérséklésére,
- fiskális ellenőrzés, amely a fiskális paktum rendelkezéseinek rugalmasabbá tételét célozza, beleértve azt, hogy a súlyos recesszióban lévő országok nagyobb mértékben folytathassanak kontra-ciklikus fiskális politikát,
- GMU-szintű végső hitelező, amely ideális esetben az EKB lenne, de az ESM sem zárható ki ebben a funkcióban,
- adósságátütemezési mechanizmus azon GMU-tagállamok számára, amelyek nem jogosultak az ESM forrásaira,
- közös kockázatmentes eszköz létrehozása, amely nem kapcsolható egy tagállamhoz sem, illetve nem valamely tagállam bocsátja ki. Erre egyrészt pénzügyi pánik esetén lenne szükség, másrészt fedezet lenne derivatív ügyletekre és prudens bankszabályozási és monetáris politikai célokra.

Az intézet szerint a fenti intézményi reformok csak akkor stabilizálják az euróvezetést, ha azok a magas adósság szintet csökkentő és a versenyképességet javító gazdaságpolitikai lépésekkel párosulnak. A múlt örökségének kezelése jegyében tartják szükségesnek

²⁶⁹ INET Council on the Euro Zone Crisis: Breaking the Deadlock: A Path Out of the Crisis. 23 July 2013., 11. o. Elérhető: <http://ineteconomics.org/council-euro-zone>

az adósságok kölcsönössé tételét a német szakértői tanács által kidolgozott európai visszafizetési paktumhoz hasonló konstrukcióban. Az önkéntes adósságátütemezés célja az államkötvények futamidejének meghosszabbítása. A fiskális reformoknak a fizetőképesség helyreállítására kellene koncentrálnia. Az intézet szakértői átmenetileg szükségesnek tartják, hogy az EKB-t erőteljesebb válságkezelési jogosítványokkal ruházzák fel, adott esetben különleges makrogazdasági és monetáris politikai intézkedéseket lehessen hozni.

Az európai visszafizetési paktumtól függetlenül szintén a **fiskális unió nélküli válságkezelés eszköze** lehet az **euróban denominált közös GMU-kötvény** kibocsátása.²⁷⁰ Ezt nemcsak a válságkezelés követelményei indokolják, hanem az is, hogy az EU, illetve a GMU legnagyobb értékpapír-piaci szegmense nagyon fragmentált. Az eurókötvényeket vagy európai uniós intézmények (például az Európai Beruházási Bank) vagy a tagállamok kormányai bocsátanák ki. Az utóbbi esetben a kibocsátást a tagállamok adóbeszedési jogosítványai garantálnák. A hitelesség biztosítása végett a kibocsátásnak el kell érnie egy **kritikus mértéket**, ami mérsékelné a likviditási kockázatot. (Ez annál nagyobb, minél kisebb volumenű kibocsátásról van szó.) Az eurókötvények mögött a GMU-tagországok **közös felelősségvállalásának** kell állnia. A közös eurókötvény kamatlába a közös felelősségvállalás és a nagyobb volumen miatt várhatóan kisebb lenne, mint a kibocsátók állampapírjai kamatlábának számtani átlaga. Az eurókötvény kibocsátása kétségtelenül javítana a jelenlegi helyzeten, tehermentesítené az Európai Központi Bankot, amely mind nagyobb mértékben finanszírozza – közvetve – a GMU-tagállamok államadósságát.

További intézkedések nélkül viszont a közös, GMU-szintű eurókötvény kibocsátása az erkölcsi kockázatot és a potyautas magatartást ösztönözheti, azaz a gyengébb államháztartási pozíciójú országok az államháztartási fegyelemre vonatkozó kötelezettségvállalás nélkül élvezhetnék az alacsonyabb finanszírozási költségek előnyeit. Ezért az eurókötvény-kibocsátásnak egyik lényeges feltétele a költségvetések jogilag kötelező ex ante ellenőrzése is. További kockázat, hogy az alacsony adósságállományú országok implicit garanciája erodálódik, ezáltal a különféle szuverén adósságok kamatlába emelkedik, így a leginkább érintettek keveset nyernek az eurókötvénnyel.

A közös kötvénykibocsátás egyik legkidolgozottabb koncepciója a brüsszeli **Bruegel** intézetben készült.²⁷¹ Ezen elképzelés értelmében az európai uniós tagállamok két részre osztanák államadósságukat. Az ún. **kék kötvény** (blue bond) alap a tagállamok GDP-je 60 százalékára rúgó államadósságot tartalmazná szenior (azaz elsőbbségi) szuverén adósság formájában, amiért a tagállamok közös felelősséget vállalnának. Az államadósság e részének finanszírozási költségei várhatóan csökkennének a közös felelősségvállalás miatt.

²⁷⁰ Lásd például: Wim Moesen, Paul De Grauwe: Gains for All. A proposal for a common Eurobond. 3 April 2009. Elérhető: <http://www.ceps.eu/book/gains-all-proposal-common-eurobond>
Lee Robinson: A two-tier solution to the eurozone's debt crisis. Financial Times, 2011. szeptember 1., 22. o.

²⁷¹ Jacques Delpla – Jakob von Weizsäcker: The Blue Bond Proposal. Bruegel Policy Brief, Issue 2010/03, May 2010., 8. oldal. A koncepciót e forrás alapján ismertetjük.

lás miatt. A kék kötvény euróban kibocsátott kötvény lenne, amelynek hozama alacsonyabb lenne, mint a tagállami kötvények hozamának súlyozott átlaga. Hitelbesorolása AAA lenne, amit a közös és tagállamonkénti kötelezettségvállalás tenne lehetővé. Az eurókötvény rendkívül likvid lenne, nagyságrendjét tekintve versenyezne az USA kincstári kötvényével (US Treasury Bond). Ez nem csekély mértékben járulna hozzá az euró második legnagyobb globális tartalékvaluta szerepének erősítéséhez. Az olcsóbb hitel felvétel további integrációs lépéseket sürget. Az államadósság e része kevésbé kockázatosává válik.

A **piros adósság** a tagállamok kék kötvény (a GDP 60 százaléka) feletti államadóssága lenne, az egyes tagállamok által kibocsátott nemzeti és junior adósság formájában. E kötvények likviditása mind az első csoportnál, mind a homogén tagállami kötvényekénél kisebb lenne. Meghatároznák a rendezett államcsőd esetére vonatkozó eljárásokat. Az államadósság e részének finanszírozási költségei emelkednének, ami egyúttal a fiskális fegyelem erősítését is ösztönözné. A kisebb likviditás ugyancsak a finanszírozási költségeket emeli. Az államadósság e része kockázatosabbá válik, a tagállamok kamatlábai közötti különbségek várhatóan nőnek. Összességében nem utolsósorban a fegyelmező erő hatására a teljes adósságállomány átlagos finanszírozási költsége csökkenne. Ez a **fegyelmező erő** különbözteti meg ezt a javaslatot a korábban kidolgozott, ebben a könyvben nem tárgyalt különféle közös eurókötvényektől.

A drágább hitelfelvétel a rendszerszintű következmények elkerülését szolgáló intézkedéseket tesz szükségessé. Egy GMU-tagország részleges államcsődje először a piros kötvényeket érintené, a kék kötvényeknek pedig azt a részét (ha egyáltalán), amely a piros kötvények volumenét meghaladja. Az esetleges államcsőd ilyen feltételek között kevésbé lenne romboló, mert az nem érintené a szenior rész hitelfelvételi kapacitását.

A felállítandó **független stabilitási tanács** (Independent Stability Council – ISC) tenne javaslatot a kék kötvények tagállamok közötti allokációjára, amit a fiskális felelősség garانتálása végett a tagállamok parlamentjei is megszavaznának.

A Bruegel koncepciója összhangban van az európai uniós alapszerződés kimentést tiltó klauzulájával (EUMSZ 125. cikk) is. A közös és tagállamonkénti többszörös garancia ugyanis csak a GDP-arányos államadósság 60 százalékára terjed ki, ami a Maastrichti Szerződésben rögzített konvergenciakritérium szerint fenntartható. A piros kötvények biztosítása gyenge, emiatt a részt vevő tagországok továbbra is ki vannak téve a finanszírozási források elapadásával kapcsolatos sokkoknak. A javaslat nem orvosolja a részt vevő országok likviditási problémáit. Nem tartalmaz olyan mechanizmust, amely belátható időtávon biztosítaná a GDP-arányos államadósság 60 százalék alá történő szorítását.

A javaslat kidolgozását nagymértékben motiválhatta az **államcsőd** lehetősége. A jelek szerint a javaslat nem győzte meg az európai uniós intézményeket és a tagállamok politikusait, főként pedig kormányait arról, hogy érdemes megvalósítani ezt a koncepciót. Figyelmén kívül hagyásában vélelmezhetően az is szerepet játszott, hogy a német kormány mindenképpen el kívánta kerülni az államcsődnek még az említését is, nemhogy a lehetőségét.

A Bruegel-féle elképzelés az európai visszafizetési paktum fordítottja: az előbbiben a GDP-arányos államadósság 60 százalék feletti, az utóbbiban az alatti részére vonatkozik a közös felelősség. Amíg az európai visszafizetési paktum meghatározott időszakra (25 évre) szól, addig a Bruegel szakértői által javasolt konstrukció végleges.

Egy további lehetőséget vet fel a magyar GKI Gazdaságkutató Zrt. javaslata, amit az EP részére készített 2013. szeptemberi tanulmánya tartalmaz.²⁷² Eszerint a közös felelősségvállalás nem a GDP 60 százaléka feletti, hanem kizárólag a 60 százalékig terjedő adósságrészre vonatkozóan kerülne bevezetésre, de csak fokozatosan. Évente az adott ország GDP-jének 3 százalékáig terjedő új államadósság finanszírozását vállalná magára egy új európai adósságfinanszírozó intézmény (EU kincstár), de csak abban az esetben, ha az ország adósságrátája a megelőző évben valóban a 60 százalék feletti rész 5 százalékaival csökkent (egy állandó induló bázishoz képest) vagy 60 százalék alatt volt.

Ezzel a megoldással elvileg a célul kitűzött 20 év alatt a nemzeti adósságráták 60 százalék alá kerülnének és egyúttal közös finanszírozásúvá válnának. Ugyanakkor folyamatos pozitív ösztönzés jönne létre a 60 százalék feletti nemzeti adósságráták megkívánt ütemű leépítésére. Az új adósság szabály teljesítése költségvetési kiadáscsökkenést és finanszírozási előnyt adna az eredményt felmutató országoknak, mivel számukra a GDP 3 százalékát elérő mértékben a piacnál olcsóbban válnának eladhatóvá az új államkötvények, sőt távolilag az EU kincstár által korábban finanszírozott nemzeti államkötvények esedékes előnyös megújítása is ehhez a teljesítéshez kötődne.

Az Európai Bizottság is kidolgozott egy eurókötvény-koncepciót, amelyet **stabilitási kötvénynek** nevezett el, arra utalva, hogy az eszköz nagymértékben hozzájárul a Gazdasági és Monetáris Unió pénzügyi stabilitásához.²⁷³ A bizottsági dokumentum ún. zöld könyv, azaz vitaanyag. Maga a probléma régóta, szinte az euró bevezetése óta napirenden van. Mögötte eredetileg az a törekvés húzódott meg, hogy mérsékeljék vagy teljesen kiküszöböljék az euróövezet állampapírpiaconak fragmentáltságát. Újbóli napirendre tűzését a szuverén adósságválság kezelése indokolta.

A stabilitási kötvényt az euróövezet tagállamai **államháztartásának finanszírozására** szánják. A stabilitási kötvény jövedelemáramlásai és adósságszolgálati költségei az érintett tagállamok kibocsátásban elfoglalt részesedését tükrözik. Kibocsátását az erkölcsi kockázat és a potyautas magatartás megakadályozása érdekében össze kívánják kapcsolni a gazdaságirányítás és a gazdaságpolitikai koordináció erősítésével. Előnyei között említhető, hogy azok a tagállamok, ahol a hozamok magasak, profitálhatnak az alacsonyabb hozamú tagállamok nagyobb hitelességéből. A stabilitási kötvény ellenállóbbá teszi a GMU-t jövőbeli negatív sokkokkal szemben, ezáltal erősíti a pénzügyi rendszer

²⁷² GKI Economic Research Co.: New Progressive Economic Perspectives in the Central and Eastern European Member States of the EU, 2013. szeptember, 64-66. o. Elérhető: <http://gki.hu/gazdasagpolitika/uj-progressziv-gazdasagpolitikat-kozep-es-kelet-europai-eu-tagallamoknak>

²⁷³ European Commission: Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds. Brussels, 23.11.2011 COM(2011) 818 final, 38 oldal. Elérhető: http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/green_paper_en.pdf

stabilitását. A GMU bankjai számára jelentkező előny az, hogy a jobb minőségű stabilitási kötvények javítják állampapír-portfóliójukat, kedvezőbb fedezetet képviselnek, ezáltal mérséklék a bankok sebezhetőségét. A nagy és likvid kötvénypiac (a várhatóan csökkenő hozamok miatt) hozzájárul a gazdasági szereplők hitelköltségeinek a mérsékléséhez. Egységes referenciahozam lépne a jelenlegi nagyszámú és differenciált állampapírhozam helyébe. Végül a stabilitási kötvény a GMU nemzetközi pénzügyi pozícióit is erősítené.

Az erkölcsi kockázat elkerülése szigorú államháztartási fegyelmet követel meg a kibocsátóktól. Az ezzel kapcsolatos követelmények már jórészt teljesültek a gazdaságirányítás és felügyelet erősítését szolgáló jogszabályok és szerződések elfogadásával és hatályba lépésével (lásd a 4.3. fejezetben).

A stabilitási kötvények kibocsátása háromféle konstrukcióban történhet:

- több, de nem együttes garancia. Minden egyes GMU-tagállam a saját részéért vállalna felelősséget egy speciális hozzájárulási kulcs szerint;
- szenioritással és fedezettel megerősített több, de nem együttes garancia. Az előzőtől abban különbözik, hogy a kötvény szenior státust kapna, részleges fedezettel látnák el, és speciális jövedelemáramlásokat irányoznának elő az adósságszolgálati költségek fedezésére;
- közös és többszörös garancia. Az egyes tagállamok nem csupán a saját részükért, hanem bármely más tagállaméért felelősséget vállalnának.

A stabilitási kötvény kibocsátásának három típusa különböztethető meg:

- **A stabilitási kötvények teljes mértékben helyettesíthetik a tagállami kibocsátást közös és többszörös garanciával.** Ebben az esetben módosítani kell az EU alapszerződését. A lebonyolítás történhet centralizált és decentralizált rendszerben. A morális kockázat itt a legnagyobb. A stabilitási kötvény paramétereit definiálni kell. Meg kell szervezni a tagállami állampapírok bevonását. Itt van szükség a legerősebb gazdaságirányításra és felügyelésre.
- **A stabilitási kötvény részlegesen helyettesíti a tagországok államkötvényeit.** A stabilitási kötvények a fentebb bemutatott Bruegel-féle koncepció piros, a tagállami kötvények a kék kötvényeknek feleltethetők meg. Kérdéses a kétfajta kötvény közötti arányok megállapítása. Szóba jöhet a stabilitási kötvények volumenének a GDP meghatározott, például 60 százalékában történő meghatározása. Elképzelhető rugalmasabb rendszer is, ahol a mennyiség a gazdaságpolitikai követelményeknek való megfelelés függvénye. Kulcsfontosságú a hitelesség, mert a kék kötvények allokációjának kimerülésével a tagállamok finanszírozási költségei erőteljesen megemelkedhetnek. A részleges helyettesítésen alapuló megoldás kevesebb gazdasági és pénzügyi előnyt eredményez. A kibocsátás feltételei kevésbé kötöttek ebben az esetben. Itt is meg kell oldani a tagállami kötvények kivezetését.
- **A stabilitási kötvény részlegesen helyettesíti a tagállami kibocsátást, arányos tagállami garanciákkal.** Ez az előző megoldástól abban különbözik, hogy a tag-

államok mind a stabilitási kötvényben elfoglalt részesedésükért, mind a tagállami kibocsátásért vállalt felelősségüket megtartják. Ebben az esetben a közös kibocsátásból kevesebb előny származik, viszont a kibocsátás előfeltételei is kevésbé szigorúak. Kulcskérdés a stabilitási kötvényt alátámasztó garanciák rendszere, amiket erősíteni kell az elfogadhatóság előmozdítása érdekében. E megoldás előnye a gyors bevezethetőség.

Természetesen a három kibocsátási típust ötvözni is lehet egymással. A megvalósításhoz meg kell teremteni az intézményi feltételeket. A stabilitási kötvény bevezetése az ESM-et is érintené. A bizottsági anyag a stabilitási kötvényhez kapcsolódó kvalitatív érveket tartalmazza, de szükség van kvantitatív hatáselemzésre is.

A bemutatottakhoz hasonló az **európai adósságügynökség** (European Debt Agency – EDA) koncepciója.²⁷⁴ Ez kevesebb egy megállapodott pénzügyminisztériumnál vagy kincstárnál, de több mint egy európai monetáris alap. Az ügynökség olyan rugalmas intézmény lenne, amely „normális” időszakokban adósságot megtestesítő értékpapírok kibocsátásával foglalkozna, rövid távú pénzügyi zavarok esetén megsegítené az érintett tagállamokat, illetve az államcsődöt jelentő országokat megsegíti a szuverenitás csaknem teljes transzferje fejében. Az államadósság átstrukturálásának elvi lehetősége csak kivételes körülmények esetén lehetséges.

A közös felelősségvállalás erősítését **fiskális unió felé való elmozdulás formájában szorgalmazó koncepció** mögött az a felismerés áll, hogy a szuverén adósságválság tapasztalatai alapján a GMU-ban a tagországok pénzügyi sérülékenysége erősödik. Ez logikusan következik a Gazdasági és Monetáris Unió felépítéséből és működéséből. A tagok sem nem teljesen szuverén államok, sem pedig egy föderáció részei. A GMU előtti legnagyobb kihívások egyike ennek az ellentmondásnak a megoldása, de legalábbis elviselhető keretek között tartása.²⁷⁵

A Nemzetközi Valutaalap munkanyaga²⁷⁶ a fentiek mellett a témára vonatkozó nagyszámú más koncepció lényegét is összefoglalta és értékelte. Az IMF-szakértők szerint a GMU-szintű közös értékpapír-kibocsátásnak kettős célja van. Egyrészt rövid távon stabilizálja a pénzügyi piacokat és a bankokat, másrészt a fokozott fiskális fegyelem és kockázatmegosztás révén középtávon segíti a GMU-szintű gazdasági kormányzás javítását. A pénzügyi stabilitás erősítése első csatornájának az tekinthető, hogy az adósságpapírok közös kibocsátása gyengíti a bankok és a szuverének közötti összefonódást. A második csatorna a biztonságos értékpapírok kínálatának a növekedése, amihez további előnyök kapcsolódnak (likviditási prémium, nemzetközi befektetési pozíciók menedzselése stb.). A közösen kibocsátott adósság az egységes és mély értékpapírpiac megteremtése révén járul hozzá a monetáris transzmisszió és a pénzügyi piacok működésének javulásához, beleértve a pénzügyi piacok fragmentáltságának mérséklését.

²⁷⁴ Tomasso Padoa-Schioppa Group i. mű, 38-41. o.

²⁷⁵ Martin Wolf: Managing the eurozone's fragility. Financial Times, 2011. május 4., 9. o.

²⁷⁶ Stijn Claessens, Ashoka Mody, and Shahin Vallée: Path to Eurobonds. IMF Working Paper, WP/12/172, 2012. július, 39. o.

A GMU fennmaradása akkor képzelhető el, ha a közös monetáris politikát valamilyen formában közös fiskális, illetve bizonyos mértékig európai uniós szintű **szociális politika egészíti ki**. A probléma kissé kiterjesztve úgy is megfogalmazható, hogy nem konzisztens egymással az államcsőd lehetősége, az állandósult külső egyensúlyhiányok rendszere és a fiskális unió hiánya. Ha az államcsőd megengedett és nagyok a külső egyensúlyhiányok, akkor fiskális unióra van szükség a rendszerszerű sokkok felfogására. Közös fiskális sokkfelfogó eszköz vagy intézmény nélkül, a nemzeti valuta leértékelésének lehetetlensége miatt a tagállamok olyan helyzetben találhatják magukat, amelyből nem tudnak külső segítség nélkül kimenekülni. Egy monetáris unióban, ahol az adósságok decentralizáltak, az ilyen válságok fertőzőek lehetnek. Az államcsődöt és tartós külső egyensúlyhiányokat generáló rendszerben a fiskális unió az euró fennmaradásának feltétele.²⁷⁷ Sok szakértő szerint a fiskális integráció szükségessé teszi valamilyen európai uniós szintű költségvetési hivatal vagy intézmény (pénzügyminisztérium?²⁷⁸) felállítását és az európai uniós költségvetés terjedelmének növelését.

A Bruegel kutatói **korlátozott fiskális unió** létrehozását javasolták.²⁷⁹ A korlátozott fiskális unió középpontjában a GMU-szintű pénzügyminisztérium áll. Az euróövezet pénzügyminisztere vétőjoggal rendelkezik a tagállami költségvetések felett abban az esetben, ha azok veszélyeztetnék a Gazdasági és Monetáris Unió pénzügyi stabilitását. A minisztérium további feladata a nehézségekkel birkózó kormányok likviditásának és fizetőképességének vizsgálata, továbbá pénzügyi segítség nyújtása az illikvid vagy fizetéseképtelen kormányoknak. E célok elérésének forrásfedezetét a GMU szintjén beszédett (szövetségi jellegű) adók biztosítanák. (Mint minden fiskális uniónak, úgy ennek is feltétele, hogy legyenek központi pénzügyi források.) Ennek szükséges nagyságrendjét a tagállamok GDP-je 2 százalékára becsülik. (Az erre alapozott kölcsönök nagyságrendje elméletileg Spanyolország és Olaszország több éven keresztül történő nem piaci finanszírozására is elegendő lenne.) Az adókivetés lehetőségével sem kellene feltétlenül élni, mert a likviditási és fizetőképességi válságok kezelésére szolgáló forrásokat az EFSF és az ESM hitelfelvételéből is biztosítani lehetne. Az adók kivetéséről és a bevételek felhasználásáról a GMU-szintű pénzügyminisztérium döntene. E pénzügyi forrásokra támaszkodva hoznának létre az euróövezetre kiterjedő betétbiztosítási társaságot, bankfelügyeleti és szanálási jogositványokkal.

Ez az elképzelés a nemzeti szuverenitás számottevő transzferjét teszi szükségessé. Ettől elválaszthatatlanul át kell rendezni a GMU-tagállamok és lakosságuk közötti kapcsolatokat. A közös pénzügyminiszternek ugyanis demokratikusan elszámolhatónak kell lennie. A korlátozott fiskális unió megteremtheti annak a lehetőségét, hogy az Európai

²⁷⁷ Wolfgang Münchau: Fiscal union is crucial to the euro's survival. Financial Times, 2010. november 15., 13. o.

²⁷⁸ Lásd például: Jean-Claude Trichet: A jövő Európájához új intézményi keretek kellenek. Világgazdaság, 2012. január 3.

²⁷⁹ Benedicta Marzinotto – André Sapir – Guntram B. Wolff: What Kind of Fiscal Union? Bruegel Policy Brief, Issue 2011/6, November, 2011., 8. oldal. Elérhető: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/646-what-kind-of-fiscal-union/>

Központi Bank elláthassa a végső hitelező szerepet. A GMU-szintű pénzügyminisztériumnak kell ugyanis állnia az EKB eme funkciójának ellátásából adódó veszteségeit.

A **fiskális föderalizmus** a szakirodalom szerint olyan államberendezkedés, amelyben az adózási, a kiadási és a transzferkompetenciákat különböző kormányzati szintekre telepítik.²⁸⁰ A gazdasági és monetáris unióra alkalmazva ezt az elméletet arra a következtetésre lehet jutni, hogy a régiókon belüli jövedelemelosztási és gazdasági stabilizálási funkciók valamint a tagállamok közötti aszimmetriák és egyéb különbségek felszámolásának vagy enyhítésének feladatát célszerű lenne nagyobb mértékben **föderális struktúrákhoz** delegálni. A valóságban azonban ezzel nincs összhangban a **szubszidiaritás** elve, amelynek értelmében minden kérdést azon a lehető legalacsonyabb közigazgatási szinten kell megoldani, ahol az információk és a kompetenciák leginkább rendelkezésre állnak. A döntési kompetenciákat csak akkor szabad magasabb szintre delegálni, ha alacsonyabb szinten nem hatékony a döntéshozatal.

A szubszidiaritás elvéből a szabályozásban a **tagállami autonómia**, azaz a **koordináció** preferálása következik **a harmonizációval vagy a centralizációval szemben**. Csak ha a koordináció nem elegendő, akkor jöhet szóba a harmonizáció. Azokban az országokban, ahol fiskális föderalizmus van (USA, Kanada, Ausztrália), jelentős a föderális költségvetés terjedelme a szövetségi államihoz képest. A föderációban per definitionem egyes tagállamok nyertesek, mások vesztesek. Ez többek között abból adódik, hogy a gazdasági fejlettségi különbségek kiegyenlítése érdekében jelentős transzfereket hajtanak végre a fejlett tagállamokból a fejletlenekebe. A közös költségvetés mérete, szerkezete, a költségvetésről folyó viták arra utalnak, hogy az Európai Unióban a donor és a kedvezményezett országok nettó pozíciói közötti különbségek jóval kisebbek.

A fiskális föderalizmus vagy unió felé való elmozdulásnak voltak eddig is bizonyos, meglehetősen ellentmondásos jelei, mint például az EFSM, az EFSF és az ESM. Időről időre felbukkan a GMU **stabilitási unióvá** fejlesztésének az igénye is. Ez a fogalom azonban politikai retorikai célokat szolgál, nem értelmezhető új minőségként, a fiskális föderalizmus valamilyen formájaként. A fiskális unióhoz vezető út egyik állomása lehet egy, a bajba jutott eladósodott országok stabilizációját szolgáló **szolidaritási alap** létrehozása, amely kiegészülne az Európai Központi Bank forrásaival.

Jelenleg még nincs szó a nemzeti szuverenitás részleges elvesztését jelentő **fiskális föderalizmusról vagy fiskális unióról**. Ennek többek között **jogi akadályai** vannak. A fiskális föderalizmus felé való elmozduláshoz nagymértékben **módosítani** kellene a **Lisszaboni Szerződést**, aminek döntő gátja a német alkotmánybíróság ama határozata, amely szerint a fiskális politika feletti ellenőrzés a nemzeti szuverenitás része, azt nem lehet európai uniós intézményekhez transzferálni.

A fiskális unió az államháztartási egyensúly és államadósság finanszírozása terén a tagállamok **közös teher- és felelősségvállalására** épül, ami a tagállamok közötti szolidaritásnak a jelenleginél lényegesen magasabb fokát tételezi fel. A fiskális unióban a tagállamoknak azonos szintű felelősséget kell vállalniuk a saját fiskális stabilitásukért. Csak

²⁸⁰ Lásd például Oates, W.: An Essay on Fiscal Federalism. Journal of Economic Literature Vol. 37, No. 3, 1999. 1120-1147. o.

erre épülhetnek a közösségi garanciák. A döntés a tagállamok kezében van, mert nekik kell biztosítaniuk a közösségi felelősségvállalás feltételeit. Az ellenzők fő érve az, hogy a fiskális unió ösztönzi a potyautas magatartást, így többek között ellenérdekeltté teszi a kisegített országokat az államháztartás konszolidációjában és a szerkezeti reformokban.

A potyautas magatartás kiszűrésén túlmenően a **Stabilitási és Növekedési Paktum** a fiskális, illetve a politikai unió egyik leglényegesebb elemét, a fiskális transzfereket volt hivatott helyettesíteni azzal, hogy a nemzeti gazdasági szuverenitás legfontosabb elemére, a fiskális politikára fogadott el szabályokat. A Stabilitási és Növekedési Paktum előírásai, illetve a Maastrichti Szerződésben rögzített államháztartási kritériumok (az államháztartási hiány a GDP 3 százaléka, az államadósság 60 százaléka alatt kell, hogy legyen) nagymértékben szűkítik az EU-tagállamok fiskális politikáinak mozgásterét. Az utóbbi évek fejleményeinek tükrében kétségessé vált a Stabilitási és Növekedési Paktum hitelessége. Ezen kívánt javítani az euró plusz és a fiskális paktum valamint a hatos jogszabálycsomag keretében elfogadott, az államháztartási fegyelem és a gazdasági kormányzás javítását szolgáló jogi aktusok sora. (Részletesebben lásd a 4.3. fejezetben.)

Az SNP eredeti és többszörösen módosított szabályrendszere azonban igen **szűk körű fiskális föderalizmussal** párosul. **Az EU költségvetésének** kiadási és bevételi oldala alig haladja meg a tagállamok összevont bruttó nemzeti jövedelmének (GNI) 1 százalékát, azaz a beszűkült tagállami fiskális politikai mozgásteret nem ellensúlyozza a közösségi költségvetés. Amíg a Római Szerződés még a saját forrásokra helyezte a hangsúlyt, addig jelenleg az európai uniós költségvetés bevételi oldala jórészt tagállami hozzájárulásokra támaszkodik. Ebben a rendszerben a tagállamok abban érdekeltek, hogy nettó befizetői pozíciójukat minimalizálják, illetve nettó kedvezményezett helyzetüket maximalizálják. Belpolitikai okok miatt a tagállamok kormányai minimális szinten kívánják tartani a tagországok közötti nyílt forrástranszfert. Ezek a törekvések természetesen rombolják a közös költségvetést. A gazdasági kormányzás javítását célzó erőfeszítések azonban nemcsak a közös költségvetés terjedelmét nem érintették, hanem a közös felelősségvállalás erősítését sem. Az EU 2014 és 2020 közötti időszakra vonatkozó költségvetési tervezete nem tartalmaz olyan változtatásokat, amelyek a fiskális föderalizmus irányába mutatnának.

Az Európai Parlament 2013 márciusában el is utasította az Európai Tanács által korábban elfogadott tervezetet. Az Európai Parlament ragaszkodik a saját forrásokhoz. Ezek egyike lehet a **pénzügyi tranzakciós adó**, amit a **szorosabb együttműködés** elnevezésű döntéshozatali formában 11 EU-tagállam támogatott. Az elképzelések szerint az ebből az adóból származó bevételek kétharmada az európai uniós költségvetésbe menne, miközben a tagállamok saját hozzájárulása csökkenne. A pénzügyi tranzakciós adó ötlete megbukott. Bevezetésének egyébként is csak akkor lett volna értelme, ha mindegyik GMU-, illetve EU-tagállamra kiterjedt volna, mert máskülönben fennállt volna a szabályozási arbitrázs lehetősége.

A másik saját forrás az **európai uniós hozzáadottérték-adó** lehetne. A Bizottság konkrét tervet dolgozott ki a 2021-ig történő megvalósításra. Ezzel kapcsolatban sincs szó adóemelésről. Az elképzelés szerint a tagállamok által beszedett hozzáadottérték-adó egy része közvetlenül az EU költségvetésébe folyna be.

Az európai uniós költségvetéstől gyökeresen különbözik **az USA államháztartása**. Egyrészt jelentős, a GDP 24 százalékára rúg a szövetségi állami költségvetés nagyságrendje. Más oldalról a szövetségi állam aránya a teljes költségvetésben közel 70 százalék. Másrészt a kiadások fedezetét a szövetségi kormány saját jogon kivetett adóiból származó bevételek adják. Harmadszor, a szövetségi kormány a pénz- és tőkepiacokról is tud forráshoz jutni. Bár fő szabályként a szövetségi kormány nem ment ki szövetségi államokat (az utóbbiak költségvetésének elvileg egyensúlyban kell lennie), a 2007-ben kezdődött pénzügyi válság során a szövetségi államok részesültek központi pénzügyi támogatásból. Ez is hozzájárult a föderális állam eladósodásához.

Nem érdektelen megjegyezni, hogy az 1970-es évek közepén az Európai Bizottság felkért egy közgazdászokból álló csoportot az európai integráció közösségi pénzügyeinek a vizsgálatára. Az általuk készített **MacDougall-jelentést** 1977-ben hozták nyilvánosságra. A jelentés megvizsgálta a föderatív és az unitárius államok költségvetési ügyeit, különös figyelemmel a költségvetés újraelosztó hatására. A jelentés megjelenésekor a közös költségvetés a tagállamok összesített GDP-jének 0,7 százalékát tette ki. A tagállami költségvetések ezzel szemben az országok GDP-jének 30-60 százalékát osztották – és osztják ma is – újra. A jelentés szerint a közösségi költségvetésnek három fejlődési szakaszon kell átmennie annak érdekében, hogy a tagállami költségvetésekhez hasonló redistribúciós funkciót láthasson el. A **preföderális szakaszban** az újraelosztás mértéke nem haladja meg a GDP 2,5 százalékát. Az ezt követő **föderális szakaszban** a közösségi politikák súlya már nagyobb, de még mindig viszonylag kicsi, itt a GDP-arányos újraelosztás mértéke 5-7 százalék. Végül az integráció elérkezik egy olyan **magasabb szintű föderális szakaszhoz**, ahol már igazán jelentős a közösségi szerepvállalás, és a költségvetés nagysága eléri a GDP 25 százalékát. Ez megfelel a jelenlegi amerikai szövetségi költségvetés GDP-arányos nagyságrendjének.

Az optimális valutaövezet létrejöttét **strukturális divergenciák** is akadályozzák. A tagállamok közötti strukturális különbségek csillapítására szolgáló finanszírozási forrás az EU költségvetésének erre a célra elkülönített része lehet. Szerkezeti különbségek a GMU megvalósítása előtt is voltak. A különbségek mérséklésére hivatott források nagyságának meghatározásához meg kell állapítani, hogy a GMU mennyiben járult hozzá a szerkezeti különbségek létrejöttéhez és fennmaradásához (például a reálkamatlábcsatornán, a reálfelértékelődésen keresztül). Az európai költségvetési források mellett lényeges még a magánberuházások ösztönzése a GMU felépítése és működése által hátrányosan érintett tagállamokban.²⁸¹

Végül érdemes megemlíteni, hogy a Bruegel intézet igazgatóhelyettese átfogó elemzést közölt javaslatokkal **az Európai Unió költségvetéséről**.²⁸² Ennek az anyagnak a megközelítése valamelyest különbözik a fentiekétől. Abból indul ki, hogy egy monetáris unióban a tagállamok fiskális deficitjei mérsékelten alkalmasak **mély recessziók ellensúlyozására**, következésképpen ehhez európai uniós forrásokra is szükség van. A közös

²⁸¹ Tomasso Padoa-Schioppa Group i. mű, 32-33. o.

²⁸² Guntram B. Wolff: A budget for the European Union. Bruegel Policy Contribution, Issue 2012/22, December 2012., 13 oldal.

európai uniós költségvetésnek egyrészt rendelkeznie kell átmeneti, de számottevő pénzügyi forrástranszfer nyújtásának lehetőségével regionális sokkok kezelésére. Másrészt a közös költségvetésben kell lennie olyan eszköznek, amely képes súlyos recesszió ellen-súlyozására a GMU egészében. Végül a költségvetési forrásoknak hozzá kell járulniuk a pénzügyi stabilitás biztosításához. A regionális sokkok kezelése érdekében a következő célok érvényre juttatásához kell rendelkezésre állniuk forrásoknak: a munkanélküliség elleni biztosítás, a potenciális kibocsátástól való eltérés megszüntetése, a széles kamatláb- és hozamszpredek szűkítése és diszkrecionális kiadások. A regionális sokkok kezeléséhez kapcsolódik a közös költségvetés bizonyos hitelfeltevő kapacitása, amit a tagállamok kiegyensúlyozott strukturális államháztartási egyenlege is alátámasztana. Ami a közös költségvetés terjedelmét illeti, a GDP 2 százalékára rúgó nagyságrendet elegendőnek tartják.

5.2. Az EU, illetve a GMU továbbfejlesztésére vonatkozó elképzelések

Az EU-ban 2012 közepétől felerősödtek a valódi Gazdasági és Monetáris Unió létrehozására irányuló törekvések. Az irányt **Herman Van Rompuy**, az Európai Tanács elnöke 2012. június végén közzétett **jelentése** adta meg.²⁸³ A jelentés a Gazdasági és Monetáris Unió hosszú távú fejlődését négy lényeges területen történő előrehaladástól várta. Az első terület az **integrált pénzügyi keret**, amely elsősorban az euróövezetben biztosítja a pénzügyi stabilitást és minimalizálja a bankcsődök európai uniós állampolgárokra háruló költségét. Ez lényegében a következő fejezetben bemutatásra kerülő bankunió, amely európai uniós szintű bankfelügyelet, bankgarancia- és bankszanálási rendszer kialakítását irányozza elő.

A második terület az **integrált költségvetési keret**, amely a fiskális politika európai uniós szintű alakítására vonatkozik, beleértve a koordinációt, a közös döntéshozatalt, a döntések hatékonyabb végrehajtását valamint a közös adósságkibocsátás irányába tett lépéseket. Ez a keret a fiskális szolidaritás különböző formáit is tartalmazza.

A harmadik terület az **integrált gazdaságpolitikai keret** olyan mechanizmusokkal, amelyek lehetővé teszik, hogy a tagállami és az európai uniós politikák támogassák a fenntartható növekedést, foglalkoztatást és versenyképességet, és mindez összeegyeztethető legyen a GMU zavartalan működésével. A rövid távú cél a belső piac egységesítésének befejezése, különös tekintettel a munkaerő Európai Unión belüli mobilitására valamint a munkaerő-piaci kereslet és kínálat közötti összhang javítására.

Végül a negyedik terület a szükséges **demokratikus legitimáció és felelősség** biztosítása a GMU-n belüli döntéshozatalban, ami a szolidaritáson és a szuverenitás közös gyakorlásán alapul a közös politikákban. Más szavakkal ez azt jelenti, hogy a fiskális következményekkel járó döntésekhez demokratikus támogatásra van szükség. A tagállami politikák feletti európai uniós ellenőrzés politikai legitimáción és szigorú elszámoltathatóságon kell, hogy alapuljon. Később ezt úgy értelmezték, hogy európai uniós szinten az

²⁸³ Herman Van Rompuy: Towards a Genuine Economic and Monetary Union. Report by the President of the European Council. EUCO 120/12, Brussels, 26 June 2012., 7 oldal.

Európai Parlamentet, tagállami szinten pedig a nemzeti parlamenteket kell bevonni a döntéshozatalba.

A következő dokumentum José Manuel Barrosónak, az Európai Bizottság elnökének **az Unió helyzetéről készített jelentése**.²⁸⁴ A jelentés egyrészt hangsúlyozza az EU-nak a szociális piacgazdaság fenntartása melletti elkötelezettségét annak elismerésével, hogy a modell reformra szorul. Másrészt megjelenik a jelentésben a **politikai unió alapuló mély és valódi gazdasági és monetáris unió**, amelynek része a bankunió és a fiskális unió. A bankunió és a fiskális unió befejezésével létrejövő gazdasági unió révén az EU és tagállamai a jelenleginél kedvezőbb helyzetben lesznek a különféle sokkoknak (ciklikus sokkok, aszimmetrikus külső sokkok, a bankrendszerből adódó sokkok) történő ellenállás tekintetében. A mély és valódi reformokon alapuló gazdasági és monetáris unió kiépítése a feltétele annak is, hogy a globalizált világ gazdaságban az Európai Unió fenntartsa nemzetközi versenyképességét és finanszírozni tudja a jóléti szolgáltatásokat. Angela Merkel német kancellár különböző fórumokon és alkalmakkor többször hivatkozott arra az ellentmondásra, hogy miközben az EU-ra a világ népességének 7 százaléka, addig a világ GDP-jének 25 százaléka, szociális kiadásainak pedig 50 százaléka jut.

A **politikai unió** létrehozását az indokolja, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió hitelessége és fenntarthatósága a mögötte lévő intézményektől és politikai konstrukciótól függ. Ez az oka annak, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió felveti az azt alátámasztó politikai unió és a demokrácia kérdését. A politikai unió azt is jelenti, hogy az EU-nak erősítenie kell fundamentális értékeit: a jogállamiságot és a demokráciát. A megvalósításnak csak akkor van realitása, ha létezik ütemterv, és minél előbb konkrét lépésekre kerül sor a politikai unió mint horizont vagy cél szem előtt tartásával. **A politikai unió a fiskális unióból is levezethető.** A fiskális szuverenitás teljes vagy igen nagymértékű feladása ugyanis csak a politikai unió megteremtésével lehetséges. Ugyanígy a szerkezeti reformokkal is lehet indokolni a politikai unió felé történő elmozdulást.

Megjegyzendő, hogy a politikai unió többé-kevésbé realitás az EU-ban, messze nem tökéletes és elmélyítésre szorul. A fenti koncepció értelmében az EU-tagállamok megállapodnak abban, hogy bizonyos területeken közösen vállalnak felelősséget, ebből a célból közös intézményeket állítanak fel, amelyek az állampolgárok felügyelete alatt működnek.

A Bizottság elnöke síkraszállt a **nemzetállamok föderációja** mellett, ami a politikai unió konkrét értelmezésének, az EU jövőbeli fejlődését kijelölő víziónak tekinthető. Ezen nem valamiféle szuperállamot ért, hanem a nemzetállamok demokratikus föderációját, amely a szuverenitás megosztása révén birkózik meg a közös problémákkal oly módon, hogy mindegyik tagállam és állampolgár jobb helyzetben lesz saját sorsának ellenőrzésében. Az Unió helyzetéről szóló jelentésben hangsúlyozottan a tagállamokkal való unióról, nem pedig a tagállamok elleni unióról van szó.

Az Unió helyzetéről szóló jelentés konkrétan nem foglal állást arról, hogy a nemzetállamok föderációja miben különbözik az Európai Unió jelenlegi státusától. Az EU-t a jo-

²⁸⁴ José Manuel Barroso: State of the Union 2012. Address by the President of the European Commission to the European Parliament, 12 September 2012., 21 oldal.

gi szakirodalom **konföderációnak** tekinti. A konföderáció államok szövetsége, de megvalósítása nem vezet új állam létrejöttéhez, csak több állam egyesül gazdasági, politikai és kulturális célok hatékonyabb érvényre juttatása céljából. A **föderáció** kicsit leegyszerűsítve az, amikor több állam egyesüléséből olyan új állam keletkezik, amely a szuverenitásból eredő jogosítványokat a lehető legmagasabb szinten gyakorolja, de a tagállamok többé-kevésbé megtartják önállóságukat. Lehet területi alapú vagy nemzeti alapú. A leírtakból az vélelmezhető, hogy a különbség a konföderáció és a tervezett föderáció között a tagállami szuverenitás feladásának mértékében van. Valószínű, hogy az EU a **funkcionális föderalizmus** irányába fejlődik. Sokan a 18 EU-tagállamból álló Gazdasági és Monetáris Uniót is föderális szerkezetnek, az Európai Központi Bankot föderális intézménynek tartják.

A föderalizmussal foglalkozó szakirodalom szerint szoros az összefüggés a tagállamok száma és a föderális és az állami szint közötti hatalommegosztás között. A tagállamok közötti koordináció magas tranzakciós költségei a föderalizmus felé való elmozdulást tehetik szükségessé. Ugyanakkor a nemzeti sokszínűség és a nyelvek nagy száma, illetve ebből is adódóan a kisebb mértékű migráció miatt az Európai Unió föderációja eleve más, lazább lehet, mint a szövetségi államoké.²⁸⁵

Egy lehetséges konkrét megközelítés szerint a politikai unió a legnagyobb mértékben a Svájci Államszövetséghez lenne hasonlítható, ahol minden, az alkotmány által a szövetségi kormányhoz nem delegált hatalom a kantonok kezében van.²⁸⁶ A központ mindig is tiszteletben tartotta a kantonok autonómiáját. Speciális körülmény, hogy a Svájci Államszövetség 1848-ban történt deklarálását több száz éves fejlődés előzte meg, beleértve a liberálisok és a konzervatívok valamint a protestánsok és a katolikusok közötti feszültségek enyhítését.

A svájci modellen alapuló politikai unió feltételezi egy, az európai uniós állampolgárok közvetlenül felelő végrehajtó testület létrehozását, amelynek alapja a jelenlegi Európai Bizottság, az Európai Parlament mint jogalkotó alsóház szerepének erősítését, valamint az Európai Tanács jogalkotó felsőházzá történő alakítását. A feladatok és hatáskörök meghatározása továbbra is a szubszidiaritás elvén alapulna. A korlátozott, de erős központ a lehető legnagyobb mértékű helyi sokszínűséggel kell, hogy párosuljon. Az európai integráció eddigi eredményeire építve a svájci modellel összhangban lévő politikai unió néhány év vagy évtized alatt létrehozható.

A nemzetállamok föderációjának megteremtéséhez elengedhetetlen egy **új európai uniós alapszerződés**. A valódi gazdasági és monetáris unió létrehozása megindulhat a je-

²⁸⁵ Szalai Ákos: Fiskális föderalizmus. Áttekintés. Közgazdasági Szemle, XLIX. évf., 2002. május, 437. o.)

²⁸⁶ Nicolas Berggruen and Nathan Gardels: The Next Europe. Towards a Federal Union. Foreign Affairs, Volume 92, Number 4, July/August 2013., 135-138. o. Az e forrás alapján ismertett koncepciónak nagyobb súlyt ad, hogy az a Berggruen Institute on Governance's Council for the Future of Europe elnevezésű szervezet által szervezett konferencián elhangzottakat foglalja össze és szintetizálja. A részt vevő szakértők listája Marek Belkától Axel Weberig terjed. A teljes névsort lásd: <http://berggruen.org/councils/the-future-of-europe>

lenlegi jogi keretek között, de csak az alapszerződés módosításával fejezhető be. Az alapszerződés módosítására jogosult kormányközi konferencia összehívása előtt széles körű társadalmi vitát kell folytatni a témáról.

A 2014-ben tartandó következő európai parlamenti választások előtt a Bizottság közzéteszi az Európai Unió jövőjéről szóló elképzeléseit. Időben fogja nyilvánosságra hozni az alapszerződés módosítására vonatkozó javaslatát. Végül az Unió helyzetéről szóló jelentés utalt arra, hogy az Európai Unió (illetve jogelődjei) a béke garantálása végett jött létre. Most az Európai Uniót a globalizációs kihívás megválaszolására kell alkalmassá tenni.

A Rompuy- és a Barroso-jelentés útmutatásai alapján 2012. november végén tette közzé az **Európai Bizottság a mély és valódi gazdasági és monetáris unióról szóló vitaanyagát**.²⁸⁷ Ezen a vitaanyagon alapul a Herman Van Rompuy, az Európai Tanács elnöke által jegyzett, José Manuel Barrosoval, az Európai Bizottság elnökével, Jean-Claude Junckerrel, az eurócsoport akkori elnökével és Mario Draghival, az Európai Központi Bank elnökével együttműködésben készített, 2012. december 5-én nyilvánosságra hozott, „**Valódi gazdasági és monetáris unió felé**” című jelentés, amit a továbbiakban a **négy elnök jelentéseként** említünk.²⁸⁸

A négy elnök jelentése egyrészt kiemeli a Bizottság vitaanyagának leglényegesebb megállapításait, másrészt helyenként kiegészíti és értelmezi azokat, harmadszor, és ez a legfontosabb, **időbeli ütemezést** ad a gazdasági és monetáris unió felé történő előrehaladáshoz. A négy elnök jelentése a **Gazdasági és Monetáris Uniót alkotó EU-tagállamokra vonatkozik**, amelyek pénze az euró. Ugyanakkor a GMU mélyítésének a folyamatát a nyitottság és a transzparencia fogja jellemezni, és teljes mértékben összhangban lesz az egységes piaccal. Más szavakkal: az átlátható folyamathoz az euróövezetbe nem tartozó bármelyik EU-tagállam csatlakozhat, illetve a Gazdasági és Monetáris Uniót nem az eddigi európai uniós vívmányok rovására fogják mélyíteni, ez utóbbiak koncentráltan jutnak kifejezésre az egységes belső piacban. A négy elnök várakozásai szerint a rugalmasabb és jobban integrált GMU megvédi tagállamait a külső sokkaktól, megőrzi a szociális kohézió európai modelljét, és fenntartja az EU globális szintű befolyását. A jelentés nem mondja ki, de tartalmából az is következik, hogy a kitűzött célok megvalósítása a kívülálló EU-tagállamok számára is vonzóbbá teszi a Gazdasági és Monetáris Uniót.

²⁸⁷ European Commission: Communication from the Commission. A blueprint for a deep and genuine economic and monetary union. Launching a European debate. COM(2012) 777 final, Brussels, 28.11. 2012. Elérhető:

http://ec.europa.eu/commission_2010-

[2014/president/news/archives/2012/11/pdf/blueprint_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/news/archives/2012/11/pdf/blueprint_en.pdf)

²⁸⁸ Herman Van Rompuy: Towards a genuine economic and monetary union. In collaboration with José Manuel Barroso, President of the European Commission, Jean-Claude Juncker, President of the Euro Group, Mario Draghi, President of the European Central Bank. Brussels, 5 December 2012., 18 oldal. Elérhető:

http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf

A négy elnök jelentése a valódi gazdasági és monetáris unió létrehozását három szakaszban irányozza elő. Az **első szakasz** 2012 végén kezdődik és 2013-ban fejeződik be. (Emlékeztetőül: a jelentés 2012. december 5-re datálódik.) Ebben a szakaszban végrehajtják a hatos jogszabálycsomagot, a fiskális paktumot, továbbá a GMU-ban a költségvetési tervek felügyeletéről és a költségvetési kiigazítás erősítéséről rendelkező két jogszabályt. Létrehozzák a gazdaságpolitikai koordinációt, azon belül a gazdaságpolitikai reformok megfelelő keretrendszerét, amely a fiskális paktum 11. cikke alapján ex ante jellegű lesz.²⁸⁹ Kialakítják a bankrendszer egységes felügyeleti mechanizmusát. Hatályba léptetik a hitelintézetek és más pénzügyi közvetítők felügyeletéről szóló irányelvet és a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó, prudenciális követelményeket tartalmazó rendeletet.²⁹⁰ Megegyeznek továbbá a tagállami bankszanálási és betétgarancia-rendszerek harmonizációjáról. Felállítják a bankok ESM-en keresztül történő felőkésítését szolgáló keretrendszert. (A részleteket az 5.3. fejezet mutatja be.)

A **második szakasz** a négy elnök tervei szerint 2013–2014-ben valósul meg. Ebben a szakaszban egyrészt befejezik az integrált pénzügyi keretrendszert a közös bankszanálási ügynökség létrehozásával. A cél a bankszanálási döntések gyors, pártatlan és a közérdek figyelembevételével történő meghozatala. Másrészt kialakítják a konvergencia- és versenyképességi eszköznek nevezett mechanizmust a strukturális politikák erőteljesebb koordinációjára, konvergenciájára és végrehajtására. Ez **az egyes tagállamok és az európai intézmények közötti szerződéses kapcsolat** formáját ölti az érintett országok által vállalt politikákról és azok végrehajtásáról. A szerződésektől azt várják, hogy erősítik a tagállamok kormányainak helyzetét a hazai nagy nyomásgyakorló csoportokkal szemben, ezáltal megkönnyítik a szerkezeti reformok végrehajtását. Ezeket eseti alapon kiegészítheti átmeneti jellegű, célzott és rugalmas pénzügyi támogatás. Mivel átmeneti konstrukcióról van szó, ezért azt a többéves európai uniós pénzügyi kerettől külön fogják kezelni.

²⁸⁹ Részletesebben lásd: European Commission: Communication from the Commission to the European Parliament and the Council. Towards a Deep and Genuine Economic and Monetary Union. Ex ante coordination of plans for major economic policy reforms. COM(2013) 166, final, Brussels, 20.3. 2013., 7 oldal. Elérhető:

http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/pdf/2039_166_final_en.pdf

²⁹⁰ Európai Bizottság: Javaslat. Az Európai Parlament és a Tanács irányelve a hitelintézetek tevékenységéhez való hozzáférésekről és a hitelintézetek és befektetési vállalkozások prudenciális felügyeletéről, valamint a pénzügyi konglomerátumhoz tartozó hitelintézetek és befektetési vállalkozások kiegészítő felügyeletéről szóló 2002/87/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv módosításáról. COM(2011) 453 végleges, Brüsszel, 2011. 7. 20. Elérhető:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0453:FIN:hu:PDF>

Európai Bizottság: Javaslat. Az Európai Parlament és a Tanács rendelete a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről. COM(2011) 452, végleges, Brüsszel, 2011. 7. 20. Elérhető:

[http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SPLIT_COM:2011:0452\(01\):FIN:HU:PDF](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SPLIT_COM:2011:0452(01):FIN:HU:PDF)

[http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SPLIT_COM:2011:0452\(02\):FIN:HU:PDF](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SPLIT_COM:2011:0452(02):FIN:HU:PDF)

[http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SPLIT_COM:2011:0452\(03\):FIN:HU:PDF](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SPLIT_COM:2011:0452(03):FIN:HU:PDF)

A **harmadik szakaszra** 2014 után kerül sor. Ebben a szakaszban javítani kívánják a GMU rugalmasságát egy sokkok felfogására alkalmas, EU-szintű funkció létrehozásával. Ennek jegyében egyrészt jól körülhatárolt és korlátozott fiskális kapacitást hoznak létre az országspecifikus sokkok kezelésének javítására EU-szintű **biztosítási rendszer** formájában. Ez erősíti a GMU rugalmasságát és kiegészíti a második szakaszban előirányzott megállapodásokat. Egy normatív és ösztönzésen alapuló rendszer lehetővé tenné, hogy a mechanizmus igénybevételére jogosult tagállamok a szerződéses kötelezettségeikkel összhangban lévő felelős fiskális és strukturális politikát folytassanak. Ezáltal a két cél (az aszimmetrikus sokkok hatásainak mérséklése és fegyelmezett gazdaságpolitikák ösztönzése) szorosan összekapcsolódik, kiegészíti és kölcsönösen támogatja egymást. Másrészt folytatni kívánják a **gazdaságpolitikák koordinációjának javítását** (elsősorban az adózás és a foglalkoztatás terén), valamint a tagállami fiskális politikák terén a közös döntéshozatal erősítését.

A négy elnök víziója teljes bank-, fiskális, gazdasági és politikai unió kiépítését célozza. Politikai unióra azért van szükség, mert a bank-, a fiskális és a gazdasági uniótól elválaszthatatlan a megfelelő demokratikus legitimitáció és elszámoltathatóság a döntéshozatalban. Ezzel kapcsolatban nem árt megjegyezni, hogy a fiskális, a gazdasági és a politikai unió definíciója nem egyértelmű. A témát érintő európai uniós dokumentumok sem segítik az eligazodást. Az viszont kétségtelen, hogy az integráció jelzett irányba történő továbbfejlesztése elengedhetetlen a szuverén adósságválság megoldása szempontjából.

A Bizottság vitaanyaga bővebben tárgyalja a négy elnök jelentésében foglaltakat. A bizottsági munkaanyag nagy teret szentel a második szakaszban előirányzott **konvergencia- és versenyképességi eszköznek**.²⁹¹ Ez szerződéses viszonyt hozna létre a GMU-tagállamok és az Európai Bizottság között a szerkezeti reformok végrehajtására. Ez az új konstrukció a meglévő európai uniós felügyelet kereteire, jelesül a makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzését és korrekcióját szolgáló eljárásokra épül. A szerződés megkötése kötelező lenne a makrogazdasági egyensúlyhiány-eljárás alatt lévő GMU-tagállamokra. Az általuk benyújtandó kiigazítási program lenne a megállapodás alapja. Azon országok esetében, amelyeknek preventív lépéseket kell végrehajtaniuk a makrogazdasági egyensúly javítása érdekében, az eszköz igénybevétele önkéntes. Ugyanolyan tervet kell benyújtaniuk, mint a túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány esetében. A megállapodások alapját a túlzott makrogazdasági egyensúlyhiánnyal kapcsolatos országspecifikus ajánlások képezik. Az alkalmazkodási kapacitás növelésére, a versenyképesség és a pénzügyi stabilitás ösztönzésére fektetik a hangsúlyt, azaz azokra a tényezőkre, amelyek a GMU működésének is a leglényegesebb feltételei. A reformprogramokban vállalt kötelezettségek teljesítését pénzügyi forrásokkal fogja támogatni az EU, amelyek fedezetét a közös költségvetésben biztosítják. Csak azok az országok juthatnak

²⁹¹ Részletesen lásd: European Commission: Communication from the Commission to the European Parliament and the Council. Towards a Deep and Genuine Economic and Monetary Union. The introduction of a Convergence and Competitiveness Instrument. COM(2013) 165, Brussels, 20.3.2013. final, 8 oldal. Elérhető:

http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/pdf/2039_165_final_en.pdf

hozzá ezekhez a forrásokhoz, amelyek maguk is hozzájárulnak az alaphoz. A folyósítás a strukturális alapokkal konzisztens módon történik.²⁹²

Ennek a javaslatnak a visszhangja meglehetősen visszafogott volt a tagállamok között, holott vannak gyengeségei. Az elképzelés nem számol azzal, hogy a szerkezeti reformok végrehajtásának elmaradása két, egyébként egymástól nehezen elválasztható okra vezethető vissza. Az egyik a reformok közvetlen költségeit és a vesztes érdekcsoportok kompenzációját finanszírozó pénzügyi források, a másik pedig a reformok melletti politikai elkötelezettség hiánya. Az eszköz igénybevételét csak azon országoknak lenne célszerű lehetővé tenni, amelyek nem rendelkeznek a szerkezeti reformok végrehajtásához szükséges költségvetési forrásokkal.²⁹³ Ha az eszközt mindegyik GMU-tagállamra kiterjesztik, akkor megjelenhet az erköcsi kockázat.

A Bizottság ismertetett koncepciójával szemben Jacques Delors szerint egy szuper kohéziós alap felállítására lenne szükség a GMU-tagállamok alkalmazkodásának előmozdítására. Ez abban különbözne a jelenlegi kohéziós alaptól és strukturális alapoktól, hogy egyrészt átmeneti lenne, másrészt forrásai a konvergenciát szolgálnák, végül a Bizottságnak nagyobb beleszólása lenne a források felhasználásába. A mechanizmus az euróövezet azon tagállamaira terjedne ki, amelyek belső leértékelést hajtanak végre és nincsenek elegendő pénzügyi forrásaik költséges szerkezeti reformok finanszírozására, beleértve azok kedvezőtlen társadalmi következményeinek a tompítását.²⁹⁴

A Bizottság vitaanyagában szó van arról, hogy középtávon (1,5 év és 5 év között, a valódi Gazdasági és Monetáris Unió létrehozásának harmadik szakaszában) a GMU-tagállamok közösen bocsátanának ki rövid lejáratú (egy- és kétéves), euróban denominált állampapírt. Hosszabb távon (5 éven túl) a bizottsági anyag javasolja egyrészt olyan **autonóm költségvetési eszköz** létrehozását a GMU-ban, amely a tagállamok sokkokkal szembeni védelmét szolgálná. Ez lényegében megegyezik a Tommaso Padoa-Schioppa Group által kidolgozott **biztosítási alap** koncepcióval. Másrészt előírányozza **visszafizetési alap** létrehozását a német szakértői tanács javaslatainak megfelelően, valamint közös **stabilitási kötvények** kibocsátását a Bizottság 2011. november 23-i zöld könyvében foglaltakkal összhangban.

A mély és valódi Gazdasági és Monetáris Unió létrehozásáról szóló viták kapcsán vetődött **fel a GMU szociális dimenziójának** az erősítése. Ezt a foglalkoztatási és szociális mutatószámok tagállamok közötti divergenciái tették szükségessé. Ezek alapján az Európai Unió fundamentális célkitűzéseit (mindegyik tagállam profitáljon az EU-ból, a tagállamok életszínvonala és életminősége javuljon) nem érték el. A szociális különbségek a GMU működésére is rányomhatják bélyegüket. A jól működő Gazdasági és Monetáris Uniónak tekintettel kell lennie a gazdasági növekedést, a munkahelyteremtést és a versenyképességet növelő reformok szociális következményeire is.

²⁹²A konvergencia- és versenyképességi eszköz különféle európai uniós dokumentumokban megjelenő jellemzőinek elemzését lásd: Eulalia Rubio: Which Financial Instrument to Facilitate Structural Reforms in the Euro Area? Notre Europe Policy Paper No. 104, 2013. december, 14. o.

²⁹³Eulalia Rubio: i. mű, 8. o.

²⁹⁴Eulalia Rubio: i. mű, 11. o.

A 2012. decemberi és a 2013. júniusi európai tanácsi értekezlet síkraszállt a szociális dimenzió erősítése mellett, és a szociális és a munkaerő-piaci helyzet erőteljesebb figyelemmel kísérésének szükségességét hangsúlyozta. A Bizottság 2013. október 2-i közleménye ezt a politikai iránymutatást konkretizálta.²⁹⁵

A szociális dimenzió a gazdasági kormányzás része. Ennek keretében olyan mechanizmusok és intézmények létrehozását irányozzák elő az európai szemeszter keretében, amelyek segítségével időben azonosítani lehet azokat a foglalkoztatáshoz és munkaerőpiachoz köthető problémákat és kihívásokat, amelyek kockázatot jelentenek a tagállamoknak és a GMU-nak egyaránt, és amelyekre közös és koordinált válaszokat kell adni.

Ennek jegyében, először, a makrogazdasági egyensúlyhiányok korai azonosítására szolgáló mutatószámokat ki kívánják egészíteni a **foglalkoztatásra és a munkaerőpiacra vonatkozó indikátorokkal** (aktivitási ráta, hosszú távú munkanélküliségi ráta, fiatalok munkanélküliségi rátája, szegénységi és szociális kirekesztés mutatói). A releváns európai uniós dokumentumokban külön fejezetben kell foglalkozni a tagállamok foglalkoztatási és szociális helyzetével.

Másodsor, a Bizottság javasolja, hogy az Európa 2020 stratégia és az éves növekedési jelentés keretében készülő közös foglalkoztatási jelentéshez a foglalkoztatásra és a szociális helyzetre vonatkozó **eredménytáblát** csatoljanak. Ennek összetevője a munkanélküliség szintje és annak változása, fiatalok munkanélküliségi rátája, az oktatásban, szakképzésben részt nem vevő és munkahellyel nem rendelkező fiatalok a korosztály százalékában, a háztartások rendelkezésre álló bruttó reáljövedelme, a munkaképes korú népesség szegénységi kockázati szintje, a jövedelemegyenlőtlenség S80/S20 rátája.²⁹⁶ Az indikátorok és az eredménytábla a tisztánlátást és a figyelemfelhívást célozza, szankciók nem kapcsolódnak hozzájuk.

Harmadszor, az európai szemeszter keretében a foglalkoztatási és a szociális politikák erőteljesebb **koordinációját** irányozzák elő. Ez feltételezi a kulcsfontosságú tényezők közös elemzését és a legürgetőbb intézkedések és reformok meghatározását.

A 2014 és 2020 közötti költségvetési periódusban az európai uniós alapok forrásait a szociális dimenzió erősítésére fogják felhasználni, azaz pótlólagos pénz nem jelenik meg a rendszerben. Ezekhez kapcsolódik a foglalkoztatási és szociális innovációs program és a fiatalok foglalkoztatását előmozdító kezdeményezés. A kitűzött célok megvalósításához járulhat hozzá a munkaerő mobilitásának az ösztönzése.

²⁹⁵ European Commission: Strengthening the social dimension of the economic and Monetary Union. Communication from the Commission to the European Parliament and the Council. COM(2013) 690 provisoire, Brussels, 2.10., 2013., 19. o. Elérhető:

http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/andor/headlines/news/2013/10/20131002_en.htm

²⁹⁶ Más néven jövedelem kvintilis ráta, amely a jövedelemeloszlás egyenlőtlenségét méri. Kiszámítása úgy történik, hogy a lakosság legnagyobb jövedelmű 20 százalékának a jövedelmét elosztják a legalsó jövedelmű 20 százaléknak a jövedelmével. A jövedelem minden esetben rendelkezésre álló jövedelem.

A szociális dimenzió szolgálatába kívánják állítani rövid távon a tervezett konvergencia- és versenyképességi eszközt, hosszabb távon pedig a szintén tervezett autonóm költségvetési eszközt. Mindez feltételezi a szociális dialógus erősítését.

Az ismertetett koncepciók megvalósíthatósága, illetve megvalósítása meglehetősen bizonytalan. Miként a tagállamok szintjén a szerkezeti reformok kezdeményezésében és végigvitelében, úgy az integráció továbbfejlesztésében is lényeges hajtóerő a gazdasági és politikai kényszer. A szuverén adósságválság nyomása alatt elfogadott koncepciók megvalósítása is lelassul, ha a külső kényszer gyengül. Miután 2012. szeptember elején Mario Draghi elnök bejelentette, hogy az Európai Központi Bank mindent megtesz az euró megmentéséért, nemcsak az euróövezet tagállamaiban, hanem a GMU szintjén is alábbhagyott az aktivitás.

5.3. A tervezett bankunió és a megvalósítás eddigi eredményei

Miként korábban más összefüggésben már szó volt róla, a szuverén adósságválság bankválsággal kapcsolódott össze a Gazdasági és Monetáris Unióban. A bankok és a kormányok között létrejött, kölcsönös függőségen alapuló **összefonódás** nyomán mindkét gazdasági szereplő másiktól való sérülékenysége fokozódott.

A kormányok sérülékenysége arra vezethető vissza, hogy ha egy ország jelentős súlyú bankja likviditási vagy egyéb pénzügyi nehézségekkel szembesült, akkor az azonnal negatív hatással volt az államadósságra és az államháztartás finanszírozási költségeire. A piaci szereplők ugyanis azt feltételezték, hogy a bankmentés állami eszközökből fog megtörténni, ami nagymértékben emeli az államadósságot és annak finanszírozási költségeit. A pénzügyi stabilitást veszélyeztető bankcsődök elkerülése, a bankok feltőkésítése a tetemes költségek miatt csak közpénzből lehetséges. A bankok kimentése megterheli a tagállamok államháztartását: növeli a deficitet és az államadósságot, aminek következtében megkérdőjeleződhet az érintett országok államháztartásának fenntarthatósága.

A bankok sérülékenysége azzal kapcsolatos, hogy ha egy állam adósságai jelentősen megnöttek, vagy különböző okokból az állampapír-piaci finanszírozási feltételek érzékenyen romlottak, ez azonnal negatív hatással volt az adott ország bankjainak megítélésére is. Nagyszámú GMU-tagállamban ugyanis számottevő a bankok portfóliójában lévő állampapírok súlya. Ez különösen az eladósodott GMU-tagállamokra jellemző, ahol – nem utolsósorban kormányuk nyomására – a bankok vásárolták meg azokat a kockázatos állampapírokat, amelyek a többi gazdasági szereplőnek nem kellettek. A banki portfóliókban lévő állampapírok árfolyamának az erőteljesebb csökkenése (például hozamemelkedés miatt) a bankrendszer stabilitását gyengíti. Szélsőséges esetben, azaz államcsőd esetén a bankok portfóliójában lévő állampapírok elértéktelenednek, ami bankválsághoz vezethet. A bankok eme kockázataihoz és potenciális veszteségeihez adódnak még hozzá a hazai gazdasággal szembeni további kitettségből származók. Az eladósodott tagállamok (Görögország, Portugália, Írország és Ciprus) kimentését éppen az tette szükségessé, hogy a szuverén adósok csődjének a lehetősége az egész GMU bankrendszerét destabilizálhatta volna. Ilyen kockázatok nem lettek volna akkor, ha a bankok portfóliójában nem lett volna óriási mennyiségű állampapír.

Modellszámítások szerint a sérülékeny országokban a **bankok piaci megítélése és a szuverén adósságkockázat közötti korreláció** szoros. Ez jellemezte az utóbbi években Spanyolországot és Olaszországot, míg Németországban a két tényező között lényegében egyáltalán nem volt korreláció. Gyenge volt a korreláció az USA-ban és az Egyesült Királyságban.²⁹⁷

További tapasztalati tény, hogy a GMU egyik tagállamának pénzügyi instabilitása kockázat az egész Gazdasági és Monetáris Unióra nézve. Ezért kiemelkedő fontossága van a pénzügyi stabilitás átfogó rendszere kialakításának. A pénzügyi stabilitást úgy kell biztosítani, hogy közben ne csorbuljon az egységes pénzügyi piac.

5.3.1. A tervezett bankunió fő vonásai

Ami az előzményeket illeti, a bankválságok kezelésének jegyében 2010-ben az Európai Unióban új felügyeleti intézményeket állítottak fel a kockázatkezelés javítására, illetve a meglévő intézményeket átalakították. A **makroprudenciális felügyelet** erősítése érdekében hozták létre 2010-ben az **Európai Rendszerkockázati Testületet** (European Systemic Risk Board – ESRB), amelynek feladata a makroszintű kockázatok jelzése, megakadályozása és mérséklése valamint a pénzügyi rendszer stabilitásának a felügyelete. Az ESRB ezzel hivatott a belső piac zavartalan működéséhez hozzájárulni. Az ESRB a rendszerszintű kockázatokra figyelmeztetve ajánlásokat bocsát ki. Az intézményben kiemelkedő szerepet játszik az Európai Központi Bank.

A **mikroprudenciális felügyelet** javítása végett 2011 elején a korábbi európai uniós szintű pénzügyi felügyelettel foglalkozó bizottságokat megerősítették, és hatóságokká alakították. Így jött létre az 1093/2010/EU, az 1094/2010/EU és az 1095/2010/EU rendelet értelmében az **Európai Bankfelügyeleti Hatóság** (European Banking Authority – EBA), az **Európai Biztosítási és Foglalkoztatói Nyugdíj-felügyeleti Hatóság** (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA) és az **Európai Értékpapír- és Piac-felügyeleti Hatóság** (European Securities and Markets Authority – ESMA). E felügyeletek feladata a felügyelés minőségének és konzisztenciájának a javítása, a határokon átnyúló bankcsoportok felügyelete, a válságmegelőzés és válságkezelés az EU-ban, valamint közös normák kidolgozása a pénzügyi intézetek számára.

Az 1024/2013/EU tanácsi rendelet²⁹⁸ külön feladatokat delegált az **Európai Központi Bankhoz** a hitelintézetek prudenciális felügyeletére vonatkozó politikákkal kapcsolatban. Az Európai Parlament és a Parlament 1022/2013/EU rendelete²⁹⁹ az Európai Köz-

²⁹⁷ Jean Pisany-Ferry and Guntram B. Wolff: The fiscal implications of a banking union. Bruegel Policy Brief, 2012/2, 2012. szeptember, 3-4. o.

²⁹⁸ A Tanács 1024/2013/EU rendelete (2013. október 15.) az Európai Központi Banknak a hitelintézetek prudenciális felügyeletére vonatkozó politikákkal kapcsolatos külön feladatokkal történő megbízásáról.

²⁹⁹ Az Európai Parlament és a Tanács 1022/2013/EU rendelete (2013. október 22.) az európai felügyeleti hatóság (Európai Bankhatóság) létrehozásáról szóló 1093/2010/EU rendeletnek a 1024/2013/EU tanácsi rendelet értelmében az Európai Központi Bank külön feladatokkal történő megbízása tekintetében történő módosításáról.

ponti Bank és az Európai Bankfelügyeleti Hatóság közötti feladat- és hatáskörök elhatárolása végett módosította az EBA-t létrehozó 1093/2010/EU rendeletet.

A mikroprudenciális felügyelet része még a tagállami felügyeletkből álló **Pénzügyi Felügyeletek Európai Rendszere** (European System of Financial Supervision – ESFS). Feladata továbbra is az európai uniós tagállamokban bejegyzett pénzügyi intézmények felügyelete. A makro- és a mikroprudenciális felügyelet egymást erősíti. Az egyes bankokra vonatkozó egyedi adatok alapján jobban meg lehet becsülni a mikroszintű kockázatokat, ez utóbbiakból pedig a makroszintűeket.

Az említetteken túlmenően a válságkezelés és -megelőzés jegyében nagyszámú, a pénzügyi szférára vonatkozó irányelvjavaslatot dolgoztak ki és irányelvet fogadtak el, illetve sok javaslat van előkészítési és megvalósítási fázisban.

Ezek a megfelelő irányba tett lépések voltak. A létrehozott intézmények fontos szerepet játszottak a pénzügyi szabályozás megerősítésében, de nem voltak elégségesek. Az új intézményeknek nem volt megfelelő hatáskörük, kevés forrással rendelkeztek feladatuk ellátására, és nagymértékben voltak a tagállami felügyeletek által adott információkra ráutalva. Az egyedi intézmények nemzeti felügyelet alatt maradtak. Sokáig nem volt európai uniós szintű válságkezelésre vonatkozó szabályozás sem. A biztonsági hálót képviselő intézmények (betétbiztosítók, szanálási alapok) ugyancsak tagállami hatáskörben voltak.

Miként az előző fejezetben arról más összefüggésben szó volt, a szuverén adósságválság, főként pedig a bankválság enyhítésének jegyében fogadta el az Európai Tanács 2012. június 28–29-i ülése az ún. **integrált pénzügyi keretet** a pénzügyi stabilitás biztosítására, amelyet **bankunió** néven is emlegetnek.³⁰⁰ E mögött az a felismerés húzódik meg, hogy a bankok és a szuverén adósok egymásrautaltságából adódóan pénzügyi kockázatokkal jár, ha a bankok a pénzügyileg gyenge szuverének, azaz kormányok felügyelete alatt vannak, illetve kizárólag a nemzeti kormányok viselik a felelősséget a területükön székhellyel rendelkező bankok kimentéséért. A bankunió ezeknek a kockázatoknak a minimalizálására hivatott.³⁰¹ Az sem hagyható figyelmen kívül, hogy a bankszektor integrációs szintű szabályozása politikai szempontból kevésbé érzékeny, gyengébb ellenállásba ütközik, mint a nemzeti szuverenitás részét képező fiskális szféráé. Sok szakértő szerint az Európai Tanácsnak az euró 1999-ben kezdődött bevezetése óta ez volt a **legjelentősebb állásfoglalása** az európai integráció erősítését illetően.

A bankunióról szóló európai tanácsi állásfoglalás értelmében európai uniós szintre kívánják emelni a felügyeleti hatáskört, valamint szintén európai uniós szintű közös mechanizmusokat irányoznak elő a bankok szanálására és az ügyfélbetétek biztosítására. Mindehhez közös forrásfedezetet rendelnek. A bankunió e **négy pillére** szorosan össze-

³⁰⁰ Az Európai Tanács következtetéseinek (Brüsszel, 2012. június 29. EUCO 76/12 CO EUR CONCL 2) vonatkozó része „A cél a valódi Gazdasági és Monetáris Unió”, Herman Van Rompuynek, az Európai Tanács elnökének a jelentése (Brüsszel, 2012. június 26., EUCO 120/12, PRESSE296, PR PCE 102) című dokumentumon alapul.

³⁰¹ Jean Pisany-Ferry and Guntram B. Wolff: The fiscal implications of a banking union. Bruegel Policy Brief, 2012/2, 2012. szeptember, 2. o.

függ egymással. Az európai uniós szintű irányítást nehezíthetik az egyes pillérekre vonatkozó, eltérő tagállami szabályozások.

A bankunió kinyilvánított **átfogó célja** a GMU pénzügyi rendszere sérülékenységének a csökkentése a pénzügyi integráció erősítése révén, valamint a banksődök európai polgárokra háruló költségeinek a mérséklése. A bankunió koncepciója tükrözi egyrészt azt a felismerést, hogy az államháztartással kapcsolatos szabályok további szigorítása nem elegendő a Gazdasági és Monetáris Unió zavartalan működésének biztosításához. Másrészt a bankunió tekinthető egy **rendszerszintű problémára adott első rendszerszintű válasznak** is. Korábban ugyanis a bankok problémáinak a kezelése hasonlított a tagállamok likviditási gondjainak az orvoslására. Ha egy tagállam nem volt képes a bankrendszerének megfelelő támogatást nyújtani, akkor az európai uniós intézményekhez fordult pénzügyi segítségért, amelynek folyósítását azok szigorú feltételekhez kötötték. Ez a mechanizmus azonban kizárólag közvetlen nehézségek vagy feszültségek megoldására alkalmas, arra viszont nem, hogy erősítse az Európai Unió pénzügyi rendszerét, főként pedig megtörje a bank- és a szuverén adósságválságot összekötő ördögi kört.³⁰²

Ami a bankunió egyes elemeit illeti, az Európai Központi Bank égisze alatt, az EKB elkülönült feladataként 2012 végéig létrehozni kívánt **integrált vagy egységes bankfelügyelet** (Single Supervisory Mechanism – SSM) elengedhetetlen a prudenciális szabályok hatékony alkalmazásához és a kockázatkezelésnek és a válságmegelőzésnek az EU egészében történő biztosításához.³⁰³ E mögött az az értékelés húzódik meg, hogy amíg a bankok transznacionálissá váltak, illetve általában is erősödött a pénzügyi integráció (különösen a tagországok között a GMU-ban), addig a szabályozás jórészt megmaradt tagállami keretek között. A globális pénzügyi és gazdasági válság során ez az ellentmondás kiéleződött. Nagyszámú negatív példa igazolja, hogy a koordináció önmagában kevés ennek az ellentmondásnak az áthidalásához. Ráadásul a válság egyes szakaszaiban a tagállami felügyelet közötti koordináció nem volt megfelelő. Ha erősebb és konzisztensebb felügyelet lett volna, akkor valószínűleg több banksődöt meg lehetett volna előzni a GMU-ban, illetve az EU-ban. A közös felügyelet nem csekély mértékben járulhat hozzá ahhoz, hogy felismerjék a bankrendszer stabilitását fenyegető pénzügyi buborékokat és más veszélyeket. A közös felügyelet lehet az alapja a bankszanálási mechanizmusnak és a közös betétbiztosítási rendszernek.

A közös bankfelügyelet felállításának szükségessége logikusan következik abból is, hogy miként arról a 3.3.2. fejezetben szó volt, az Európai Központi Bank implicite vállalta a végső hitelező szerepkör betöltését. Ilyen körülmények között a felügyelet nem maradhat tagállami hatáskörben.

³⁰² Sofia Fernandes: Debt Crisis and Banking Crisis: Are We Heading Towards European Guarantees? Notre Europe Policy Brief, No. 36, 2012. június, 8. o. Elérhető: http://www.notre-europe.eu/media/DebtCrisis-BankingCrisis_S.Fernandes_NE_June2012.pdf

³⁰³ European Commission: Proposal for Council Regulation conferring tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions. COM(2012) 511 final, Brussels 12.9.2012., 33 oldal. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/reform/20120912-com-2012-511_en.pdf

Az Európai Tanács 2012. júniusi állásfoglalásában rögzített eredeti elképzelések szerint **az EKB az EU-tagállamok összes bankjára felügyeleti és megelőzési beavatkozási jogkört kapna**. A beavatkozás mértéke európai uniós szinten a bankok méretétől és típusától függne. Ehhez a jogi lehetőségeket az Európai Unió működéséről szóló szerződés 127. cikkének (6) bekezdése adja.³⁰⁴ Az elképzelések szerint a bankok felügyeletéért végső soron az integrált bankfelügyelet lenne felelős, amely viszont a feladatokat megosztaná a tagállami felügyelettel. Az Európai Bankfelügyelet feladat- és felelősségi köre megmaradna, de a létrehozásáról szóló 1093/2010/EU rendeletet módosítanák.³⁰⁵ Azon feladatokat, amelyek ellátására az EKB nem kap felhatalmazást, továbbra is a nemzeti felügyeletnek látnák el. Ide tartoznak például a fogyasztóvédelemmel, a pénzmossással, a pénzforgalmi szolgáltatásokkal és az Európai Unión kívüli bankok fiókjaival összefüggő teendők. Ehhez kapcsolódik még a tőkekövetelményekre vonatkozó irányelv.³⁰⁶ Mindezek alapján az egységes felügyeleti mechanizmus jelenlegi (gyakran egymástól divergáló) nemzeti szabályrendszere helyett a Basel III megállapodáson alapuló harmonizált felügyeleti szabálykönyv szerint végezheti tevékenységét.³⁰⁷ Azok az euróövezeten kívüli tagállamok, amelyek részt kívánnak venni az egységes felügyeleti mechanizmusban, szoros együttműködésre vonatkozó megállapodást köthetnek. Svédország és az Egyesült Királyság kormánya jelezte, hogy a belátható jövőben nem kíván ilyen egyezményt kötni.

Az **egységes szanalási mechanizmus** (Single Resolution Mechanism – SRM) egyrészt azt a specifikus joganyagot testesíti meg, amelynek alapján rendezetten lehet átstrukturálni és/vagy felszámolni bizonyos pénzügyi közvetítő intézményeket. A pénzügyi tevékenységekhez kapcsolódó rendszerkockázatok és más intézményekre, illetve GMU-tagállamokra átgyűrűző hatások lehetősége miatt a csődeljárás, illetve a felszámolás hagyományos jogi-intézményi keretei nem alkalmazhatók erre a szegmentumra.

Másrészt az egységes szanalási mechanizmus része kell, hogy legyen egy **egységes szanalási alap** (Single Resolution Fund – SRF), amelynek forrását a pénzintézetek hozzájárulási képeznék. Az alap támogatást adhatna az európai uniós bankfelügyelet alá tartozó bankok szanalásához a nem életképes bankok szabályos felszámolása és az adófize-

³⁰⁴ Ennek értelmében „Az Európai Parlamenttel és az Európai Központi Bankkal folytatott konzultációt követően a Tanács különleges jogalkotási eljárás keretében, egyhangúlag eljárva elfogadott rendeletekben az Európai Központi Bankot a hitelintézetek és – a biztosítóintézetek kivételével – az egyéb pénzügyi szervezetek prudenciális felügyeletére vonatkozó politikákkal kapcsolatban külön feladatokkal bízhatja meg.”

³⁰⁵ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 1093/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority) as regards its interaction with Council Regulation (EU) No .../... conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions. COM(2012) 512 final, 2012/0244 (COD) Brussels, 12.9. 2012., 11 oldal.

³⁰⁶ Európai Bizottság COM(2011) 453

³⁰⁷ Nicolas Véron and Guntram B. Wolf: From supervision to Resolution: Next Steps on the Road to European Banking Union. Bruegel Policy Contribution, Issue 2013/04 February 2013., 3. o.

tők pénzének védelme érdekében. A közös szanálási alap felállítása révén el lehetne kerülni, hogy a bankokkal kapcsolatos problémák a tagállamok fizetőképességét veszélyeztessék, miként az Spanyolország, Írország és Ciprus esetében tapasztalható volt. Az EKB által fizetéseképtelennek minősített bankok szanálása ugyanakkor a tagállamok feladata lenne.

A **közös betétbiztosítási rendszer** (Single Deposit Mechanism – SDM) szintén európai uniós szintű lenne. A betétesek nemcsak azért aggódnak, mert a bankjuk csődbe megy, hanem azért is, mert euróban denominált megtakarításaik egyik pillanatról a másikra kevésbé értékes valutára konvertálódnak. A periféria eladósodott országaiban a betéteseknek pótlólagos garanciákra van szükségük arról, hogy megtakarításaik biztonságban vannak. A közös betétbiztosítási rendszer megerősítené a meglévő konstrukciók hitelességét, és garanciát nyújtana arra, hogy valamennyi hitelintézet biztosítható betétei elegendő mértékben biztosítottak legyenek, elejét véve egy esetleges bankpániknak, amit a betétesek megtakarításainak tömeges kivonása idézhet elő. Egyébként 2010. december 1. óta az Európai Unióban ügyfelenként és bankonként 100 ezer euró összegig garantálják a bankbetéteket bankcsődök esetén.

A betétbiztosítási rendszert és a szanálási alapot közös szanálási hatóság felügyelete alatt kívánják létrehozni. Egy ilyen keret csökkentené a betétbiztosítási rendszer alkalmazásának szükségességét. Emellett hitelességi megfontolásokból szükség van **pénzügyi védőhálóra** is, amit a GMU-tagállamok esetében az európai stabilitási mechanizmus biztosítana, azaz meg kívánják teremteni annak a lehetőségét, hogy az európai uniós bankfelügyelet létrehozása után az ESM nyújtson forrásokat a bankoknak. Ezzel kapcsolatban hangsúlyozandó, hogy egyrészt az ESM közös intézmény, GMU-szintű pénzügyi forrásokkal rendelkezik, másrészt eredetileg a pénzügyi forrásokat közvetlenül, a tagállami költségvetés megkerülésével kívánták eljuttatni az érintett bankokhoz. Az európai szanálási alap és a közös betétbiztosítási rendszer egy szervezeti egységben is működhet.

Az Európai Tanács 2012. júniusi állásfoglalása arról is döntött, hogy az EFSF, majd az ESM forrásai rugalmasan használhatók olyan tagállamok **államkötvényeinek vásárlására**, amelyek eleget tesznek az országspecifikus ajánlásoknak és a Stabilitási és Növekedési Paktum rendelkezései alapján és a túlzott egyensúlyhiány esetén követendő eljárás keretében vállalt egyéb kötelezettségeiknek és az azokban szabott határidőknek. Mindez arra enged következtetni, hogy a hitelező tagállamok a bankok ESM-forrásból történő közvetlen feltőkésítésének feltételül szabták a felügyelés szigorítását.

A bankunió hivatalos koncepciójához nem kapcsolódik annak a vizsgálata: milyen módon lehetne **a szabályozás eszközeivel** mérsékelni a szuverén adósok és a bankok közötti összefonódást azáltal, hogy érdekeltté teszik a bankokat állampapír-állományuk leépítésében, illetve abban, hogy minél kevesebb pénzt fektessenek állampapírba. Az állampapír-piaci kitétség csökkentése erősítené a bankrendszer, sőt az egész pénzügyi rendszer stabilitását. Figyelmet érdemel, hogy az euró bevezetése előtt például Németországban az államadósság több mint fele a német bankokra jutott. Ennek az az oka, hogy a szövetségi államok (tartományok) kötvénykibocsátás helyett bankhitelt vesznek fel

(főleg a helyi hitelintézetektől). A GMU létrejötte után az államadósság aránya csökkent a bankok portfóliójában.

A részletekben való elmerülés nélkül figyelmet érdemel, hogy egy erre vonatkozó javaslat³⁰⁸ szerint először is célszerű lenne **a szuverén adósságok kockázati súlyát nulláról megemelni** olyan nem túlságosan magas szintre, amely objektív kritériumok alapján állapítható meg. Ez utóbbira azért van szükség, hogy ne kelljen a nemzetközi hitelminősítő intézetekre hagyatkozni. Ezt azzal is indokolják, hogy ha a monetáris és a fiskális hatóságok egymástól elkülönült entitások a GMU-ban, akkor a szuverén adósság csökkenése nem nulla. Az európai uniós tökemegfelelési irányelv szó szerint vette át a bázeli megállapodások e rendelkezését.

Másodszor, az EKB felügyelete alá kerülő nagy bankok belső kockázati modelljeiben szintén érvényesíteni kellene az állampapírok nullánál nagyobb kockázati súlyát. Harmadszor, a likviditási követelményeket úgy kellene átalakítani, hogy azok ne ösztönözzék a bankokat állampapírok tartására, hanem más pénzügyi eszközök tartalékolásával tegyenek eleget az előírásoknak. Emellett a forgalmazási költségek mérséklésével és egyéb eszközökkel célszerű a háztartások és a befektetési alapok állampapír-vásárlásait ösztönözni. Végül elő kellene írni a bankok számára, hogy tőkéjüknek 25 százaléknál kisebb hányadát tarthassák egy szuverén adós államkötvényeiben.

5.3.2. A koncepció értékelése és vitatható, illetve vitatott pontjai

Bár a részletek még kidolgozásra várnak, a pénzügyi szolgáltatások egységes piacának fragmentációját elkerülendő, a **bankunió**nak célszerű kiterjednie az EU mind a 28 tagállamára. Az Európai Unión belül azonban indokolt a GMU-tagállamok és a kívülálló megkülönböztetése, mert a bankunióra vonatkozó javaslatok egy része a GMU működéséhez és stabilitásához kapcsolódik, nem pedig az egységes piachoz. A bankunió koncepciójában elsőbbséget kap a GMU működése az egységes piaccal szemben. A felügyeleti mechanizmusnak viszont az egységes piac pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó jogszabályaival összhangban kell lennie.

Ha az európai uniós forrásokat közvetlenül a bankok kapnák, vagyis az ESM jogosult lenne a bankok közvetlen, azaz a tagállamok megkerülésével történő feltőkésítésére, akkor ennek egyik következménye az lenne, hogy a feltőkésítés nem emelné az érintett ország államadósságát. Ezáltal csökkenne a nemzetközi hitelminősítő intézmények szerepe, ami szintén nem elhanyagolható a válságkezelésben. Az ESM államkötvények vásárlására is jogosult lenne a másodpiacokon a piac stabilizálása végett.

A **közös betétbiztosítási rendszernek** kétféle tökemenedikítést kellene megakadályoznia. Az első a gyenge bankokból az erősebbekbe történő tőkeátcsoportosítás. A második földrajzi: a periféria gyenge országaiból az erős országokba történő tőkeáramlás. A betétbiztosítási alapnak nemcsak a betéteket kell biztosítania, hanem a betétek euróban ki-

³⁰⁸ Daniel Gros: Banking Union with a Sovereign Virus. The self-serving regulatory treatment of sovereign debt in the euro area. CEPS Policy Brief, No. 289, 2013. március 27., 8 oldal. Elérhető: <http://www.ceps.be/book/banking-union-sovereign-virus-self-serving-regulatory-treatment-sovereign-debt-euro-area>

fejezett értékét még akkor is, ha – feltéve, de meg nem engedve – egy tagállam kilép a GMU-ból.

A közös betétbiztosítási rendszer mérsékelné a bankpánik (bank run) kockázatát mindegyik GMU-tagországban, de különösen a pénzügyi szempontból sérülékeny tagállamokban. Ennek azért van jelentősége, mert a jelenlegi körülmények között rendszerszintű kockázatot, konkrétan a GMU összeomlását a legnagyobb valószínűséggel legfeljebb egy több tagállamra kiterjedő általános bankpánik válthatna ki. Bankpánik kezelésére a szuverén államoknak több eszköz is rendelkezésére áll, mint például a betétbiztosítás, a bankokból való pénzfelvétel korlátozása és a központi bank által szükséghelyzetben biztosított likviditás. A GMU azonban nem állam.³⁰⁹

Egy, az 1980-as évek elején készült modell szerint a **bankpánik** egy megtakarító és egy bank közötti betéti szerződés egyik racionális kimenetele. Amíg a bank hosszabb lejáratra kölcsönöz, addig a megtakarítók rövid figyelmeztetés után kivonhatják pénzüket a bankból. Ha a megtakarítók kis része cselekszik így, akkor a bank ezt a helyzetet könnyen kezelni tudja, de ha a pénzkivonás meghalad egy bizonyos kritikus szintet, akkor önbeteljesítő bankpánik veheti kezdetét.³¹⁰ E modell és gondolatmenet lényeges eleme, hogy a bankpánik teljesen racionális lehet. Mervyn King, az angol jegybank volt elnöke szerint nem biztos, hogy a bankpánik kezdete racionális, de a benne való részvétel mindenképpen az.

A ciprusi, a görög és a spanyol megtakarítók szempontjából teljes mértékben **racionális viselkedés**, hogy bizonytalan helyzetben kiveszik pénzüket a bankokból. Ha erősödnek például a **Görögország** GMU-ból való kilépésére vonatkozó spekulációk, akkor az is racionális, hogy a görög megtakarítók kiviszik Görögországból a pénzüket. **Spanyolország** esetében a GMU-ból való kiválás nincs napirenden, valószínűsége viszonylag csekély, viszont bizonyos események (például a Bankia pénzüintézet kimentése, a takarékpénztárak gyengeségéről szóló hírek, a fokozódó belpolitikai instabilitás stb.) alapján a megtakarítók megalapozottan tétélezhetik fel, hogy a spanyol állam nem képes megfelelően garantálni a bankrendszer működését.

A GMU-ban a bankpánikok negatív hatásait felerősítheti az **európai uniós jogi szabályozás**. Az Európai Unió működéséről szóló szerződés 66. cikke értelmében a tőkemozgásokat egy tagállam rendkívüli körülmények fennállása esetén az európai uniós intézményekkel való konzultációt követően csak harmadik országok viszonylatában korlátozhatja, de csak átmenetileg. Az alapszerződés eme cikkét lehet például a Svájcba irányuló tőkeáramlás megakadályozására alkalmazni, de nem lehet EU-tagállamokkal szemben.

Ha megnő annak a kockázata, hogy egy ország ki kíván lépni a GMU-ból, és euróban denominált bankbetétei európai uniós szintű garanciát élveznek, akkor nincs akadálya annak, hogy a háztartások saját országuk bankjaitól kölcsönözzenek vagy megtakarítása-

³⁰⁹ Wolfgang Münchau: The only way to stop a bank run in the eurozone. Financial Times, 2012. május 21., 9. o.

³¹⁰ Douglas W. Diamond and Philip H. Dybvig: Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. The Journal of Political Economy, Vol 91, No. 3. (June 1983), pp. 401-419.

ikat saját országuk bankjaiban helyezték el. Országuk GMU-ból való kilépése esetén adósságukat redenominálják, euróban denominált megtakarításaik viszont védelmet élveznek. Alkalmazása esetén a közös betétbiztosítási rendszer így a GMU többi részéből a földrajzi periféria felé történő **közvetlen transzferként** is felfogható.³¹¹ A múltbéli nagyságrendeket érzékelteti, hogy a Bloomberg számításai szerint 2011 ősztől 2012 őszéig 320 milliárd eurónyi bankbetét áramlott ki a görög, az ír, a portugál és a spanyol bankrendszerből, miközben megközelítőleg ugyanilyen mértékben növekedett a kedvező pénzügyi helyzetben lévő tagállamok (beleértve Németországot) bankbetétállománya.

Lényeges kérdés az, hogy mekkora **a közös betétbiztosítási rendszer forrásigénye**. A GMU-ban a háztartások és a vállalatok betétei 7,6 ezer milliárd euróra rúgnak, ezen belül a háztartásoké 5,9 ezer milliárd euró. Az Európai Bizottságnak egy 2010-ben készített tanulmánya szerint a betétek 72 százaléka (a betétszámlák 92 százaléka) a 100 ezer eurós limit alá esik. Az európai uniós betétbiztosítási alaphoz nem kellene olyan nagy lennie, hogy egyidejűleg az egész EU-ra kiterjedő bankpánikot kezelni tudjon, hanem csak a perifériát érintőt, mert a pénz nem csekély része Németország bankjaiba áramlana a perifériáról. Ezért elég lenne 1,3 ezer milliárd euró betétet biztosítani a periférián. Ha a feltételezések szerint például 10 százaléknál kisebb a valószínűsége annak, hogy a periféria mindegyik országa kilép a GMU-ból, és devizájuk 30 százalékkal értékelődik le, akkor 154-198 milliárd eurós alaphoz lenne szükség. Ezt a betétekre kivetett kismértékű biztosítási prémiumból lehetne finanszírozni, de mivel a pénzre a bizalom helyreállítása végett most van szükség, ezért az ESM-nek is támogatnia kellene a forrásfedezet létrehozását.³¹² Megjegyzendő, hogy a betétbiztosítási alap célszerű nagyságrendjére vonatkozó számítások relevanciája érvényét veszti válsághelyzetben. Az USA-ban például a betétbiztosítási alapok forrásai az összes biztosított betétnek mindössze 1,35 százalékára terjedtek ki.³¹³

A Barclays számításai szerint a betétbiztosítási alaphoz 11 ezer milliárd euró betétállományt kellene garantálnia. Ahhoz, hogy a pénzügyi eszközök 1,4 százalékára terjedjen ki a garanciaalap, a GMU bankrendszere éves nyereségének egyötödét kellene elvonni öt éven keresztül. Konzervatívabb becslés szerint több mint 100 milliárd euróra lenne szükség.³¹⁴ Kérdés, hogy a GMU pénzügyi intézményei képesek-e, illetve hajlandók-e az említett összegek előteremtésére.

Az európai uniós szintű betétbiztosítási alappal egyenértékű lehetőség lenne – bizonyos mértékig – **a bankok feltőkésítése**, azaz a bankoknak elegendő tőkével kell rendelkezniük, hogy ellenállhassanak a válsággal szemben. Ennek jóval **alacsonyabb a költsége**, mint a közös betétbiztosítási alap forrásigénye. Kérdéses egyrészt, hogy a feltőkésítés érzékelhetően mérsékelné-e a bankok iránti bizalmatlanságot a háztartások körében. Az utóbbi időben két banki stressztesztet is lefuttattak, amellyel azt akarták bizonyítani a betéteseknek, hogy a bankok tőkehelyzete szilárd. Mindkét teszt után kiszivárogtak hí-

³¹¹ Bankers of the euro area, unite! The Economist, June 30th 2012., p. 72.

³¹² Europe's banks. The fear factor. The Economist, 2012. június 2., 70. o.

³¹³ Europe's banking union. A la carte and half-baked. The Economist, 2013. június 8., 11. o.

³¹⁴ Bankers of the euro area, unite! The Economist, June 30th 2012., p. 72.

rek arról, hogy egyes bankok tőkehelyzete mégsem jó. A tőkeemelés főleg Spanyolország és Olaszország számára különösen fontos, mert a kormányoknak meg kell győzniük a gazdasági szereplőket arról, hogy államadosságuk fenntartható. Másrészt nem biztos, hogy a bankok feltőkésítése tökéletes védelmet nyújtana a GMU-ból való kilépés esetén bekövetkező tőkemenekülés ellen, amikor a gazdasági szereplők a gyengébb valuta bevezetésétől félve menekítik tőkéjüket más országba.

A **betétbiztosítással** kapcsolatban a legfőbb probléma, hogy egyrészt több GMU-tagállamban nincs betétbiztosítási rendszer, másrészt a meglévők is sok tekintetben különböznek egymástól, ezért harmonizálásuk nem egyszerű. Németországban például hét garanciarendszer van. Sok tagállamban a betétbiztosítási rendszer fedezetét a bankok adták össze, máshol az ügyfelekre terheltek. A technikai problémáktól eltekintve a gyors harmonizálás is elkerülhetetlenül maga után vonná a tagállamok közötti transzfert. Németországban attól is tartanak, hogy a határokon átnyúló elven szerveződő közös betétbiztosítási rendszer potenciálisan **német megtakarításokat használna fel** más országokban bejegyzett bankok ügyfeleinek kártalanítására. Ez belpolitikai szempontból kényes kérdés, a kormány számára nehezen vállalható a német adófizetők pénzét kockáztató megoldás.

Az európai uniós szintű **bankszanálási alap** esetében a legnyilvánvalóbb a nemzeti pénzügyi rendszer és az államadosság kockázatainak egymástól való elválasztása. Az Európai Unióban 2008 óta az államadosságok nagymértékű növekedése döntően közvetve vagy közvetlenül bankmentésekre vagy banki hiteladósmentésekre volt visszavezethető. Ezzel kapcsolatban vetődik fel ugyanakkor a legélesebben a **szolidaritás és a morális kockázat** viszonyának a problémája: az európai uniós szintű szolidaritás egyes gazdasági szereplőket túlzott kockázatvállalásra készíthet. Ugyanakkor a témáról készített irányelv-tervezet nem irányozta elő európai uniós szintű bankszanálási alap létrehozását, ahogyan eredetileg tervezték, hanem tagállami szintűt, amelynek részei lehetnek betétbiztosítási alapok, illetve már létező bankszanálási alapok.³¹⁵ A bankoknak a következő tíz évben úgy kell feltölteni ezeket a tagállami alapokat, hogy 2024-ben az EU-ban lévő betétek 1 százalékára (összesen 100 milliárd euróra, aminek 70 százaléka készpénz, 30 százaléka likvid fedezet) terjedjen ki a védelem. Válság idején a tagállamok bankszanálási alapjai köthetnek egymással kölcsönszerződéseket. A jelek szerint az irányelvjavaslat nem a jelenlegi szuverén adósságválságra adott közvetlen válasz volt, hanem középtávon kínált megoldást a bankválságok megelőzésére.

A **bankszanálási mechanizmusra** vonatkozó javaslat meg kívánta osztani a veszteségeket a részvény- és a kötvénytulajdonosok között (bail-in). Meg kívánták tartani a bankok rendszerfunkcióit, viszont likvidálni szándékoztak nem életképes tevékenységeit.

³¹⁵ Európai Bizottság: Javaslat. Az Európai Parlament és a Tanács irányelve a hitelintézetek és befektetési vállalkozások helyreállítását és szanálását célzó keretrendszer létrehozásáról és a 77/91/EGK és 82/891/EK tanácsi irányelv, a 2001/24/EK, 2004/25/EK, 2005/56/EK, 2007/36/EK és 2011/35/EU irányelv, valamint az 1093/2010/EU rendelet módosításáról. COM(2012) 280 final, 2012/0150 (COD), Brüsszel, 2012. június 6., 181 oldal. Elérhető: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0280:FIN:HU:PDF>

Jelenleg az Európai Bizottság ellenőrzi a bankok átstrukturálását és az állami támogatók felhasználását, de versenypolitikai és versenyjogi szempontból, nem pedig a pénzügyi stabilitás és az adófizetők védelme tekintetében. A hivatkozott irányelvtervezet pótlólagos tőke nélkül kívánta feltőkésíteni a bankokat úgy, hogy kikényszeríti az adósságvkövetelések részvényre való konverzióját. Így biztosítható a bankok üzletmenete és/vagy a kétes hitelek vagy tőke leírása. Bankcsőd vagy átstrukturálás esetén a bank adósságainak a tulajdonosai le kell, hogy mondjanak követeléseikről vagy azok egy részéről. A javaslat elfogadása esetén a bankok minden, rendszerkockázatot érintő meglévő vagy új adóssága leírható lenne, feltéve, hogy a bankszanálási hatóság így látja jónak. A garantált és biztosított adósság és néhány más, a likvidálás során preferált státust élvező tétel kivételével minden adósság leírható lenne.

A tervezett szabályozás szerint a bankok szanálása esetén, miután a részvényeseket leírták, a kötvénytulajdonosok állják a veszteséget. E mögött az a megfontolás húzódhat meg, hogy a bankok hitelek jelentős részét kötvénykibocsátásból finanszírozzák. Ezáltal a múltban a kötvénytulajdonosok is hozzájárultak a bankok kockázatos hitelkihelyezéseikhez. Ettől kezdve nekik is vállalniuk kell a felelősséget a döntéseikért. Elvben a kötvénytulajdonosok adósságrendezésbe történő bevonása óvatosabbá teszi őket, ezáltal védelmet nyújtanak az adófizetőknek. A nagyobb kockázatokért cserébe a kötvénytulajdonosok magasabb hozamot várnak el befektetéseik után.

A közös bankszanálási mechanizmus kialakítását jogi problémák is nehezítik. Egyrészt a tagállamok csődtörvényei nagymértékben különböznek egymástól. Másrészt egy európai uniós szintű bankszanálási hatóság (amely jogosult lenne például veszteségek viselésére kikényszeríteni a magánhitelvezetőket) létrehozása a jelenlegi jogi keretek között nem lehetséges az európai uniós alapszerződés módosítása nélkül. Az Európai Központi Banknak sincs jogi felhatalmazása arra, hogy kikényszerítse egy bank szanálását, ha annak tulajdonosai korábban nem voltak hajlandók az EKB javaslatára feltőkésíteni a bankjukat. Arra a problémára sincs megoldási javaslat, hogy kettéválják a bankfelügyelet és a felületi hibák utáni fizetési kötelezettség.

A javasolt megoldás megnövelné a bankszanálási költségeket. A Bizottság szerint a passzívák 10 százaléka (a tőke-fizetőképességi követelmények nélkül) elegendő lenne a legtöbb bankcsőd részvény- és kötvénytulajdonosok terhére történő felszámolásához, bár elengedhetetlen a differenciálás, azaz az egyes egyedi esetek sajátosságainak a figyelembevétele. A Bizottság elképzelései szerint az új szabályozás 2018. január 1-jén léphetne hatályba.

A közös felügyelet nemcsak a nemzetközi kötelezettségek hatékonyabb ellenőrzését teszi lehetővé, hanem mérsékli a hatékony felügyeléssel és válságkezeléssel szembeni belpolitikai nyomást is. Viták folynak arról, hogy az európai uniós szintű felügyelet hatásköre **a bankok milyen körére terjedjen ki**. Az Európai Bizottság elképzelése az, hogy a felügyelésnek **lehetőség szerint teljes körűnek** kell lennie, azaz minden banknak az integrált felügyelet alá kellene tartoznia. Németország álláspontja ezzel szemben az, hogy a közös felügyelet hatálya alá csak az 50 milliárd eurónál nagyobb mérlegfőösszegű, a GMU pénzügyi rendszerére nagy **kockázatot jelentő nagy bankok** (ebből 20-25 van) tartozzanak. Ehhez kapcsolódik az az érv, hogy egy európai uniós szintű

bankfelügyelet nehezen képes 6000 bankot felügyelni, legalábbis közvetlenül. Franciaország a határt 2,5 milliárd euró mérleg-főösszegnél húzná meg.

Ezzel összefüggésben megjegyzendő, hogy a **GMU bankjainak egyharmada német**. Ezek között sok a csekély tőkeerejű helyi, illetve tartományi bank, amelyek viszont erős érdekképviseleti szövetségekbe tömörültek. Az 1200 szövetkezeti és 400 takarékbankot képviselő szövetség ellenzi, hogy európai uniós szintű felügyelet alá tartozzon. Ha a közös bankfelügyelet kizárólag a legnagyobb bankokra terjedne csak ki, akkor fennállna az a veszély, hogy sok kisebb, de a pénzügyi stabilitás szempontjából kockázatos bank kimaradna az európai uniós szintű felügyelethől. Így például a csődbe ment, illetve kimentésre szorult Northern Rock, a Dexia és a Bankia nem tartozna a közös felügyelet hatálya alá.

A tapasztalatok alapján **kisebb bankok is veszélyesek lehetnek a pénzügyi stabilitásra**. Egyes vélemények szerint a nagy bankoknál jóval súlyosabb probléma a nagyszámú alultőkésített regionális bank, amelyeket olyan emberek vezetnek, akik nincsenek teljesen tisztában az általuk vállalt kockázatokkal.³¹⁶ Nem kizárólag a határon átnyúló műveleteket folytató nagy bankok lehetnek kockázatosak, hanem a kisebbek is, miként arra a spanyol takarékpénztárak esete (cajas) is utal. Az állami-közületi tulajdonban lévő német bankok és takarékpénztárak a közös felügyelet ellen lobbiznak, mert az szöges elmentésben van a bankok és az ipar közötti, gyakran átláthatatlan kölcsönös kapcsolatokon alapuló üzleti modellel. A német kormány legfeljebb 25, a pénzügyi rendszer stabilitása szempontjából releváns bankot vonna a közös felügyelet hatáskörébe.

A német álláspontot az a tény is alakíthatta, hogy a francia pénzügyi rendszer meghatározó szereplője kisszámú nagy bank. A német koncepció szerint ezekre a nagy bankokra kiterjedne a központi felügyelés, viszont a német kereskedelmi bankok nagy részére nem. Ez valószínűleg csak presztízs kérdés.

Végül is nem a 20-25, illetve a 6000 bank a két szélsőérték. Az EKB adatai alapján 2010. év végi állapot szerint a 200 legnagyobb bankra jutott a banki eszközök 95 százaléka a GMU-ban. Figyelmet érdemel, hogy a 25 legnagyobb bank aránya a banki aktívákban 68,6 százalék volt. Ez utóbbi adatot tekintve valószínű, hogy csak a legnagyobb bankokra kiterjedő bankunió nagyságrendi összefüggések miatt nem szüntetné meg a bankok és a szuverén adósok közötti, korábban említett kölcsönös összefonódást és ördögi kört. Emellett a 20 legnagyobb bank központi ellenőrzése azzal a veszéllyel is jár, hogy torzul a verseny a GMU bankpiacán.

A teljes körű bankfelügyelet feltételez bizonyos mértékű **decentralizációt**. Optimális esetben az összes bank felügyeletének a joga az Európai Központi Bankot illetné. Ennek gyakorlása azonban úgy történne, hogy a kisebb bankok felügyelete a tagállami hatóságok feladata lenne. Ez hasonlít az eurórendszerben vagy a versenypolitikában kialakult munkamegosztáshoz.³¹⁷ A kérdés az, hogy ebben a munkamegosztásban hol fog össz-

³¹⁶ Wolfgang Münchau: Here is my one piece of advice for Mr Draghi. Financial Times, 2012. szeptember 3., 9. o.

³¹⁷ Jean Pisany-Ferry and Guntram B. Wolff: The fiscal implications of a banking union. Bruegel Policy Brief, 2012/2, 2012. szeptember, 5. o.

pontosulni az igazi hatalom. Más szavakkal: képes lesz-e az EKB bármely bankot vizsgálat alá vonni, és lesz-e kizárólagos hatásköre a bankengedélyek kiadására és visszavonására. További vitapont, hogy az EKB milyen körülmények fennállása esetén intézkedhetne, illetve utasíthatná a tagállamok felügyeleti hatóságait.

Valamilyen formában kezelni kell azt a problémát is, hogy az EU-ban a **közös szabályozó jelenleg az Európai Bankfelügyelet (EBA)**. A GMU-n kívüli nemzeti felügyelet az integrált felügyelet ellenőrzése alatt ugyanúgy fog működni, mint eddig. Ezzel szemben az euróövezet tagállamainak a felügyelete az Európai Unió működéséről szóló szerződés 127. cikke (6) bekezdése értelmében **az Európai Központi Bank keretében működő intézmény** hatálya alá fog tartozni. Az európai uniós alapszerződés módosítása nélkül az EBA nem ruházható fel ilyenekkel. Következésképpen az alapszerződés meg lehetőségen időigényes módosítását elkerülő gyors megoldás az EKB bankfelügyeleti feladatainak a kiépítése lehet. Ezt a feladatkört elválasztják az EKB monetáris politikai feladataitól. Ugyanakkor az EKB-hoz tartozó egységes felügyeleti mechanizmus jogosítványai sokkal erősebbek, mint az EBA-éi, mert mélyebbre áshat az egyes bankok könyveiben és végrehajthatja a saját stressz-tesztjét a GMU-ban, ami valószínűleg sokkal szigorúbb lesz, mint a korábban az EBA által kezdeményezett stresszteszt.³¹⁸ Az EBA megtartja jelenlegi jogosítványait, de azokat az EKB tevékenységének előmozdítása végett gyakorolja. Az EBA továbbra is fontos szerepet játszik a felügyeleti gyakorlat és szabványok továbbfejlesztésében, illetve felügyeli a GMU-hoz nem tartozó EU-tagállamok pénzügyi közvetítő rendszerét.

Az Európai Központi Bankban a bankfelügyeleti tevékenység irányítására az eddigi Kormányzótanácstól teljesen eltérő Ügyvezető Tanácsot (Executive Board) kell létrehozni. Az EKB alapokmánya szerint a Kormányzótanácsban ugyanis csak azoknak az országoknak lehet szavazati jogú képviselője, amelyek a Gazdasági és Monetáris Unió tagjai. A bankfelügyeleti rendszerbe viszont a nem GMU-tagországok is beléphetnek (önkéntesen). Ebben az esetben viszont valamilyen részvételi joggal kell rendelkezniük a döntéshozatalban is. Ezért az Ügyvezető Tanácsra azért is szükség van, hogy ott a bankfelügyeleti rendszerhez csatlakozó nem GMU-tagállamoknak is lehessen szavazati jogú képviselője.

Elképzelhető, hogy a csatlakozó nem GMU-tagállamok esetében (jól körülhatárolt szabályokkal) a nemzeti felügyeleti hatóságok tágabb hatáskörrel fognak rendelkezni, mint az euróövezetben. Ezt önálló monetáris politikájuk indokolja. Vita van arról, hogy a fiskális politika terén is legyen-e nagyobb mozgásterük, illetve milyen korlátozások legyenek az ESM eszközeinek felhasználásában a GMU-hoz nem csatlakozott EU-tagországok tekintetében.

Ezen túlmenően megnő az EKB súlya az EBA igazgatótanácsában, aminek nyomán a legjelentősebb kívülálló országok érdekei (főleg az EU-ban a legnagyobb pénzügyi szolgáltató központtal rendelkező Egyesült Királyság) könnyen háttérbe szorulhatnak a

³¹⁸ The union movement. Euro-zone banking union. The Economist, 2012. szeptember 15., 62. o.

határokon túlnyúló banki jogszabályok és a vitás kérdések rendezése terén (ez utóbbinak a fóruma az EBA).³¹⁹

Önmagában a bankfelügyelet szigorítása, illetve európai uniós szintre hozása **nem tud megelőzni bankcsődöket**, banki szabálytalanságokat és csalásokat, legfeljebb azok valószínűségét mérsékelheti. A rendkívül innovatív pénzügyi rendszerekben nagyszámú példa utal arra, hogy sem a pénzügyi vállalkozások igazgatóságai, sem felügyelőbizottságai, sem a nemzetállami felügyelet nem voltak képesek megakadályozni brókerek szabálytalan pénzügyi műveleteit, bankok és bankvezetők túlzott kockázatvállalását, az ügyfelek félretájékoztatását, a pénzügyi mutatók (lásd: Libor) manipulálását. Természetesen a szabályozás szigorítása és egységesítése fontos, a felügyeleti tevékenység megerősítése nagyszámú előnnyel jár, de ezek hatása a pénzügyi szféra működésére szükségképpen korlátozott. A bankszanálási mechanizmus enyhíti ugyan a bankrendszer instabilitását és mérsékli a szanálási költségeket, de nem iktatja ki automatikusan a rendszerkockázatot, és nem szünteti meg az erkölcsi kockázatot.

A bankunióhoz a bankokat ki kellene venni a tagállami joghatóság alól, de legalábbis harmonizálni kellene a bankokra vonatkozó tagállami jogszabályokat. Az EKB-nak korlátlan államkötvény-vásárlásait valódi bankunióról való megegyezéshez kellene kötnie.³²⁰

Csehország és Lengyelország nem lelkesedett a bankunió iránt. A két ország kormánya attól tart, hogy a bankrendszerben elfoglalt magas külföldi tulajdonosi részesedés (Csehországban 90 százalék, Lengyelországban kétharmad az alaptőkéhez képest) nyomán egységes európai uniós felügyelet esetén könnyebb lesz az anyabankoknak likviditást kivonni közép- és kelet-európai érdekeltségeikből, ami gazdasági-pénzügyi problémákat idézhet elő. A jól feltőkésített közép- és kelet-európai bankokat ez a veszély elsősorban akkor fenyegeti, ha valamelyik más országban válság tör ki. Ezek az aggodalmak Magyarországra is vonatkoztathatók.

A kívülálló országok bankrendszere versenyhátrányba kerülne a bankunió megvalósításával abban az értelemben, hogy nem férhetne hozzá az ESM forrásaihoz, míg az euróövezetben bejegyzett bankok igen. A problémát árnyalja, hogy csak azoknak az országoknak a bankjai részesülhetnek az ESM forrásaiból, amely tagállamok hozzá is járultak azokhoz.

5.3.3. Az eredeti elképzelések módosulásai

A 2012. júniusi európai tanácsi állásfoglalásból (meg kívánják törni a bankok és a kormányok közötti ördögi kört) az következett, hogy az ESM forrásai a spanyol bankok feltőkésítésére is bevetethők (bár technikai okok miatt az a hatályos jogszabályok mellett kezdődne meg, azaz a forrásokat az ESM létrejöttéig az EFSF biztosítaná) anélkül, hogy a támogatás szenior (preferált adós) kategóriába sorolódna. Ebben az esetben a feltőkésítés nem Spanyolországot, hanem az ESM-et terhelné, azaz úgy lehetne kimenteni

³¹⁹ The Economist: i. mű, 62. o.

³²⁰ Wolfgang Münchau: Here is my one piece of advice for Mr Draghi. Financial Times, 2012. szeptember 3., 9. o.

a spanyol bankokat, hogy annak költsége nem emelné az államháztartás hiányát és az államadósságot. Ennek ellenére a kockázat továbbra is Spanyolországban marad, végső soron a spanyol állam áll jól érte.

2012. szeptember végén azonban kiderült, hogy Angela Merkel német kancellár és Wolfgang Schäuble pénzügyminiszter másképpen értelmezte a júniusi európai tanácsi állásfoglalást. A német interpretáció egyik hangsúlyos eleme, hogy a bankunióknak nem az öröklött kockázatokkal kell foglalkoznia, hanem azokkal, amelyek a jövőben jelentkeznek. Az ESM addig nem használható bankok feltőkésítésére, amíg a bankunió létre nem jön, ami pedig akár évekre is elhúzódhat.³²¹ Ez azt jelenti, hogy a spanyol bankok feltőkésítésének programja a spanyol kormány feladata.

A német álláspont határozottabbá vált a bankunió belüli közös felügyelet kiterjedéséről is, a német kormány ugyanis a közös felügyeletnek a szűkített értelmezését támogatta. Ennek értelmében az csak a határokon átnyúló műveleteket folytató nagy bankokra vonatkozna.

A német kormány ideális felügyeleti intézménynek nem az Európai Központi Bankot tartja. Ha más megoldás hiányában mégis az EKB-hoz telepítenék ezt a funkciót (ez a megoldás kapott többséget), akkor az európai tanácsi állásfoglalásban szereplőknél erősebb biztosítékok kellene annak a garantálására, hogy a monetáris politika független maradjon a felügyelettől, azaz az EKB monetáris politikai és felügyeleti funkcióit elválasztják egymástól. A német álláspont szerint nincs szükség továbbá közös betétvédelemre sem.³²²

A német álláspont bizonyos mértékben közgazdasági érvekkel is alátámasztható. A méltányosság elve azt kívánja, hogy az öröklött problémákat azok a kormányok oldják meg, amelyek felügyeletei felelősek valamilyen mértékben azokért. Ezt azonban árnyalja, hogy vannak olyan elemek is, amelyek **az európai uniós szintű fellépés elmaradásából** adódnak. Központi felügyelés hiányában a **szabályozási arbitrázs** lehetősége például több tagállam felügyeletének a mozgásterét növelte. Az eltérő szabályozási előírások kaput nyitottak azok kijátszására azáltal, hogy a több országban jelen lévő bankok egyes ügyleteiket azokba az országokba telepítették, ahol a szabályozás a leggyengébb volt. Szabályozási arbitrázs egy-egy országon belül is lehetséges, mivel a szabályok az új termékekre sokszor nehezen értelmezhetőek. Így például nagy kockázatú követeléseket azért alakítanak át komplex derivatív értékpapírokká, hogy eltüntessék a hozzájuk kapcsolódó kockázat egy részét, amivel a szabályozó hatóságokat kívánják megteveszteni. Szabályozási arbitrázs az is, amikor egy pénzügyi közvetítő a valóságosnál alacsonyabbnak tünteti fel kockázatát a szabályozási beavatkozás elkerülése érdekében. Mindennek alapján valószínűleg elkerülhetetlen az öröklött költségek egy részének európai uniós szintű társadalmasítása.

Később kiderült, hogy az ESM bevetése közvetlenül bankok feltőkésítésére két okból sem lehetséges. Egyrészt az ESM elsősorban az államadósságok finanszírozásával kap-

³²¹ Wolfgang Münchau: Welcome back – again – to the eurozone crisis. Financial Times, 2012. október 1., 11. o.

³²² Wolfgang Münchau: i. mű, 11. o.

csolatos problémák megoldására jött létre, forrásai az államadósságok finanszírozása mellett nem elegendők a bankok szanálására. Másrészt, ha az ESM-et közvetlenül bankok kimentésére is akarják használni, akkor a nemzetközi hitelminősítő intézetek szerint az ESM más (alacsonyabb) minősítést kaphatna. Ezt csak úgy lehetne elkerülni, ha az ESM alaptőkéjét közel kétszeresére emelnék. Erre jelenleg nincs politikai akarat az EU-ban, azon belül főleg Németországban. Angela Merkel kancellár asszony ugyanis megígérte a parlamentnek, hogy újabb pénzt már nem kér a német államháztartásból az európai válságkezelés számára. A 2013. szeptemberi választások előtt ezt az ígéretet visszavonni nem lehetett, de a választások után sem került szóba a visszavonás.

A **2012. november végi európai tanácsi értekezleten** a német kormány hivatalosan sem egyezett bele az adósságok többoldalúvá tételébe és a rejtett transzferkifizetésekbe. Több szakértő szerint ez egyenértékű azzal, hogy elutasította a fiskális uniót. A bankszanálási mechanizmus is feltételezi adófizetői pénzek bevonását. Az értekezleten azt a javaslatot fogadták el, hogy a bankok 1 százaléka (amelyek mérlegfőösszege meghaladja a 30 milliárd eurót) fog az **egységes bankfelügyelet hatálya alá** tartozni. Erre a 128 bankra jut a bankok eszközeinek 85 százaléka, ami 26-27 ezer milliárd euróra becsülhető. A 30 milliárd eurós mérlegfőösszeg követelményét könnyen meg lehet kerülni (például a nagy bankok feldarabolásával). Ettől függetlenül fennáll az a veszély, hogy kettős bankrendszer alakul ki. Ezt úgy kívánják kiküszöbölni, hogy nem engedélyezik az említett határértékekkel való manipulációkat. Figyelmet érdemel, hogy a legtöbb francia bankra kiterjed a közös felügyelet, a legtöbb német bankra nem. A bankunió helyett az eredmény fragmentált bankszerkezet lesz. Felvetődik a kérdés: ha alig van német bank a rendszerben, akkor miért várható el Németországtól, hogy részt vegyen a bankszanálási rendszerben? Hogyan fog a bankunió ilyen töredezett bankszerkezet mellett szanálási mechanizmus nélkül működni?³²³

A **2013 márciusában** lezajlott **ciprusi válság** európai uniós intézmények által történt kezelése új helyzetet teremtett azáltal, hogy a bankok szanálásába és átstrukturálásába a részvényesek és a kötvényesek mellett a **bankbetéteseket** is bevonták. Szó volt arról, hogy a 100 ezer euró feletti betétekre adót vetnek ki, és az abból befolyt pénzt használják fel a ciprusi bankok konszolidálásához. (Ez lényegét tekintve a jogi formától függetlenül annak az elvnek az érvényesítése, hogy a betétgarancia csak 100 ezer euróig él.) Végül is a betétesek a betétjük 100 ezer euró feletti hányadáért részvényt kaptak. A későbbi nyilatkozatokból és dokumentumokból kitűnt, hogy a betétesek bevonását a bankszanálásba nem egyszeri, kivételes alkalomnak szánták, hanem a rendszer részének. Ezzel olyan, egymással nehezen összeegyeztethető célokat kívántak érvényre juttatni, mint a bankok mérlegének a megtisztítása, a bankokat finanszírozó piacok élénkítése és az adófizetők védelme. Végül is a betétesek bevonása az adósságrendezésbe lekerült a napirendről.

³²³ Wolfgang Münchau: Politics has undermined hopes of a banking union. Financial Times, 2012. december 17., 9. o.

Az Ecofin 2013. júniusi ülésén elfogadott állásfoglalás³²⁴ szerint a bankszanálás főbb eszközei közé a bankok egyes részeinek az eladása, egy áthidaló intézmény létrehozása (a bankok jó eszközeit átmenetileg a közszféra ellenőrzése alatt álló intézményhez transzferálják), az eszközök szétválasztása (a rossz eszközök transzferje egy eszközkezelőbe), valamint a magánszektor részvételével történő adósságrendezés tartozik. Ez utóbbi lehetővé teszi az intézmény részvényesei és hitelezői számára bedőlt vagy nagy valószínűséggel bedőlés előtt álló követeléseik leírását vagy részvényekre történő átváltását. A természetes személyek, a kis- és középvállalkozások valamint az Európai Beruházási Bank kinnlevőségei különleges védelmet élveznek a nem biztosított és preferált státust nem élvező hitelezőkkel és a nagyvállalatok betéeteivel szemben. A betétbiztosítási rendszer a fedezett betétekre (100 ezer euró alatt) vonatkozik, ezek a kielégítési rangsorban megelőzik a többi betétet. Ennek alapján tehát a nagyvállalatok, a hitelezők és a részvényesek együttesen részt vesznek az esetleges bankszanálásban.

A tagországok banki befizetéseken keresztül ex ante **nemzeti bankszanálási alapokat** képeznek, aminek segítségével hatékonyan lehet végrehajtani a bankok esetleges szanálását. Az alapokat 10 év alatt kell feltölteni. Az egyes országok maguk döntenek el azt, hogy a létező **betétgarancia rendszerrel** (Deposit Guarantee Scheme – DGS) együtt vagy külön kezelik ezt a szanálási alapot. A **szanálási alap** a tagországok fedezett betéteinek 0,8 százalékát kell, hogy elérje. A szanálási alap a bankok kötelezettségeinek 5 százaléka erejéig kell, hogy rendelkezésre álljon. További 8 százalékot biztosíthatnak a kötvénybefektetők és nagybetétesek, illetve az **ESM forrásaiból** is igénybe vehető összeg, de legfeljebb 60 milliárd euró mértékben és csak az egységes felügyeleti mechanizmus hatályba lépése után. Új elem, hogy ez utóbbi akár visszamenőleges is lehet. Az intézkedések javasolt hatályba lépése 2018.

A hitelminősítés szintjének fenntartása érdekében az **ESM-nek** minden egyes kihelyezett euró mellé két eurót kell tennie fedezetként. A 60 milliárd eurós keret felhasználása esetén az ESM szabad hitelezési kapacitása 200 milliárd euróra esne vissza, ami feltehetően kevés lenne a következő évek várható kötelezettségeinek a teljesítéséhez.³²⁵ Szakértők szerint a 60 milliárd eurós keretet célszerű lenne kiegészíteni egy ennek az összegnek a többszörösére rügő hitelkerettel. Ezt a javaslatot azonban Németország és más hitelező országok képviselői eddig elvetették.³²⁶

Ahhoz, hogy az egységes felügyeleti rendszer tiszta bázison indulhasson, az EKB-nak el kell végeznie a központi felügyelet alá kerülő bankok eszközei minőségének értékelését és az EBA-nak a stressz-tesztjét. Erre 2014-ben kerül sor. Az EKB dilemmája a következő: egyfelől tiszta lappal szeretné átvenni a bankok felügyeletét az egységes felügye-

³²⁴ Council of the European Union: Council agrees position on bank resolution. Brussels, 27 June 2013., 11228/13 PRESSE 270, 4 oldal. Elérhető:

http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/137627.pdf

³²⁵ Wolfgang Münchau: The EU will regret terminating a banking union. Financial Times, 2013. július 1., 9. o.

³²⁶ Wolfgang Münchau: This is not the banking union Europe is looking for. Financial Times, 2013. december 16., 9. o.

leti mechanizmus keretében, másfelől viszont a túl szigorúan végrehajtott eszközminősítés destabilizálhatja a piacokat.

Az Ecofin 2013. december 18-i ülésén³²⁷ a tagállamok pénzügyminiszterei megállapodtak a bankunió néhány nyitott kérdéséről, azon belül a bankszanálási mechanizmus fő vonásairól. Az ülésen elfogadott állásfoglalás szerint az egységes bankszanálási és átstrukturálási mechanizmus európai uniós szinten fog működni, a jövőbeli válságok megelőzésére és az adófizetők pénzének védelmére szolgál. Az öröklött problémákat a tagállamoknak saját hatáskörben kell megoldaniuk. Az egységes bankszanálási mechanizmus 127 euróövezeti tagállamban bejegyzett nagy bankra, további mintegy 200 határon átnyúló tevékenységet végző bankra kiterjed. Szükség esetén az összes (mintegy 6000) bankra kiterjeszhetik a mechanizmust. 2014. január végéig csak az Egyesült Királyság jelezte kivülmaradását a bankunióból. A többi EU-tagország, beleértve Magyarországot is, még nem nyilatkozott.

Az esetlegesen bajba kerülő bankok helyzetének rendezéséről új, egységes bankszanálási testület dönt. Ebbe a GMU-tagállamok kormányai delegálnak egy-egy képviselőt, sőt további független tisztségviselő tagja lesz a testületnek. Minden javaslatot jóvá kell hagynia a pénzügyminiszterek tanácsának. Ebből kitűnik, hogy a döntéshozatal meglehetősen lassú. Kérdés, hogy ez a döntéshozatali mechanizmus megfelelő-e esetleges bankválságok megelőzésére. Feltételezhető, hogy ennél szűkebb körben hozzák meg a lényeges döntéseket, amelyeket az újonnan létrehozandó testületek jóváhagynak.

A korábban elfogadott elvekkel összhangban a bankok stabilitását biztosító védelmi rendszer első eleme a **magánszektor bevonásával történő szanálás**, azaz a költségeket a bankok részvényesei és kötvényesei állják. Ha a költségek meghaladják a magánbefektetők tőkéjét, akkor második elemként a **bankszanálási alap** (Bank Resolution Fund) forrásait lehet felhasználni. Először a tagállamok mindegyike létrehozza a **saját szanálási alapját** összesen 55 milliárd euró összegben. Erre tíz év alatt kerül sor. A tagállami szanálási alapokat 2025 körül tervezik egységesíteni európai uniós szinten. Ha a tagállamok által létrehozott bankszanálási alapok sem elegendők, akkor az érintett tagországokra, illetve pontosabban azok adófizetőire hárulnak a szanálás költségei. Az Ecofin 2013. decemberi állásfoglalása nem tartalmazza végső finanszírozóként az ESM forrásait. A bankszanálási mechanizmus az EKB új felügyeleti hatásköreivel együtt **2014 novemberében lép hatályba**.

Az Ecofin döntött a betétbiztosítási szabályok továbbfejlesztéséről és 2013. júniusi állásfoglalásának pontosításáról is. Megerősítette, hogy a bankbetétek 100 ezer euró összegig teljes védelmet élveznek. A hiteles védelem érdekében minden tagországnak egy éven belül **betétbiztosítási alapot** kell felállítania. A rendelkezésre azért van szükség, mert több európai uniós tagországban még nincs ilyen alap. Vélelmezhetően ezekre vonatkozik ez a követelmény. Tíz éven belül a betétbiztosítási alapok forrásainak el kell érniük a biztosított betétek 0,8 százalékát, rendkívüli egyedi esetekben 0,5 százalékát. A

³²⁷Council of the European Union: Press Release, 3281st Council Meeting, Economic and financial Affairs (continuation), Brussels, 19 December 2013., 17983/13, Presse 596, PR. CO 73, 9 o.

betétbiztosítási rendszer felállása után a betétesek kártalanítási ideje a jelenlegi 20 napról 7 napra csökken.

Ami a javaslatok értékelését illeti, becslések szerint a rossz bankok eszközállománya eléri az 1 billió (ezer milliárd) eurót a GMU-ban (és az Egyesült Királyságban). Ehhez adódhatnak még további összegek a bankrendszer fennmaradó részének rejtett veszteségeiből.³²⁸ Összehasonlításként: az USA a kisebb mértékű államháztartási megszorítások mellett azért volt sikeresebb a válságkezelésben és volt kedvezőbb a GDP-dinamikája, mert a viszonylag rövid idő alatt megszabadította a bankrendszert a rossz hitelektől. E nagyságrendekkel nincsenek összhangban a bankszanálásra javasolt források.

A **CEPS** (Centre for European Policy Studies, Brussels) az egységes felügyeleti mechanizmus hatáskörébe kerülő 128 bankból 109-re végzett stressztesztet a vizsgált bankok nyilvánosan hozzáférhető, 2012 végére és 2013 közepére vonatkozó mérlegadatai alapján és leegyszerűsített peremfeltételek mellett.³²⁹ Az eredményeket össze lehet vetni majd az EKB más módszerrel készülő elemzésével.

A **legnagyobb** tőkehiány a **francia** bankrendszerben jöhet létre, legvalószínűbb értéként **222 milliárd euró, a GDP 13 százaléka**. A **német** bankrendszer tőkehiánya is hatalmas lehet (szélsőséges esetben akár 200 milliárd euró), de az erős gazdaság miatt ez csak a **GDP kb. 5 százaléka** rúg. Az **olasz** és a **spanyol** bankrendszerben szélsőséges esetben a tőkehiányok elérhetik a **GDP 6-8 százalékat**, az osztrák bankrendszerben viszont csak **3 százalékra** rúg tőkehiány keletkezhet.

Válság esetén Belgium, Ciprus és Görögország bankszektora külső támogatásra szorul a piaci összeomlás elkerülése érdekében. Az alaptőke emelésével, új részvények kibocsátásával a többi GMU-tagországban a folyamatok kezelhetők. Néhány országban szükség lehet a hitelezők és kötvényesek forrásainak bevonására, sőt állami forrásokra is a tovagyrúzó (főleg más, egyébként jól működő bankokra gyakorolt negatív) hatások kivédése végett. Franciaország és Németország esetében a piaci tényezők kockázatai nagyon jelentősek. Az olasz bankok tőkehiánya ugyan bőven meghaladhatja a spanyolokét, de ezt kiegyenlítheti az, hogy az olasz bankokban az érintettek bevonásával felhasználható alárendelt kölcsöntőke is jóval nagyobb. Más szavakkal: az olasz és a spanyol bankrendszer nagyjából azonos veszélyt jelent saját állama (állampolgárai) számára. A számítások tükrében a 10 év alatt felálló 55 milliárd euró értékű szanalási alap nagyságrendje szerény.

Ha nincs a potenciális banki átstrukturálások mögött közvetlenül európai szinten kezelt fiskális erőforrás, akkor fennmarad a tagállami költségvetések és a tagállami bankrendszerek szoros egymásrautaltsága. Ebben az esetben gyengül a banki eszközminősítési fe-

³²⁸ A Les Echo témával foglalkozó cikkéből idéz: Wolfgang Münchau: Europe is ignoring the true scale of bank losses. Financial Times, 2013. április 24., 11. o. A szerző felhívja a figyelmet, hogy a GMU monetáris és pénzügyi szektorának teljes mérlegfőösszege 2013. áprilisában 26,7 billió eurót tett ki. A rossz bankok aránya a mérlegfőösszegben 5 százalék, további 5 százalék rejtett veszteséget feltételezve 2,7 billió euró adódik. Írországban a 10 legnagyobb bank vesztesége a bankszektor mérlegfőösszegének 10 százaléka. Görögországban a veszteségek a banki mérlegfőösszeg 24 százalékát teszik ki.

³²⁹ Viral V. Acharya and Sascha Steffen: Falling short of expectations? Stress-testing the European banking system. CEPS Policy Brief, No. 315, 15 January 2014. Elérhető: <http://www.ceps.eu/book/falling-short-expectations-stress-testing-european-banking-system>

lülvizsgálat hitelessége (Asset Quality Review), és fenntarthatók lesznek hosszú távon nem életképes banki modellek. A rendszer stabil lehet egységes, csak kifizető funkciót betöltő betétbiztosítás nélkül, ha a gazdasági szereplők hitelesnek tartják a tagállami betétbiztosítási rendszert. Az európai szintű betétbiztosítási rendszert helyettesíthet egy viszontbiztosítási rendszer.³³⁰

A magánszféra adósságrendezésbe való **bevonása mellett szóló érv**³³¹ az adófizetők megvédése, bár eddig nem sok kísérlet történt, hogy költség-haszon elemzés segítségével számszerűsítsék az adófizetőket érő hatásokat, beleértve a tolványúzókat. A konstrukció révén a befektetők nagyobb gondot fordítanak a bankok kockázatainak a felmérésére, ezáltal fokozódik a kockázati tudatosság.

Többször felvetődött, de végül nem realizálódott a bankbetétek terhére történő bankszanálás. Ez nagyszámú **negatív következménnyel** jár.³³² Először, növeli a **rendszerkockázatot** és a bankválságok valószínűségét a Gazdasági és Monetáris Unióban. Valahányszor felvetődik ugyanis, hogy egy kormány többek között a betétesek terhére kíván szanálni egy bankot (függetlenül a hír megalapozottságától), ezzel bankpánikot vagy legalábbis erőteljes betétkivonást idéz elő. Ezt enyhítheti, hogy a lakossági betétállomány nagy része a betétvédelem alá esik. Ennek ellenére a betétesek mind a betétbiztosítás hatálya alá tartozó, mind az azon felüli tőkét kivonhatják az érintett bankból. A betétesek bankszanálásba való bevonása nyomán a számszerűsíthető kockázatból nem kalkulálható bizonytalanság válna. Itt lényegében arról van szó, hogy egy tényleges csőd (és teljes betétvesztés) lejátszása helyett speciális eljárás megy végbe, ahol a nagybetétesek úgy járnak, mintha a felszámolás megtörtént volna. Van ebben is logika.

Másodszor, a pénzügyi szféra nagyfokú integráltsága és a reálszférával való összefonódása miatt a bankbetétek terhére történő bankszanálás **gazdasági költségei** igen magasak. Egy bank csődje a magánszféra jelentős részét magával ránthatja, aminek beláthatatlan következményei lehetnek. Végül a bankbetét nem egyszerűen egy pénzügyi befektetési forma, hanem **a pénzteremtés, a hitelmechanizmus szerves része**. Bármilyen jogcímen történő konfiskálása aláássa a pénzügyi rendszert, rajta keresztül pedig a reálszférát. Ez a 100 ezer euró feletti bankbetétekre is vonatkozik, amelyekre nem terjed ki a betétbiztosítás hatálya. Mindezek alapján a betéteseket nem kellene bevonni a bankok szanálásába, feltéve, de meg nem engedve: ha mégis, akkor a kielégítési rangsorban meg kell, hogy előzzék a részvény- és kötvénytulajdonosokat.

A bankszanálás tervezett formája valóban áthelyezi a terheket az adófizetőkről a bankok érintettjeire (részvény- és kötvénytulajdonosok stb.). Mivel a válság hatására az utóbbi években a bankok mindinkább nemzetivé váltak, azaz csökkent a külföldi gazdasági sze-

³³⁰Farkas Ádám: A bankunió hatása a magyar bankrendszerre. Előadás a GKI Gazdaságkutató Zrt. 2014. január 21-i konferenciáján, 14. 13. o. Elérhető: <http://www.gki.hu/konferenciak/gki-konferencia-tiz-eve-eu-ban-felzarkozas-nelkul>

³³¹Paul De Grauwe: The New Bail-in Doctrine: A recipe for banking crisis and depression in the eurozone. CEOPS Commentary 2013. április 4., 3. oldal. Elérhető: <http://www.ceps.eu/book/new-bail-doctrine-recipe-banking-crises-and-depression-eurozone>

³³²Paul De Grauwe: i. mű, 3. o.

replők súlya a bankok részvénytőkéjében, illetve finanszírozási forrásaiban, ezért a magánszféra bevonásával megvalósuló szanálás esetén a kockázatok és az esetleges későbbi költségek végső soron az adott GMU-tagállamban maradnak. A kockázatok gazdasági szereplők közötti és időbeli eloszlása módosul, de a kockázatok nem tűnnek el.

A banki adósságrendezésbe bevont nagyvállalatok logikus reakciója az lehet, hogy készpénzüket kivonják az eladósodott, potenciálisan sebezhető országok bankrendszeréből, és olyan kedvező mutatókkal rendelkező nagybankokban fogják tartani, amelyek pénzügyi szempontból stabil GMU-tagállamokban vannak (például Németország). A bankoknak hitelezők a jelentősebb kockázatok miatt nagyobb hozamot várnak el befektetéseik után, ami a finanszírozási költségek emelkedését eredményezi. Mindez a bankrendszer fragmentációját erősíti az euróövezetben.

Mindebből az következik, hogy a betétesek terhére történő bankszanálás helyett más megoldásokat célszerű keresni. Az USA-ban kidolgozott és végrehajtott TARP (Troubled Asset Relief Program – rossz banki eszközök segélyprogramja) konstrukció keretében a bankoknak folyósított közpénz jelentős része (jó hozammal) megtérült.

Nagy a valószínűsége annak, hogy az EKB eseti alapon szanálja a bankokat, miként ez a bajba jutott GMU-tagállamok esetében történt. Az EKB a meglévő adósságot új adóssággal helyettesíti, miközben feltételeket szab. Miként a GMU-ban sem engedik meg az államcsődöt, úgy az EKB sem fogja megengedni a bankcsődöt. Ezért fennáll a veszély, hogy a bankszanálási mechanizmus a szándékolt ellenkezőjét fogja jelenteni.

A bankunió legújabb változata időinkonzisztencia-problémát teremt azért, hogy a bankok magánhitelezőitől jelentős veszteségek fedezését követeli meg anélkül, hogy először felszámolná az örökölt adósságokat. Ha nem tisztítják meg a bankok eszközeit, nem ütemezik át a vállalati adósságokat, akkor fennáll az a veszély, hogy a magánszektor bevonásával történő banki adósságrendezés nem csökkenti a bankpánik kockázatát, hanem növeli. A bail-in fokozza azokat a veszteségeket, amelyeket a magánhitelezőknek kell állniuk bankcsőd vagy bankszanálás esetén.³³³

A magántőke bevonásával történő adósságrendezés alternatívája nem feltétlenül az, hogy az adófizetőkre kell terhelni a bankszanálás költségeit. Az akkor elfogadható megoldás, ha előtte megtisztítják a bankok portfólióját a rossz hitelektől. Ehhez nem elegendő az, hogy az EKB megvizsgálja az európai uniós szintű felügyelet alá tartozó bankok portfóliójának a minőségét, hanem a rossz, illetve nem nyereséges elemeket ki kell venni a banki mérlegekből. Egyébként valószínűleg nincs elképzelés arra az esetre, ha a banki eszközök minőségére vonatkozó EKB-vizsgálat meglepetésre negatív eredménnyel zárulna. Átfogó stratégia kellene továbbá a vállalati adósságok átstrukturálására, aminek révén leszorítható a túlzott eladósodási szint. Végül elengedhetetlen az Európai Unióra kiterjedő támogatás a bankok feltőkésítési szükségleteinek a megállapítására és fedezésére.³³⁴

³³³ Gene Frieda: Bail-in regime risks old-style bank runs in Europe. Financial Times, 2013. július 4., 20. o.

³³⁴ Gene Frieda: i. mű, 20. o.

A magyar kormány még nem döntött arról, hogy csatlakozik-e a bankunióhoz, ha igen, annak mely elemeihez. Annyi ismert, hogy a Magyar Nemzeti Bank mint a felügyeleti jogokat gyakorló intézmény az EKB és az ajánlásainak megfelelően fogja végrehajtani a magyarországi bankok eszközértékelését és stressztesztjét. Ugyanolyan átfogó értékelés készül a bankrendszerrel Magyarországon, mint az euróövezet tagországaiban.

Csatlakozás esetén a **Magyarországon működő, GMU-tagállamokban bejegyzett bankok érdekeltségeire** közvetlenül ki fog terjedni az egységes felügyeleti mechanizmus. Maguk a leánybankok magyar felügyelet alatt is lesznek. Ez **biztonságosabbá teszi** az érintett bankok működését, mert nemcsak a részvényesek, a kötvényesek, hitelezők és a magyar állam áll helyt, hanem a kialakítandó európai bankmentő alapok forrásaira is számíthatnak. Ezen tényezők miatt a Magyarországon működő, nem GMU-tagállamban bejegyzett bankoknak (pl. OTP) is előnyös az egységes felügyeleti mechanizmus a következő kondíciók fennállása esetén:³³⁵

- egyenlő feltételeket kell teremteni a részvételben,
- a banki mentőalapba való befizetés feltételeinek is azonosnak kell lenni,
- arányosan azonosnak kell lenni az esetleges fiskális teherviselésnek,
- végül azonos feltételek szükségesek az esetleges fiskális ernyő rendelkezésre állása tekintetében.

A teljesség kedvéért megemlíthető, hogy szó volt bizonyos pénzügyi tranzakciók megadóztatásáról **pénzügyi tranzakciós adó** (Financial Transaction Tax – FTT) formájában. Az elképzelést azonban nem támogatta mindegyik GMU-, illetve EU-tagállam. Ha ilyen adót máshol (USA, Japán stb.) vezetnek be, akkora szabályozási arbitrázs lehetősége miatt az adót kivető országok versenyképessége romlik, részesedése csökken a nemzetközi pénz- és tőkeáramlásokban. Ennek az adónak a bevezetését ezért levették a napirendről.

Végül célszerű röviden kitérni bizonyos, a monetáris és a fiskális politikától és a szabályozástól jórészt független folyamatokra is. A kiindulópont az, hogy a nagy föderatív államokban, amilyen az USA vagy Németország, a szövetségi államok közötti kockázatmegosztásnak nem kizárólag, sőt nem a legfőbb csatornája a szövetségi költségvetés. A tapasztalatok alapján az ország-, pontosabban tartomány-specifikus sokkokat a föderális adótranszferrendszerrel nagyobb mértékben fogta fel a **részvénytőke kereszttulajdonlási rendszere**. A piacra támaszkodó kockázatmegosztási mechanizmusok legfőbb kockázata az, hogy felerősítik a ciklikus mozgásokat a periférián. Az euróövezetben a pénzügyi integrációt az jellemezte, hogy a centrumból a perifériába irányuló áramlások részvénybefektetések helyett adósság formáját öltötték, miközben az utóbbi 12 évben az euróövezet viszonylatában Németország nettó részvénytőke-importőr volt.³³⁶ A bankunió kiegészítéseként célszerű ösztönözni a pénzügyi integrációt a bankok és a vállalatok határon túli részvénytulajdonlásán keresztül. A valóságban ennek piaci hatásokra

³³⁵ Farkas Ádám: i. mű, 14. o.

³³⁶ Olivier Garnier: Cross-border equity holdings key to eurozone risk-sharing. Financial times, 2013. július 30., 20. o.

spontán módon kellene végbemennie, de a folyamatot sok tényező gátolja mind a centrum, mind a periféria országaiban. A valódi pénzügyi integrációt nagymértékben előmozdítaná a periféria országai adósságának részvényekre történő konverziója, ami a magántőke részvételével történő adósságrendezés alternatívája lehetne. Ezt a centrum országok gazdasági szereplői is könnyebben elfogadnák, mint a magánszféra bevonásával történő adósságrendezést. Egy újonnan alapítandó ügynökség feladata lehetne az állami eszközök megvásárlása, átstrukturálása és privatizálása.³³⁷ Eme elképzelés alapján Németország folyó fizetési mérleg-többlete problémáját is hatékonyabban lehetne kezelni. Ennek a javaslatnak a megvalósítása természetesen számottevő politikai ellenállásba ütközne a periféria országaiban.

5.4. Forgatókönyvek az EU, illetve a GMU jövőjéről

Az európai uniós intézményektől függetlenül nagyszámú átfogó elemzői vélemény is született az EU, illetve a GMU jövőbeli kilátásairól, valószínű fejlődési trendjeiről. Ezek az elemzések részben értékeli és árnyalják az európai uniós intézmények jövőre vonatkozó elképzeléseit, részben pedig szintetizálják a szuverén adósságválságot alakító tényezőket és a rájuk adott tagállami és európai uniós szintű gazdaságpolitikai válaszokat. Az elképzelések nem tartalmaznak tehát gyökeresen új részletmegoldásokat, mert a meglévő hivatalos és szakértői koncepciókból, ismeretekből építkeznek. Ezeket a kötet korábbi fejezetei több-kevesebb részletességgel tárgyalják. Ezekben a forgatókönyvekben tükröződik valamilyen vízió az EU, illetve a GMU jövőjéről, várható, illetve lehetséges jövőbeli fejlődési irányairól.

Az Európai Unió jelenlegi helyzetének értékelése után az összes lehetségesnek tartott fejlődési irányt öt ún. stratégiai opcióban (forgatókönyvben) foglalja össze az **Új paktum Európa számára** című dokumentum, amely nyolc alapítvány támogatásával készült.³³⁸ A szerzők szándékosan nem értékelték részletesen az egyes forgatókönyvek megvalósulásának vagy megvalósíthatóságának valószínűségét, és nem adtak megoldási javaslatokat sem. Ez utóbbiakat az anyag szélesebb körű vitáját követően ígérik. Az anyag bemutatja az egyes forgatókönyvek tartalmát, a megteendő legfontosabb intézkedéseket, továbbá a leglényegesebb előnyöket és hátrányokat annak alapján, hogy a vizsgált forgatókönyvek mennyire képesek megválaszolni a gazdasági-társadalmi, a politikai-intézményi, a társadalmi és a külső/globális kihívásokat. A továbbiakban röviden ismertetjük az egyes forgatókönyvek tartalmát, de terjedelmi korlátok miatt nem térünk ki az előnyök és a hátrányok bemutatására.

Az első stratégiai opció **visszatérés az alapokhoz**, azaz a múlt hibáinak a helyrehozatala. Ennek lényege, hogy az európai integráció túlságosan előreszaladt az utóbbi években, a Gazdasági és Monetáris Unió létrehozása hiba volt, mert az euró maga a probléma, nem pedig a megoldás része. Ezért a monetáris integráció helyett a legfontosabb vív-

³³⁷ Olivier Garnier: i. mű, 20. o.

³³⁸ King Baudouin Foundation – Bertelsmann Stiftung – European Policy Centre (EPC): New Pact for Europe. Strategic Options for Europe's Future. First report, December, 2013., 91 o. Elérhető: <http://www.newpactforeurope.eu/documents/>

mányra, az egységes belső piacra kellene koncentrálni. Az euróövezetet rendezetten, konszenzusra támaszkodva kellene lebontani. Ez lehet teljes megszüntetés, két egymás mellett létező valutaövezet, vagy a gyengébb országok kiválásának engedélyezése.

A második stratégiai opció a **múltbeli vívmányok konszolidálásának forgatókönyve**. Ez abból indul ki, hogy az európai uniós intézmények nagyszámú reformot vezettek be a szuverén adósságválság kezelésére. Ezek beérése hosszabb időt vesz igénybe. Nagyszámú jel szerint a tagállamok nem kívánnak vagy nem képesek szuverenitásuk további feladására vagy korlátozására olyan kulcsterületeken, mint az adózás, a költségvetés és a munkaerő-piaci politikák. Ilyen körülmények között az EU és a GMU támogatottsága az intézkedések eredményeitől, azok közül is a gazdasági növekedéstől és a munkahelyteremtéstől függ. Ezt a célkitűzést szolgálja az európai uniós alapok innovatívabb és rugalmasabb felhasználása, a gazdaságpolitikai koordináció kiterjesztése (a tagállamok és a Bizottság közötti reformszerződések és korlátozott pénzügyi szolidaritási alapok formájában), az utóbbi időben elfogadott fiskális szabályok végrehajtása, minimális bankunió (az EKB minden nagyobb bankra történő felügyeletével és a meglévő tagállami szabályozáson alapuló bankszanálási mechanizmussal), illetve a megerősített adóügyi együttműködés (az adóelkerülés és csalás ellen).

A harmadik stratégiai opció az **ambiciózus előremozdulás**. Ez a forgatókönyv abból indul ki, hogy a múltbeli teljesítmények konszolidálása kevés, a válságnak még nincs vége, sok a teendő a válság mélyebb okainak feltárása és kezelése terén, ezért az EU-nak sokkal ambiciózusabbnak kell lennie a kihívások kezelése és az integráció politikai legitimitációjának erősítése terén. Ehhez elengedhetetlen az alapszerződés körültekintő módosítása, de elkerülendő új törésvonalak kialakulása az integrációban. Valószínű a többsebességes megközelítés, de ez nem vezethet tartós többsebességes EU-hoz. A megvalósítás legfőbb eszköze a pénzügyi és gazdasági együttműködés erősítése, beleértve az európai uniós költségvetés növelését „pénzügyminiszterrel”, aki megvétőzhatja a tagállami költségvetéseket, ha azok nincsenek összhangban az európai uniós jogszabályokkal, korlátozott bankunió befejezését (közös felügyeleti és bankszanálási mechanizmussal, amelynek pénzügyi fedezetét az ESM forrásai képezik). A forgatókönyv további elemei között említhető rövid távú közös adósságpapírok kibocsátása, az adósságok szétterítése a tagállamok között, pénzügyi alap létesítése anticiklikus pénzügyi támogatás nyújtására az euróövezet pénzügyi stabilitását aláásó sokkokat ért tagállamok számára és az ESM és a fiskális paktum integrálása az alapszerződésbe.

A negyedik stratégiai opció az **előreugrás forgatókönyve**. Ez abból indul ki, hogy az EU nincs megfelelőképpen felvértezve a jelenlegi és a jövőbeli kihívások megválaszolására, és minőségi ugrást kell tennie a gazdasági, fiskális, pénzügyi, szociális és politikai unió felé. Ehhez erős integrációs szintű végrehajtó hatalomra és olyan jogalkotó szervre van szükség, amely képes az európai uniós érdekeket tükröző autonóm döntésekre. E mögött az a követelmény húzódik meg, hogy az integrációnak meg kell szüntetnie a közös pénz és a nemzeti érdekek védelme közötti ellentmondást. Ennek érdekében el kell mélyíteni a gazdasági és monetáris uniót. Az kiterjesztett európai uniós költségvetést integrációs szintű adókból kell finanszírozni, európai uniós kincstárat kell létrehozni korlátlan vagy számottevő hitelfelvevői kapacitással és integrációs szintű adósságlevél-

kibocsátási jogkörrel. A szuverenitás szupranacionális szintre történő helyezése az adó-, az energia-, a munkaerő-, az ipar- és a szociális politika terén szükséges. Az európai uniós intézményeknek vétőjogot kell kapniuk a tagállami költségvetések felett, hogy kikényszeríthetők legyenek a vállalt kötelezettségek. A jelenlegi kimentési mechanizmusokat a tagállamoktól nagyrészt független Európai Monetáris Alap (European Monetary Fund – EMF) helyettesíti. Végül cél igazi bankunió létrehozása független felügyeleti rendszerrel és bankszanálási hatósággal.

Az ötödik stratégiai opció **a több vagy kevesebb Európa logikájának megváltoztatása**. E mögött az a felismerés húzódik meg, hogy az EU jelenlegi helyzete és a jövőbeli kihívások fényében gyökeresen át kell gondolni az integráción belüli együttműködést, és megoldást kell találni a kihívások megválaszolására az európai uniós intézmények erőteljesebb elszámoltathatóságával és a gazdasági szereplőknek a döntésekbe történő nagyobb mértékű bevonásával. Ebben a forgatókönyvben megjelenik az európai uniós állampolgárok alapvető jogainak védelme és szociális jogainak erősítése. A célkitűzések megvalósításához szükség van erősebb ellenőrző mechanizmusokra, a polgárok nagyobb mértékű részvételére a döntéshozatalban, az integrációs kapacitások növelésére valamint az alapvető és a szociális jogok védelmére.

Az Új paktum Európa számára című dokumentum stratégiai opciói az elsőt leszámítva egymásra épülnek. Nemcsak időben, hanem logikailag is követik egymást. A koncepció középpontjában az Európai Unió áll, aminek viszont kiemelkedő fontosságú része az euróövezet. A szándékosan széles ecsetkezelés miatt a kép részletei háttérbe szorulnak, de az egyes forgatókönyvekből jól kirajzolódik a vezérfonal: a gazdasági és monetáris, illetve a szociális unióval kiegészített politikai unió felé történő haladás.

A Gazdasági és Monetáris Uniót sújtó szuverén adósságválság kezelésére egy lehetséges megközelítésben, a tárgyalt tényezők figyelembevételével több olyan lehetőség jöhet szóba, amely nem feszíti szét a meglévő intézményi és jogi kereteket.³³⁹

Az **első az eddigi folyamatok folytatódása** abban az értelemben, hogy a fejlettebb észak-nyugat-európai tagállamok továbbra is folyósítják a pénzügyi támogatást az elmaradottabb, gyenge versenyképességű és eladósodott dél-európai periféria országainak és Írországnak az európai pénzügyi stabilitási eszközön és jogutódján keresztül, illetve más eszközök segítségével. Ez nem mehet a végtelenségig. Előbb fogyhat el a finanszírozó országok, köztük is elsősorban Németország adófizetőinek a türelme, mint az elvben rendelkezésre álló források, de a források is végesek. Hosszabb távon ez a forgatókönyv a kedvezményezett országoknak sem fogadható el. A „donor” országok nyilvánvalóan feltételekhez kötik a pénzügyi támogatás folyósítását. Kérdés, hogy az általuk szabott kondíciók mennyiben felelnek meg a kedvezményezett országok gazdasági sajátosságainak, nem kell-e a fiskális konszolidációért túlságosan nagy növekedési áldozatot hozniuk. További kérdés, hogy a donor országok feltételei alapján lehet-e kívülről kikényszeríteni szerkezeti reformokat a kedvezményezett országokban. Végül is az IMF évtizedek

³³⁹ E gondolatmenet alapja Martin Wolf: Thinking through the unthinkable. Financial Times, 2011. november 8. című cikke, amely Nouriel Roubini véleményére is támaszkodik.

óta folytatja ezt a gyakorlatot a bajba jutott országokkal, ami többé-kevésbé működött akkor, ha mindkét fél figyelembe vette a realitásokat.

A **második** lehetőség a szakirodalomban aszimmetrikusnak nevezett alkalmazkodás, amikor minden teher az eladósodott országokra hárul. Ennek az a lényege, hogy az érintett országok a régi aranystandard mintájára megvalósított, rögzített árfolyamrendszerként funkcionáló euróövezetben **restriktív fiskális politika** és **belső leértékelés** (az árak, a bérek, a szociális transzferek stb. csökkentése) segítségével, azaz pro-ciklikus gazdaságpolitikával próbálnak meg kilábalni a válságból, amit nem ellensúlyoz a monetáris politika. A belső leértékelési politikák középtávon csak akkor sikeresek a külső egyensúlyhiányok mérséklésében, ha olyan szerkezeti reformokkal párosulnak, amelyek a versenyképesség néhány nem árjellegű összetevőjét is javítják.³⁴⁰ Ez a lehetőség **politikailag** elfogadható Németország számára, elfogadhatatlan viszont az EU földrajzi periferiájának.

A belső leértékelés zéróösszegű játék, azaz az egyik fél nyeresége a másik fél vesztesége, ha mindegyik ország alkalmazza. Az EU földrajzi periferiája tagállamainak a versenyképessége akkor javul, ha a mag-országoké (Németország, Ausztria, Hollandia) romlik. A dél-európai országokban végrehajtott belső leértékelést a mag-országokban expanzívabb jövedelempolitikának és magasabb inflációs rátának kellene kísérnie, azaz szimmetrikus alkalmazkodásra van szükség. (A magasabb inflációs rátát az is indokolja, hogy a GMU több országa defláció közeli állapotban van, a defláció pedig növeli az adósok terheit.) Az EU, illetve a GMU mag országai ezzel járulhatnának hozzá a közöttük és a periféria országai közötti költség-versenyképességi különbség záródásához. A belföldi kereslet dinamikájának gyorsulása az északi országokban keresletet generálna a földrajzi periféria exportja számára, ezáltal csökkenne a folyó fizetési mérleg többlete az északi és hiánya a déli országokban. E forgatókönyv egyik leglényegesebb kockázta az, hogy a periféria országainak az export árualapjai korlátozottak, azaz nem vagy csak kismértékben képesek kiaknázni a külső kereslet bővüléséből adódó lehetőségeket, miközben a belföldi kereslet élénkítéséből az EU-n kívüli országok (Kína stb.) is profitálnának.

A **harmadik** lehetséges forgatókönyv az államadósságukat finanszírozni képtelen országok kilépése a GMU-ból vagy piaci kényszer alatt végrehajtott, illetve irányított államcsődje. A kilépés gazdasági öngyilkossággal lenne egyenértékű. Bár sok a feszültség a GMU-ban, miként a 3.1. fejezetben kimutattuk, az abból való kilépésnek, illetve a GMU felbomlásának a költségei messze meghaladják bármiféle válságkezelés költségeit. Az államcsőd nagy valószínűséggel szintén a GMU-ból való kilépéshez vezetne. Ez az opció végső soron egyik GMU-tagállam számára sem fogadható el.

³⁴⁰ Ángel Estrada – Jordi Galí – David López-Salido: Patterns of Convergence and Divergence in The Euro Area. National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 19.561, 4. o., 2013. október. Elérhető:

http://www.google.hu/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCoQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.nber.org%2Fpapers%2Fw19561.pdf&ei=CIZxUpPKEsSI0AX_wYCYCA&usq=AFQjCNH8zRTOMnAN-gPUWCvJ14m34aPH2Q&sig2=6eBAZlroqW1TxAH0x7pSiw&bvm=bv.55617003,d.d2k

A **negyedik** lehetőség az, hogy az Európai Központi Bank közvetlen vagy közvetett, a kereskedelmi bankrendszeren keresztül történő korlátlan másodpiaci államkötvényvásárlásaival ellátja a tagállamok végső hitelezőjének a szerepét. Ez az euró főbb devizákkal szembeni gyengüléséhez vezethet. Az euró gyengülése attól is függ, hogy például mekkora a GMU átlagos kamatlábszintje az amerikaihoz képest, illetve milyen mértékű a mennyiségi könnyítés az USA-ban. E politika ösztönözné a gazdasági fejlődést az EU észak-európai mag-országaiiban, miközben a periféria tagállamait takarékoskosságra és versenyképességüket javító szerkezeti reformok kidolgozására és végrehajtására sarkallja. A sikeres szerkezeti reformok egyrészt enyhíthetik a folyófizetésimérleg-válságot, másrészt javíthatják a gazdasági növekedés feltételeit. Ennek a forgatókönyvnek a legfőbb kockázata (nem feltétlenül azonnal, hanem bizonyos idő múlva) az infláció felpörgése, ami viszont szerkezeti és versenyképességi reformok hiányában az államadósság elinflálását jelenti. Mindez a háztartások igen jelentős vagyonszerzésével is járna. Emiatt ezt a lehetőséget legfőképpen Németország ellenzi. Ez az opció nagymértékben erodálna az európai uniós politikai elit hitelességét. Ha az a feltételezés, hogy az ambiciózus elképzelések ellenére nem lesz lényegi változás az EU, illetve a GMU intézményi és irányítási rendszerében, akkor középtávon mégis ez a legvalószínűbb forgatókönyv. A kérdés csak az, hogy az államadósság elinflálása milyen terjedelmű és mélységű tagállami szintű szerkezeti és versenyképességi reformokkal párosul.

Az **ötödik** lehetőség a közös felelősségvállalás és tehermegosztás felé történő elmozdulás közös eurókötvények kibocsátása, illetve egyfajta korlátozott fiskális unió formáját öltő bankunió felé. Optimális esetben hosszabb távon megvalósul az EU vezetőinek elképzelése a politikai unió és közös fiskális felelősségvállaláson alapuló, szociális dimenzióval kiegészített Gazdasági és Monetáris Unióról. Természetesen nem zárható ki a fenti lehetséges megoldások valamiféle ötvözte sem.

Egy másik, az előbbihez képest nagy ívű tanulmány³⁴¹ a következő **öt lehetséges forgatókönyvet** vázolja a 2020-ig terjedő időszakban az Európai Unió, illetve azon belül a Gazdasági és Monetáris Unió jövőjére:

1. Vergődés: európai hierarchia és differenciálódás.

Ez a forgatókönyv a jelenlegi viszonyok fennmaradásával számol. A pénzügyi és más gazdasági feszültségeket a meglévő válságkezelő eszközökkel próbálják meg elviselhető keretek között tartani. A Gazdasági és Monetáris Unió befejezetlen marad. A reálgazdasági szférában folytatódik az EU, illetve a GMU lemaradása. Mindez egy bizonyos ponton túl akár a GMU felbomlásához is vezethet.

2. Felbomlás: fragmentálódás és dezintegráció.

Egyes tagállamok államcsődje, illetve a GMU-ból való kiválása valamint bankválságok sorozata, ami nehezen ellenőrizhető tovagyrűzési folyamatokat indít

³⁴¹ Maria João Rodrigues: Mapping Future Scenarios for the Eurozone. Friedrich Ebert Stiftung International Policy Analysis, 2012. június, 14-19. o. Elérhető: <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/09194.pdf>

meg. Ezek a GMU felbomlásához és az EU dezintegrálódásához vezetnek, igen számottevő negatív globális hatásokkal.

3. Mag-Európa: kisebb országcsoporthat fiskális uniója.

A tagállamok kisebb csoportja fiskális unió kialakítását kezdi meg, befejezi a valódi Gazdasági és Monetáris Uniót. A jogalkotási kompetencia és a demokratikus legitimitáció erősebb a fiskális unió létrehozó kisebb csoportban. Intézményesül a kétsebességű Európai Unió.

4. Fiskális unió az EU-ban.

A fiskális és a politikai unió létrehozásával befejezik a Gazdasági és Monetáris Uniót.

A vázlatosan ismertetett, de a hivatkozott írásban részletesen kifejtett forgatókönyvek a szerző szerint minden lehetséges változatot tartalmaznak. Megvalósulásuk nem csak a fenti öt tiszta formában lehetséges.

6. Néhány ország részletesebb elemzése

Ez a rész a szuverén adósságválság néhány GMU-tagállamra gyakorolt hatásait elemzi. Célja az, hogy más metszetben: az egyes országok szemszögéből, azok specifikus vonásait bemutatva elemezze a szuverén adósságválság fejleményeit, hatásait, hatásmechanizmusait és a gazdaságpolitika válságkezeléssel kapcsolatos dilemmáit és a válságra adott válaszait. A teljességre törekvés szétfeszítette volna e könyv tartalmi és terjedelmi kereteit, ezért az esettanulmányok a szuverén adósságválság szempontjából leglényegesebb elemekre és tanulságokra koncentrálnak. A GMU-tagállamokra vonatkozó esettanulmányok egyben kiegészítik, adott esetben elmélyítik, illetve sok tekintetben további adatokkal és érvekkel támasztják alá a törzsanyag gondolatmenetét.

6.1. Németország³⁴²

6.1.1. Németország és a GMU

Mint korábban az optimális valutaövezet tárgyalásakor szó volt róla, a Gazdasági és Monetáris Unió létrehozásában kiemelkedő szerepet játszottak politikai megfontolások. Ezek közül a leglényegesebb az volt, hogy az egyesült **Németországot multilaterális intézményi keretekben** tartsák, ezáltal korlátozzák politikai és kisebb mértékben gazdasági befolyását. Maga az elgondolás nem új, a második világháború utáni időszakot végigkísérte a nyugati országok azon törekvése, hogy az NSZK-t minél nagyobb mértékben integrálják különféle két- és többoldalú regionális és globális nemzetközi szervezetekbe. Ezzel kívánták elejét venni a gazdasági szempontból sikeres NSZK politikai és katonai megerősödésének, ezen keresztül nemzetközi politikai befolyása fokozódásának. A cél a két német állam 1990. október 3-i hivatalos egyesítése után is ugyanaz maradt, az eszköz ezzel szemben viszonylag új.

A volt Német Demokratikus Köztársasággal kibővült **Németország gazdasági és politikai befolyása** meghatározó az Európai Unióban, illetve azon belül a Gazdasági és Monetáris Unióban (GMU). 2012-ben Németországra jutott az EU GDP-jének 21,8, a GMU GDP-jének 30,5 százaléka. A dominancia tovább fokozódott azáltal, hogy Németország a globális pénzügyi és gazdasági válságból **megerősödve került ki**, miközben az EU többi része gyengébben. GDP-arányos államadóssága nemzetközi összehasonlításban meglehetősen magas, 2012-ben a GDP 81 százaléka volt, nem utolsósorban azért, mert a kormány hatalmas összegeket fordított bankkonszolidációra. A függő társadalombiztosítási kötelezettségek (implicit államadósság) figyelembevételével az adósságráta 190 százalék körül van. Az ország elkerülte viszont az ingatlan- és hitelpiaci buborékokat, amelyek sok EU-tagállamot destabilizáltak. Ebben valószínűleg kiemelkedő szerepe volt a bérlakások nagy arányának. Az alacsony kamatlábak egyébként ösztönözték a magánlakások építését. Bár 2009-ben számottevően, 5,1 százalékkal zsugorodott Németország GDP-je, 2011-ben már ismét meghaladta a válság előtti színvonalat, 2012-ben és 2013-ban pedig tovább nőtt. A munkanélküliségi ráta a kis nemzetgazdasági di-

³⁴² Losoncz Miklós: Németország és a Monetáris Unió. Élet és Irodalom, LVI. évf., 17. szám, 2012. április 27., 8. oldal alapján bizonyos részek.

menzió miatt nem mérvadó Luxemburg, illetve Ausztria és Hollandia után az európai uniós tagállamok közül Németországban a legalacsonyabb. A német GDP 2012-ben 0,7 százalékkal bővült, gyorsabban a franciánál (stagnálás), míg az EU-ban és a GMU-ban, illetve az EU nagy országai közül Olaszországban és az Egyesült Királyságban recesszió volt. A gazdasági növekedés szempontjából kulcsfontosságú beruházások volumene Németországban 2009 és 2012 között mindössze 1,2 százalékkal csökkent. Ezzel szemben az EU átlagában (ami a német adatokat is tartalmazza) a beruházások volumene 13,6 százalékkal zuhant 2009 és 2012 között.

Németország, amely a hitelminősítők szerint elsőrendű adós, pozíciója tovább erősödött az után, hogy 2012. január közepén a Standard & Poor's nemzetközi hitelminősítő a GMU 17 tagállamából kilencnek az államadósságát leminősítette, beleértve Franciaországot. A leminősítéssel, ami a belső gazdasági problémák leképeződése, gyengült a francia befolyás az EU-ban a némettel szemben. Bár egyes szakértők szerint Németország azért erős, mert az EU többi része gyenge, a vezető német pozíció az Európai Unióban ma megkérdőjelezhetetlen. Ebből következik, hogy 2007 közepétől, a hivatalos német európai tanácsi soros elnökség végétől egyes vélemények szerint Németország kancellárja – jóllehet nincs ilyen hivatalos poszt – az EU állandó elnökének tekinthető. A szuverén adósságválság megoldása a GMU-ban nem lehetséges Németország nélkül és ellenében. Ugyanakkor Németország nem elég nagy és erős ahhoz, hogy hegemoniára tegyen szert az EU-ban, ezért a szuverén adósságválságot sem képes megoldani, illetve kezelni egyedül.

Miként korábban más összefüggésben volt szó róla, a **Gazdasági és Monetáris Unió felbomlása** óriási veszteségeket okozna Németországnak. Az ING szakértőinek számításai szerint a felbomlás után megerősödő német márka külkereskedelemre gyakorolt negatív hatása, valamint a háztartások, az üzleti szféra és a kormány külföldi eszközeinek leértékelődése (a felértékelődő nemzeti valuta miatt a külföldi befektetések értéke csökkenne) három év alatt mintegy 10 százalékos kibocsátási veszteséget idézne elő.³⁴³

A GMU-ból való kiválás a német gazdaság leglényegesebb pillérét, az ipart roppantaná meg, amelynek aránya a GDP-ben 24 százalék. A bevezetésre kerülő új német márka felértékelődése semmissé tenné a korábban végrehajtott szerkezeti reformok eredményeit. A deviza-felértékelődés a legkedvezőtlenebbül a hagyományosan kiemelkedő nemzetközi versenyképességű kis- és középvállalati szektort érintené, kettős értelemben. Egyrészt magának a kis- és középvállalati szektornak a versenyképessége rövid időn belül összeomlana. Másrészt a német nagyvállalatok termelésének más, alacsonyabb költségű országokba történő kihelyezése a kis- és középvállalati szektor beszállítói kapcsolatrendszerét bontaná le. Mindezek alapján a GMU-ból való kilépés legnagyobb vesztese a kis- és középvállalati szektorhoz kötődő német középosztály lenne. Következésképpen az euró Németország számára társadalmi, azon belül „osztálykérdés” is.³⁴⁴

³⁴³ Idézi: Gerrit Wiesmann: Germany's leaders start to count cost of euro break-up. Financial Times, 2012. június 29., 5. o.

³⁴⁴ Nicolas Berggruen and Nathan Gardels: The Next Europe. Towards a Federal Union. Foreign Affairs, Volume 92, Number 4, July/August 2013., 136. o.

A GMU felbomlása, illetve egy-két tagállam kiválása hatalmas (6 ezer milliárd euró) német kinnlevőséget érintene, amelynek nagy része GMU-országbeli partnerrel szemben áll fenn. A német bankok kitettsége az euróövezet bankjai, üzleti szektora és állami-közületi szférája felé a Deutsche Bundesbank adatai szerint 2012. március végén 804 milliárd euró volt. A müncheni Ifo gazdaságkutató intézet szerint Németország 2012 közepén Görögországgal, Írországgal, Portugáliával, Spanyolországgal és Olaszországgal szembeni pénzügyi kitettsége 704 milliárd euró volt. Ennek fele a kimentési alapokra jutott. A Deutsche Bundesbank többi GMU-tagállam jegybankjával szembeni követelése 700 milliárd euró volt. Mindezen nagyságrendi összefüggések miatt Németország érdekelt a GMU fennmaradásában és tartós stabilitásában.

Ami az euróövezet esetleges szétesésének lehetséges következményeit illeti, a kormánynak ki kellene mentenie a GMU felbomlása nyomán veszteségeket elszenvedő német bankokat és vállalatokat, ami az államháztartási hiány és az államadósság növekedéséhez vezetne. A GDP-arányos államadósság nemcsak emiatt nőne, hanem a gazdasági tevékenység zsugorodása és a felértékelődő új német márka deflációs hatása miatt is. Az UBS számításai szerint a vállalati csődök, a bankok kényszerű feltőkésítése, a külkereskedelem és a munkaerőpiac összeomlása a GMU felbomlását követő első évben mintegy 650 milliárd euró veszteséghez vezetne, ami a német GDP 20-25 százalékának felel meg.³⁴⁵ Ezen túlmenően a GMU felbomlásával kapcsolatos spekulációk nem számszerűsíthető kockázatok lennének. Német kormányzati intézmények nem végeztek számításokat a GMU megszűnésének a hatásairól. A német kormány egyértelműen és határozottan kiáll a Gazdasági és Monetáris Unió fennmaradásáért, ebben látja mind országa, mind Európa jövőjét. A GMU melletti német elkötelezettség mint cél egyértelmű, a cél szolgálataiba állított eszközrendszer kevésbé.³⁴⁶

Németország három csatornán keresztül igyekszik befolyását érvényesíteni az Európai Unióban, illetve azon belül a GMU-ban.³⁴⁷ Az **első csatorna** a pénzügyi segítségnyújtás. A **második csatorna** a gazdasági modell és gazdaságpolitika terén történő példamutatás. A **harmadik csatorna** a német gazdasági és gazdaságpolitikai koncepciók átültetése az európai uniós jogszabályokba. A német hatás és törekvés mindhárom területen vitákat váltott ki az integrációban.

6.1.2. A válságkezelő alapokhoz való hozzájárulás

Ami az **első csatornát** illeti, az EU legnagyobb tagállamaként Németország hozzájárulása a legszámottevőbb az eladósodott és pénzügyi feszültségekkel küszködő tagállamok kimentésére hivatott mentőalapokhoz (európai pénzügyi stabilitási alap, illetve európai

³⁴⁵ Idézi: Gerrit Wiesmann: i. mű, 5. o.

³⁴⁶ Ugyanerre a következtetésre jutottak a The Economist újságírói, akik egy Angela Merkelhez intézett képzeletbeli memorandumban Németország szempontjából elemezték Görögország, illetve rajta kívül Írország, Portugália, Spanyolország és Ciprus GMU-ból való kiválásának vagy kizárásának a következményeit. Lásd: The Merkel memorandum. The Economist, 2012. augusztus 11., 15-18. o.

³⁴⁷ Germany now stands alone. But its power may weaken the euro zone. The Economist, 2012. január 21., 31. o.

stabilitási mechanizmus, amely 2013 közepén lépett az előbbi helyébe). Németország 2012 közepéig 320 milliárd euróval járult hozzá az európai uniós kimentési alapokhoz. Ez minden egyes német lakosra vetítve kéthavi adózás előtti bérnek felel meg. Ezt követően évi 4,3 milliárd euró lesz a német költségvetésből folyósított hozzájárulás.

Az Ifo számításai szerint eddig 595 milliárd euró jutott a német adófizetőknek az adósságválság az ESM nélkül. Az ESM-ből Németországra jutó 90 milliárd euró figyelembevételével 685 milliárd euró adódik.

A legnagyobb hozzájáruló státusnak nem mond ellent az, hogy a német kormány a szuverén adósságválság kezdetétől (2009 novembere) igyekszik minimális szinten tartani az európai uniós kimentési alapok nagyságrendjét és ettől nem függetlenül az azokhoz történő hozzájárulását. Ennek egyik oka **belpolitikai** természetű: a hozzájárulás forrása végső soron a német adófizetők pénze. Ez az érv különösen sokat nyomott a latba a 2013. szeptemberi parlamenti választások előtt. Bár a döntések rendszerint az utolsó pillanatban születtek, aminek nyomán a válságkezelés költségei emelkedtek, végül is a német vezetés nem akadályozta meg az európai uniós pénzügyi mentőalapok feltőkésítését. A bankrendszer kitettsége miatt az eladósodott EU-tagállamok kimentése ugyanakkor Németország érdeke is. Figyelmet érdemel, hogy a német bankok likviditásának kérdése nem szerepel a politikai viták napirendjén.

A német kormány következetesen ragaszkodik ahhoz, hogy az eladósodott GMU-tagállamok csak szigorú feltételek vállalása, illetve teljesítése esetén juthassanak hozzá az európai uniós pénzügyi forrásokhoz. Ebben nem csekély szerepük lehet a két Németország újraegyesítése során szerzett tapasztalatoknak. Nincs értelme pénzt fektetni rosszúl működő gazdaságba, illetve csak akkor célszerű így tenni, ha a pénzügyi segítség nyújtását gazdasági-szerkezeti reformok előzik meg. Ez utóbbi feltétel nem állt fenn a volt NDK-ban, így az újraegyesítést követő 20 évben a régi szövetségi államokból az új szövetségi államokba irányított mintegy 1600 milliárd euró nettó transzfer igen alacsony hatékonysággal hasznosult. Ebben szerepet játszott az is, hogy az új szövetségi államok integrálására koherens gazdasági stratégia nélkül került sor.

Németország 211 milliárd euró összegben nyújt garanciát az ESM kimentési alapnak. Ha az ESM a rendelkezésére álló 500 milliárd eurót a bajba jutott országok rendelkezésére bocsátja és a kedvezményezettek csődbe mennek, akkor a német garancia 280 milliárd euróra emelkedik. Ehhez kapcsolódnak még a TARGET2 elszámolási rendszerben felhalmozódó német követelések. Az EFSF és az ESM esetében a pénzügyi terhek aránytalanul nagy része, 27,1 százaléka jut Németországra. (Összehasonlításként: Franciaország relatív súlya 20,4 százalék, Olaszorszáé 17,9 százalék, Spanyolorszáé pedig 11,9 százalék.) Ez a két alap döntéshozatali rendszerében is kifejezésre jut, ugyanis ezekben a formális európai uniós intézményeken kívülálló kormányközi mechanizmusokban a szavazatok száma a pénzügyi hozzájárulástól függ, azaz Németország szava döntő.³⁴⁸

³⁴⁸ Ulrike Guérot and Mark Leonard: The New German Question: How Europe Can Get the Germany It Needs. European Council on Foreign Relations. Policy Brief, ECFR/30, April 2011., 5. o.

Az európai uniós pénzügyi mentőalapok forrásainak visszafogása arra enged következtetni, hogy Németország nem kívánja az Európai Uniót egyfajta **transzferunió** irányába fejleszteni. A német kormány a közös felelősségvállaláson és teherviselésen alapuló GMU-szintű eurókötvény kibocsátását is ellenzi, legfőképpen azért, mert az **potyautas magatartásra** ösztönözheti az euróövezet gyenge tagállamait. Itt **erkölcsi kockázatról** van szó, mert megalapozottan vélelmezhető, hogy az eladósodott országok abban a reményben nem tesznek meg mindent államháztartásuk rendbe tételére, hogy majd a többiek úgyszólván kiségitik, védőernyőt feszítenek ki fölülük a közös eurókötvény kibocsátásával.

Hasonló okból ugyancsak számottevő fenntartásokkal támogatja a német kormány a **bankunió** formálódó tervét. A legfőbb ellenérv az, hogy a bankunió adott esetben hozzájárulna a kockázatoknak a német pénzügyi intézményekhez történő áttételéhez. Közös betétbiztosítás esetén a periféria országainak a bankjai versenyeznének Németországban, a tőkeerős bankoknak kockázatosabb versenytársakat kellene támogatniuk. Ezért a német álláspont sokáig az volt, hogy meg kellene hagyni a felügyeletet és a betétbiztosítást tagállami hatáskörben.

Ha sor kerül a bankoknak az ESM forrásaiból történő közvetlen feltőkésítésére, akkor Németország olyan eszköztől esik el, amellyel politikai nyomást gyakorolhat az EU perifériáján lévő országok kormányaira. Nagyobb a veszteség valószínűsége is, mert az ESM kevesebb ismerettel rendelkezik a bankok mérlegeiről, mint a tagállamok államháztartásáról. Az érintett országok viszont nem akarják bankjaikat az európai uniós bürokrácia kezébe adni.

Végül is nem megalapozatlan az a félelem, hogy az erősödő közös felelősségvállalás finanszírozási terhei jórészt Németországra hárulnának. A jelek szerint a német kormány akkor hajlandó lemondani szuverenitásának további elemeiről, így támogatni a bankuniót, ha európai uniós szinten szigorú szabályok és hihető ellenőrzési mechanizmusok garantálják a diszfunkcionális hatások minimalizálását.

Ugyancsak ellenzi a német kormány azt, hogy az **Európai Központi Bank** az eladósodott tagállamok államkötvényeinek másodpiaci vásárlásával segítse a szuverén adósságválság kezelését (ez az európai uniós mentőalapok forrásai kiegészítéseként is felfogható), illetve adott esetben korlátlan hitelnyújtással álljon a GMU-tagállamok rendelkezésére, azaz betöltse a **végső hitelező** szerepét. Az ellenzés fő oka, hogy a vázolt lépések egyrészt **inflációs hatásúak**. A két világháborút követő nagyarányú infláció máig érezhető mély nyomokat hagyott a német társadalomban, ezért az árstabilitást a gazdaságpolitika évtizedek óta prioritásként kezeli. Másrészt a feltételekhez nem kötött jegybanki likviditásbővítés **gyengíti a politikusok reformhajlandóságát**. Ennek ellenére az Európai Központi Bank 2011 decemberében és 2012 februárjában összesen mintegy 1000 milliárd euró összegben nyújtott hitelt az arra igényt tartó kereskedelmi bankoknak – államkötvények fedezete mellett – hároméves futamidőre. Ez a hitel részben az európai uniós mentőalapokat volt hivatott tehermentesíteni, mert közvetve, a kereskedelmi bankokon keresztül forrást biztosított a fizetőképes, de átmenetileg fizetési nehézségekkel küszködő kormányoknak.

A válság sok megoldási módjával szembeni német kormányzati ellenállás valószínűleg akkor módosulna, ha a válságkezeléssel kapcsolatos negatív hatások Németországban is érzékelhetőek lennének, emiatt a hazai konjunktúra is gyengülne.

A fenti áttekintés alapján igazolható Németország szakértők által definiált **lehetetlen hármasság tétele**: maradjon meg a Gazdasági és Monetáris Unió a közös pénzzel, legyen korlátozott a német hozzájárulás más tagállamok kimentéséhez, és az EKB tartsa alacsonyan az inflációt. A három feltételből egyszerre csak kettő teljesíthető.

6.1.3. A német gazdasági modell mint példa

A befolyás érvényesítésének **második csatornája a német modell átültetése** az Európai Unió joganyagába és gazdaságpolitikai gyakorlatába. A második világháború után Németországban kialakult és meggyökeresedett az ún. ordo-liberális modell, ami kicsit leegyszerűsítve a szabad piacgazdaság intézményi feltételeit biztosító stabil és átlátható szabályozás. Más szavakkal: „annyi teret engedni a piacnak, amennyit csak lehet, és annyi befolyást engedni az államnak, amennyi a rendszer működéséhez feltétlenül szükséges”. A Maastrichti Szerződéssel Helmut Kohl akkori német kancellár „germanizálni”, azaz Németországhoz hasonlóvá kívánta tenni az EU-t és tagállamait azzal, hogy szigorú fiskális és monetáris szabályokat kényszerített rájuk.

Az átfogó **gazdasági modell** gyökerei mélyen beágyazódtak a német gazdaságba és társadalomba, működése elválaszthatatlan a német fejlődéstörténeti örökségtől. Emiatt más országokban nemigen lehet eredményesen alkalmazni. A pénzügyi-gazdasági válság idején megpróbálták például Olaszországban átvenni a munkaerőpiac rugalmasságát fokozó német gyakorlatot, de az eredmény kiábrándító volt.³⁴⁹

A 4.4. és a 4.5. fejezet tárgyalta a belső leértékelést mint a versenyképesség, illetve az államháztartás konszolidációját és a gazdasági növekedés ösztönzésének német felfogásban leglényegesebb eszközét. A szakértők véleménye megoszlik a német gazdaság sikereinek okairól. A nem kooperatív stratégiát öltő **belső leértékelés** hosszabb időre visszanyúló hagyományokra támaszkodik. A második világháború utáni időszakban, egészen a Bretton-Woods-i valutarendszer összeomlásáig a német gazdaság teljesítménye kiváló volt a rögzített árfolyamrendszerben. Versenyképessége azáltal javult, hogy a kormány olyan gazdaságpolitikát folytatott, amelynek nyomán a német márka dollárral és rajta keresztül más devizákkal szembeni reálárfolyama leértékelődött. Ez többek között azt jelentette, hogy a reálbérek lassabban nőttek a termelékenységnél. Ennek fényében nem meglepő, hogy Németország a GMU-ban ugyanezen ok miatt prosperál. A globális pénzügyi válságot követően megindult fellendülés fő forrása a munkabérek emelésének a válságot megelőző időszakban történt visszafogása volt.³⁵⁰

A számottevő folyó fizetési mérlegtöbblettel rendelkező Németországban kevésbé indokolt a fiskális megszorítás, mint azokban az országokban, amelyekben a külső hiány is tetemes. Éppen ellenkezőleg, a belföldi kereslet felpörgetésével, ezáltal az eladósodott

³⁴⁹ Bővebben lásd: What Germany offers the world. The Economist, 2012. április 14., 26-28. o.

³⁵⁰ Wolfgang Münchau: Competitiveness is good but it will not save the euro. Financial Times, 2012. november 12., 9. o.

dél-európai GMU-tagállamok számára exportlehetőségek teremtésével tudna Németország leginkább hozzájárulni a szuverén adósságválságból való kilábaláshoz. Az más kérdés, hogy miképpen lehet például az állami-közületi szektor beruházásait növelni, a takarékos német háztartásokat több fogyasztásra bírni, illetve kínálati korlátok miatt ennek lenne-e húzó hatása az eladósodott dél-európai országok német viszonylatú kivitelére. Vannak olyan lehetőségek, amelyek pótlólagos ráfordítás nélkül is hozzájárulhatnak a kereslet bővüléséhez. Ilyen például az üzletek nyitva tartásának liberalizálása, a vasárnapi zárva tartás megszüntetésével vagy kötelező minimálbér bevezetése stb.

A versenyképesség javítása szempontjából kiemelt jelentőségűnek tartják (és más GMU-tagállamoknak is ajánlják) a **munkaerőpiac átfogó reformját** 2003-tól négy lépésben megvalósító ún. Hartz-féle intézkedéscsomagot, amely – hatalmas társadalmi vitákat kiváltva – még a szociáldemokrata kormányzás idején, Gerhard Schröder kancellár nevéhez fűződve kezdődött, amit aztán a CDU-SPD nagykoalíció élén Angela Merkel is folytatott. Bár a reform kétségtelenül hozzájárult a munkaerőpiac rugalmasságának fokozódásához, a szakszervezetek valószínűleg a **külső sokkok** (outsourcing vagy más módon tevékenységkiszervezés az alacsonyabb költségű közép- és kelet-európai országokba) hatására fogadták el a munkabérek lefaragását. Ezt nem csekély mértékben segítette a munkaerő rendkívül nagymértékű belső flexibilitása és kismértékű külső, regionális rugalmassága, illetve mobilitása. Ez azt jelenti, hogy a munkaerő gyorsan alkalmazkodott például a munkaidő hosszának a változásaihoz (válságban rövidebb munkahét, konjunktúra idején túlórák stb.), miközben az új munkaerő felvétele és a meglévő elbocsátása terén jóval kisebb mértékű volt a rugalmasság. Egy nagyobb gyár bezárása máskülönben jelentős tartós munkanélküliséghez vezetett volna.³⁵¹

Németországban általános az a vélemény, hogy a szuverén adósságválság az államháztartási fegyelemre vonatkozó jogszabályok nem megfelelő betartására (magát Németországot is beleértve) és betartatására vezethető vissza. A német közvéleményben elég széles körben tapasztalható a görög, olasz, spanyol, portugál felelőtlen tücsök valamint a német szorgos hangya mentalitás szembeállítása. Mindebből következik, hogy a német Európa-politika fontos eleme a közösen elfogadott szabályok minél rigorozusabb betartatása. Az igazsághoz közelebb áll azonban az az értékelés (miként ezt a korábbi fejezetek is igazolják), amely szerint a válság lényeges oka a GMU néhány intézményes és szabályozási gyengesége volt. Az ismertett német modell önmagában nem vagy csak korlátozottan működőképes az EU dél-európai perifériáján.

A német elképzelések szerint a pénzügyi egyensúlyhiányokkal küszködő gyengébb tagállamokban **az államháztartás konszolidálásával és szerkezeti reformokkal** célszerű ösztönözni a gazdasági növekedést, miként arra Németország is példát mutat. A belső leértékelés nagy külső folyó fizetési mérlegtöbbleteket eredményez a világgal szemben, ez helyreállítja a gazdasági aktivitást. Egy másik lehetőség, hogy a radikális szerkezeti reformok és az eszközök értékesítésének (privatizáció) kombinációja nagyarányú tőkebeáramlást eredményezhet. Ez rövid távon finanszírozza a folyó fizetési mérleg hiányát, hosszú távon pedig fokozza a gazdasági aktivitást. A német álláspontból további meg-

³⁵¹ Wolfgang Münchau: i. mű, 9. o.

szorítások következnek az eladósodott országokban és lassú gazdasági növekedés a GMU-ban. Ez magában hordozza a visszatérő válságok lehetőségét az euróövezetben, még akkor is, ha az túléli is a szuverén adósságválságot és stabilizálódik.

6.1.4. A német elképzelések átültetése az európai uniós jogrendszerbe

A német elképzelések európai uniós jogszabályokba való átültetése több területen mutatható ki. A Gazdasági és Monetáris Unió megalapításakor az **Európai Központi Bank** alapszabályát a Deutsche Bundesbank mintájára alakították ki. Így a közös monetáris politika célja az árstabilitás elérése, illetve fenntartása lett. Ezen a téren az EKB nem volt képes felülmúlni a Deutsche Bundesbankot, mert az utóbbi sikeresebb volt az infláció leszorításában, alacsonyabb inflációt ért el Németországban, mint az előbbi a GMU-ban.

Ami az irányítást illeti, az EKB **Kormányzótanácsának** 24 tagja van (az Igazgatóság 6 tagja, beleértve az elnököt és a két alelnököt, valamint a 18 GMU-tagállam jegybankelnöke), közülük viszont csak kettő német. Az egy ország, egy képviselő, illetve szavazat miatt papíron legalábbis a Deutsche Bundesbank elnökének nincs nagyobb hatalma és jogköre, mint mondjuk a ciprusi vagy a máltai jegybank elnökének. Ez változás ahhoz a GMU előtti időszakhoz képest, amikor a Deutsche Bundesbank nemcsak Németországban diktálta a monetáris feltételeket, hanem azokban az országokban is, amelyek a német márkához kötötték valutájuk árfolyamát. Az euró bevezetésével a Deutsche Bundesbank elvesztette hegemon szerepét, és a jelenleg 18 GMU-tagállam jegybankjának egyike lett.³⁵² Egyelőre hivatalosan nincs szó a szavazási rendszer módosításáról. Annyi azonban megemlíthető, hogy Karl Otto Pöhl, a Deutsche Bundesbank volt elnöke például indokoltan tartja a súlyozott szavazásra való áttérést. A szavazati súlyok az egyes országok gazdasági erejének felelnének meg.³⁵³

A világgazdaság nagyobb megrázkódtatásoktól mentes fejlődési időszakában ez az irányítási struktúra kielégítően működött, biztosította a német gazdaság számára az árstabilitást. A globális pénzügyi és gazdasági válság idején az **EKB kiterjesztette mandátumát**, és nem csekély mértékben járult hozzá az alapszerződés kimentést tiltó klauzúljának fellazításához. Ez viszont már nem volt összhangban sem a korábbi, sem a jelenlegi Deutsche Bundesbank filozófiájával. A német jegybank elnöke nyilvánosan is bírálta az Európai Központi Bankot azért, mert 2012 őszén OMT-programja keretében arra vállalt kötelezettséget, hogy korlátlanul vásárolja a GMU-tagállamok állampapírjait. Tette ezt annak ellenére, hogy ilyen megállapodás nélkül az euróövezet pénzügyi rendszere aligha stabilizálható. Természetesen további intézményi változásokra is szükség van, ez azonban nem kérdőjelezi meg az OMT szükségességét.

Az 1990-es évek elején Németországnak nem volt kifogása az EKB irányító struktúrájával szemben. A második világháború utáni időszakban az ország vezetői nem kívánták előtérbe helyezni nemzeti érdekeiket. Ezzel szemben mivel a globális pénzügyi és gaz-

³⁵² Paul de Grauwe: Stop this guerrilla campaign against ECB policy. Financial Times, 2012. október 23., 9. o.

³⁵³ Karl Otto Pöhl: Turbulent Waters in the EMU: Cesinfo Forum Vol. 11, No. 4., 2010 Winter, 53. o.

dasági válságból Németország megerősödve került ki és a kormány és az intézményeinek politikája sokkal határozottabb és öntudatosabb, ezért nehezen várható el tőlük, hogy olyan irányítási szerkezetet toleráljanak, amelyben a magas német tényleges és potenciális anyagi hozzájárulás a válságkezeléshez nem párosul ezzel arányos képviselettel.³⁵⁴ Talán éppen ezen érvek miatt van szó arról, hogy a bankfelügyelet ellátásában új, az EKB-nak alárendelt, de nagy autonómiájú testületet állítanak fel. Nem zárható ki, hogy a német kormány az EKB döntéshozatalában a Világbankhoz és a Nemzetközi Valutaalaphoz hasonló súlyozott szavazás bevezetését támogatja.

Az államháztartással kapcsolatos német és európai uniós jogszabályok összehasonlítása előtt célszerű megemlíteni, hogy Németországban 1969-ben írták be az Alaptörvényébe (Grundgesetz) a korábban tárgyalt **fiskális arany szabályt**. Az akkor hatályos alaptörvény 115. cikke (1) bekezdése értelmében a készülő költségvetésben csak akkora hitel felvételt szabad tervezni, amely megfelel a közpénzből finanszírozott beruházásoknak. A tartományi kormányokra nem volt kötelező az arany szabály alkalmazása, ennek ellenére 12 szövetségi állam átvette azt. Az arany szabálytól csak akkor lehet eltérni, ha olyan körülmények állnak elő, amelyek megzavarják a makrogazdasági egyensúlyt. Az utólagos elemzés fényében a szabály nem volt hatékony korlát, mert gyakran megszegték, 2000 után ráadásul rendszeresen.³⁵⁵

Az arany szabályt 2009-ben felváltotta az Alaptörvényben **az államháztartás szerkezeti egyenlegére** (azaz a konjunkturális hatásoktól megtisztított egyenlegre) **meghatározott hiányérték**, ami a GDP 0,35 százaléka lehet. Az egyes szövetségi államok ciklikusan kiigazított költségvetésének 2020-ig kell egyensúlyba kerülnie. Ez a deficitcél alacsonyabb, mint a Stabilitási és Növekedési Paktum rendelkezései alapján Németország számára adódó 0,5 százalékos érték. A 0,35 százalékos GDP-arányos hiányt eredetileg 2016-ban kívánták elérni, de valószínűleg előbb teljesítik.

A **Stabilitási és Növekedési Paktum** rendelkezései, amelyek a Maastrichti Szerződés fiskális mutatószámait betartásának kívánták érvényt szerezni, a szabály alapú, fegyelmezett német fiskális politika követelményeit tükrözik. Ugyancsak a szabályokat preferáló német elképzelésekkel hozható kapcsolatba a 2011 decemberében hatályba lépett **európai szemeszter** nevet viselő gazdaságirányítási keretrendszer és a hozzá kapcsolódó hatos jogszabálycsomag. Ezen belül a Tanács 1175/2011/EU rendelete a költségvetési egyenleg felügyeletének erősítéséről és összehangolásáról fenntartható költségvetési hiánycélt irányoz elő, ami teljes mértékben összhangban van a német alaptörvényben kodifikált államháztartási célokkal. Ugyancsak a német álláspontot tükrözik a túlzott hiány esetén követendő eljárás végrehajtásának felgyorsításáról és pontosításáról szóló 1177/2011/EU rendelet azon rendelkezései, amelyek a korábbi gyakorlattal szemben nagyobb szerepet szánnak a jogi automatizmusoknak. A közösségi jogszabályok tagállami

³⁵⁴ Sebastian Mallaby: Europe is messing up Merkel's union. Financial Times, 2012. november 14., 9. o.

³⁵⁵ Bővebben lásd, beleértve a hatások és hatásmechanizmusok értékelését: Benczes István – Váradi Szilvia: Arany szabály helyett adóssághűk – a német példa. Köz-Gazdaság, VI. évf., 2. szám, 2011. június, 95. o.

jogrendszerbe történő integrálását javítja a tagállamok költségvetési keretrendszerére vonatkozó követelményekről szóló 2011/85/EU irányelv.

Az **euró plusz paktumot** (amely a Stabilitási és Növekedési Paktum kiegészítésének is tekinthető) német kezdeményezésre hozták létre, megvalósítása az európai stabilitási mechanizmus bevezetésének a feltétele volt. A paktum versenyképességi fejezete, amelynek központi eleme a reálberek és a termelékenység növekedésének az összhangja, a felelős gazdaságpolitika sikeres német tapasztalatait tükrözi. A paktum nagyszámú olyan területet is be kíván vonni a gazdaságpolitikai harmonizációba, amely a szubszidiaritás elve alapján tagállami hatáskörben van. A paktum többi rendelkezése is teljes mértékben megfelel a német kormány által követett fiskális, illetve gazdaságpolitika elveinek és gyakorlatának beleértve azt, hogy az aláíró országok beépítik nemzeti jogrendszerükbe a paktum rendelkezéseit. Ugyanakkor a paktum nem a kulcsproblémákkal foglalkozik, amilyen például a bankválság, a szuverén adósságválság és a valutaválságok.

A formálódóban lévő **bankuniót** Németország azért támogatja, mert mérsékli a GMU-tagállamok pénzügyi kockázatait, ezáltal remélhetőleg kevesebb bankmentésre lesz szükség a jövőben, következésképpen csökkennek a német adófizetők terhei. A közös felügyelet az EKB-hoz kerül, ahol ugyanaz a Kormányzótanács hozza meg a döntéseket, mint amelyik a monetáris politikát irányítja. Nagy valószínűséggel az EU földrajzi periferiájához tartozó országok befolyása meghatározó lesz a döntésekben. A bankmentések költsége ismét csak a német adófizetőkre hárul. Fennáll az a veszély, hogy az irányítási struktúra megakadályozza Németországot a bankválságok elkerülésében, miközben a válság terheit neki kell fedezni.³⁵⁶ Sok szakértő és politikus a német kormány szeméretét, hogy a német kormány miközben megvédi gyenge bankjait, bünteti Spanyolországot, Portugáliát vagy Írországot ugyanazért.

Ami az európai uniós döntéshozatalt illeti, Angela Merkel kancellár 2010. november 2-án Bruges-ben elmondott beszéde azt jelezte, hogy a német kormány az európai uniós döntéshozatalban a közösségi módszerről, amely az Európai Bizottság kitüntetett szerepére épült, a kormányközi megközelítésre helyezte a hangsúlyt. Ebben az alkotmánybírárság Európai Bizottsággal szembeni fenntartásai is tükröződnek.³⁵⁷

A szuverén adósságválság kezelésével kapcsolatos német álláspontot árnyalja, hogy a kormány a Deutsche Bundesbank és az **alkotmánybíróság** (Bundesverfassungsgericht) közötti „harapófogóban” van. Az alkotmánybíróság 1993 óta gyakorolja azt a jogát, hogy vizsgálhatja az európai uniós jogforrásokat, az Európai Unió Bíróságának ítéleteit mint esetjogot is, beleértve azt a szempontot, hogy megmaradnak-e az EU szabályozási kompetenciáinak a keretei között. Ha arra a következtetésre jut, hogy a kompetenciák sérülnek, akkor felhatalmazottnak tekinti magát annak megállapítására: a szóban forgó

³⁵⁶ Sebastian Mallaby: Europe is messing up Merkel's union. Financial Times, 2012. november 14., 9. o.

³⁵⁷ Ulrike Guérot and Mark Leonard: The New German Question: How Europe Can Get the Germany It Needs. European Council on Foreign Relations. Policy Brief, ECFR/30, April 2011., 5. o.

jogi aktusok nem hatályosak Németországban. Ebbéli tevékenységében a német alkotmánybíróság nem ismeri el az európai uniós jog szupremációját a tagállamok jogrendszerével szemben, következésképpen nem ismeri el az európai uniós jog egyetemes alkalmazhatóságát sem.³⁵⁸ Ezzel precedenst teremt más EU-tagállamok alkotmánybíróságai számára is hasonló értelmezésekre és lépésekre.

Az alkotmánybíróság egyik hivatkozási alapja a német Alaptörvény 23. cikkének (1) bekezdése. Ez azt mondja ki, hogy az egyesült Európa megvalósítása érdekében a Németországi Szövetségi Köztársaság közreműködik az Európai Unió fejlesztésében, elkötelezett a demokratikus, a jogállami, a szociális és a föderális alapelvek és a szubszidiaritás elve mellett, és biztosítja a német alkotmányhoz lényegében hasonló alapjogok védelmét. A 79. cikk (2) bekezdése szerint a német Alaptörvényt csak olyan törvénnyel lehet módosítani, amelyet mind a Bundestag, mind a Bundesrat kétharmados többséggel fogad el.

Az alkotmánybíróság e két cikkre tekintettel vizsgálta például az Európai Stabilitási Mechanizmusnak a német Alaptörvénnyel való összhangját abból a szempontból, hogy az ESM úgy módosította-e az európai uniós alapszerződést, hogy sor került bizonyos jogok EU-hoz való transzferjére, ami nincs összhangban a szubszidiaritás elvével. (Az állami funkciók kemény magja nem transzferálható az EU-hoz.) A vélelem az volt, hogy Németország állandó részvétele az ESM-ben gyengíti a kormány jogosítványait az adózás és a költségvetési kiadások ellenőrzése terén. Ebből nincs lehetséges visszavonulás.³⁵⁹ Végül is az alkotmánybíróság néhány megjegyzés mellett nem találta alkotmányellenesnek az európai uniós jogi aktusokat. Az egyik korlátozás az volt, hogy 190 milliárd euró fölött a szövetségi kormány csak a parlament hozzájárulásával válhat befizetővé az ESM-be.

A Deutsche Bundesbank a jogszabályoknak kíván eleget tenni akkor, amikor kétségeit fejezi ki az eladósodott GMU-tagállamok pénzügyi kimentésére irányuló erőfeszítésekkel szemben. A kérdés az, hogy az OMT összeegyeztethető-e az Európai Központi Bank jogosítványával. Az EKB korlátlan állampapír-vásárlásai adott esetben elvileg vagy potenciálisan nem számszerűsíthető terheket róhatnak a német adófizetőkre anélkül, hogy a német parlamentnek bármilyen befolyása lehetne ezekre a folyamatokra. Német szempontból a hosszú távú inflációs hatások miatt is megalapozottak például az EKB másodpiaci állampapír-vásárlásaival és a legutóbbi korlátlan hitellehetőség biztosításával kapcsolatos fenntartások. Kétségtelen azonban, hogy egyrészt szükséghelyzetben még mindig ez a kisebbik rossz. Másrészt rövid távon inflációs nyomásnak nincs jele.

Az alkotmánybíróság a német Alaptörvénynek a szuverenitásra vonatkozó rendelkezéseit értelmezi, és gondoskodik azok betartatásáról. Sok kapcsolódó területen parlamenti felhatalmazásra van szükség európai uniós szintű kötelezettségvállalásokhoz. Ezzel függnek össze például az európai uniós mentőalapokhoz való hozzájárulás korlátai. Általánosítva: Németország intézményi rendszere és közvéleménye nem tette lehetővé a szuverén adósságválságra történő gyors reagálást.

³⁵⁸ Martin Seidel: i. mű, 43. o.

³⁵⁹ Martin Seidel: i. mű, 40. és 43. o.

6.1.5. A német álláspont lehetséges okai

A német kormány erőteljesebb uniós szolidaritásvállalása, pénzügyi segítségnyújtása nem feltétlenül élvezzi a hazai szavazópolgárok támogatását, amint ezt a különféle tartományi választásokon elszenvedett vereségek is mutatják. Egy 2012. májusi közvélemény-kutatás szerint a megkérdezettek 49 százaléka gondolta azt, hogy az euró bevezetése hiba volt. A közvélemény-kutatási adatoktól való félelem nem feltétlenül indokolt, ha a kormány korábbi gyakorlatától eltérően őszintén elmagyarázza a szavazóknak, hogy Németország milyen előnyökhöz jutott a GMU-tagság nyomán, miért kell áldozatokat hoznia (beleértve az adófizetőkét is) a Gazdasági és Monetáris Unió fennmaradása érdekében, és mik ezeknek az áldozatoknak a várható eredményei és kockázatai.

Németország sokat profitált a Gazdasági és Monetáris Unióból, méghozzá kettős értelemben: az árfolyamcsatorna, azaz a gyengébb árfolyam és a kamatlábcsatorna, azaz az alacsonyabb kamatlábak révén. Ami az **árfolyamcsatornát** illeti, Németországnak olyan valutája van, amelynek árfolyamát nem csak a német gazdaság, hanem nálánál kevésbé termelékeny és hatékony gazdaságok határozzák meg. Ezért a német márka nagyobb mértékben értékelődött volna fel, mint az euró. A nyomott német árfolyam hatására a termelési tényezők a nemzetközi kereskedelembe bekerülő ágazatokba csoportosultak át, ez volt a német exportexpánzió legfontosabb hajtóereje. A GMU nélkül a német külkereskedelmi, illetve folyó fizetési mérleg többletének növekedése fokozódó felértékelődési nyomás alá helyezte volna a német márkát. Az euró árfolyamára viszont csak a GMU harmadik országokkal szembeni összevont külkereskedelmi, illetve folyó fizetési mérlegtöbblete hat (az euróövezeten belüli nem), ami kisebb, mint a teljes német többlet, ezáltal a felértékelődés, illetve a felértékelődési nyomás is kisebb.

Megalapozottan feltételezhető továbbá, hogy ha nem lett volna GMU, akkor a német márka a svájci frankhoz hasonlóan végső menedék valuta státust töltött volna be (különösen válsághelyzetekben), és még jobban **felértékelődött volna**, mint a svájci frank. Ezt igazolja, hogy 2009 óta a stabil, nyitott gazdaságokba, amilyen például Brazília és Svájc, igen erőteljes volt a tőkebeáramlás (beleértve a forró tőkét is), ami devizáikat felértékelődési nyomás alá helyezte. (A brazil helyzet 2013 szeptemberében a globális pénzügyi feltételrendszer átalakulása nyomán megváltozott, leértékelődési nyomás nehezedett a brazil reálra.) A nemzeti valuta felértékelődése hátrányosan érintette a feldolgozóipart.

A felértékelődő nemzeti valuta a német export versenyképességét is rontotta volna. 2009 augusztusa és 2011 májusa között a német kivitel 18 százalékkal bővült. Mértékadó becslések szerint a dinamika mindössze 10 százalék lett volna, ha Németország nem tagja a GMU-nak.³⁶⁰ Más modellszámítások szerint fennállása alatt a Gazdasági és Monetáris Unió évente mintegy 1 százalékponttal emelte a német gazdaság növekedési ütemét és 3 százalékponttal a GDP-arányos külkereskedelmi mérlegtöbbletét. 2011-ben Németország mintegy 200 milliárd euró folyófizetésimérleg-többlete közel akkora volt, mint

³⁶⁰ Sebastian Mallaby: Germany is lucky – and it must share a lot. Financial Times, 2011. november 25., 9. o.

az euróövezet deficitje. Németország olyan szerepet töltött be a GMU-ban, mint Kína a világgazdaságban, pontosabban az USA-hoz fűződő viszonyban.

A német export versenyképessége többek között (de nem kizárólag) a folyó fizetési mérleg tetemes többletében tükröződik, amelyet a GMU más tagállamaiba forgatott vissza, beleértve az eladósodott dél-európai tagországokat is. Az árfolyamkockázatot a GMU-ban a hitelkockázat váltotta fel, ennek kezeléséhez váltak szükségessé az európai uniós mentőalapok.

Ami a **kamatlábszűkítést** illeti, a Németországba irányuló növekvő tőkebeáramlás nyomán nagymértékben **estek az állampapír-piaci hozamok**, aminek hatására többek között olcsóbbá vált az államadósság finanszírozása, és a vállalatok és a háztartások is olcsóbban jutottak hitelhez. 2012 májusában a német pénzügyminisztérium először bocsátott ki állampapírt (kétéves államkötvényt 4,6 milliárd euró összegben) nulla százalékos kamatláb mellett. Az inflációt is figyelembe véve ez azt jelentette: a befektetők fizettek a német kormányának azért, hogy az fogadja el a pénzüket. Más szavakkal: a német állampapírokat megvásárlók szubvencionálták a német államot. A német állampapírok iránti keresletet az a spekulatív feltételezés is táplálhatta, hogy – feltéve, de nem engedve – a GMU esetleges felbomlása után a befektetők a német állampapírokat felértékelődő német márkában kapnák vissza, azaz jelentős árfolyamnyereséget realizálnának.

A szuverén adósságválság idején Németország egyfajta végső menedék szerepet töltött be a Gazdasági és Monetáris Unióban (mint amelyet az USA a világgazdaságban). Az euró és az általa biztosított árfolyam-stabilitás nélkül Németország valószínűleg sokkal nehezebben birkózott volna meg a 2008-2009. évi pénzügyi válsággal és recesszióval.

Feltehetően a német gazdaságba vetett bizalomnak is szerepe volt abban, hogy a GMU-ból viszonylag **kismértékű tőkekiáramlás** volt, aminek nyomán az euró viszonylag kismértékben gyengült a főbb devizákkal szemben. A JP Morgan szerint nem csekély mértékben erre vezethető vissza Németország 2008 óta tartó kedvező gazdasági növekedése. Németország tehát nem egyoldalúan, az európai uniós mentőalapokon és regionális transzfereken keresztül, kizárólag a terheket fedezve járult hozzá a szuverén adósságválság kezeléséhez, mert részesedett a kereskedelemből és a tőkebeáramlásból származó előnyökből.³⁶¹

Az sem hagyható figyelmen kívül, hogy az eladósodott dél-európai országok nagyszámú állampolgára talált **munkahelyet** Németországban, akik nem csekély mértékben járultak hozzá a német gazdaság munkaerő-piaci gondjainak enyhítéséhez. A Németországban dolgozó külföldiek jövedelme otthon nem egy család életkörülményeit javították. Bár az érintett országok munkavállalói ezáltal nyertek, anyaországuk makrogazdasági potenciálja nem nagyon változott, mert a külföldi munkavállalás a lakosság sajátos részére volt jellemző.

A fentiekből tehát kitűnik, hogy Németország sokat profitált a Gazdasági és Monetáris Unióból. Ezeket az előnyöket célszerű összevetni a kimentési alapokhoz való német

³⁶¹ Sebastian Mallaby: i. mű, 9. o.

hozzájárulás nagyságrendjével. A szuverén adósságválság körülményei között Németországnak áldozatot kellett, illetve kell hoznia annak érdekében, hogy fenntartsa ezeket az előnyöket. A társadalmi konszenzus kialakítását nehezíti, hogy a GMU-ból származó előnyök nem egyenlően oszlottak meg a gazdasági szereplők között. A legfőbb haszonélvező a feldolgozóipar, míg a költségek jelentős része a fogyasztókra és az adófizetőkre hárul.

Az egyesüléssel Németország túlságosan nagy lett ahhoz, hogy megmaradjon közönséges európai országnak, de nem elég nagy ahhoz, hogy szuperhatalom legyen.³⁶² Az Európai Unión belüli **vezető szerep ellátását**, illetve a vezető szerep árának a megfizetését több tényező gátolja. Az első az ország két világháborús szerepvállalásához kapcsolódik. A múlthoz fűződő ellenérzések mind az európai uniós tagállamok, mind Németország közvéleményében fellelhetők. A német társadalom bármiféle vezető szerep helyett inkább egyfajta Svájc-hoz hasonló státust preferál, amely mindenekelőtt anyagi jóléten alapul.³⁶³ Másodszor, a német kormány – több szempontból is vitatható – álláspontja szerint, amit a közvélemény nagy része is oszt, a szuverén adósságválság mindenekelőtt a dél-európai EU-tagállamok felelőtlen gazdaságpolitikájára vezethető vissza, míg Németország szerkezeti reformokkal alapozta meg gazdasági fejlődését. Ezt igazolja többek között, hogy az utóbbi tíz évben a termékegységre jutó munkaerőköltségek 21 százalékkal emelkedtek Olaszországban, viszont mindössze 5 százalékkal Németországban. Ebből az következik, hogy a GMU többi tagállamának is a német kormány restriktív fiskális és jövedelempolitikáját kellene alkalmaznia. Ez az álláspont figyelmen kívül hagyja azt a tényt, hogy a dél-európai EU-tagállamok laza fiskális politikájából és hitelexpanziójából a német gazdasági szereplők is profitáltak. Ha a német kormány nem vállalja a vezető szerepet, akkor ezzel azt kockáztatja, hogy a szuverén adósságválság megoldása elhúzódik az euróövezetben.

A német politikai és gazdasági döntéshozók a világot egy globális értelemben viszonylag kicsi, nyitott és nagyon versenyképes gazdaság szemüvegén keresztül nézik. Márpedig a GMU nem ilyen. A versenyképesség belső leértékelés révén történt javítása, amely nélkülözte a többi tagállammal való együttműködést, számottevő mértékben járult hozzá a GMU-ban kibontakozott szuverén adósságválságához. Természetesen nem szabad megfeledkezni a nemzetközi pénzügyi rendszer válságáról, a bankrendszerek összeomlásáról és a nagy recesszióról sem a szuverén adósságválság okait illetően, nem beszélve a monetáris unió architektúrájának hibáiról (a belépés utáni gyenge és korlátozott ellenőrzésről). A versenyképesség mindenáron való javítása természetesen a német gazdaságpolitika legitim célkitűzése lehet, de valószínűleg hosszú távon nem fenntartható a GMU jelentette környezetben.

Egyes vélemények szerint az ország előtt álló hosszú távú kihívások és a fiskális politika korlátai és diszfunkcionális hatásai miatt kérdéses a gazdasági növekedésének **fenntart-**

³⁶² Wolfgang Münchau: Germany is struck between a Bric and a volte-face. Financial Times, 2012. február 6., 7. o.

³⁶³ The reluctant hegemon. The Economist, 2013. június 15., 11. o.

hatósága.³⁶⁴ Az OECD hosszú távú prognózisa 2011 és 2060 között éves átlagban a német GDP 1,1 százalékos bővülésével számol. Ez a világtátlag fele, és a fejlett országok között a legalacsonyabb érték.³⁶⁵ **Hosszú távú kihívás** a népességfogyás következtében apadó munkaerő-állomány. A következő tíz évben a munkaerő-állomány várhatóan 6,5 millió fővel csökken, a népesség előregedése itt a legelőrehaladottabb az Európai Unióban, a lakosok száma 2060-ra a 2013. évi 82-ről 71 millió főre esik vissza. A prognózisok szerint az Egyesült Királyságnak és Franciaországnak is több lakosa lesz, mint Németországnak. A romló demográfiai trendek ellenére a bevándorlási politika meglehetősen restriktív harmadik országokkal szemben.

A követett energiapolitika miatt (a nukleáris erőműveket 2022-ig fokozatosan bezárják) a lakossági energiaárak 40 százalékkal, az ipariak 20 százalékkal magasabbak az EU-átlagnál. Az USA-ban a nem konvencionális szénhidrogének (palagáz és palaolaj) ki-termelésének növekedése lenyomta az energiahordozó árát, ennek következtében a német ipari felhasználók háromszor drágábban jutnak villamos energiához, mint amerikai versenytársaik. Ezzel párhuzamosan az előző után 2013 a második olyan év, amikor a szén-dioxid-kibocsátás nőtt Németországban. Ennek egyik oka az, hogy a nukleáris erőművek bezárása nyomán kieső villamos energiát nem tudják pótolni teljes egészében az alternatív energiaforrások, a különbséget a környezetet nagyobb mértékben szennyező szénerőművek fedezik. A nem konvencionális szénhidrogének USA-beli előretörése nyomán nőtt az olcsó szén importja az EU-ban.

Az energiaszektor megújítása, a társadalmi infrastruktúra korszerűsítése (a nők munkába állását lehetővé tevő, illetve megkönnyítő bölcsődei és óvodai hálózat kiépítése, a bevándoroltak gyermekeinek képzése) óriási beruházásokat igényel. Ezeknek a kihívásoknak a megválaszolása egyéb tényezőktől függetlenül is könnyebb egy jól működő és sikeres, mint egy válságokkal küszködő, stagnáló vagy lemaradó Gazdasági és Monetáris Unióban.

A fiskális politika korlátja az, hogy a merev költségvetési szabályok és fiskális politika, valamint az államadósságfék nem tette, illetve teszi lehetővé a kedvező pénzügyi környezet adta lehetőségek kiaknázását. Ilyen lehetőség a közberuházások hitelből történő finanszírozása alacsony, nullához közeli kamatlábak mellett. Analógiaként érdemes megemlíteni, hogy Svájcban, ahol az államadósságfék 2003-ban vezették be, az állami-közületi beruházások nemzetközi összehasonlításban igen alacsonyak. Ráadásul a 2000-es évek elejétől a német üzleti szektor az otthon megtermelt nyereség növekvő hányadát ruházta be külföldön, így a hazai beruházások színvonala a pótlási beruházások

³⁶⁴ Adam Tooze: Germany's Unsustainable Growth. Austerity Now, Stagnation Later. Foreign Affairs, September/October 2012, Volume 91, Number 5, 23-30. o. A gondolatmenet ezen a tanulmányon alapul.

³⁶⁵ OECD: Looking to 2060: Long-term global growth prospects. A going for growth report. OECD Economic Policy Papers No. 3, November, 2012., 31. o. Elérhető: <http://www.google.hu/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC0QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.oecd.org%2Feco%2Foutlook%2F2060%2520policy%2520paper%2520FINAL.pdf&ei=UIBxUrXHEMji0wXr1YC4CQ&usq=AFQjCNELLuiw52txcmjsREz8pPfsqW4dCw&sig2=mGVkCdkWHJRjLerGQ6I8A&bvm=bv.55617003,d.d2k>

szükségeitől is elmaradt. A csökkenő népesség ellenére a humán tőkébe való befektetések is sok kívánnivalót hagytak maguk után.

Az államadósság csökkentése mint gazdaságpolitikai prioritás érvényesítése visszafogja a gazdasági növekedést, szűkíti a növekedésösztönző gazdaságpolitika mozgásterét. A nettó export bővítése egyre kevésbé lehetséges amiatt, hogy a folyó fizetési mérleghiánnyal rendelkező GMU-tagállamokat is restriktív gazdaságpolitikára kényszerítik. Mindezek következtében Németország **negatív, lefelé irányuló növekedési spirálba** kerülhet. Mindehhez adódik a GPP 80 százaléka körüli államadósság által okozott probléma akkor, ha a finanszírozási költségek megnőnek.

Németország bankrendszere sem olyan egészséges, mint feltételezik. Kétségtelen, hogy a német bankrendszer ellátja azt a feladatát, hogy a magánszektor alacsony kamatláb mellett hitelezze. Németország folyó fizetési mérlege egy évtizede a GDP 6 százalékára rúgó aktívumot mutat. Más megvilágításban ez azt jelenti, hogy a német bankok óriási külföldi értékpapír-állományt halmoztak fel. Ha más, országspecifikus okok miatt is, de hosszú távon az államháztartás konszolidációja más országoknak ajánlott német modellje Németországban sem fenntartható, de ez nem menti fel a többi GMU-tagállamot a racionális fiskális politika alól.

A növekedési válsággal foglalkozó 4.5. fejezetben más összefüggésben volt szó arról, hogy Németország **nemzetközi versenyképességének**, ezzel összefüggésben exportsikereinek alapját a 2000-es években a versenytársainál, illetve a hazai termelékenység növekedési üteménél lassabban növekvő **munkabérek** képezték.

A bérverseny abban is kifejezésre jutott, hogy 2003 óta nagy számban teremtettek olyan munkahelyet, ahol alacsony bérért foglalkoztattak embereket gyakran rész- vagy rugalmas munkaidőben, határozott idejű munkaszerződéssel, viszont a korábban megszokott szociális védelem nélkül, illetve alvállalkozói szerződéssel. Az ún. minijob konstrukció keretében több mint 7,4 millió fő keres havonta maximum 450 eurót adómentesen. (A háziasszonyok és az egyetemisták között népszerű, a kiskereskedelemben és a szálláshely üzletágban.)

Mindezt többek között az tette lehetővé, hogy Németországban nincs a fizetendő bérnek alsó korlátja. Mindennek következtében nőttek a jövedelemegyenlőtlenségek. Az alacsony bérűek, azaz a medián kétharmadánál kevesebbet keresők foglalkoztatottakhoz viszonyított aránya Litvánia után Németországban a legnagyobb a GMU-tagállamok között.³⁶⁶ A bérek rugalmasságának növekedése nagy szerepet játszott abban, hogy 2005 és 2012 között a munkanélküliség 5,2-ről 2,9 millió főre csökkent. Megjegyzendő, hogy Wolfgang Schäuble német pénzügyminiszter szerint kormánya a munkabérek visszafogásával jól bevált receptet követett: ezzel lábalt ki a válságból az Egyesült Királyság az 1980-as években, Svédország és Finnország az 1990-es évtized elején.³⁶⁷ Azt sem lehet figyelmen kívül hagyni, hogy az említett új típusú foglalkoztatási konstrukciók nem

³⁶⁶ Chris Bryant: Germany's 'jobwunder' obscures full picture. Financial Times, 2013. szeptember 3., 3. o.

³⁶⁷ Wolfgang Schäuble: Ignore the doom-mongers – Europe is fixed. Financial Times, 2013. szeptember 17., 9. o.

vagy legfeljebb szűk tartományban terjedtek ki közvetlenül a német exportszektorra. Ugyanakkor megalapozottan vélelmezhető, hogy hozzájárultak a gazdaság többi részében a bérek visszafogásához.

Ez a stratégia két szempontból is ellentmondásos és hosszú távon nehezen fenntartható. Egyrészt, ha a német kormány ugyanezt a receptet ajánlja az eladósodott dél-európai GMU-tagállamoknak, akkor Németországnak nem célszerű velük versenyezni a munkabérek, illetve tágabb értelemben a munkaerőköltségek terén. Ez a stratégia egyébként reménytelen az alacsony munkaerőköltség-szintű felzárkózó országokkal szemben. Másrészt a fejlett országokban a nemzetközi versenyelőnyök forrása nem a munkaerőköltség, hanem a kutatás-fejlesztés valamint a fizikai eszközökbe és a humán tőkébe történő beruházás.³⁶⁸

A Német Szociáldemokrata Párt által javasolt általános és kötelező 8,5 eurós minimális órabér bevezetése esetén 6,9 millió munkavállaló bére átlagosan 30 százalékkal, 1,8 millió, óránként 5 eurónál kevesebb foglalkoztatott bére pedig 80 százalékkal emelkedne. Az intézkedés a foglalkoztatottak egyötödét érintené. Az érintettek fele „normális” munkahellyel rendelkezik, azaz munkabérük után a munkáltatók társadalombiztosítási járulékot fizetnek.³⁶⁹ A javasolt minimálbér bevezetése óriási pozitív keresleti sokkot okozna a háztartásoknak és negatív kínálati sokkot az üzleti szférának, és megkérdőjelezné a minijob konstrukció fenntarthatóságát. Egyszerre ösztönözné a belföldi keresletet és az átállást az alacsony bérű modellről a K+F+I és tudás-intenzív modellre. A vázolt hatások miatt a 8,5 eurós kötelező minimálbér egyszerre történő bevezetése nem valószínű. Arról nem készült elemzés, hogy a kötelező minimálbér erőteljes megemlése hogyan érintené a foglalkoztatottságot.

Ami a **fizikai tőkébe történő befektetéseket** illeti, hosszabb időszakot tekintve 1991 óta Németországban a beruházások folyamatosan estek, a GDP 24 százalékáról 18 százalékára 2012-ben, miközben viszont a német vállalatok külföldi működőtőkebefektetései dinamikusan bővültek. Az OECD Németországgal foglalkozó legutóbbi országtanulmánya szerint 2001 óta a német beruházási ráta a hét vezető OECD-ország átlaga alatt volt. A berlini Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung számításai szerint 1999 óta Németországban 1 billió euróval kevesebb beruházás valósult meg a gazdasági szempontból indokolthoz képest, ami az éves GDP 37 százalékának felel meg. Ugyanakkor Németország 2012-ben a GDP 2,8 százalékát fordította kutatás-fejlesztésre, amivel Svédország és Dánia után a harmadik helyet foglalta el az európai uniós rangsorban.

A **humán tőke** elhanyagolását jelzi, hogy Kanadában, Franciaországban, Japánban, Lengyelországban, Spanyolországban és az Egyesült Királyságban 10 százalékponttal magasabb a felsőfokú végzettséggel rendelkezők aránya a fiatal foglalkoztatottakon belül. A jelenlegi bevándorlási politika ugyan enyhíti valamelyest a szakképzett munkaerő

³⁶⁸ A következő gondolatmenet forrása: Adam Posen: Germany is being crushed by its export obsession. Financial Times, 2013. szeptember 4., 7. o.

³⁶⁹ Odile Chagny – Sabine Le Bayon: What minimum wage for Germany? OFCE, the collective blog of the French Economic Observatory, September 23rd, 2013. Elérhető: <http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/?p=4512>

hiányát, de nem alkalmas a probléma hosszú távú orvoslására. A német termelékenység növekedési üteme is az OECD-átlag alatt volt az utóbbi években.

A munkaerőköltségek leszorításából táplálkozó **exportdinamika**, ezzel összefüggésben a nettó export kiemelkedő hozzájárulása a GDP növekedéséhez, valamint a munkaerőpiac megnövekedett rugalmassága elfedte a német gazdaság mélyebb szerkezeti problémáit. Így nem fordítottak figyelmet a bankok feltőkésítésére, a szolgáltató szektor deregulációjára, a tőkék lemaradó ágazatokból a perspektivikus területekre történő áramoltatásának ösztönzésére, az infrastruktúra fejlesztésére stb.

A nemzetgazdasági dimenziókhoz képest Németország **exportorientációjának mértéke** – beleértve a folyó fizetési mérleg GDP-arányos strukturális többletét – önmagában is és nemzetközi összehasonlításban is kiemelkedő, a kis nemzetgazdasági dimenziójú országokéhoz hasonló. Az adott feltételek között ez azt is jelenti, hogy Németország az áruk és szolgáltatások mellett (ehhez felvevőpiacokra is szükség van) munkanélküliséget és bankcsődöt is exportál, különösen akkor, ha az ellentételező tőkeáramlás rövid távú adósságot tartalmaz.³⁷⁰ A túlzott makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzéséről és kiigazításáról intézkedő 1176/2011 rendelet nem veszi figyelembe az egyes tagállamok nemzetgazdasági dimenzióiban meglévő különbségeket, beleértve a lanyha német belső kereslet európai uniós és globális konjunktúrában betöltött szerepét. Németország GDP-arányos folyó fizetési mérlegtöbblete alig marad el a 6 százalékos referenciaértéktől. A GMU-n belüli feszültségeket legfeljebb az mérsékli, hogy a német szufficitben nő a nem EU-tagországok relatív súlya. A gazdasági nehézségek versenyző (belső) leértékelés révén történő exportja nincs összhangban a GMU-nak a G20 csoportban vállalt kötelezettségeivel.³⁷¹ Mindezek alapján gazdaságpolitikai fordulat és mélyreható reformok nélkül a német gazdaság fenntartható fejlődése bizonytalan, ami a kormány, illetve tágabb értelemben az ország európai integrációra gyakorolt befolyását is gyengítheti.

A fenti áttekintésből jól kitűnik, hogy mi az, amit a német kormány ellenez a szuverén adósságválság kezelésében. Ellenzi az ESM forrásainak további bővítését, a közös felelősségvállaláson alapuló eurókötvény kibocsátását, a kormányok jegybanki finanszírozását, a tagállamok fiskális lazítását, a monetáris politika enyhítését, a hivatalos intézményekkel szemben fennálló államadósság elengedését, és fenntartásai vannak a válságkezelés sok más területén, amilyen például a bankunió. Az is egyértelmű, hogy a német kormány érdekelt a Gazdasági és Monetáris Unió jelenlegi összetételű fennmaradásában, a szuverén adósságválság sikeres kezelésében. A mindenkori német kormányoknak úgy kell támogatniuk a Gazdasági és Monetáris Uniót, hogy közben adófizetőinek az érdekei se sérüljenek. A GMU társadalmi támogatottságának fenntartása érdekében elleneznek minden olyan fejlődési irányt, amely túlzottan nagy terheket róna a német adófizetőkre.

Jelenleg még nem rajzolódnak ki pozitív német jövőkép körvonalai az EU-ról, illetve a GMU-ról. Nem ismert, hogy milyen perspektívát tulajdonít a német kormány e két in-

³⁷⁰ Martin Wolf: Germany's strange parallel universe. Financial Times, 2013. szeptember 25., 9. o.

³⁷¹ Martin Wolf: i. mű, 9. o.

tézménynek. Nincs nyilvánosságra hozott elképzelés arról, hogy milyen módon kellene a monetáris rendszert továbbfejleszteni, illetve stabilizálni. Az sem egyértelmű, hogy a szerkezeti reformokért mit ajánl Németország cserébe a többi GMU-tagállamnak.

Ami a jövőbeli fejlődési irányzatokat illeti, a legvalószínűbb az, hogy továbbra is egymás mellett élnek a különböző álláspontok, emiatt fennmaradnak a Németország és a többi tagállam, főként a földrajzi periféria országai közötti feszültségek. Ezeket azért tolerálják a felek, mert a GMU teljes vagy részleges felbomlása nagyon költséges lenne, sokkal költségesebb, mint egyben tartása. Elképzelhető változat az is, hogy a Németország által szabott feltételeket elfogadja a többi tagország, de hosszabb alkalmazkodási időt köt ki. Végül nem zárható ki a közös alkalmazkodás sem, aminek nyomán az északi EU-tagországok mindinkább közelednek a déliekhez és fordítva: a déliek az északiakhoz.

6.2. Görögország

Görögország a Gazdasági és Monetáris Unió szuverén adósságválságának kiváltója és „állatorvosi lova”, amely a krízis minden szimptomáját magán viseli. A görög államadósság-válság közvetlen előzménye az államháztartásra vonatkozó valódi adatok nyilvánosságra kerülése volt. A helyzetet súlyosbította, hogy a 2009 októberében hivatalba lépett PASOK-kormány választási ígéreteinek érvényesítése végett a GDP-arányos államháztartási hiányt 2010-ben a korábbi duplájára, 12,7 százalékra emelte (később a végleges adatok alapján az Eurostat 16 százalékos értéket állapított meg). Ebből adódóan a GDP-arányos államadóssága a 2009. évi 111-ről 2010-ben 125 százalékra nőtt. A megnövelt deficit egy része egy, a rászorulókat támogatását célzó szolidaritási alap felállításának volt tulajdonítható. Az államadósság mintegy 70 százaléka külföldi gazdasági szereplők kezében volt, ami különösen sérülékennyé tette a finanszírozását, mert az nagymértékben függ a mindenkorin nemzetközi piaci hangulattól. A kilátásokat súlyosbította, hogy 2010 májusában jelentősebb állampapír-állomány volt lejárában, amelynek külső segítség nélküli megújítása kérdésessé vált. Görögország külső pénzügyi forrás-szerzési mozgásterét az is szűkítette, hogy a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon 2010-ben mintegy 2200 milliárd euró összegre volt szükség a szuverén adósság finanszírozásához, azaz kínálati korlátok is nehezíthették a forrásbevonást. A nyilvánosságra került adatok alapján a három legnagyobb nemzetközi hitelminősítő intézet (Moody's, Standard & Poor's és Fitch) arra a következtetésre jutott, hogy a görög államadósság fenntarthatatlan, ezért leminősítette azt.

A görög állampapírpiacra nehezedő nyomást (visszaeső kereslet, növekvő hozamok, megugró CDS-felárak stb.) az európai uniós intézmények és a Nemzetközi Valutaalap hosszabb tétovázás után **2010 májusában** az eredetileg tervezettnél nagyobb, **110 milliárd eurós**, a piacinál kedvezőbb feltételek mellett folyósított, 2013-ig szóló hitele enyhítette, majd szüntette meg egy időre. A hitelből 80 milliárd euró jutott a GMU tagállamaira (ebből 22,3 milliárd euró Németországra) és 30 milliárd euró az IMF készenléti hitelére. A hitelcsomag feltétele szigorú államháztartási konszolidációs program elfogadása és végrehajtása volt.

A görög államadósság-válság egyben a globális pénzügyi és gazdasági krízis új szakaszának, a szuverén adósságválságnak a kezdetét jelezte. A Görögországnak nyújtott pénzügyi csomag az európai uniós alapszerződés kimentést tiltó klauzulájának a felpuhítását jelentette. A görög pénzügyi válság adta meg a lökést az európai uniós pénzügyi mentőalapok létrehozásának.

Az államháztartás hiányának felduzzadásában jelentős szerepet játszott a **globális pénzügyi és gazdasági válság**. A válság hatásainak az ellensúlyozása (bajba jutott bankok feltőkésítése, az említett szolidaritási alap stb.) nagyságrendi összefüggések miatt csak közpénzből volt lehetséges.

A leglényegesebb **mélyebb okok** mégis **belgazdasági és belpolitikai természetűek** voltak. A teljesség igénye nélkül említhető a feketegazdaság kiemelkedő súlya (egyes becslések szerint a GDP 30 százaléka), az adóelkerülés, a burjánzó korrupció és a kiterjedt, alacsony hatékonyságú és átláthatatlan állami szektor és államháztartás (kreatív könyvelés, meghamisított statisztikák stb.).

Az alapesetben kockázatkezelési célokat szolgáló származékos ügyleteket is felhasználták arra, hogy a valóságosnál kedvezőbbnek tűntessék fel a görög államháztartás helyzetét. Feltételezhető, hogy a GMU-ba való belépés kapcsán egy deviza-swap ügylet révén sikerült átmenetileg a GDP-arányos államadósságot a 2001. évi 107-ről 2002-ben 104,9 százalékra mérsékelni.³⁷² Elsősorban a görög eset miatt fogadtak el később a statisztikák megbízhatóságát biztosítani hivatott, a visszaéléseket szankcionáló európai uniós jogszabályokat. Végül a 2004-ben Athénben megrendezett nyári olimpiai játékok tervezetténél magasabb költségei is megterhelték az államháztartási kiadásokat.

A nagyra nőtt és jól fizetett közszférát és túlsúlyos államigazgatást jellemezte a 13. és 14. havi bér és a nagyvonalú nyugdíjrendszer (58 évesen lehetett kérni a nyugdíjazást). Igen kiterjedt volt az állam tulajdonosi szerepvállalása, ami rendkívül alacsony hatékonysággal párosult (szociális és politikai szempontokat tükröző túlfoglalkoztatás, nem megalapozott beruházások, alacsony termelékenység stb.).

A görög államnak nemcsak egyetemekben, kórházakban és templomokban van részesedése, hanem kaszinókban, lottózókban, szállodákban, jachtkikötőkben, sítelepeken, vásárobjektumokban, kiállítási központokban, repülőtereken, víz-, villamos-energia- és földgázszolgáltató vállalatokban, kőolaj-finomítókban, postai szolgáltatókban, bankokban és biztosítótársaságokban. Az athéni részvénytőzsdén jegyzett vállalatok részvénytőkéjében több mint 9 milliárd euróra tehető az állami részesedés. A tőzsdén keresztül történő privatizációnak a kínálat oldaláról nincs akadálya. Konzervatív becslések szerint az állam ingatlanvagyonra 300 milliárd euró lehet, amelynek az éves hozama minimális.³⁷³

Több mint 150 ezer görög dolgozik a **versenytől elzárt**, magas haszonkulcsú, a politikai elittel gyakran összefonódó szakmákban (teherautó- és kamionsofőrök, orvosok, ügyvé-

³⁷² Satyajit Das: Greek window dressing puts derivatives' role on full display. Financial Times, 2010. február 18., 26. o.

³⁷³ Michael Massourakis: Privatisations offer Greece the best way to avoid a bail-out. Financial Times, 2010. február 12., 24. o.

dek, mérnökök, gyógyszerészek). Becslések szerint e zárt szakmák megnyitása a verseny előtt 13,2 százalékponttal emelné a görög GDP-t.³⁷⁴

A ciprusi kérdésben Törökországgal való szembenállás miatt igen magasak a katonai kiadások. A görög oktatási rendszer egyszerre alulfinanszírozott és pazarló. Alulfinanszírozásra utal, hogy a GDP-arányos oktatási kiadások alacsonyabbak az európai uniós átlagnál. A pazarlást jelzi, hogy a görög állami iskolarendszer négyszer annyi tanárt foglalkoztat, mint a finn, viszont olyan gyenge az oktatás minősége, hogy sok szülő magántanárt is fogad, gyermekének így kíván versenyképes ismereteket adni.

A görög gazdaság nemzetközi versenyképességének romlásához hozzájárult a munkaerőköltségek nagymértékű növekedése a 2000 utáni időszakban, amivel a termelékenység javulása messze nem tartott lépést. A görög GDP növekedésének egyik leglényegesebb forrása a beruházások és az export helyett a magánfogyasztás volt, aminek bővülését hitelből, főként külföldi kölcsönökből finanszírozták. Az USA-tól és néhány európai országtól eltérően a görög bankok portfóliójában viszont nem voltak a globális pénzügyi válság által érintett spekulatív, „toxikus” termékek (csak a hazai gazdasági szereplők kétes vagy rossz hitelállománya), ezek tehát nem fokozták a nehézségeket. A pénzügyi egyensúly helyreállítása és a nemzetközi költség-versenyképesség javítása érdekében Görögország az euróövezet tagjaként nem folyamodhatott valutaleértékeléshez.

E jelenségek közös gyökere a **piacgazdaság sajátos görög modellje**, amely a két nagy párt politikai váltógazdálkodásán, klientúráján, politikai prioritásokat érvényesítő gazdaságpolitikáján alapul. A gazdasági modernizálódás és a fejlett országok mögötti felzárkózás ösztönzése helyett a politikai racionalitást követő elosztáscentrikus gazdaságpolitika a kiterjedt állami tulajdonosi szektorra és államháztartásra támaszkodott.

Maga a **Gazdasági és Monetáris Unió is gerjesztett** olyan folyamatokat, amelyek hozzájárulhattak (de nem szükségszerűen kellett, hogy hozzájáruljanak) a görög államadósság-válság kialakulásához. Ezek közül a leglényegesebb a GMU egészére érvényes kamatláb, amely nem veszi figyelembe az egyes tagállamok sajátosságait. Az EKB által megszabott irányadó nominális kamatláb Görögországban a magas infláció miatt negatív reálkamatlábat eredményezett. Ennek nyomán az államháztartást alacsony költséggel lehetett finanszírozni, ami nemcsak a közsférában, hanem a magánszektorban is táplálta az eladósodást. Az államadósság utáni GDP-arányos kamatfizetés az 1994. évi 11,9-ről 2007-ben 4,2 százalékra esett. Az más kérdés, hogy a görög államháztartási hiány egyébként GMU-tagság nélkül is fenntarthatatlan lett volna.³⁷⁵

A Görögországnak nyújtott 110 milliárd eurós **hitelcsomag feltételül** az EU és az IMF azt szabta (privatizáció elsősorban a kompetitív szférában, a közsféra áramvonalasítása és modernizálása létszámleépítéssel és bércsökkentéssel, a munkaerőpiac rugalmasabbá tétele stb.), ami már régóta aktuális volt, és amit az EU elmulasztott Görögországon számon kérni a GMU-ba való belépés előtt. A görög kormány a GDP-arányos deficitet – egy hároméves gazdasági alkalmazkodási program keretében – részben a meglévő kere-

³⁷⁴ David Gardner – Kerin Hope: A marathon spirit. Financial Times, 2010. július 30., 5. o.

³⁷⁵ Edward Chancellor: Greece a bad omen for others in debt. Financial Times, FM melléklet, 2010. május 3., 28. o.

tek között végrehajtandó racionalizálással, részben szerkezeti reformokkal a 2009. évi 12,7-ről 2010-ben 8,7 százalékra, 2012-ben kevesebb mint 3 százalékra kívánta csökkenteni. Ez ahhoz lett volna elég, hogy az államadósság a GDP 113 százalékára mérséklődjön, ami nem sokkal maradt volna el a 2009. évi értéktől. A GDP-arányos államadósság 100 százalék vagy a Maastrichti Szerződésben előírt 60 százalék alá történő mérséklése további erőfeszítéseket tett szükségessé az évtized végéig. Végül is a kiigazítási program fele-fele arányban tartalmazott bevételnövelő és kiadáscsökkentő intézkedéseket.

A görög kormány válságkezelésével szemben igen erős volt az érintettek ellenállása, ami sztrájkokban és utcai demonstrációkban nyilvánult meg. A megszorítások nyomán a pénzügyi egyensúlyhiányok Görögországban is társadalmi egyensúlyhiányokká transzformálódnak, amelyek a szociális mutatószámok drasztikus romlásában jutnak kifejezésre. A kormánynak a nemzetközi hitelcsomag feltételeit nem sikerült teljesítenie, ezért **2012 februárjában** újabb kisegítésre került sor. Az előző program után létrehozott nemzetközi stabilitási eszköz (EFSF) és az IMF forrásaiból Görögország 2014-ig **130 milliárd euró** hitelt kapott (ebből 23 milliárd euró jutott az IMF-re). A hitel feltételei az előzőnél is szigorúbbak voltak, így a futamidő végéig a GDP-arányos görög államadósságot a GDP 120,5 százalékára kellett leszorítani.

E mentőcsomag részeként a magánbefektetők görög állampapírokkal rendelkező vények 53,5 százalékát írják le. **A veszteségeirás további 110 milliárd euró külső támogatásnak feleltethető meg.** A veszteségeirás konkrétan úgy történt, hogy a görög államkötvényeket 2012. február végén utólag, visszamenőleges hatállyal új záradékkal látták el, amely azt tartalmazta, hogy ha a magánbefektetők legalább kétharmada jelzi a részvételi szándékát, akkor életbe lép az ún. kollektív fellépési záradék. A külföldi befektetők elfogadták az ajánlott veszteségeirást, máskülönben ugyanis semmit nem kaptak volna a birtokukban lévő állampapírokért.³⁷⁶ Vélemelmezhetően a görög eset is hozzájárult az államcsőd tiltásának mint a GMU egyik pillérének a fellazításához, ahhoz, hogy 2013 júniusától minden újonnan kibocsátott állampapírt a GMU-ban kollektív fellépési záradékkal kell ellátni.

A második pénzügyi csomag feltételeit 2012 novemberében enyhítették, így a GDP-arányos államháztartási hiánynak csak 2016-ban kellene elérni a 3 százalékot. Ezeknek az intézkedéseknek a hatása **40 milliárd eurónak** felelt meg.

Az Európai Központi Bank az állampapír-vásárlási program (SMP) keretében **46 milliárd euró**, a hosszú távú refinanszírozási program (LTRO) keretében **100 milliárd euró** összegben vásárolt görög állampapírt. Emellett Görögország a TARGET2 rendszerben és az EKB készenléti likviditási támogatása keretében is hitelhez jutott.³⁷⁷

³⁷⁶ David Oakley: Decision on Greek CDS unsettle investors. Financial Times, 2012. március 2., 26. o.

³⁷⁷ Idézi különféle forrásokra támaszkodva: Györffy Dóra: Válság és válságkezelés Görögországban. (A puha költségvetési korlát szerepe a gazdasági összeomlásban) Közgazdasági Szemle, LXI. évf., 2014. január, 36. o.

A 2012. május 6-i parlamenti választáson a görög szavazók megvonták bizalmukat a konzervatív Új Demokrácia és a szocialista PASOK koalíciós kormányától. A választás egyben az Európai Unió és a Nemzetközi Valutaalap által az államháztartás rendbetétele érdekében szükségesnek tartott, a két párt által képviselt megszorítások elutasításaként is felfogható volt. Minderre a görög gazdaság zsugorodásának ötödik évében került sor. Mivel a parlamentbe bekerült pártok nem tudtak kormányt alakítani, június 17-én új választásokat tartottak, amelynek eredményeként konzervatív párti kormánya lett Görögországnak, amely az ország jövőjét az Európai Unióban, azon belül a Gazdasági és Monetáris Unióban képzei el.

A választások kapcsán a pártok azzal a dilemmával szembesültek, hogy a további megszorítások elkerülése és a GMU, és rajta keresztül az EU-tagság fenntartása kizárta, illetve kizárja egymást. Saját pénzügyi forrásaiból a görög államkincstár még rövid távon sem képes fenntartani a közszférát. Külső forrásbevonás csak az EU és az IMF kilátásba helyezett hiteleinek a formájában lehetséges. Görögország sem belső megtakarításokból, sem pedig a nemzetközi pénz- és tőkepiacokról nem tudja finanszírozni államháztartását. A külső segítség elutasítása nyomán bekövetkező esetleges államcsőd törvényszerűen Görögországnak a monetáris unióból, illetve az EU-ból való kiválásába torkolna. Korábbi államcsődök tapasztalatai alapján, ha egy ország teljes mértékben megtagadja államadóságának törlesztését, akkor lényegében kizárja magát a pénz- és tőkepiaci finanszírozásból.

A mindenkori görög kormány valójában csak aközött választhat, hogy teljesíti az EU és az IMF által kilátásba helyezett hitelcsomag feltételeit, vagy kilép a Gazdasági és Monetáris Unióból és államcsődöt jelent. Bármelyik lehetőség mellett dönt is, nem kerülhetők el a görög társadalom egészére vagy jobb esetben egyes csoportjaira nézve súlyos következményekkel járó intézkedések. Végül is a görög választók elvetik ugyan a megszorításokat, de ragaszkodnak az euróhoz, illetve ami ezzel egyet jelent, Görögország GMU-tagságához.

Az euróövezetből való kilépés következményei igen súlyosak lennének. A **GMU-ból való kiválás** után Görögországnak azonnal egyensúlyba kellene hoznia elsődleges, azaz kamatfizetések és -bevételek nélkül vett államháztartási egyenlegét, mert nem lenne miből finanszírozni a hiányt. Mivel az euróövezetből való kilépést követő zavarok, tömeges vállalati csődök, növekvő munkanélküliség, recesszió miatt csökkennének az államháztartás bevételei, ezért egyensúly helyett inkább többletet kellene elérnie. Az államháztartás elsődleges hiánya a GDP 2,4 százaléka volt 2011-ben, 4,0 százaléka 2012-ben, 9,4 százaléka 2013-ban. Az elsődleges egyenleg egyensúlyba hozatala azonnal mintegy 20-30 százalékos bércsökkenést tenne szükségessé a közszférában. Ilyen körülmények között nehezen képzelhető el a közszféra összeomlásának az elkerülése. Az alulfizetett rendvédelmi alkalmazottakra sem lehetne számítani a társadalmi feszültségek nyomán elkerülhetetlen utcai megmozdulások megfékezésében. Államcsőd esetén a görög bankok nem jutnak hozzá az EKB által biztosított likviditáshoz. Ha a görög jegybank nem tartja be a vonatkozó európai uniós jogszabályokat, akkor kizárhatják a GMU fizetési rendszeréből, ezáltal új drachma bevezetésére kényszerülne.

Az euró helyett bevezetendő **új drachma**³⁷⁸ gyors ütemben értékelődne le (minimálisan 30-40 százalékkal, de egyes vélemények szerint akár 80-90 százalékkal is), ami az ezt követő gyorsuló infláció (a drachma leértékelődése erős inflációs spirált indítana be) nyomán a reálbérek csökkenésén keresztül javítaná Görögország külső versenyképességét. Ennek a kihasználását azonban korlátozná, hogy a feldolgozóipar aránya a GDP-ben mindössze 7 százalék. A 18 százalékos súlyú idegenforgalom szerepe számottevőbb lehet. A drachma leértékelődésének további korlátait jelzi, hogy az export, az idegenforgalom és a tengeri szállítás GDP-hez viszonyított aránya mindössze 30 százalék körül van. (Összehasonlításképpen érdemes megjegyezni, hogy Magyarország esetében az áruexport a GDP mintegy 80 százaléka rúg). A feldolgozóipar alacsony relatív súlya miatt Görögország nem integrálódott az európai uniós, illetve azon belül a német vállalati beszállítói hálózatba. Következésképpen a gazdasági növekedés esetleges gyorsulása az EU-ban, illetve azon belül Németországban alig dinamizálja a görög feldolgozóipart. Mindebből az is következik, hogy a görög ipari exportszektor kibocsátása nincs a potenciális kibocsátás szintje alatt, ezért a nemzeti valuta leértékelődése nem serkenti a kivittelt. Az idegenforgalom is viszonylag importérzékeny. A kilépés az euróövezetből jelentős reputációs veszteség is lenne a görög idegenforgalom számára.

Az új drachma leértékelődése nyomán dráguló import miatt igen nehezen lehetne elfogadható költségek mellett finanszírozni a folyó fizetési mérleg hiányát. A külgazdasági kapcsolatokra való ráutaltságot érzékelteti, hogy a görög élelmiszer-fogyasztás 40 százaléka import, a földgáz és a kőolaj esetében pedig az ország teljes mértékben importra van utalva.

Az infláció és az új drachma leértékelődése óriási vagyonszertést (az ingatlanárak zuhanása, a pénzügyi megtakarítások elértéktelenedése stb.) okozna a gazdasági szereplőknek, bár ennek hatását mérsékli, hogy a görög háztartások az utóbbi időben pénzügyi megtakarításaik jelentős hányadát biztonságosnak tartott GMU-tagállamok bankjaiba menekítették. A görög bankrendszer 2011–2012-ben elveszítette betéteinek egyharmadát. A GMU-ból való kiválástól függetlenül a gazdasági szereplők folyamatos tőkekiemenekítése fenyegeti a pénzügyi stabilitást. A kiválás kockázatának növekedésével a pénzügyi stabilitás is gyengül. Ha a tőkemenekítés megakadályozása érdekében korlátozzák a szabad tőkeáramlást, akkor ezzel megsértik az Európai Unió jogszabályait, az IMF-fel szemben vállalt kötelezettségeket és a bilaterális beruházásvédelmi megállapodásokat. (Görögország 43 bilaterális beruházásvédelmi megállapodással rendelkezik, de nem mindegyik tartalmaz a tőkeforgalom korlátozására vonatkozó tilalmakat.)

Az új drachma leértékelődése nyomán megugrana a GDP 2012-ben 157 százalékat kitevő államadósság és a GDP 5-6 százaléka rúgó kamatfizetés hazai devizában kifejezett értéke. Ez elviselhetetlen terheket róna a görög államháztartásra, emiatt biztosra vehető az államcsőd bejelentése.

³⁷⁸ Technikailag ez valószínűleg úgy történne, hogy a GMU-ból való kilépés bejelentésekor bankszünnapot rendelnek el, és lepecsételik a görög bankokban lévő euró bankjegyeket, demonstrálendő, hogy újra be kívánják vezetni a drachmát.

A GMU-ból való kilépés stratégiájának paradox vonása, hogy tartós sikere érdekében Görögországnak **külföldi pénzügyi források** és egyéb **segítség**, külföldi szövetségesek **nélkül** kellene fegyelmezett fiskális politikát folytatnia, ugyanolyan vagy még fájdalmasabb megszorításokat és szerkezeti reformokat végrehajtania a hiperinfláció elkerülése érdekében és a nemzetközi versenyképesség helyreállítása végett, mint amilyeneket az EU és az IMF kér a pénzügyi segítségért cserébe.³⁷⁹ Az EU külső gazdaságpolitikai fegyelmező szerepét az önként vállalt fegyelemnek kell átvennie, aminek érvényesítése belpolitikai szempontból nehezebb.

A nemzeti valuta leértékelése vagy leértékelődése rövid távon gyengítheti a gazdaság szerkezeti bajainak az orvoslására, a szerkezeti reformokra irányuló nyomást. A GMU-ból való kiválás nem oldaná meg a görög gazdaság fő problémáit: a szerény exportkapacitásokat, a versenyképesség hiányát és a folyó fizetési mérleg hatalmas hiányát. Az EU-ból való kilépés ellenőrizhetetlen politikai folyamatoknak ágyazna meg. A gazdasági szuverenitás visszaszerzése ezért Görögország számára nagyon kockázatos stratégia, és semmi garancia nincs arra, hogy ennek révén gazdasági kilátásai javulnak. A kedvező esetben reformokkal együtt járó megszorításokat nem lehet elkerülni, azokra a múltban létrejött egyensúlyhiányok mérsékléséhez, a korábbi fenntarthatatlan gazdasági és politikai modell megszüntetéséhez van szükség.

Görögország GMU-ból való kiválása hatásainak modellezésére gyakran utalnak **Argentínára** mint analógiára. Argentína 1991-ben a GMU-hoz hasonló monetáris uniót hozott létre az USA-val, amikor nemzeti fizetőeszközének az árfolyamát a dollárhoz kötötte, amit a valutatanács (inkább a valutatábla a currency board helyes fordítása, de a valutatanács kifejezés terjedt el) támogatott a devizataralékokon keresztül. Eme árfolyamrendszer jellegzetességei nagyfokú hasonlóságot mutattak a GMU-ban szerzett görög tapasztalatokkal. Kezdetben mindkét ország fejlődött, később viszont mind versenyképességük, mind pedig államháztartási egyensúlyuk nagymértékben romlott. A 2001 végi és 2002 eleji argentin válság (államcsőd) sokkoló volt, mind a betétesek, mind a bankok óriási veszteségeket szenvedtek, amikor erőteljesen leértékelt árfolyamon eszközeiket és kötelezettségeiket redenominálták. Végül is egy nagymértékű zuhanás után Argentína GDP-je 2003-ban 9 százalékkal nőtt. Ez a dinamika egészen a 2008–2009. évi globális pénzügyi és gazdasági válságig fennmaradt.

Az argentin analógia értékelésénél nem hagyható figyelmen kívül, hogy egyrészt a dinamikus gazdasági növekedés nem csekély mértékben táplálkozott az Argentína által is exportált nyersanyagok és élelmiszerek világpiaci árának az emelkedéséből. Másrészt az argentin válság óriási társadalmi költségekkel, politikai zavarokkal járt. A GMU-ból való kilépés Görögország esetében is fokozná a társadalmi feszültségeket. Nem lehet kizárni a magasabb bérszínvonalú EU-tagállamokba irányuló tömeges kivándorlást.

Az eurózónából való kiválás témájához kapcsolódott Martin Feldstein javaslata, aki szerint **Görögországnak átmenetileg el kellene hagynia a GMU-t** azzal, hogy egy idő

³⁷⁹ Wolfgang Münchau: Greece needs another year to prepare for a total debt default. Financial Times, 2012. február 27., 9. o.

után versenyképesebb árfolyammal visszatérhet.³⁸⁰ Az újra bevezetésre kerülő drachma egysége egy euróval lenne egyenlő. A bankok mérlegei és kötelezettségei euróban maradnának. A béreket és az árakat viszont új drachmában állapítanák meg. Ha a visszatérési árfolyam $EUR1=DR1,3$ lenne, akkor a görög valuta azonnal 30 százalékkal leértékelődne az euróval és más valutákkal szemben. Alacsony hazai infláció esetén a görög áruk versenyképessége erősödne mind a hazai, mind a nemzetközi piacokon.

Az árfolyam-kiigazítás fejében Görögországnak köteleznie kellene magát az államháztartási deficit gyors ütemű leszorítására. Az import drágulása nyomán ugyan a hazai reáljövedelmek csökkennének, ennek hatása azonban mérsékelt lenne, tekintve, hogy az import aránya a GDP-ben mindössze 20 százalék.

Feldstein is elismerte, hogy a GMU többi tagállama nem szívesen látná a görög versenyképesség ilyen módon történő javítását. Fennállna a demonstrációs hatás, azaz más, szintén jelentős külkereskedelmi mérleghiányú GMU-tagok hasonló megállapodásra törekednének. Ugyanakkor Feldstein szerint Görögország átmeneti kiválása a GMU-ból még mindig előnyösebb lenne minden tagállam számára, mint a végleges szakítás. Valószínűleg kisebbek lennének e megoldás költségei is, mint akkor, ha folyamatosan pénzügyi transzferekkel kellene támogatni Görögországot.

Feldstein javaslata visszhang nélkül maradt. Bár a GMU lényeges hiányosságát kívánja orvosolni, a precedens kiszámíthatatlan következményei és kockázatai miatt megvalósítása szinte kizárt. A nagyobb külgazdasági nyitottságú országokban a javaslat nagy valószínűséggel elfogadhatatlan mértékben porgetné fel az inflációt.

A GMU-ból való görög kilépés nagy vesztesei lennének az európai uniós tagállamok adófizetői és bankjai is. A GMU-ból való görög kiválás és államcsőd Ciprust érintené a legrosszabbul, becslések szerint 9 milliárd euró veszteséget okozna a ciprusi bankrendszernek, ami az ország GDP-jének fele. A görög államcsőd által okozott veszteség a GMU 1-2 százalékára rúgna. Sokkal lényegesebbek a tovagyrúzó hatások. Az igazi probléma a bankpánik átterjedése Portugáliára, Írországra, Spanyolországra és Olaszországra. Nemcsak a háztartások, hanem a vállalatok is vonnak ki pénzt ezekből az országokból. A görög államcsőd a fogyasztói bizalmat is súlyosan érintené. A tovagyrúzó hatások figyelembevételével a GMU 5-10 százalékát is elérheti a veszteség. Pontos becslést nehéz adni, de egyes szakértők szerint ez jóval nagyobb lenne a Lehman Brothers amerikai befektetési bank 2008. szeptemberi csődjének makrogazdasági következményeinél. Az európai uniós intézményeknek hathatós lépéseket kellene tenniük a görög kilépés tovagyrúzó hatásainak a korlátozására.

A háttérben, a nyilvánosság kizárásával az európai uniós intézmények erős nyomást gyakorolnak Görögországra. A görög bankrendszer működését az Európai Központi Bank teszi lehetővé, forrásai nélkül euró nélkül maradna. A görög jegybank deviza- és az aranytartáléka (1,5, illetve 5,5 milliárd euró) nem lenne sokáig elég a gazdaság finanszírozására.

³⁸⁰ Martin Feldstein: Let Greece take a holiday from the eurozone. Financial Times, 2010. február 17., 9. o.

2010 májusa és 2013 vége között Görögország összesen 380 milliárd euró külső pénzügyi forrásban részesült a hivatalos hitelprogramok és az államadósság-leírás keretében, jelentős hitelhez jutott az Európai Központi Banktól és a TARGET2 rendszerben. Jogos a kérdés: mi az oka annak, hogy a kiemelkedő nagyságrendű külső forrásbevonás eredményei igen szerények, messze nincsenek arányban a rendelkezésére bocsátott külső pénzügyi források nagyságrendjével.³⁸¹

A szakirodalmi források első csoportja a kudarcot azzal hozza összefüggésbe, hogy a nemzetközi hitelcsomagok feltételül szabott **szerkezeti reformokat elodázták vagy elszabotálták.**³⁸² A teljesség igénye nélkül megemlíthető, hogy a kormányok a fiskális alkalmazkodás terheit a magánszférára hártották, elkerülendő az államháztartási kiadások politikai szempontból kényes csökkentését és a közszféra átstrukturálását.³⁸³ Az állami vagyon csekély hányadának értékesítésére került sor, nem privatizálták az alacsony hatékonysággal működő állami vállalatokat.³⁸⁴ Mivel a privatizáció nyomán gyengülne a szakszervezetek befolyása, ezért nagy valószínűséggel a szakszervezeti nyomás is hozzájárult a privatizáció elszabotálásához. Nem utolsósorban az érintettek ellenállása miatt nem nyitottak meg mintegy 140 zárt hivatást (gyógyszerész, taxi, teherfuvarozás stb.) a verseny előtt, stb. Hoztak ugyan 32 deregulációs törvényt, azok végrehajtását azonban nem hajtották végre.³⁸⁵ A görög adóhatóság becslése szerint az adóelkerülés évente mintegy 40-45 milliárd euró, ami a GDP 12-15 százalékának felel meg.³⁸⁶ Ha ennek az összegnek a felét be tudnák hajtani, akkor nagymértékben enyhülnének Görögország államháztartási gondjai. Összegzőképpen megállapítható, hogy a kiterjedt állami vállalati szektor és államháztartás széles rétegeknek a létfenntartásához járul hozzá valamilyen formában, ami érthető módon mobilizálja az érintettek ellenállását az áramvonalasítással és racionalizálással szemben.

A görög társadalom eddig nem nézett szembe a gazdasági és politikai válság mélyebb okaival. Először is azt lenne célszerű tisztázni, hogy az államadósság-válsághoz mennyiben járultak hozzá belső politikai és gazdasági tényezők, beleértve a klientizmuson

³⁸¹ A következő három megközelítésre Györffy Dóra: i. mű hívta fel a figyelmet.

³⁸² Ezt a nézetet képviseli Anna Visvizi: *The Crisis in Greece and the EU-IMF Rescue Package: Determinants and Pitfalls*. *Acta Oeconomica*, Vol 62 (1), 2012., 15-39. o., illetve Anna Visvizi: *Addressing the Crisis in Greece: The Role of Fiscal Policy*. In: Beáta Farkas (ed.): *The Aftermath of the Global Crisis in the European Union*. Cambridge Scholars Publishing, Newcastle upon Tyne, 2013., 210-240. o.

³⁸³ Anna Visvizi: *Addressing the Crisis in Greece: The Role of Fiscal Policy*. In: Beáta Farkas (ed.): *The Aftermath of the Global Crisis in the European Union*. Cambridge Scholars Publishing, Newcastle upon Tyne, 2013., 234-235. o.

³⁸⁴ Megjegyzendő, hogy az állami vagyon potenciális kínálatával szemben a gyenge tőkeellátottságú hazai befektetők kereslete korlátozott. Ha mégis hozzájutnának állami vagyonhoz, akkor fennáll a veszély, hogy a kialakult gazdasági szabályozási környezetben az államnál nem sokkal hatékonyabban működtetnék az eszközöket. Jelentősebb állami vagyon kínálata esetén a külföldi befektetők valószínűleg nagyobb érdeklődést tanúsítottak volna.

³⁸⁵ *Abschied vom Euro*. *Der Spiegel*, 2012. május 14., 24-26. o.

³⁸⁶ Görögország. Igazat ad az IMF-nek az adóhatóság elnöke. *Népszabadság*, 2012. június 9., 3. o.

alapuló politikai rendszer szerepét. Másodsor, társadalmi vitában kellene tisztázni az ország jövőbeli fejlődésének irányait és annak kockázatait. A nemzetközi pénzügyi hitelprogramokkal szembeni ellenállás önmagában, saját, a gazdaság adottságait figyelembe vevő koncepciók hiányában kontraproduktív.³⁸⁷ Saját elképzelések megléte esetén elkerülhető, hogy a nemzetközi intézmények egyoldalúan, a saját szempontjaik túlhangsúlyozásával szabják meg a hitelek feltételeit.

A szakértői vélemények második csoportja szerint **a túlzott megszorítások** tehetők felelőssé a sikertelenségért. Ezt a nézetet a legkövetkezetesebben Paul Krugman képviseli nemcsak konkrétan Görögország vonatkozásában,³⁸⁸ hanem általában a globális pénzügyi és gazdasági válság kezelése kapcsán. Gondolatmenetének lényege, hogy a költségvetési megszorítások tisztán fiskális szempontból is kontraproduktívak, mert a recesszióban lévő gazdaság miatt csökkenő bevételek és a romló hosszú távú kilátások kombinációja gyengíti a piaci bizalmat és megnehezíti a jövőbeli adósságteher kezelését. Görögország nemzetközi összehasonlításban példátlan mértékű fiskális megszorítást hajtott végre. Ettől nem függetlenül 2009 és 2013 között GDP-je 25,5 százalékkal visszaesett.

Megjegyzendő: a teljes képhez azonban az is hozzátartozik, hogy a széles tömegeket érintő megszorításokat nem utolsósorban a szerkezeti reformok elszabotálása tette szükségessé. A reformok hiányának költségeit terítették szét a társadalomban, a legnagyobb terheket a lelegelettebbekre hárítva.

Végül az IMF álláspontja szerint a mentőcsomagok sikertelenségének az oka az, hogy a magánsektor a nemzetközi szervezetek feltételezéseitől és várakozásaitól **eltérően reagált** a görög kormány válságkezelő intézkedéseire.³⁸⁹

Gyórfy Dóra szerint a legjobban a Kornai-féle, nemzeti és nemzetközi szinten egyaránt értelmezett **puha költségvetési korlát** fogalmával magyarázható a görög államadósságválság megoldásának sikertelensége vagy mérsékelt sikere.³⁹⁰ **Nemzetállami szinten** a puha költségvetési korlát többek között a veszteséges állami vállalatok csődtől való megmentésében, recesszió idején a foglalkoztatottság mesterséges fenntartásában, a bankszektorban juttatott állami támogatásokban, a bankok feltőkésítésében, a TARGET2 által biztosított forrásokban stb. jutott kifejezésre. **Nemzetközi szinten** a puha költségvetési korlát a külső eladósodásban, a magánkézben lévő államadósság egy részének leírásában, a pénzügyi mentőcsomagok feltételeinek lazításában, az EKB által nyújtott hitelekben testesült meg. A nemzetközi finanszírozás nem csekély mértékben járult hozzá a privatizáció és a szerkezeti reformok elodázásához Görögországban.

³⁸⁷ Herbert Dieter – Annkathrin Frind: The Failure of the Troika in Athens. SWP Comments 13, April 2012., 3. o.

³⁸⁸ Lásd például: Paul Krugman: What Greece Means. The New York Times, 2012. március 11. Elérhető: <http://www.nytimes.com/2012/03/12/opinion/krugman-what-greece-means.html>

³⁸⁹ International Monetary Fund: Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement. IMF Country Report, 2013., No. 13/156.

³⁹⁰ Gyórfy Dóra: i. mű, 39-41. o.

A válság kezelésében az **európai uniós intézmények dilemmája** a magánszektor bevonásával történt veszteségleírás után is az, hogy több pénzt adjon-e Görögországnak a megszorítások mérséklése végett, vagy ragaszkodjon-e a megszorításokhoz. Az előbbi megoldással az államháztartás rendbetételét és a szerkezeti reformokat lassítaná (bár az eddigi tapasztalatok szerint reformokra nem tudja kényszeríteni a politikusokat), az utóbbival a görög gazdaság esetleges összeomlását kockáztatná. A jelek szerint az EU, illetve elsősorban annak legerősebb tagállama, Németország az utóbbi felé hajlik. Angela Merkel német kancellár szerint Görögországnak be kell tartania a mentőcsomag jóváhagyásaként vállalt kötelezettségeit. Ha nem ragaszkodnak a vállalások teljesítéséhez, akkor azt kockáztatják, hogy precedenst teremtenek a hasonló helyzetben lévő dél-európai GMU-tagállamok számára a kondíciók fellazítására. A Görögországnak nyújtandó, többször felvetődött Marshall-tervnek a jelenlegi körülmények között nincs realitása. Ehhez nagymértékben javulnia kellene a görög gazdasági környezetnek. Az EU-tagállamok államháztartása sincs olyan állapotban, hogy egy ilyen terv hivatalos forrástranszfer formáját öltő fedezetét rövid távon rendelkezésre bocsássa.

Mindebből azt a következtetést lehet levonni, hogy az európai uniós intézmények keresik azokat az eszközöket és módszereket, amelyekkel mind nemzeti, mind nemzetközi szinten keményíteni lehet a puha költségvetési korlátot. Ugyanakkor nem hagyható figyelmen kívül, hogy a külső pénzügyi segélyprogramok akkor és csak akkor eredményesek, ha a kedvezményezett kormány és társadalom maga is elkötelezett a feltételek teljesítése mellett, beleértve a szerkezeti reformokat.³⁹¹

6.3. Ciprus³⁹²

Ciprus ötödikként, Görögország, Írország, Portugália és Spanyolország után 2012 júniusában fordult az európai uniós intézményekhez pénzügyi segítségért, elsőként az ESM keretében. A kérés közvetlen oka az volt, hogy **az ország két legnagyobb kereskedelmi bankja érzékeny veszteséget szenvedett a 2011. évi görög államadósság-leírás kapcsán**. E bankok könyveiben ugyanis nagy mennyiségben voltak az adósság-leírás következményeként értéküket veszített görög állampapírok (amelyek nagyságrendje nagyobb volt, mint a ciprusi bankok saját tőkéje), illetve a görög szuverén adósságválság miatt egyéb tevékenységük is veszteségesé vált. Így a három legnagyobb ciprusi bank hitelállományának 40 százaléka görög volt a válság kitörésekor. A teljes bankszektor mintegy 5 milliárd euróra becsült görög kötvényállományának közel felét volt kénytelen leírni a görög adósságrendezési program keretében. A görög adósságrendezés így Ciprus fizetőképességét veszélyeztette. A ciprusi bankok görögországi kitettsége a GDP 160 százalékára volt becsülhető. Emellett a válság az ingatlanpiacon és az idegenforgalmon keresztül is kedvezőtlenül érintette a ciprusi gazdaságot.

Több leminősítés után a Standard and Poor's 2012 decemberében szelektív nem törlesztői kategóriába sorolta vissza Ciprus államadósságát. 2013. január elején a Moody's is

³⁹¹ Herbert Dieter – Annkathrin Frind: i. mű, 4. o., Györffy Dóra: i. mű, 49-50. o.

³⁹² Az első változatot lásd: Losoncz Miklós: A ciprusi segélycsomag: kimentés vagy büntetés? Élet és Irodalom, LVII. évf., 12. szám, 2013. március 22., 5. oldal.

leminősítette Ciprust, még hozzá egyszerre három fokozattal: az addigi „B3”-ról „Caa3”-ra. A várható recesszió miatt 2013. január végén a Fitch Ratings is a „B”, azaz erősen spekulatív kategóriába sorolta Ciprust. 2012 utolsó negyedévében Argentína után Ciprus volt a világon a legkockázatosabb ország. (Görögországot figyelmen kívül hagyták.) A Fitch Ratings 2013 márciusában két fokozattal, „BB plussz”-ról „BB mínusz”-ra, 2013. június elején „B mínusz”-ra rontotta Ciprus spekulatív hosszú távú adóskockázati besorolását. A másik két nagy nemzetközi hitelminősítő is felülvizsgálat alá vette a ciprusi államadósságot.

Az európai uniós segély odaítélésével kapcsolatos több mint nyolc hónapos késlekedés több okra vezethető vissza. Az egyik legfőbb ok az volt, hogy az IMF és az EU intézményei nem tudtak megegyezni a pénzügyi csomag formájában. Az IMF például a pénzügyi segítségnyújtás előtt jelentős adósságleírást tartott szükségesnek, amibe az EU-tagállamok képviselői nem egyeztek bele. Ez hasonlított volna ugyanis a 2012 májusában végrehajtott görög veszteségleírásra (a külföldi gazdasági szereplők viselték a görög állampapírok leértékeléséből adódó veszteségeket). Ezt akkor kivételes megoldásnak tartották, alkalmazását kizárták a Gazdasági és Monetáris Unió más tagállamaira. Így Írországban és Spanyolországban a betétesek és az elsőbbségi (senior) kötvénytulajdonosok nem szenvedtek veszteséget a bankmentések során. Később módosult az európai uniós intézmények álláspontja, amennyiben 2013 júniusától az EU-ban kibocsátott állampapírokat ún. kollektív fellépési záradékkal látják el, ami lehetővé teszi a magánbefektetők bevonását a szuverén adósságok rendezésébe. Szó volt még arról, hogy az adósságrendezésből adódó veszteségeket a százezer euró feletti bankbetétekre terítik szét, azok egyszeri megadóztatása révén. Ezen értékhatárig terjed egyébként az európai uniós szintű betétbiztosítás.

Különösen a német kormány nehezményezte, hogy Ciprus a pénzmosás egyik központja, főleg nem tisztázott eredetű orosz pénzeké. A Capital Economics londoni elemző intézet hivatkozik egy kiszivárgott német hírszerzési jelentésre, amely szerint orosz befektetők mintegy 20 milliárd euró kétes eredetű pénzt tartanak ciprusi bankszámlákon. Más források 8-35 milliárd euróra becsülték a ciprusi bankrendszerben található orosz betétek nagyságrendjét. A nagyobb tőkeállományra vonatkozó becslés figyelembe vette a más országokban bejegyzett off-shore cégeken keresztül megjelenő befektetéseket is. A Moody's szerint további 40 milliárd dollárra tehető az az összeg, amelyet orosz bankok (VTB, Szberbank, Alfa Bank) ciprusi leánybankjaikon keresztül hiteleztek helyi bejegyzésű, de orosz érdekeltségű vállalatoknak.³⁹³ Kicsit leegyszerűsítve a német kormány nem kívánta a saját és más EU-tagállamok adófizetőinek pénzéből az orosz oligarchákat finanszírozni. Az sem közömbös azonban, hogy nagyszámú jel szerint a ciprusi válság adott formában történő kezeléséből Németország, Hollandia, Ausztria és az Egyesült Királyság pénzügyi közvetítő rendszere profitál.

A **pénzmosást** eddig nem sikerült bizonyítani. Az OECD vizsgálatai szerint Ciprus teljes mértékben eleget tesz a szervezet 49 ajánlásának, miközben Németország és Finnor-

³⁹³ Nyilas Gergely: Milliárdosok húzhatják a rövidebbet. Népszabadság, 2013. március 19., 10. o.

szág öt-öt ajánlásnak nem.³⁹⁴ Kétségtelen, hogy az 1974. évi török invázió után, amely súlyos pusztítást okozott a gazdaságban, Ciprus kiterjedt **off-shore pénzügyi központot** fejlesztett ki a Közel-Keletről (Libanon szerepét vette át), Észak-Afrikából, a volt Jugoszláviából és a volt Szovjetunióból származó tőkék bevonására és a kapcsolódó szolgáltatásokra (céginformáció, hajózásszervezés, ingatlanügyletek stb.). A 2004. évi EU-csatlakozás előtt azonban a ciprusi kormány a pénzügyi szféra szabályozását összhangba hozta az európai uniós jogszabályokkal. Ellenkező esetben Ciprus nem válhatott volna EU-tag. A pénzmosással kapcsolatos külföldi kritikák nem annyira a jogszabályokra vonatkoztak, hanem inkább azok kikényszerítésére. Vélelmezhetően ezen a téren még sok a tennivaló. Az alacsony társasági és árfolyamnyereségadó-kulcs és a magas hozamokat kínáló befektetési feltételrendszer viszont vonzó volt a külföldi tőkebevonás szempontjából, és nem csekély mértékben magyarázta a ciprusi pénzügyi szolgáltató szektor felduzzadását. Ciprus ebben a vonatkozásban nagymértékben hasonlít Izlandra és Írországra. Cipruson nagy volumenben található vállalati formába transzferált magánvagyon. Ez jelentős különbség például Svájcjal szemben, amely ország döntően magánvagyonoknak ad otthont.

A likviditási és fizetőképességi válság oka tehát nem a fegyelmezetlen költségvetési politika, hanem a **túlterjeszkedett bankrendszer** volt (2011. közepén a ciprusi bankrendszer mérlegfőösszege a GDP nyolcszorosa volt, ezen belül az öt legnagyobb banké a GDP ötszörösére rúgott). A vezető ciprusi bankok túlságosan nagyok voltak ahhoz, hogy engedjék őket csődbe menni. Ugyanakkor a bajba került bankok feltőkésítése nagyságrendi okok miatt csak közpénzből lehetséges, ehhez pedig nincs elegendő belső forrás. A külföldi hivatalos forrásból történő feltőkésítés nyomán viszont növekedne az államadósság.

2012. év elején az európai uniós intézmények azzal indokolták a tárgyalások elhúzását, hogy megvárják a februári választások eredményét. Az EU és a legnagyobb tagállamok vezetői ugyanis Demetrisz Krisztofiaszt, Ciprus korábbi kommunista párti elnökét nem tartották hiteles tárgyalópartnernek, mert véleményük szerint nem volt tisztában a realitásokkal. Krisztofiász ellenezte a privatizációt, amelynek bevételeiből a pénzügyi konszolidáció költségeinek egy részét fedezni lehetett volna. Hosszú időn keresztül ellenezte azt is, hogy független auditáló cég világítsa át a ciprusi bankrendszert elsősorban a pénzmosás szempontjából. A februári választások után a közép-jobb Nikosz Anasztaziádesz hivatalba lépésével ez a szubjektív akadály elhárult a tárgyalások elől.

Közben a ciprusi bankrendszer 2012 szeptemberében kezdődött átvilágítása is az eredetileg tervezettnél több időt vett igénybe. Ezen túlmenően Oroszország hajlandó volt az általa 2011-ben Ciprusnak nyújtott 2,5 milliárd eurós, 4,5 éves futamidejű hitel törlesztő-részleteire 2013. március végéig haladékot adni. (Figyelmet érdemel, hogy az EU szuverén adósságválságának történetében talán ez az első eset, amikor egy GMU-tagállam harmadik országtól kapott hitelt.) Egyébként becslések szerint a ciprusi államnak 2013. május végéig volt pénzügyi forrása az adósságszolgálat finanszírozására. A

³⁹⁴ Joshua Chaffin: Cyprus fights money-laundering claim. Financial Times, 2013. január 18., 4. o.

ciprusi tárgyaló fél meggyőzésében szerepe volt még az Európai Központi Banknak is, amely a **szükséghelyzet esetére szóló készenléti likviditási segítség** elnevezésű konstrukciójával tartotta fenn a ciprusi bankrendszer fizetőképességét. Megfigyelők szerint szándékainak kinyilvánítását illetően az EKB sokkal határozottabb volt Ciprussal, mint korábban Írországgal és Görögországgal szemben. A ciprusi kormány Oroszországtól is kért 5 milliárd euró kölcsönt 2012 végén, de a kérésről az orosz illetékesek csak az EU/IMF-hitelmegállapodás után lettek volna hajlandók tárgyalni.

Ciprus részesedése a Gazdasági és Monetáris Unió GDP-jében alig haladja meg a 0,1 százalékot, a ciprusi GDP volumene a portugál egytizede. A teljes ciprusi adósságállománynak a GMU GDP-jéhez viszonyított aránya is mindössze 0,2 százalék, azaz a teljes adósság leírása sem rengetné meg az euróövezetet. A mennyiségi összefüggéseknél lényegesebb azonban egy minőségi tényező: **az államcsőd Ciprus GMU-ból való kiválasztását vonná maga után**. Ez pedig megrendítené a Gazdasági és Monetáris Unió hitelességét, elindítaná erózióját és elmélyítené Görögország, Spanyolország, Portugália és Olaszország szuverén adósságválságát, ami az euróövezet egyben maradását is megkérdőjelezhetné. Mario Draghi, az Európai Központi Bank elnöke szerint a kis nemzetgazdasági dimenziók ellenére a ciprusi likviditási és fizetőképességi válság **rendszerkockázat**, azaz a GMU-t mint rendszert fenyegető kockázatot képviselt. Ezt mérséklendő az európai uniós intézmények készek voltak Ciprusnak pénzügyi segílyt nyújtani, amelynek azonban szigorú kiigazítási program kidolgozása és végrehajtása a feltétele.

A ciprusi gazdaság stabilizálásához 17 milliárd euró forrásra volt szükség (ez megegyezik a ciprusi GDP-vel, de erre futná az 500 milliárd eurós európai stabilizációs mechanizmus forrásaiból). Ebből 2013 márciusában az eurócsoport azonban csak 10 milliárd eurót hagyott jóvá (ebből 9 milliárd euró az EU-ra, 1 milliárd euró az IMF-re jutott). E döntés mögött vélelmezhetően az a német aggodalom húzódott meg, hogy a 17 milliárd eurós hitelt Ciprus nem tudta volna visszafizetni, ez az összeg államcsödhöz vezetett volna. A ciprusi államadósság a GDP 80 százalékára rúg, egy még nagyobb hitelsomag az adósságrátát annyira megnövelné, hogy annak fenntarthatósága veszélybe kerülne. Nem lehetne a GDP-arányos államadósságot 2020-ra a tervezett 100 százalékra leszorítani. Ebben az esetben szigorú szabályai miatt az IMF nem is vehetne részt a programban. Többek között emiatt sürgették a finanszírozó intézmények az önálló ciprusi hozzájárulást a segélycsomaghoz. A 10 milliárd eurós hitel kamatlába 2 százalék, a törlesztést tíz év múlva kell elkezdni, az utolsó részletet 2035-ben kell visszafizetni.

Az eddigi európai uniós pénzügyi mentőcsomagokhoz képest újdonság, hogy a fennmaradó részt, azaz jelen esetben 7 milliárd eurót (a csomag 40 százalékát) az eurócsoport állásfoglalása értelmében más, belső forrásból kell előteremtenie a ciprusi államnak. Ilyen bizonyos állami tulajdonelemek **privatizációja** (ebből 1,4 milliárd euró bevételt remélnek, de befolyása kétséges az állami vagyron leromlott állapota miatt) az áfa-, a társasági nyereségadó- és az osztalékadó-kulcs emelése, a hazai és külföldi gazdasági szereplők bankbetéteire egyszeri adó kivetése (ez vagyondóval egyenértékű és 5,8 milliárd euró betételt várnak tőle) és a kamatok folyamatos megadóztatása.

A nemrégiben felfedezett, jelenlegi árakon több mint 450 milliárd euró értékűre becsült tenger alatti **földgázkészletek** kitermelése jó esetben legfeljebb 2019-ben kezdődhet

meg, ezért a földgázvagyon nem járulhat hozzá közvetlenül a pénzügyi konszolidációhoz, hacsak nem értékesítik előre például a kitermelési jogokat vagy vesznek fel a földgázvagyon mint fedezet terhére hitelt.

Az eurócsoport által támasztott további követelmény volt a **ciprusi pénzügyi intézetek pénzmossa elleni szabályozásának felülvizsgálata**, amit valószínűleg egy pártatlan auditáló cég végez el. Nyilván nagy hangsúlyt fektetnek a hatályos jogszabályok érvényesítésére. Ha találnak hibákat, akkor a ciprusi kormány kötelezettséget vállal azok kijavítására. A GDP 4,5 százaléka rúgó költségvetési konszolidációt és a bankok feltőkésítése mellett azok átszervezését is vállalta a ciprusi kormány. Az államháztartás konszolidálása jegyében 4500 fővel csökkentik a foglalkoztatottak számát a közszférában.

A megszorítások kedvezőtlenül érintik a gazdasági növekedést. A ciprusi gazdaság 2012 és 2014 között visszaesik, a munkanélküliség nő. A bankok feltőkésítése és konszolidációja eredményeként a felduzzadt ciprusi bankrendszer GDP-ben elfoglalt súlya mérséklődik, 2018-ig elérheti az EU átlagát. Ez azt is jelenti, hogy a ciprusi kormánynak újra kell gondolnia átfogó fejlesztésstratégiáját, a pénzügyi szolgáltatások helyett más növekedéshordozó ágazatokat vagy tevékenységi területeket kell találnia. A ciprusi bankok görögországi fiókjainak a megerősítése mindkét ország bankrendszerének stabilitásához hozzájárul, és nem emeli Görögország GDP-arányos adósságát. A pénzügyi mentőcsomag jóváhagyásakor az eurócsoport bízott abban, hogy ezen intézkedések eredményeként Ciprus GDP-arányos államadóssága, amely az előrejelzések szerint a 2012. évi 86,6-ról 2015-ben 128 százalékra nő, fenntartható pályán marad.

A 2000 óta hatályban lévő ciprusi betétbiztosítási rendszer összhangban van az európai uniós jogszabályokkal. A betétbiztosító független jogi szervezet. A 100 ezer euró összeghatárig vállalt védelem nemcsak a magánszemélyek, hanem a vállalkozások betéteire is vonatkozik, beleértve minden devizabetétet, devizanemtől függetlenül. A devizabetétekre vonatkozó biztosítás nem elhanyagolható szerepet játszott a pénzügyi központ szerepkör kiépítésében Cipruson. A betétesek kártalanítása viszont feltehetően jóval hosszabb időt venne igénybe, mint az európai uniós jogszabályokban rögzített 20 munkanap, ami válsághelyzetben további feszültségek forrása lehet.³⁹⁵

A Ciprus és az európai uniós intézmények, illetve az IMF által 2013. március 25-én kötött megállapodás értelmében a második legnagyobb pénzügyi intézet, a Laiki Bank 100 ezer euró feletti betéteit befagyasztják. Ezek az ügyfelek minden követelésüket elveszítik, ezek összegét 4,2 milliárd euróra becsülik. A Laiki Bank 100 ezer euró alatti betéttel rendelkezők ügyfeleit átveszi a Bank of Cyprus, amelyben a nagy betéteket az intézmény feltőkésítéséig szintén befagyasztják. A Bank of Cyprus ügyfeleinek a megtakarításait is jelentős mértékben megcsapolják. Végül is ez utóbbi ügy történt, hogy a nagybetétek jelentős hányadát részvényre váltották. Mivel a nagybetétesek jelentős része orosz állampolgár volt, ezért az említett intézkedés nyomán 2013. augusztus végén a bank 60 százalékban orosz tulajdonba került.

A bankpánik, illetve a tőkekivonás megakadályozása végett korlátozásokat vezettek be a tőkeforgalomra Cipruson. Tilos volt 1000 eurónál több készpénzt kivinni az országból, a

³⁹⁵ Tóth István: Mentőövre várva. Világgazdaság, 2013. március 26., 16. o.

csekket nem váltották be, a pénzkidó automatákból legfeljebb 300 eurót lehetett kivenni naponta, minden 25 000 eurót meghaladó banki művelethez a központi bank engedélye volt szükséges, a nemzetközi hitelkártya-tranzakciókat pedig szintén havi 5000 euróban maximálták. A korlátozásokat 2013 áprilisában enyhítették, így 300 ezer, majd később 500 ezer euró alatt minden tranzakciót engedélyeznek, de 1 millió euró fölötti transzferek esetében a jegybank engedélyére van szükség. A korábbi 2 ezer euró helyett 5 ezer eurót szabad engedély nélkül külföldre utalni, de továbbra is csak 300 euró készpénzt szabad felvenni naponta.

Ez szembemegy az EUMSZ 63. cikkével. „(1) E fejezet rendelkezéseinek keretei között tilos a tagállamok valamint a tagállamok és harmadik országok közötti tőke mozgásra vonatkozó minden korlátozás. (2) E fejezet rendelkezéseinek keretei között tilos a tagállamok valamint a tagállamok és harmadik országok közötti fizetési műveletekre vonatkozó minden korlátozás.” Ezt enyhítik azonban a 65. cikk előírásai: „(1) A 63. cikk rendelkezései nem érintik a tagállamoknak azt a jogát, hogy a) alkalmazzák adójoguk azon rendelkezéseit, amelyek a lakóhely vagy a tőkebefektetés helye alapján az adózók között különbséget tesznek; b) megkössék a szükséges intézkedéseket a nemzeti törvények és rendeletek megsértésének megakadályozására, különösen az adózás és a pénzügyi szervezetek prudenciális felügyelete terén, vagy hogy eljárásokat alakítsanak ki a tőke mozgások igazgatási vagy statisztikai célú bejelentésére, illetve hogy a közrend vagy a közbiztonság által indokolt intézkedéseket hozzanak.”

A tőke mozgások korlátozását Ciprus esetében a közrend és a közbiztonság fenntartásával lehet leginkább indokolni. Az EUMSZ rendelkezései nem tartalmazzak időbeli korlátokat, így a tőkeforgalom korlátozását tetszőleges ideig fenn lehet tartani. A tőkekorlátozás példa nélküli az euróövezetben. A tőke szabad mozgása előtti korlátozások miatt egy euró értéke nem ugyanaz Cipruson, mint a GMU más tagállamaiban.

A tőkeforgalom előtti korlátok kijátszásának egyik eszköze az, amikor valamilyen vagyontárgyat (ékszer, régiség stb.) reális, forgalomképes pénzzé tesznek. A hatóságok természetesen tisztában vannak ezzel, de a másik oldal is keresi az új megoldásokat. A lakosság produktív energiáinak mind nagyobb részét fordítja a rendszer kijátszására, aminek nyomán gyengül a társadalmi kohézió és a törvények tisztelete.³⁹⁶ Ciprus kilépése az EU-ból, ezáltal az euróövezetből, kizárt. Ezt a ciprusiak sem kívánják, a 2013. márciusi közvélemény-kutatási eredmények alapján a lakosság 73 százaléka pozitívan értékelt az EU által nyújtott pénzügyi és geopolitikai biztonságot és az eurót.

2013. április elején kiderült, hogy **a ciprusi gazdaság bruttó finanszírozási igénye 2013. második negyedétől 2016 első negyedévéig 23 milliárd euró lesz**, azaz 6 milliárd euróval több, mint amivel korábban számoltak. Ennek ellenére a nemzetközi mentőcsomag nagyságrendje nem változott. A 6 milliárd euró különbséget teljes egészében Ciprusnak kell előteremtenie. Ennek érdekében értékesíteni kell a 13,9 tonnányi ciprusi aranytartalék egy részét. (Ebből jó esetben azonban csak 400 millió euró folyhat be.) További összegeket kell előteremteni a nyugdíjrendszer átalakításából, a társasági adó emeléséből, a privatizációból, a Laiki Bank betétjeiből és a Bank of Cyprus, a legna-

³⁹⁶ John Dizzard: No easy capital flight from Cyprus plight. Financial Times FM melléklet, 2013. március 25., 8. o.

gyobb kereskedelmi bank hitelezőitől. Az is felvetődött, hogy az 1 milliárd eurónál nagyobb ciprusi állampapír-állománnyal rendelkező kötvénytulajdonosokat kötvénycserére, azaz az államadósság átütemezésére kényszerítik.

Összefoglalásként megállapítható, hogy egyrészt a Ciprusnak a Nemzetközi Valutaalap és az európai uniós intézmények által nyújtott pénzügyi segítség feltételrendszere rendkívül egyoldalú: középpontjában az adókból és a privatizációból származó bevételek növelése áll. Ennek kockázata, hogy a GDP visszaesésével az adóbevételek is csökkennek. Az oksági kezelésre, azaz a pénzügyi egyensúlytalanságok kiküszöbölésére irányuló reformintézkedéseket egyáltalán nem tartalmaz. A ciprusi válság kezelése során az európai uniós intézmények három tabut is ledöntöttek. Egyrészt a válság terheinek egy részét a bankbetétesekre hárították, másrészt korlátozták a tőke szabad áramlását, végül jelezték a szabályozás várható új irányait a bankok szanálása terén. A tabudöntés kockázata, hogy elbizonytalanodik a befektetési piac. A ciprusi válság után a racionálisan gondolkodó piaci szereplők olyan országban fektetnek be, ahol az államháztartási hiány és az államadósság szintje elfogadható, és nem várható a bankbetétek 100 ezer euró feletti részének bevonása az adósságrendezésbe. Más szavakkal: korántsem mindegy, hogy a gazdasági szereplők melyik EU- vagy GMU-tagállamban tartják a pénzüket. A bankbetétek bevonása a válságkezelésbe a dél-európai országok közvéleményében egyébként is meglévő németellenességet is fokozta.

6.4. Írország³⁹⁷

Az USA másodrendű jelzálogpiacán 2007 nyarán kezdődött, majd mindinkább globális-sá vált pénzügyi válság drámai erővel hozta felszínre az ír gazdaság gyengeségeit. A súlyosabb következmények elkerülése érdekében az ír kormány 2010 novemberében a Nemzetközi Valutaalap, az európai uniós intézmények és az EU-tagállamok pénzügyi segítségét kérte. A hároméves program keretében végrehajtott, 2013 decemberében befejezettnek nyilvánított, drasztikus megszorításokon alapuló gazdasági konszolidáció eredményeként Írország visszatérhet az államháztartás pénz- és tőkepiaci finanszírozásához. Az elért pénzügyi-gazdasági függetlenség megőrzésére hivatkozva a kormány nem kívánja igénybe venni az IMF és az EU által felajánlott pénzügyi védőhálót, amely semmilyen veszteséggel nem járna, viszont pénzügyi feszültségek idején biztonságot adna.

A globális pénzügyi válság hatására Írországban 2008–2009-ben kipukkant az egymást tápláló ingatlanpiaci és hitelpiaci árbuborék, az ennek nyomán fenyegető bankcsődök a pénzügyi rendszer stabilitását veszélyeztették. Összeomlott a felduzzadt építőipar, amely 2007-ben az ír bruttó belföldi termék negyedét állította elő, 10 százalékkal zuhant a GDP, megugrott az államháztartás hiánya és az államadósság. Fontos hangsúlyozni, hogy 2007 előtt Írországban nem volt baj a költségvetéssel. A GDP-arányos államadósság nem a fegyelmezett fiskális politika eredményeként volt alacsony, hanem a GDP dinamikus bővülése miatt. Az ír pénzügyi válság oka nem a közszféra túlköltekezése, ha-

³⁹⁷Először megjelent: Losoncz Miklós: Írország: sikertörténet kockázatokkal. Élet és Irodalom, LVIII. évf., 3. szám, 2014. január 17., 3. oldal.

nem a magánszektor, azon belül is elsősorban a háztartások nagyarányú eladósodása, ennek nyomán a bankrendszer bedőlése volt. A lakásépítés felfutása ugyan a demográfiai trendek tükrében indokolt volt, de az ennek nyomán fellendült hitelezés és ingatlanár-emelkedés mindinkább kezelhetetlenné vált, a globális válságtól jórészt függetlenül is.

Görögország után Írország az euróövezet második tagállama, amely nemzetközi pénzügyi segítségre szorult. Az IMF, az EU és az EU-tagállamok 67,5 milliárd eurót bocsátottak 2010 novemberében Írország rendelkezésére. Ezt 17,5 milliárd euró saját hozzájárulás egészítette ki. Jórészt ebből a közpénzből tőkésítették fel a csődök elkerülése végett az ír kereskedelmi bankokat 64 milliárd euró összegben.³⁹⁸ (Ennek volt betudható, hogy a költségvetési hiány 2010-ben a GDP példátlanul magas hányadát, 30,6 százalékát tette ki.) A bankmentéssel lényegében a magánszektor adósságait társadalmisították. Erre azért volt szükség, mert az ír bankokban sok EU állampolgár pénze parkolt, így a kimentés volt a kisebbik rossz megoldás a bankrendszer csődjével szemben. A számítások szerint a bankcsődök társadalmi költségei jóval nagyobbak lettek volna, mint a feltőkésítése.

Az Írországnak nyújtott pénzügyi segítséget szigorú feltételekhez kötötték. A lakosság 28 milliárd euró költségvetésikiadás-csökkentést és adóemelést (kétharmad-egyharmad arányban) volt kénytelen elszenvedni, ami a pénzügyi válságot követő GDP 20 százalékának felel meg. Sovány vigasz, hogy a megszorítások ellenére az ír középosztály jelenleg jobban él, mint az 1990-es évek elején kezdődött fellendülés előtt.³⁹⁹ A jövedelmkülönbségek viszont soha nem látott mértékűre nőttek. Az egészségügy teljesítőképessége határán van (az ír orvosok fele külföldön dolgozik), a tanárok fizetését és a nyugdíjakat lefaragták, a kulturális intézmények vergődnek a finanszírozás hiánya miatt.⁴⁰⁰ Ebből is kitűnik, hogy a magánszektor eladósodásának következményeit (beleértve a bankok felelőtlen hitelezését és a háztartások erőn felüli hitelfelvételét) végső soron az adófizetők viselték. A 2014. évi költségvetés további 2,5 milliárd eurós megszorítást (kiadáscsökkentés és adóemelés) tartalmaz, ezt a kormány elegendőnek tartja az 5,2 százalékra tervezett GDP-arányos hiánycél eléréséhez. Az IMF és az európai uniós intézmények 3,1 milliárd euró megszorítást tartottak volna szükségesnek.

A nemzetközi pénzügyi segítséggel végrehajtott konszolidáció sikeres volt az állampapír-piaci hozamok leszorítása tekintetében, ezáltal az államháztartás finanszírozása lényegesen olcsóbbá vált. A tízéves ír államkötvény 3,5 százalék körüli hozama (2011-ben még 11 százalék volt) jelenleg alacsonyabb az olaszénál és a spanyolénál, és inkább a belgához közelít, nem pedig az említett dél-európai országokéhoz. Megjegyzendő, hogy Írország (számos más uniós tagállamhoz hasonlóan, beleértve Magyarországot is)

³⁹⁸ Karl Whelan: Ireland's Sovereign Debt Crisis. In: Franklin Allen – Elena Carletti – Giancarlo Corsetti (eds.): Life in the Eurozone: With or Without Sovereign Default? European University Institute, Florence, Italy, and Wharton Financial Institutions Center University of Pennsylvania, Philadelphia, USA, 2011., 41-58. o.

³⁹⁹ Roy Foster: When did the Irish become so accepting of their lot? Financial Times, 2013. december 13., 9. o.

⁴⁰⁰ Jamie Smyths: Emigration takes shine off Irish recovery. Financial Times, 2013. december 10., 3. o.

közvetve profitált az USA és más országok jegybankja által folytatott laza monetáris politika, azon belül az ún. mennyiségi lazítás (a jegybankok nagy volumenű értékpapírvásárlásai) által előidézett világméretű pénzösségéből is. Ebből azonban az is következik, hogy a mennyiségi lazítás napirenden lévő fokozatos kivezetése hátrányosan érintheti az ír állampapírok hozamalakulását. További kockázat, hogy a görög és a portugál pénzügyi feszültségek esetleges éleződésének hatására szintén emelkedhetnek az államkötvényhozamok. Sikerként könyvelhető el, hogy az ír államadósság-kezelő ügynökség jelentős forrásokat vont be a nemzetközi pénz- és tőkepiacokról, meghosszabbította az államadósság futamidejét, és külföldi befektetők is megjelentek az ír állampapírpiacra. Az EU-IMF pénzügyi segélyprogram befejezése után Írország 2014. január elején 3,75 milliárd euró összegben bocsátott ki tízéves államkötvényt. Az aukción majdnem négyeseres túlkereslet volt.

A konszolidáció eredményei más területeken azonban ellentmondásosak, ami miatt az ír gazdaság meglehetősen sérülékeny. Az államháztartási hiány leszorításának ára a bruttó hazai termék csökkenése volt, a GDP 2013-ban több mint 6 százalékkal volt alacsonyabb, mint a válság előtt 2007-ben. A 2013. évi 0,3 százalék után 2014-ben 1,7 százalékos, 2015-ben 2,5 százalékos gazdasági növekedési ütemet prognosztizálnak. Ez még nem kielégítő, mert a 2013-ban 125 százalék feletti GDP-arányos államadósság (amely Görögország és Ciprus után a harmadik legnagyobb az euróövezetben) és 7,6 százalékos költségvetési hiány leszorításához tartósan 2-3 százalékos gazdasági növekedési ütemre lenne szükség. Az IMF ezzel szemben kétszázalékos dinamikát prognosztizál 2018-ig.

Biztató viszont, hogy az Írorszáiban működő, a GDP ötödét előállító mintegy ezer külföldi, jórészt transznacionális vállalat teljesítménye a hazaiakénál gyorsabban nő. Külföldön továbbra is kedvező befektetési területnek tartják Írországot. Az ír gazdaság versenyképessége viszont romlott a válságkezelés éveiben (az IMD versenyképességi rangsorában a 2000. évi 7. helyről 2011-ben a 24. helyre csúszott vissza, de 2013-ban a 17. helyre kapaszkodott vissza). A javulás csak a kevés embert foglalkoztató gyógyszer- és vegyiparra korlátozódott. A versenyképesség erősödéséhez további szerkezeti reformokra van szükség. Lényeges kockázati tényező, hogy a kis és a világgazdaságra nyitott Írország gazdasági növekedése kiemelkedő mértékben függ fő partnerei konjunkturális viszonyaitól (talán még jobban is, mint a belső feltételektől), így a globális konjunktúra megtorpanása vagy lassulása az ír gazdaság fejlődését is visszavetné. Az ír kormány a rá nehezedő külső (elsősorban német) nyomás ellenére ragaszkodott a vállalati adók minél alacsonyabb szinten tartásához, amit a gazdasági versenyképesség, azon belül a külföldi működőtőke-vonzás kiemelkedő fontosságú elemének tart. Az más kérdés, hogy emiatt a külföldi szektor kismértékben járul hozzá az államháztartási bevételekhez.

Jelentős a külkereskedelmi és a folyó fizetési mérleg többlete, ami abból a szempontból nem kedvező, hogy a recesszió, illetve a lassú gazdasági növekedés következménye. A munkanélküliség csökkenő, ezzel párhuzamosan a foglalkoztatottság növekvő irányzatot mutat. (Korábban a munkanélküliséget enyhítette a tömeges kivándorlás, amit a kormány is ösztönzött.) A bővülő foglalkoztatottság az államháztartás adó- és illetékbevételei növekedésén keresztül a költségvetési hiány mérséklődéséhez is hozzájárul. Az ingatlanpiac, amely a válság egyik kiváltó oka volt, szintén kezd magához térni, az árak

2013 júniusa óta nőnek, ezáltal javul a jelzáloghitelek fedezettsége, ezen keresztül a bankok stabilitása. A külföldi befektetők kezdenek visszatérni az ingatlanpiacra. Az eladósodott dél-európai GMU-tagországokkal összehasonlítva Írországból a gazdaságirányításra nem lehet panasz. A kormányzati célok érvényre juttatását megkönnyíti, hogy a gazdasági szereplők rugalmasan alkalmazkodnak a belső és külső feltételek változásaihoz.

A nemzetközi pénzügyi mentőprogram 2013. december közepén történt sikeres lezárását az ír kormány a pénzügyi és gazdasági szuverenitás helyreállításaként ünnepli, és a jövőben kizárólag a pénz- és tőkepiacokról kívánja finanszírozni az államháztartást. Nem szándékozik a továbbiakban igénybe venni az IMF és az európai uniós intézmények támogatását. Ez egybeesik a német kormányzati politikai elit érdekeivel. A német parlamentnek ugyanis minden, az EU 500 milliárd eurós alapból folyósítandó segítséget jóvá kell hagynia, a politikusok ezt kívánják elkerülni.

Az ír kormány azzal számol, hogy a decemberben véget ért pénzügyi program alatt felhalmozott 21,5 milliárd euró elegendő tartalék vészhelyzetekre. Ez az összeg 2015-ig biztosíthatja az ír államháztartás finanszírozását. Ennek ellenére a kormány 6-10 milliárd euró összegben kíván kötvényt kibocsátani 2014-ben.⁴⁰¹

A kockázatokkal terhelt tőkepiaci finanszírozás mellett az IMF elővigyázatossági hitelkeretének elfogadásával Írország további európai uniós pénzügyi válságkezelési eszközkhöz (az Európai Központi Bank állampapír-vásárlási programja, az Európai Stabilitási Mechanizmus pénzügyi forrásai) is hozzájuthatna, ami megkönnyítené esetleges globális pénzügyi turbulenciák következményeinek kivédését. A kormány ezt láthatóan nem akarja igénybe venni, jóllehet az elővigyázatossági hitelkeret elfogadásának praktikusan nincs költsége, vészhelyzetben viszont nagyon előnyös lenne. Ráadásul az elővigyázatossági hitelkeretről történő lemondással az ír gazdaságpolitika korántsem nyeri vissza gazdasági függetlenségét, mert amíg a költségvetési hiány nem süllyed a GDP három százaléka alá, addig az európai uniós jogszabályok értelmében Írország változatlanul túlzottdeficit-eljárás alatt marad.

A pénzügyi védőháló többek között annak fényében lenne fontos, hogy az ír közép- és hosszú lejáratú állampapírok 57 százaléka külföldi befektetők kezében van. A nagyarányú külföldi kitettség előnyös addig, ameddig a külföldi piaci szereplők optimisták az adott ország fejlődési kilátásaival kapcsolatban. Hátránnyá válhat viszont, ha valamilyen negatív külső vagy belső esemény hatására a bizalom megrendül, és ezért hirtelen kivonják tőkéjük jelentős részét az állampapírpiacról. (Figyelmet érdemel, hogy a magyar piacon is kiemelkedő részesedéssel bíró amerikai Franklin Templeton befektetési alapra jut az ír államadósság mintegy tíz százaléka.)

Az európai uniós intézmények az ír pénzügyi rendszer gyengeségei miatt is szükségesnek tartják a pénzügyi védőhálót. A két legnagyobb ír banknak (Bank of Ireland és Permanent TSB) további tőkeemelésre lehet szüksége a zavartalan működéshez. Az Európai Bizottság legutóbbi jelentése szerint magas, 20 százalékhöz közeli a 90 napnál

⁴⁰¹ Ralph Atkins: Ireland's comeback runs into growth test. Financial Times, 2013. november 20., 28. o.

hosszabb ideje nem törlesztett hitelek aránya. A kis- és középvállalatok hitelállományának fele kétes. A rossz hitelek a két állami tulajdonú bankban, az Allied Irish Banks és a Permanent TSB nevű intézménynél összpontosulnak. Az EKB által a jövő évben tervezett átvilágítás további lyukakra deríthet fényt Írország bankszektorában.

A Standard & Poors' és a Fitch nemzetközi hitelminősítő ugyanakkor már befektetésre ajánlott kategóriába minősítette vissza az ír államadósságot. A Moody's negatívról stabilra módosította a kilátásokat, de a befektetésre ajánlott fokozatba történő felminősítést az államháztartási hiány, főként pedig a gazdasági növekedés alakulásától teszi függővé. Ezen túlmenően a Moody's problémásnak látja a nagy államadósságot, a sérülékeny bankrendszert és az ír pénzügyi rendszernek az euróövezetben bekövetkező esetleges sokkoknak való kitettségét is. Ez nagyszámú közel-keleti és ázsiai befektetőt készíthet megfontolásra, hogy ír állampapírt vegyen.

Írország szemléletes példa arra, hogyan lehetett nemzetközi támogatás mellett drasztikus megszorításokkal (és bizonyos nem túl jelentős szerkezeti reformokkal) úrrá lenni a válságon, és egyidejűleg fenntartani a politikai stabilitást és megőrizni a társadalmi kohéziót. Ír sajátosság, hogy a megszorítások ellen nem voltak a görögországihoz vagy spanyolországihoz hasonló tüntetések és sztrájkok. (Ennek okait kutatják.) A társadalmi feszültségeket (és a munkanélküliség emelkedését) fékezte ugyanakkor az állam által is ösztönzött tömeges kivándorlás.

Az ír válságkezelés sikere, amelyet sok bizonytalanság övez és még rövid távon sem garantált, igazolhatná egyrészt azt, hogy az Európai Bizottság és a német kormány által helyesnek tartott, drasztikus költségvetési és egyéb megszorításokon alapuló gazdaságpolitika működőképes. Másrészt az ír pénzügyi program befejezése azt jelzi, hogy a válságra való közös, az európai uniós intézmények támogatását élvező reagálás eredményes. Az ír eset megerősítette az európai uniós intézményeket abban a felismerésben, hogy nem a tagállamoknak kell egyedül viselniük a válság költségeit. A többi tagállam részéről is szükség van bizonyos fokú szolidaritásra, ami a formálódó bankunió lényeges eleme.

Az ír válságkezelés tapasztalatai is szerepet játszhattak a 2013 decemberében az Európai Parlament által jóváhagyott új európai uniós jogszabályok kidolgozásában. Ezek értelmében 2016-tól a részvény- és kötvénytulajdonosok és a nem biztosított betétesek állják a bankok veszteségeit, mielőtt az állam közbeavatkozik. Ez a szabály az adófizetők érdekeit szolgálja, mert a befektetőknek kell vállalniuk a kockázatokat. Arra a kérdésre még nincs egyértelmű válasz, hogy kik viselik a költségeket akkor, ha egy bankot szanálni kell.

Az ír válságkezelés alatt nem vetődött fel az euróövezetből, illetve az EU-ból való kilépés, és nem erősödött az EU-ellenesség. Ez utóbbi nem jelenti az európai uniós intézmények minden döntésének kritikátlan elfogadását. A tagállamok költségvetésének szigorú ellenőrzését szolgáló fiskális paktumot például az ír szavazók félszívvel támogatták. Az ír gazdaságfilozófiának (ha egyáltalán van ilyen) az európai uniós jogszabálynál megfelelőbb a lazább iránymutatás.

A hároméves válságkezelés befejezése után az IMF és az EU pénzügyi védőhálójáról való lemondás nem vezet az ír kormány által hangoztatott gazdasági-pénzügyi szuveren-

nitás helyreállításához. A túlzottdeficit-eljárás keretében az európai uniós intézmények és az uniós jogszabályok továbbra is korlátozzák az ír gazdaságpolitika mozgásterét. A pénzügyi védőháló elfogadásával ugyanakkor Írország semmit nem veszítene, viszont sokat nyerne, nemcsak válsághelyzetben vagy pénzügyi feszültségek idején, hanem azáltal is, hogy az államadósság felminősítése nyomán alacsonyabb költséggel tudná finanszírozni államháztartását. Írország sikeres visszatérése a pénz- és tőkepiacokra segítheti a stabilizációt az euróövezetben, míg az ír válságkezelés kudarca nehéz helyzetbe hozná az európai uniós intézményeket is.

6.5. Szlovénia⁴⁰²

Szlovénia hosszú időn keresztül a közép- és kelet-európai térség „éltanulója” volt. Az egy főre jutó GDP viszonylag magas volt, a gazdasági szerkezet és az intézményrendszer erős, a makrogazdasági stabilitás megfelelő alapokon nyugodott. Szlovénia öt éves GMU-tagsága egybeesett a globális pénzügyi és gazdasági válsággal. Az euró bevezetése és következményei (a kamatlábak alacsonyabb szintre történt konvergálása) és az általa előidézett várakozások erős hitelexpanziót tápláltak. Az euró bevezetése után gyorsult az infláció, nem utolsósorban a nyersanyagok világpiaci árának emelkedése nyomán, ami a reálbérek lemorzsolódásához és erősödő bérnyomáshoz vezetett. Ezt követően emelkedtek a nominális bérek, miközben a termelékenység romlott, ezáltal gyengült Szlovénia versenyképessége.

A 2013. márciusi ciprusi pénzügyi csúcsfeszültség elmélyítette a szlovén gazdaság, azon belül különösen a bankrendszer gyengeségeit. Bár a 2007 nyarán kezdődött globális pénzügyi és gazdasági válság már korábban megkérdőjelezte az állami tulajdon jelentős súlyán alapuló, befelé forduló, a szuverenitást hangsúlyozó, sőt sok tekintetben protekcionista szlovén gazdasági modell fenntarthatóságát, az állampapír-piaci hozamok emelkedése és a fenyegető bankválság az eddigi tétova lépések helyett határozott intézkedéseket, szerkezeti reformokat tett szükségessé. Jelenleg még nincs elegendő támpont annak a kérdésnek a megválaszolására, hogy Szlovénia (Görögország, Írország, Portugália és Ciprus után ötödikként) rászorul-e az EU és az IMF pénzügyi segélycsomagjára.

Az érintett piaci szereplők kockázatvállalási hajlandóságának gyengülésén keresztül a ciprusi válság rendkívül kedvezőtlenül érintette a szlovén államháztartás finanszírozását. Hatására ugyanis a hosszú lejáratú állampapírok hozama 7 százalék fölé, az állameső elleni biztosításként szolgáló ún. CDS-felár az év eleji 232 bázispontról 2013 áprilisában 357 bázispontra emelkedett. Ennek nyomán az állam a tervezettnél kevesebb állampapírt tudott eladni április elején (100 millió euró helyett csak 50 millió euró összegben). Ezen túlmenően bankválság is fenyegetett. Mindez az önálló államiség 1991. évi elnyerése óta talán a legsúlyosabb pénzügyi feszültséghez vezetett Szlovéniában.

A piaci szereplők azért kértek magasabb hozamot a szlovén állampapírok megvásárlásért és voltak kénytelenek magasabb árat fizetni a csődbiztosításért, mert attól tartottak, hogy a kormány nem lesz képes a lejárató államadósságot megújítani (2013 nyarán 2 mil-

⁴⁰²Az első változatot lásd: Losoncz Miklós: Szlovénia: a válság következő áldozata? Élet és Irodalom, LVII. évf., 20. szám, 2013. május 17., 5. oldal

liárd euró külföldi adósság járt le). A kialakult magas hozamszinten az utóbbi években gyors ütemben növekvő államadósság hosszabb távon nem fenntartható. Ezzel kapcsolatban megemlíthető, hogy az euróövezet eladósodott dél-európai tagállamaiban (Spanyolország, Olaszország) a 7 százalék közelébe emelkedett állampapír-piaci hozamok korábban pénzügyi pánikot váltottak ki. 2013 áprilisában kialakult szlovén hozamszintek meghaladták a spanyolokét és olaszokét. A 34 legfejlettebb országot tömörítő OECD 2013. április 9-én közzétett országjelentése⁴⁰³ és az Európai Bizottság május 3-án megjelentetett, az EU-ra, illetve tagállamaira vonatkozó tavaszi prognózisa rendkívül pesszimista volt a rövid távú gazdasági folyamatokat illetően. Hasonló pesszimizmust tükröz az Európai Bizottság 2013 novemberében közzétett őszi helyzetértékelése és előrejelzése.

Ciprushoz hasonlóan Szlovénia pénzügyi és gazdasági problémái is közvetlenül a **bank-szektorban** gyökereznek, de a ciprusinál sokrétűbbek. Szlovénia úgy csatlakozott az Európai Unióhoz 2004-ben és a Gazdasági és Monetáris Unióhoz 2009-ben, hogy **nem nyitotta meg a külső verseny előtt gazdaságának kulcsszektorait**. Így az új közép- és kelet-európai tagországok közül csak Szlovéniában nem engedélyezték külföldi bankok széles körű tulajdonszerzését. A szlovén bankrendszer 80 százaléka állami-közületi tulajdonban van, a Nova Ljubljanska Banka és a Nova Kreditna Banka Maribor, valamint a legnagyobb biztosítótársaság ugyancsak állami tulajdonban maradt. E protekcionista, a jugoszláv időkre visszanyúló önerőre támaszkodó szemlélet a reálgazdasági szférára is jellemző volt. Ezt támasztja alá az állami tulajdonosi részesedés fenntartása a telekommunikációs vállalatban, a légitársaságban, a kikötőben és más nagyvállalatokban. A gazdasági protekcionizmus más oldalról a külföldi működőtőke elhanyagolható nagyságrendű beáramlásában csapódott le.

A hazai gazdasági szereplőkre építő modell 2003 és 2008 között kétségtelenül sikeres volt, a szlovén GDP éves átlagban 4,5 százalékot meghaladó ütemben emelkedett. A gazdasági növekedés hajtóerejét a kedvező külgazdasági környezet nyomán a külső kereslet bővülését meglovagoló export és a beruházás képezte. Az építőipari fellendülés, amely végül is ingatlanpiaci buborékhoz vezetett, kiemelkedő mértékben támaszkodott olcsó bankhitelekre. Figyelmet érdemel, hogy a háztartások eladósodása nemzetközi összehasonlításban viszonylag korlátozott volt (a GDP 30 százaléka a 100 százalékos európai uniós átlaggal szemben). Ezt azonban bőven ellensúlyozta a vállalati szféra felduzzadt adósságállománya, amely jelenleg a GDP 60 százaléka ráugrik és a közép-európai országok átlagának közel háromszorosa. Ilyen reálgazdasági háttér mellett fenn lehetett tartani a közszolgáltatások magas színvonalát.

Szlovéniában **társadalmi konszenzus alakult** ki az EU-csatlakozásra való felkészülésről, az EU-ba való belépésről, majd az euró 2007. január 1-jei bevezetéséről, illetve a csoportos elnökség keretében 2011 első félévében az Európai Tanács soros elnöki funkciójának ellátásáról. A közös célok érvényesítése érdekében a politikai erők szőnyeg alá söpörték érdekellentéteiket. Mindez az EU-ba való belépést követő optimista piaci hangulat által támogatva kedvező politikai feltételeket teremtett, ami a GMU-hoz való gyors

⁴⁰³ OECD: Economic Surveys: Slovenia 2013. OECD, Paris, 106 o.

csatlakozásban és a közös valuta bevezetésében öltött testet. Ez a társadalmi konszenzus azóta **felbomlott**, erről tanúskodnak a politikai szféra fejleményei.

A külső környezet megváltozása, az EU 2009. évi recessziója felszínre hozta a szlovén modell gyengeségeit. Az építőipari konjunktúra összeomlott, az export 16,7 százalékkal zuhant, a GDP 7,8 százalékkal, az EU-átlagnál (4,3 százalék) lényegesen nagyobb mértékben esett vissza. Az euró bevezetése nyomán a szlovén kivitelt a nemzeti valuta leértékelésével vagy a szabadon lebegő árfolyamok rendszerében a leértékelődéssel szembeni be nem avatkozással már nem lehetett ösztönözni. A fő felvevőpiacok (Olaszország és Ausztria) lassú növekedése sem volt kedvező a szlovén export számára. A globális válság a kialakult szociális intézményrendszer fenntarthatóságát is megkérdőjelezte.

Ugyancsak a recesszió tette nyilvánvalóvá az állami tulajdonú bankok túlzott kockázatvállalását a hitelezésben. Ennek sajátos formája volt, hogy a bankok magántulajdonosi kontroll hiányában gyakran különleges elbánásban részesítették azokat a vállalatokat, amelyek teljesen vagy részben állami tulajdonban vannak. Sok vezérigazgató a bankhitelt az általa vezetett cég megvásárlására használta. A hitel fedezete maga a vállalat volt. Ennek nyomán nemzetközileg aligha versenyképes oligarchák szűk csoportja kezében lévő trösztök jöttek létre. E gyakorlathoz igen gyenge bankfelügyelet és versenyhatóság asszisztált. A jegybank sem tulajdonított nagyobb jelentőséget azoknak a diszfunkcionális hatásoknak, amelyeket a bankrendszer állami-közületi tulajdonosi dominanciája a pénzügyi közvetítésre gyakorolt.

A hazai gazdaság visszaesése, illetve a növekedés lassulása, valamint az exportlehetőségek beszűkülése miatt egyébként is romlott a bankrendszer kintlévőségének minősége. Mára a rossz hitelek (az adósok 90 napnál régebben nem fizetnek) volumene 7 milliárd euróra (ez a szlovén GDP egyötödének felel meg), a bankok portfóliójának 15 százalékára, de ezen belül a vállalati hitelek 25 százalékára emelkedett. A szlovén jegybank becslése szerint a veszteségek 2013. közepén a bankrendszer mérlegfőösszegének 18,3 százalékát tették ki. Ez a harmadik legrosszabb arány az Európai Unióban. Az OECD szerint az állami tulajdonban lévő bankok részvénytőkéje gyakorlatilag megsemmisült, a helyzet kritikussá vált. Feltehetően a bankrendszer gyengeségeinek, a hitelezés befagyásának és a közvetlen külföldi pénzügyi forrásbevonás korlátainak is betudható, hogy 2009 és 2013 között a beruházások 60 százalékkal zuhantak Szlovéniában. Ennél nagyobb visszaesést csak Írországban regisztráltak.

A kormány, amely eddig is finanszírozta az adófizetők pénzéből a bankok feltőkésítését (400 millió euró összegben), egymilliárd euróra (a GDP 3 százaléka) becsüli a szlovén bankrendszer tőkehiányát. Szakértők szerint a szlovén kormány igencsak alulbecsüli a rossz hitelek és a friss tőkeszükséglet nagyságrendjét, inkább 3-4 milliárd euróra (a Bank of America szerint 6-8 milliárd euróra) lehet szükség. A hazai tulajdon dominanciája miatt a többi közép- és kelet-európai országtól eltérően nem jöhet szóba az, hogy a külföldi anyabankok forrásaiból tőkésítsék fel a szlovén bankokat, ezért a szolvencia kockázattal tartósan számolni kell. Mivel a külföldi tulajdon elhanyagolható, ezért a szlovén vállalati szféra sem, vagy csekély mértékben juthat külső vállalatközi vagy vállalatcsoporton belüli forrásokhoz.

Ilyen körülmények között a bankok feltőkésítéséhez hiányzó összeget az európai uniós intézményektől és a Nemzetközi Valutaalaptól vonhatja be a szlovén kormány. Ha a nemzetközi szervezetekhez fordul a kormány, akkor Görögország, Írország, Portugália és Ciprus után Szlovénia lenne az ötödik GMU-tagállam, amely pénzügyi mentőcsomagra szorul.

Erről egyelőre nincs szó, ugyanis Alenka Bratušek miniszterelnök-asszony szerint Szlovénia külső segítség nélkül is meg tudja oldani bankrendszerének problémáját. A kormány a rossz hitelek egy részét egy erre a célra szánt ún. rossz-bankba kívánja áttéríteni. A bankok feltőkésítéséhez szükséges forrásokat adóemelésből (2013. június 1-jei hatállyal az általános forgalmi adó kulcsát 20-ról 22 százalékra növelik, és kivetnek egy ingatlanadónak tekinthető illetéket) és 15 kizárólagos vagy többségi állami tulajdonú vállalat privatizációjából kívánja fedezni. Ha mindez nem lenne elegendő, akkor a kormány a bérekre kivetendő válságadókból kíván pótlólagos bevételekhez jutni.

Kérdés, hogy a rossz hitelek külön bankba történő átcsoportosítása és a privatizáció mennyiben lesz transzparens és politikai befolyásoktól mentes. Az sem egyértelmű, hogy az országban, sőt a jelenlegi kormánykoalíció egyes pártjaiban meglévő privatizáció- és külfölditőke-ellenes hangulat ellenében mennyire gondolják komolyan a privatizációt, különösen külföldi gazdasági szereplők részvételével, ha igen, az később milyen mértékben lehet sikeres.

2013. december végén a szlovén parlament 4,7 milliárd eurós mentőcsomagot szavazott meg. Ez több mint fele a hivatalos adatok szerint 8 milliárd euróra rúgó rossz (90 napon túl nem törlesztő) hitelállománynak. A bankok feltőkésítése nyomán tovább nő az államháztartás hiánya. A GDP-arányos deficit a Bizottság által előre jelzett 5,3 helyett az idén elérheti a 7,1 százalékot.⁴⁰⁴

Az OECD országjelentése 15, a bankrendszer helyzetének javítására, a pénzügyi fenntarthatóságra és a potenciális, azaz hosszú távú gazdasági növekedés emelését célzó szerkezeti reformokra vonatkozó intézkedést javasolt. Így a kormánynak alaposan meg kellene vizsgálnia a bankszektort azzal a céllal, hogy elválassza egymástól a jó és a rossz bankokat. Szlovéniában már korábban végrehajtottak egy ún. stressz-tesztet, ennek az eredménye azonban titkos. A kritériumok valószínűleg elég lazák voltak, és az eredmények egyébként is elavultak. A vizsgálat eredményeként a szlovén kormánynak privatizálnia kellene az életképes bankokat és hagyni csődbe menni vagy szanálni a nem életképeseket.

A feltőkésítésre szoruló bankok esetében a veszteségek egy részét az adófizetők helyett a részvény- és kötvénytulajdonosokra kellene terhelni, ezáltal mérsékelhetők lennének a bankszanálási költségek. (Egyelőre nincs szó arról, hogy a betéteseknek is viselniük kellene a terhek egy részét, sőt ezt a lehetőséget elvetik.) A folyamat végén a kormánynak el kellene adnia tulajdonosi részesedését, ami a helyébe lépő magántulajdonosi kontroll révén erősítené a bankok működését, és lehetővé tenné, hogy a hiteleket gazdasági kritériumok alapján helyezték ki a politikai kapcsolatok helyett. Természetesen mindezt hatékony bankfelügyelettel kell kiegészíteni.

⁴⁰⁴ Slovenia and the euro. The next domino? The Economist, 2013. április 13., 25-26. o.

Ami az államháztartást illeti, az OECD jelentése⁴⁰⁵ elismeri, hogy Szlovéniában 2012-ben és 2013 elején már hoztak intézkedéseket a közszféra konszolidálására, de azok jelentős része egyszeri hatású volt, és kimerült az államháztartási kiadások „fűnyíró-elv” alapján történő lefaragásában (kivétel a nyugdíjreform). Ellenható lépések nélkül az OECD számításai szerint 2025-ben az államadósság elérné a GDP 100 százalékát. A vállalati szektor helyzetét javítaná a csődeljárás korszerűsítése és a külföldi működőtőke bevonása.

Az OECD szerint a szerkezeti reformok végrehajtásának lényeges feltétele a népszavazásra vonatkozó kritériumok szigorítása. Múltbeli példák alapján ugyanis Szlovéniában nagyon könnyű népszavazást kiírni bizonyos reformlépések megakadályozására. Az utóbbi két évben a szakszervezetek öt népszavazást kezdeményeztek, amellyel megakadályozták a kormány által javasolt reformok bevezetését.

Az első megközelítésben nagyszámú hasonlóság ellenére **a Szlovénia és Ciprus közötti összehasonlítás** nem megalapozott. A bankrendszer mérlegfőösszege a GDP 1,4-szerese volt Szlovénia, míg a válság előtt hétszerese Ciprus esetében. Bár Szlovénia államadóssága növekszik, messze nem olyan magas, mint Ciprusé. A szlovén bankrendszer a hazai reálgazdaság igényeit szolgálja ki, míg a válság előtt felfújta a külföldi gazdasági szereplőknek teremtett vonzó befektetési és adózási feltételeket. Szlovénia Ciprustól eltérően nem adóparadicsom, hanem a nemzetközi munkamegosztásra nagymértékben ráutalt, exportorientált kis ország. Az export aránya a GDP-ben 50 százalék. Az államadósság a GDP 54,4 százaléka volt 2012-ben, 63,2 százaléka 2013-ban Szlovéniában (a globális pénzügyi és gazdasági válság 2007. évi kezdete óta több mint kétszeresére nőtt), addig 86,6, illetve 116 százaléka Cipruson. A bankok feltőkésítéséhez szükséges összeg a GDP 95-100 százalékára rúgott Cipruson, ezzel szemben mintegy 25 százalékára Szlovéniában.

A szlovén példa arra utal, hogy egy, a világgazdaságra nyitott kis országban a külső verseny, a külföldi tulajdon korlátozásának, a globalizáció korában nem reálisan értelmezett szuverenitásnak, a nemzetközi trendektől eltérő különútnak nagy ára van. Jóllehet a ciprusi válság hozta felszínre a szlovén bankrendszer, tágabb értelemben az egész gazdaság szerkezeti gyengeségeit, a követett modell fenntarthatatlanságának nyilvánvalóvá válása idő kérdése lett volna. A helyzet ennek ellenére nem akut, Szlovénia még nem szorul azonnali külső mentőcsomagra, de ez egyáltalán nem zárható ki a jövőben. A szlovén válság további elmélyülése vagy kezelésének sikere nagymértékben függ a dél-európai GMU-tagállamok helyzetétől. Ha ott konszolidálódnak a viszonyok, akkor Szlovéniában is nagyobb lesz a kormány mozgástere. Az mindenesetre nem túl biztató, hogy a különféle feltételezésekkel élő szuverén csődkockázati modellekben Szlovénia előkelő helyen, az egyikben Görögország és Portugália után következik az államcsőd valószínűségét tekintve.

⁴⁰⁵ OECD: Economic Surveys: Slovenia 2013. OECD, Paris, 19. o.

6.6. Észtország⁴⁰⁶

Miután teljesítette a csatlakozás szigorú feltételeit, Észtország 2011. január elsején a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) tagja lett. Ez azért igen figyelemreméltó teljesítmény, mert a 2007 nyarán az USA-ban kezdődött, majd globálissá vált pénzügyi és gazdasági válság kevés országot érintett olyan súlyosan, mint Észtországot (a másik két balti köztársasággal együtt). Utólag visszatekintve nem a válságot megelőző rendkívül dinamikus növekedés és felzárkózás minősíthető gazdasági csodának, hanem inkább a válságkezelés és a válságból való kilábalás, amit az euróbevezetés szolgálatába állítottak. A valutaövezet jövőjével kapcsolatos bizonytalanságok ellenére a világgazdaságra nyitott Észtország számára a GMU-tagság egyrészt pótlólagos biztonságot ad esetleges külső sokkokkal szemben, másrészt hozzájárul a gazdasági növekedés gyorsításához.

A válságot megelőző időszakban az észt gazdaság (a lettchez és a litvánhoz hasonlóan) rendkívül dinamikus fejlődött, 2002 és 2007 között a GDP éves átlagban több mint nyolc százalékkal bővült. A gyors növekedés leglényegesebb makrogazdasági keretét (a teljesség igénye nélkül) a hazai valuta euróhoz rögzített árfolyama (az ún. valutatanácsnak nevezett rögzített árfolyamrendszer) és a konzervatív fiskális politika képezte. A gyors növekedés éveiben az államháztartás egyenlege többletet mutatott, a GDP-hez viszonyított államadósság a legalacsonyabbak egyike volt az EU-ban.

A gazdasági növekedés fontos hajtóereje volt a jórészt hitelből, azon belül is devizahitelből finanszírozott magánfogyasztás, ami a háztartások eladósodásához, hitel- és (külfölditőke-beáramlás által is táplált) ingatlanpiaci buborékok kialakulásához és magas inflációhoz vezetett. Emellett az üzleti szféra is nagymértékben eladósodott devizában. Mindennek összhatása a folyó fizetési mérleg óriási, a válság előtt a GDP tíz százalékát meghaladó, egyes években 15-17 százalékos hiányában csapódott le, ami a hosszú távú fenntarthatóság határát súrolta. Sok, a gyors észt növekedést korábban gazdasági csodaként aposztrofáló szakértő e negatív mellékhatásoknak nem tulajdonított kellő fontosságot.

A rögzített árfolyamrendszer az önálló monetáris politika feladásával egyenértékű, ennek nyomán a változó külső és belső feltételekhez való alkalmazkodás terhei elméletileg kizárólag a fiskális politikára és a reálszférára hárulnak. A gyakorlatban a kormány lemondott a fiskális lazításról mint válságkezelési eszközről, mert nem kívánta hosszabb távú céljait veszélyeztetni. A GDP-hez viszonyított államháztartási hiány a válság idején sem lépte át a GMU-csatlakozás feltételeként szabott háromszázalékos küszöbértéket. A monetáris hatóság pedig a legnehezebb időszakban is ellenállt az észt valutára nehezedő nyomásnak, és nem értékelte le azt.

Ilyen körülmények között a külső és a belső egyensúly helyreállításában, a nemzetközi versenyképesség javításában kiemelkedő szerepet játszik az ún. belső leértékelés, amely az árfolyam formális fenntartása mellett teszi elérhetővé a hazai valuta gyengítéséből fakadó egyensúly- és versenyképesség-javító hatásokat. Ez a nominális költségek – bérek,

⁴⁰⁶ Az első változat megjelent: Losoncz Miklós: Az észt gazdasági csoda az euró bevezetése. Élet és Irodalom, LV. évf., 1. szám, 2011. január 7., 5. oldal.

árak, bérleti díjak stb. – csökkentését jelenti. Ennek megfelelően felére estek az ingatlanárak, zuhantak a bérek, a munkanélküliségi ráta 2010-ben 17,5 százalékra emelkedett, a háztartások megtakarítási rátája (a megtakarítások rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított aránya) megugrott. Az életszínvonal tragikus mértékben romlott, a társadalmi feszültségek éleződtek. A bérek csökkentése azzal kapcsolatos, hogy mivel a rögzített árfolyamrendszerben nem jöhet szóba a nemzeti valuta leértékelése, ezért a vállalatok csak a bértömeg lefaragása és elbocsátások révén képesek versenyképességükön javítani. A válság a legsúlyosabban az építőipart érintette, de a költségcsökkentés jegyében a közigazgatásból is sok embert bocsátottak el.⁴⁰⁷ A közép-európai országokban alkalmazott lebegő árfolyamrendszer ugyanakkor a hazai valuta leértékelődésén keresztül sajátos puffer vagy ütköző szerepet töltött be, bizonyos határok között csillapította a reálgazdaságra nehezedő nyomást. E fejezet tartalmi és terjedelmi kereteit szétfeszítené a magánnyugdíjpénztárak vagyonának válságkezelésbe való bevonásával kapcsolatos – egyébként kiszámítható és hiteles – észt politika elemzése.

Észtország GDP-je 2009 végéig hét egymást követő negyedévben csökkent, 2008/2009-ben a GDP összesen 19 százalékkal zsugorodott, miközben a belföldi felhasználás visszaesése nyomán a folyó fizetési mérleg korábbi deficitjét már 2009-ben jelentős többlet váltotta fel. Ugyanakkor részben az alkalmazott gazdaságpolitikai terápia, részben a kisebb mértékű külső eladósodottság miatt Észtországnak – Lettországtól eltérően – nem kellett a Nemzetközi Valutaalaphoz és az Európai Unióhoz fordulni hitelért, még 2009 elejének kritikus időszakában sem, amikor az országgokkázati felárak csúcsot döntöttek. A gazdasági függetlenségért folytatott harcot nem a nemzetközi szervezetek ellen, hanem az országon belül vívták meg. Az alkalmazkodás árnyoldala a fekete- vagy sűrkegazdaság térnyerése, a vállalatok a járulékok megtakarítása végett az állami adórendszer csatornáit kikerülve fizetnek alkalmazottaiknak.

Végül is az észt alkalmazkodás sikerességét mutatja, hogy a GDP 2010-ben növekedésnek indult, sokkal előbb, mint a korábbi prognózisok feltételezték. Az év egészében 2,6 százalékos, 2011-ben viszont már 9,6 százalékos, 2012-ben 3,9 százalékos dinamika volt. A fellendülés az exporton keresztül nem csekély mértékben támaszkodik Németország és a skandináv országok gazdaságának megélénkülésére. Az ország teljesítette az euró bevezetésének feltételeit, így 2011. január elsején a Gazdasági és Monetáris Unió tagja lett. A válságkezelés és a válságból való kilábalás, majd a GMU-ba való belépés sokkal inkább tekinthető észt gazdasági csodának, mint a 2000-es évek – mint utólag kiderült, fenntarthatatlannak bizonyult – dinamikus gazdasági növekedése.

A válságkezelés és az euróbevezetés politikájának az egyik leglényegesebb feltétele a hitelesség volt. A kormány és a jegybank a legnehezebb időszakokban is ragaszkodott a rögzített árfolyamrendszer fenntartásához. A rögzített árfolyam megtartása politikai döntés. A kormány mérlegelte, mi jár nagyobb veszteséggel: ha feladja az árfolyamot, vagy ha tovább védi. Az észt deviza leértékelésének katasztrofális hatásai lettek volna, mert a magánszféra euróban meghatározott adóssága hihetetlen mértékben megnőtt volna, a pénzügyi rendszer stabilitását fenyegetve. A rögzített árfolyamrendszer megszűné-

⁴⁰⁷ Estonian politics. Calmafer stroms. The Economist, 2011. május 10.

sével az árfolyam változékonysága megfelel egyfajta adónak, ami az exportot sújtja. A rögzített árfolyam feladásával a hatékony állami intézmények kiépítésére irányuló ösztönzők is gyengültek volna.

A rögzített árfolyamrendszer fenntartásában Észtországnak partnere volt az ugyanolyan, illetve hasonló árfolyamrendszert alkalmazó két balti köztársaság, Lettország és Litvánia is. Ha ugyanis a három balti állam közül az egyik feladja árfolyamrendszerét, az a tova-
gyűrűző hatásokon keresztül valószínűleg súlyos következményekkel járt volna a másik két országban is. Működött a regionális szolidaritás, ami a legnagyobb jóindulattal sem állítható a visegrádi országokról.

A rögzített árfolyamrendszerből és a konzervatív fiskális politikából az állam alacsony fokú közvetlen gazdasági szerepvállalása is következik. Az európai uniós forrásokhoz szükséges önrész biztosításán túlmenően az államháztartási kiadásokban alacsony az üzleti szférának különféle címeiken juttatott állami támogatások aránya. Az Észtország által alkalmazott rögzített árfolyamrendszerből a belgazdasági szférában meglehetősen erős verseny adódik. A hitelességen alapuló rögzített árfolyamrendszer és a közvetlen állami szerepvállalás nemzetközi összehasonlításban csekély súlya a külföldi működőtőke beáramlásának is kedvez. A válság idején állami bankmentő akciókra sem volt szükség, igaz, ebben döntő szerepe van annak, hogy az észti kereskedelmi bankrendszer külföldi, zömében skandináv tulajdonban van.

Nemcsak a gazdasági elemzőket, de bizonyos fokig a kormányt is meglepte, hogy a háztartásokat ért megszorításokat nem kísérték nagy számban sztrájkok és tiltakozó mozgalmak. Ezt egyesek azzal magyarázzák, hogy a máshol megmozdulásokat kiváltó észti megszorítások, amelyek mögött középtávú célként az euró bevezetése mint pozitív jövőkép állt, elviselhetőnek tűntek a szovjet korszak tapasztalataihoz, azon belül a Szovjetunió felbomlását megelőző időszak magas inflációjához képest. Ilyen előzmények után senkinek nem jut eszébe az utcára vonulni vörös zászlók alatt. Thomas Ilves észti elnök az Economistnak⁴⁰⁸ a paraszti mentalitást említette. A hófedte tájra mutatva azt mondta, hogy az észti emberek szükségből takarékosak, nyáron elegendő élelmiszert kell felhalmozniuk, hogy túléljék a telet.

Észtország mind politikai, mind gazdasági szempontból érdekelt volt a GMU-csatlakozásban, önként mondott le a saját pénzről mint nemzeti szuverenitásának egyik szimbólumáról. Ebben a lemondásban valószínűleg szerepe volt annak is, hogy az ország újkori történetében több pénz volt törvényes fizetőeszköz: a cári és a szovjet rubel, a birodalmi és a német márka, továbbá az észti korona 1919 és 1940 között, illetve a szuverenitás elnyerését követően, 1992 után. Ráadásul az euró megjelenése előtt az észti korona árfolyamát a német márkához kötötték, azaz az észti korona nem volt teljesen függetlennek tekinthető.

⁴⁰⁸ Baltic bet. Why fiscally prudent Estonia wants to join the troubled euro. The Economist, 2010. december 29.

A kormány reményei szerint a Gazdasági és Monetáris Unió tagjaként a világ és főleg Oroszország nem tekinthet úgy a továbbiakban Észtországra, mint szovjet utódállamra. A NATO, az EU, a schengeni övezet és most már a GMU tagjaként Észtország szinte teljes mértékben integrálódott az Európai Unióba. Az észt export és a magánszféra (háztartások és az üzleti szféra) adósságainak döntő hányada euróban áll fenn, így a közös valuta bevezetésével a hitelek árfolyamkockázata megszűnt. Ellentétben Magyarországgal, ahol az euró valamikori bevezetése után is a svájci frankban felvett hitelek árfolyamkockázata még évtizedekig fennmarad, igaz, akkor már az euró/svájci frank relációban. Az észt korona árfolyamát az alkalmazott rögzített rendszerben az euróhoz kötötték, innen már csak egy lépés a GMU, amelynek Észtország egyenrangú tagja lehet. Az euró bevezetésével megszűnt a leértékelésre játszó spekuláció, csökkentek a tranzakciós költségek, mérséklődtek a kamatlábak, így gyorsabban bővílhetnek a beruházások. Modellszámítások alapján az euró bevezetése hozzájárul a GDP növekedési ütemének gyorsulásához és a bérek emelkedéséhez.

A jelek szerint az euró észtországi bevezetését nem befolyásolták a görög szuverén adósságválság nyomán a Gazdasági és Monetáris Unió jövőjével kapcsolatban felerősödött aggodalmak. Egyrészt az észt gazdaságpolitikában tetten érhető Luther Márton elve: segíts magadon, és az Isten is megsegít, azaz nem kizárólag külső feltételektől teszi függővé az ország boldogulását, hanem azért tesz is (megszorítások, szerkezeti reformok). Másrészt Észtországban arra számítanak, hogy – feltéve, de meg nem engedve – ha a GMU felbomlik, akkor az ország egy erős utódvaluta-övezet (északi vagy skandináv euró?) része lehet.

Természetesen az Európai Unió is érdekelt volt Észtország GMU-hoz történő csatlakozásában. Az EU számára az észt GMU-tagság a közös valutában való bizalmat demonstrálta, ami különösen fontos a szuverén adósságválság fényében. A GMU az 1,3 millió lakosú ország felvételével nem vállalt jelentős kockázatot. Ezen túlmenően Észtország anti-Görögországnak is tekinthető. Az észt GDP csökkenésének nagyságrendjével meg egyező összeget kellene Görögországnak megtakarítania ahhoz, hogy stabilizálja közpénzügyeit.

Az Economist két tanulságot vont le a gazdasági zavarokkal küzdő GMU-tagországok számára Észtország csatlakozásából. Az egyik az, hogy egy kicsi, szegény, kedvezőtlen demográfiai mutatójú szovjet utódállam is képes túlélni, sőt boldogulni egy de facto valutaunióban a hatalmas Németországgal. Másrészt bátor takarékosági intézkedésekkel még mély recesszió után is helyreállíthatók a közpénzügyek.

6.7. Lettország⁴⁰⁹

Az Európai Bizottság 2013. június elején közzétett konvergenciajelentése szerint Lettország megfelelt a Gazdasági és Monetáris Unióba (GMU) való belépés kritériumainak, ezért javasolta az európai uniós intézményeknek, hogy engedélyezzék az euró lettországi

⁴⁰⁹ Az első változat megjelent: Losoncz Miklós: Az euróhoz vezető út. Lettországi tanulságok. Élet és Irodalom, LVII. évf., 26. szám, 2013. június 28., 5. oldal

bevezetését 2014. január 1-jei hatállyal. Ezzel az euróövezet tagállamainak száma 18-ra nő, Észtország 2011. évi belépése után a balti köztársaságok közül Lettország másodikként lesz a GMU tagja. A lett gazdaságpolitika a pénzügyi és gazdasági válság sok szempontból sikeres kezelésével az euróbevezetés feltételeit is megteremtette (amiben néhány speciális tényező is fontos szerepet játszott). Az euróövezeti tagság nyomán javul Lettország pénzügyi stabilitása, mérséklődik pénzügyi sebezhetősége. Ennek ára azonban a termelés, a bérek és a fogyasztás zuhanása, a közszolgáltatások minőségének romlása és a társadalmi feszültségek éleződése volt. Emiatt a lett példa nem tekinthető modellértékűnek, más országokban nem, vagy korlátozottan alkalmazható.

A 2004. évi európai uniós csatlakozást követően Lettország gazdasági növekedési üteme csaknem megduplázódott, GDP-je 2003 és 2007 között éves átlagban 9,5 százalékkal bővült, ami a leggyorsabb volt az Európai Unióban. A növekedés hajtóereje a külföldi működőtőke beáramlása valamint a fogyasztást és az ingatlanberuházásokat finanszírozó hitelezés felfutása volt. Ez utóbbi a magánszektor nagyarányú eladósodása mellett ingatlanpiaci buborékot is táplált. A különösen nagy súlyt képviselő jelzáloghitelek mögött fedezetként nemcsak ingatlanok, hanem az aláíró háztartások teljes vagyona húzódtott meg. A devizaalapú hitelek aránya jelenleg is az összes hitelállomány 80-90 százaléka.

A szovjet utódállamok gazdasági szereplői nagy előszeretettel helyeztek el pénzt lett bankokban. A nem rezidensek (oroszok, fehéroroszok, üzbégek és más volt szovjet köztársaságokból valók) bankbetétekben elfoglalt aránya 90 százalék körüli, összegük mintegy 10 milliárd euróra rúg. Lettországban a volt szovjet köztársaságok gazdasági szereplői nagyobb biztonságban tudják pénzüket, mint otthon. Az is lényeges vonzerő, hogy a lett bankokban tudnak oroszul és értik az orosz üzleti mentalitást.

A lett bankrendszer nemzetgazdasági jelentősége és működése azonban nem hasonlítható össze a 2013. márciusi válság előtti ciprusival. A lett bankok tőkeellátottsága sokkal jobb, mint a ciprusi bankoké. Az utóbbi években a lett kormány nagymértékben szigorított a pénzmosás elleni jogszabályokon.

A dinamikus gazdasági növekedés árnyoldala az infláció meglödulása valamint a külkereskedelmi és a folyó fizetési mérleg fokozódó hiánya volt. A deficitet külföldi tőkebeáramlás finanszírozta.

Észtországhoz és Litvániához hasonlóan Lettországot is igen súlyosan érintette a 2007 nyarán az USA másodlagos jelzálogpiacán kezdődött pénzügyi válság, amely áterjedt a reálgazdasági szférára és globálissá vált. A válságkezelést illetően a kormány és a jegybank két lehetőség közül választhatott. Az egyik az Észtországban és Litvániában ún. valutatanácsnak (valójában valutatábla) nevezett árfolyamrendszerhez hasonló rögzített árfolyamrendszer megtartása és a relatív nemzetközi versenyképesség ún. belső leértékelés (azaz az árak, a bérek és az államháztartás konszolidációja jegyében a költségvetési kiadások csökkentése) segítségével történő javítása volt. Ezt az árfolyamrendszert 2005-ben vezették be. Ennek keretében a jegybank azt vállalta, hogy a lett valuta euróhoz viszonyított árfolyamát a jegybanki középárfolyam (sávközép) körüli ± 1 százalékos sávban tartja, és a sávközepet nem értékeli le. Ez lényegében megfelel az ún. ERM2 árfolyam-mechanizmusnak, amelyet az euróövezetbe belépni kívánó EU-tagállamoknak mi-

nimum két éven keresztül alkalmazniuk kell. A különbség az, hogy az ERM2 ennél sokkal szélesebb, ± 15 százalékos ingadozási sávot engedélyez. A másik lehetőség a rögzített árfolyamrendszer feladása volt, ami a nemzeti valuta erőteljes leértékelődését eredményezi. A leértékelődés mértékét és várható következményeit a dolog természetéből adódóan (pénzpiaci pánik stb.) nem lehet előre megbecsülni.

A lett gazdasági vezetés az első lehetőséggel élt, a rögzített árfolyamrendszer fenntartásához minden körülmények között ragaszkodott⁴¹⁰, annak ellenére, hogy az IMF is a leértékelést tanácsolta. Ebben valószínűleg szerepet játszott egyrészt a magánszektor (vállalatok és háztartások) devizaalapú hiteleinek óriási állománya, amely a hazai valuta nagyarányú leértékelődése esetén látban kifejezve elviselhetetlen nagyságúra nőtt volna. Ez a felgyorsuló inflációval együtt veszélyeztette volna a pénzügyi stabilitást. A lakosság élénken emlékszik még arra, hogy a Szovjetunió felbomlásakor a rubel elértéktelenedése és az azzal együtt járó infláció hogyan nullázta le a háztartások vagyonát. Másrészt a rögzített árfolyamrendszer (miközben lényegében kikapcsolta a piaci keresletkínálat befolyását az árfolyam alakulására) paradox módon igen erőteljesen épített a piaci mechanizmusokra, az állam gazdasági szerepvállalásának minimalizálására más területeken. A rögzített árfolyamrendszer feladásával ugyanis egészen új gazdaságpolitikát kellett volna kidolgozni, amire a lett kormány nem volt felkészülve (és idő sem maradt volna rá a válságban). Harmadszor, az árfolyamrendszer feladásának ára nehezen helyrehozható hitelességvesztésben öltött volna testet. A válság előtt a gazdasági szereplők ugyanis annak tudatában hozták meg döntéseiket, hogy a rögzített árfolyamrendszer fennmarad, és Lettország előbb-utóbb bevezeti az eurót. Végül nem lehet figyelmen kívül hagyni azt sem, hogy a rögzített árfolyamrendszer feladásával a Gazdasági és Monetáris Unióhoz történő csatlakozás is lehetetlenné vált volna a belátható jövőben.

A rögzített árfolyamrendszer fenntartása egyszersmind az államháztartási konszolidációs és a reformok melletti elkötelezettséget is jelezte. A belső leértékelés jegyében a közalkalmazottak 30 százalékát elbocsátották, a fizetésüket 40 százalékkal csökkentették, ami a munkabérek rugalmassága miatt a versenyszféra béreinek a lefaragását és a fogyasztás zuhanását is maga után vonta. Ennek eredményeként az ár- és bérszínvonal nagyobb mértékben került összhangba az alacsony termelékenységgel. Ettől a sokkterápiától a versenyképesség javulásán keresztül a fellendülés feltételeinek rövid időn belül történő létrejöttét várták. A költségvetési megszorítások nagyságrendjét érzékelteti, hogy 2009-hez képest 2012-ben a lett GDP 8,5 százalékát kitevő egyenlegjavulást (hiánycsökkenést) értek el, ennek nagy részét 2011-ben. Az államháztartás konszolidációját, a devizatartalékok feltöltését és a bankrendszer helyzetének javítását a Nemzetközi Valutaalap és az EU által 2008 végén nyújtott 7,5 milliárd eurós készenléti hitel-megállapodás is támogatta.

A belső leértékelés válságban fokozza a recessziót. Korántsem véletlen ezért, hogy a válság és a megszorítások miatt 2007 és 2009 között Lettországban volt a súlyosabb recesszió Európában, a GDP összesen 22 százalékkal esett vissza. Az ingatlanpiaci bu-

⁴¹⁰ Michael Hudson – Jeffrey Sommers: Latvia is no model for a European austerity drive. *Financial Times*, 2012. június 22., 9. o.

borékot tápláló külföldi tőkebeáramlás megszűnt, óriási folyó fizetési mérleghiányt, csökkenő devizatartalékokat és zuhanó ingatlanárakat hagyva maga után. A válságban a munkanélküliségi ráta átmenetileg elérte a 30 százalékot. A válságkezelés társadalmi hatásait érzékelteti, hogy csökkent a születések arányszáma, nőtt az öngyilkosoké és az it-tasan közlekedési balesetet okozóké. Ezt utóbbi kettő a legmagasabbak között van az EU-ban. A nagyarányú és tartós munkanélküliség és a rendőrség költségvetésének lefa-ragása miatt megnőtt a bűnözés. Az oktatáshoz kevesebben férnek hozzá, minősége romlott. 2011–2012-ben a szegénységi küszöb alatt élők aránya 7-ről 20 százalékra emelkedett. A költségvetési megszorítások mértékét az IMF és az EU illetékesei is túl-zottnak találták.

A lett gazdasági teljesítmény zuhanásának legfőbb oka nem a fiskális restrikción volt, ha-nem az ingatlanpiaci buborék kidurranása után a hitelezés leállása. Az ingatlanpiaci fel-lendülés 2006-ig elfogadható volt, ezt követően vált a masszív külföldi tőkebeáramlás miatt „mérgezővé”.⁴¹¹

A megszorítások gazdaságpolitikája természetesen nem volt népszerű. A lett parlament az intézkedéseket gyakran minimális többséggel szavazta meg. Ennek ellenére a kor-mány két választást is túlélt. Ennek oka az ország nemzetiségi szerkezete és annak a poli-tikai szférára gyakorolt hatása. A megszorítások mellett síkra szálló párt gazdaságpoli-tikája nem tetszett a szavazóknak, de mégis támogatták, mert többségük szerint még mindig ez a párt képes Oroszország befolyását a leghatásosabban korlátozni Lettország-ban. Minden más szempont ez után következik. Figyelmet érdemel, hogy a szavazók a legutóbbi megszorítások után újból bizalmat adtak a hivatalban lévő miniszterelnöknek, így Valdis Dombrovskis a leghosszabb ideig töltötte be ezt a funkciót a Szovjetunióból kivált Lettország történetében. 2013 novemberében nem a gazdasággal összefüggő okok miatt volt kénytelen lemondani.

A közvélemény-kutatási adatok alapján 2012-ben nem voltak többségben az euró beve-zetését támogatók Lettországban. Az euróövezethez való csatlakozásnak viszont nem feltétele a népszavazás. Az EU-ba való belépéssel Lettország – Magyarországhoz hason-lóan – egyben az euró bevezetésére is kötelezettséget vállalt (az időzítés a követelmé-nyek teljesítésétől függött). Ha az európai uniós intézmények elfogadják Lettország ké-relmét a GMU-csatlakozásra, akkor nem tartanak népszavazást az ügyben. Az elfogadás megtörtént. Valdis Dombrovskis volt miniszterelnök szerint egyébként a lettek már sza-vaztak az euró bevezetéséről 2004-ben, amikor jóváhagyták az ország belépését az Eu-rópai Unióba.

⁴¹¹ Olivier Blanchard – Mark Griffiths – Bertrand Gruss: Boom, Bust, Recovery. Forensics of the Latvia Crisis. Economic Studies at Brookings. Final Conference Draft to be presented at the Fall 2013 Brookings Panel on Economic Activity, September 19-20, 2013 <http://www.google.hu/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCoQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.brookings.edu%2F~%2Fmedia%2FProjects%2FBPEA%2FFall%25202013%2F2013b%2520blanchard%2520latvia%2520crisis.pdf&ei=4JthUsaNDcG0tQat2IDIAw&usg=AFQjCNECmToJ0IJ914whAPwcrYNsFbyV7A&sig2=tsWEu00N9YHrkXGcuo2bHA&bvm=bv.54934254,d.Yms>

A megszorítások elleni 2009. januári tiltakozó nagy felvonulást a rendőrség szétverte. Ezt követően a tömegméretű szembenállás alábbhagyott, a tiltakozások főleg a korrupció, nem pedig a reformok ellen irányultak. Ugyanakkor 2000 óta a lakosság 10 százaléka (mintegy 200 ezer ember, teljes családok is nagy számban) hagyta el az országot, a távozók fele a megszorítások három évében. Talán nem megalapozatlan az a feltételezés, hogy a másik gazdaságpolitikai lehetőség, a rögzített árfolyamrendszer feladása esetén is legalább ennyien emigráltak volna.⁴¹² A kivándorlás is hozzájárult a munkanélküliségi ráta csökkenéséhez. A tiltakozásnak a kivándorlás is egy lehetséges megnyilvánulási formája, nem csak az utcai demonstráció. Az agyelszívás miatt azonban hatásai hosszabb távon sokkal súlyosabbak.

Az EBRD piacgazdaságba való átmenettel foglalkozó empirikus vizsgálatai szerint a megszorításokat könnyebben elfogadják azoknak az országoknak a lakosai, ahol korábban már kénytelenek voltak ilyen sokkot megélni. A lett GDP felére csökkent az 1990-es évek elején, a piacgazdaságba való átmenet miatt.

A megszorítások viszonylag rövid idő alatt meghozták az első eredményeket. A lett GDP 2011-ben 5,5, 2012-ben 5,6 százalékkal bővült (a leggyorsabban az EU-ban), de még így is több mint 10 százalékkal alatta maradt a válság előtti szintnek. Lettország 2012-ben túlteljesítette a költségvetési egyenlegre vonatkozó európai uniós követelményt: a hiány a GDP mindössze 1,2 százaléka volt a 3 százalékos előírással szemben. Lettország 2012. februári és decemberi, devizában denominált állampapír-kibocsátásai lehetővé tették, hogy az ország a tervezettnél korábban visszafizesse az IMF és az EU által nyújtott hitelt.

A sikeres, de fájdalmas válságkezelés eredményeként Lettország a GMU-csatlakozás feltételeit is teljesítette. Az alkalmazott árfolyamrendszer a hazai valutát az euróhoz köthette, ami lényegében az eurónak felelt meg, de az euró formális bevezetéséből adódó előnyök nélkül.⁴¹³ Így például a konverziós költségek csak a valutaövezetben szűnnek meg, a tagállamok közötti rögzített árfolyam csökkenti a konverziós költségeket, azokkal tehát rögzített árfolyamok esetén továbbra is számolni kell. Az euró 2013. január 1-jei évi bevezetésével megszűnt a konverziós költség és a lett valutával szembeni spekuláció, az árfolyam-stabilitás biztosításának feladata az Európai Központi Bankhoz került, Lettország hozzáfér az EKB likviditásához, továbbá szükség esetén az ESM forrásaihoz. A lett lakosság devizaalapú hiteleinek zöme euróban denominált, így a közös valuta bevezetésével ezeknek az árfolyamkockázata megszűnt. (Magyarország esetében a svájci frank adósság dominanciája miatt az euró valamikori bevezetését követően is tartósan fennmarad az árfolyamkockázat.) A kormány a közös pénztől a pénzügyi stabilitás javulását, a kamatlábak mérséklődését és a beruházások növekedését várja. Az euróövezeti tagság megerősíti Lettország helyét az EU-ban. A kormány értékelése szerint az Európai Unió kétbességűvé kezd válni. A fontos döntések a GMU-ban szület-

⁴¹² Neil Buckley: Latvian vote with feet on austerity. Financial Times, 2011. november 7., 2. o.

⁴¹³ Milda or Europa? Why some countries still want to join the euro. The Economist, 2013. június 1., 31. o.

nek, ezekből Lettország nem kíván kimaradni.⁴¹⁴ Feltéve, de meg nem engedve, hogy a GMU felbomlik, Lettország az erős országok (Németország) oldalán lesz. A jelentős orosz népesség és a volt szovjet köztársaságok gazdasági szereplőinek a lett bankokban tartott tőkéje miatt a GMU-tagságnak politikai okokból is kiemelkedő fontosságot tulajdonítanak.

A lett válságkezelést, így az euróbevezetés feltételeinek a megteremtését néhány speciális tényező is segítette. Mivel alacsony volt az államadósság aránya a GDP-ben (a válság hatására sem haladta meg lényegesen a 40 százalékot), ezért a külföldi befektetők nem aggódtak egy, a túlzott államadósság által kiváltott esetleges államesőd miatt. A lett bankrendszer nagy része viszonylag barátságos, tőkeerős külföldi tulajdonosok kezében volt. A svéd bankok feltőkésítették lett leánybankjaikat, hiteleztek lett érdekeltségeiknek, ezáltal nem került sor a tőkebeáramlás hirtelen megszűnésére és a hitelezés leállítására.

A lett külkereskedelem 70 százaléka a skandináv államokra, Németországra, Lengyelországra és Oroszországra jut. Ezekben az országokban megszűnt a recesszió (Lengyelországban nem is volt), így a külső kereslet oldaláról javultak a lett kivitel feltételei. Az exportbevételek egy része begyűrűzött a belföldi piacra, ami lehetővé tette, hogy a lett háztartások elkezdjenek többet költeni.

A lett döntés azt bizonyítja, hogy a Gazdasági és Monetáris Unióba való belépés vonzó és előnyös lehet a kis EU-tagállamok számára, mert a közös pénz megvédi őket egy sor kockázattól és sokkhatástól. A GMU-ba való belépés igazolja egyrészt a követett gazdaságpolitikát, másrészt tükrözi az euróba vetett bizalmat, harmadszor a csatlakozásra való felkészülés során egyfajta perspektívát adott a gazdasági szereplőknek.⁴¹⁵ Az EBRD vezető közgazdászai szerint a lett modell legfőbb tanulsága nem a megszorításokhoz, hanem a kedvező beruházási környezethez és a jól funkcionáló piacokhoz kapcsolódik.⁴¹⁶ Oliver Blanchard, az IMF vezető közgazdásza azt emeli ki, hogy a lett gazdaságpolitika egyrészt a válság kezdetén vezette be a megszorítások nagy részét, amikor a velük szembeni politikai ellenállás viszonylag gyenge volt. Másrészt a program középpontjában a politikai szempontból kényesebb kiadáscsökkentés állt az adók emelése helyett, az utóbbira csak végszükség esetén került sor. Az IMF és az EU hitelkerete kiemelkedő szerepet játszott a sikeres válságkezelésben.

A válságból való kilábalás és az euróbevezetés lett útja az EU más tagállamaiban (talán Litvánia kivételével) járhatatlan. A rendkívül súlyos megszorításoknak és társadalmi következményeinek az elviselését speciális körülmények tették lehetővé. A letthez hasonló megszorításokon alapuló kiigazítás csak ideiglenesen működőképes és csak olyan országban, amelynek lakossága viszonylag kicsi, ezáltal más országok fel tudják szívni a külföldön munkát kereső állampolgárait. Ehhez az is kell, hogy az érintett ország tuda-

⁴¹⁴ Richard Milne: Still reaching for the euro. Financial Times, 2013. április 24., 7. o.

⁴¹⁵ Latvian lessons. The Baltics are growing after austerity – and they resent Mediterranean bail-outs. The Economist, 2012. június 9., 33. o.

⁴¹⁶ Eric Berglöf – Piroška M. Nagy: Latvians remember a much more severe crisis. Financial Times, 2013. május 210., 8. o.

másul vegye lakosságának csökkenését, különösen a munkaképes korúak elvándorlását. A lett modell további feltétele a külső kereslet megléte, azaz lennie kell felvevőpiaca az exportárúknak. A nagyobb és szerkezetileg zártabb tagállamokban, így például Olaszországban a nettó export aligha lenne képes ellensúlyozni a lanyaha belső keresletet. Ugyanakkor nemigen van olyan EU-tagállam (a két másik balti köztársaságon kívül), amelyet a globális pénzügyi és gazdasági válság olyan súlyosan érintett volna, mint Lettországot. Litvánia egyébként 2015. január 1-jén kíván csatlakozni a Gazdasági és Monetáris Unióhoz.

A megszorításokon alapuló lett konszolidáció sikere igazolja a német kormány álláspontját, amely a válságkezelés legfőbb eszközének az államháztartás konszolidációját tartja (szerkezeti reformokkal kiegészítve). Egyelőre nem tudni, hogy ez érinti-e az Európai Unió belüli erőviszonyokat, illetve a megszorításokról és a növekedésösztonzésről mint válságkezelési eszközökről folyó vitát. A skandináv bankok segítségével megvalósított konszolidáció egyben a bankunió előnyeit is modellezte korlátozott földrajzi keretek között.

6.8. Nagy-Britannia

6.8.1. Viták Nagy-Britannia esetleges kiválásáról az EU-ból⁴¹⁷

Nagy-Britannia nem tagja a Gazdasági és Monetáris Uniónak. Rugalmas árfolyamrendszere sajátos puffer szerepet töltött be a globális pénzügyi és gazdasági válság idején, amely bizonyos szempontból megkönnyítette a gazdasági szereplők, azok közül is különösen az államháztartás számára az alkalmazkodást, legalábbis az euróövezet tagállamaihoz képest. E rész középpontjában nem a szuverén adósságválság brit gazdaságpolitikai kezelése áll, hanem Nagy-Britannia és az EU, illetve GMU közötti viszony elemzése. Az Európai Unió fejlődési irányzatai, a szuverén adósságválságra adott válaszok az EU-ban, illetve a GMU-ban ugyanis sajátos reakciókat váltottak ki Nagy-Britanniában, újból a belpolitikai viták középpontjába tették az EU-ban elfoglalt brit szerepet. Mindez pedig érinti a szuverén adósságválság kezelését és az euróövezet jövőbeli fejlődését is.

Nagy-Britannia viszonya az európai integrációhoz meglehetősen ellentmondásos. Az ország 1973. évi csatlakozása az akkori Európai Közösségekhez (az Európai Unió jogelődjéhez) jól tükrözte a kor gazdasági és politikai realitásait és erőviszonyait. Nagy-Britannia soha nem kérdőjelezte meg az EU közös értékeit és elveit. Az európai integrációban betöltött tagságát azonban mindig is gazdasági szempontból ítélte meg, hajlamos volt a tagságot utilitarista módon, azaz a haszonelvűség alapján a költségek és a hasznok összevetésével értékelni. A nettó haszon alakulása rányomta bélyegét az aktuális brit Európa-politikára. Ebben a tekintetben Nagy-Britannia sokat veszített azzal, hogy korábban nem csatlakozott az EK-hoz. Ezzel szemben Németország és Franciaország számára az európai integráció politikai jelentősége domborodott ki a gazdasággal szemben, különösen a kezdetekkor.

⁴¹⁷Az első változatot megjelent: Losoncz Miklós: Kilép-e Nagy-Britannia az EU-ból? Élet és Irodalom, LVII. évf., 4. szám, 2013. január 25., 6. oldal.

A brit kormányok hagyományosan nagyobb jelentőséget tulajdonítottak az ún. negatív integrációnak (ez nem pejoratív tartalmú kategória), azaz az áruk, a szolgáltatások, a tőkék és a munkaerő szabad áramlása előtti akadályok leépítésének, mint a pozitívnak, azaz új intézményi és együttműködési mechanizmusok létrehozásának. Az előbbit támogatják, az utóbbit nem, vagy legfeljebb félszívvel. Talán ezért is nevezték Nagy-Britanniát **vonakodó partnernek** az EU-ban.⁴¹⁸

Sok tekintetben viszont Nagy-Britannia **meghatározó szerepet játszott** az Európai Unióban, így jelentős volt a hozzájárulása sok olyan közös és közösségi politika kialakításában, amelyek rányomják bélyegét a jelenlegi integrációra. Ezt fémjelzi például az EU viszonylag nyitott hozzáállása a nemzetközi kereskedelemhez, a globális szemlélet térhódítása, a fogyasztók érdekeit középpontba helyező közös versenypolitika, amely kevés teret enged a „nemzeti bajnokok” támogatásának, az atlantista világnézet és orientáció, amely az USA-t nem annyira ellensúlynak, mint inkább partnernek tekinti.⁴¹⁹ A belső piac egységesítésében is aktívan részt vett Nagy-Britannia, viszont a schengeni egyezményhez, amely az egységes piac megfelelője a személyek mozgása tekintetében, nem csatlakozott. Ezzel együtt Nagy-Britanniát inkább a passzivitás jellemezte az Európai Unióban, mint a proaktivitás.

Ugyanakkor a **szuverenitás** különleges értéként történő kezelése és védelme is szerepet játszott abban, hogy Nagy-Britannia az 1992-ben aláírt Maastrichti Szerződésben kikötötte: később dönt a Gazdasági és Monetáris Unióhoz történő csatlakozásáról. A belépést a brit kormányok öt ún. teszt (a valóságban kritérium) teljesítésétől tették függővé. Ezek a kritériumok meglehetősen tág értelmezést tettek lehetővé. Az egymást követő kormányok szerint eddig a brit gazdaság GMU-csatlakozása nem lett volna összhangban az általuk támasztott feltételekkel. (Az utóbbi években már nem is emlegették az öt tesztet.) Az más kérdés, hogy a szuverén adósságválság kezelésében a szorosabb pénzügyi integrációhoz nem tartozó Nagy-Britanniának nagyobb mozgástere volt, mint a GMU-tagállamoknak. Ezt azonban az 1990-es évek elején természetesen még nem lehetett látni. Így azt sem, hogy ezt a nagyobb mozgásteret az országnak nem sikerült kiaknázni.

Ami az utóbbi időszakot illeti, a szorosabb együttműködéssel és intézményépítéssel szembeni fenntartások miatt nem írták alá a brit kormány képviselői az ún. fiskális paktumot, amely a tagállamok fiskális politikáival szemben támaszt szigorúbb követelményeket. Főleg a brit kívülmaradás miatt öltötte a fiskális paktum európai uniós jogszabály helyett a benne résztvevő országok közötti nemzetközi szerződés formáját. Az Európai Unió költségvetésének elfogadását igen gyakran nehezíti a brit kormány, ez történt 2013 elején is, amikor a 2013. évi kiadások 2011. évi szinten történő befagyasztása mellett szállt síkra. A 2014 és 2020 közötti európai uniós költségvetés tárgyalását sem könnyítette meg a brit kormány.

Az euróövezet államadósság-válságának kezelésére és működési hiányosságainak orvoslására hivatott, európai uniós szabályozó és felügyelő intézmények létrehozását kilátásba

⁴¹⁸ Rapcsák János: A vonakodó partner. Nagy-Britannia és az európai integráció. Megjelent: Kiss J. László (szerk.): A huszonötök Európái. Osiris Kiadó, Budapest, 2005., 265-316. o.

⁴¹⁹ Peter Gumbel: So Long, Farewell, Auf Wiedersehen. Time, No. 4, 2013. január 28., 42. o.

helyező **bankunió** terve, amelyet 2012 nyarán hoztak nyilvánosságra, a következő dilemma elé állítja Nagy-Britanniát. Ha kimarad belőle, akkor nem fér hozzá az európai pénzügyi piac egyes szolgáltatásaihoz és elveszíti befolyását a pénzügyi jogszabályok kialakításában. A bankunióba való belépés viszont korlátozza a brit pénzügyi szféra mozgásterét, azaz a szabályozási arbitrázs (a befektetők számára a közösségi normákhoz képest lazább előírások) kínálta előnyöktől elesik. Mindkét eset hátrányosan érinti London nemzetközi pénzügyi központ szerepét. Ráadásul a bankunió a fiskális és a politikai unió irányába tett elmozdulásnak is tekinthető, ami nem népszerű az EU-val szemben szkeptikus brit szavazók körében. A brit kormány természetesen ellenezte az európai uniós intézmények által javasolt pénzügyi tranzakciós adó bevezetését. A brit kimaradás kilátásba helyezése is szerepet játszott a pénzügyi tranzakciós adóra vonatkozó tervezett visszavonásában.

David Cameron brit miniszterelnök 2013. január 23-án Londonban elmondott beszédében Nagy-Britannia EU-hoz fűződő kapcsolatai lazítása mellett szállt síkra különösen a rendőrségi és bűnügyi együttműködés, a társadalompolitika és a környezet terén. A miniszterelnök a tagországok rugalmasabb hálózatát vetítette előre az egységes piac körül, amelyben mindegyik EU-tagállam maga dönti el, hogy hol működik együtt a többivel, és milyen területekből marad ki. Ezt a kapcsolatrendszer új alapszerződésben tartotta szükségesnek kodifikálni. Ha erre nem kerül sor, akkor Nagy-Britannia tárgyalásokat kezdeményez az európai uniós intézményekkel és a tagállamokkal a kapcsolatok újraszabályozásáról.⁴²⁰ A brit kormány álláspontja nem konzisztens abból a szempontból, hogy amíg szinte minden gazdasági kérdésben a liberalizálás, a piaci viszonyok hatókörének bővítése mellett száll síkra, addig a munkaerőpiacon protekcionista intézkedéseket követel, korlátozni kívánja a többi EU-tagállamból származó munkavállalók beáramlását. Végül is a brit álláspont lényege, hogy a kormány akkor támogatja, vagy legalább is nem ellenzi az európai integráció erősítését, ha Nagy-Britanniának az EU-hoz fűződő kapcsolatai sok területen gyengülnek. A tárgyalások eredményeit a brit kormány népszavazásra kívánja bocsátani, de csak 2017 végén, és természetesen csak akkor, ha a kormánykoalíció 2015-ben megnyeri parlamenti választást. 2015 és 2017 között tárgyalnák újra a brit EU-tagság feltételeit.

A felsorolt tényezők alapján elvileg többé-kevésbé indokolható és legitim az az igény, hogy a brit kormány tárgyalásokat kezdeményezzen Nagy-Britannia EU-ban elfoglalt helyéről, a kompetenciáknak az európai uniós intézmények és a tagállamok, azon belül Nagy-Britannia közötti újraelosztásáról. Ez abból a brit helyzetértékelésből és aggodalomból is táplálkozik, hogy az Európai Unión belül a döntéshozatal súlypontja mindinkább áttevődik a GMU-tagállamokból álló eurócsoporthoz. Ez a veszéllyel jár, hogy az euróövezet tagállamai rendszeresen leszavazhatják a kívülálló EU-tagországokat. Speciális státusz vagy az eddigiekhez képest többlet jogosítványok követelése azonban irreális lenne. A különféle kimaradási záradékok ugyanakkor az Európai Unió szempontjából egyrészt veszélyes precedenst teremtenének, másrészt fellazíthatnák az egységes piacot. Az európai uniós intézmények és a tagállamok nem egyeznének bele abba,

⁴²⁰ The hand of history. Britain and the European Union. *The Economist*, 2013. január 26., 29. o.

hogyan az integráció szabályainak és elveinek elfogadása nélkül maradjon Nagy-Britannia az egységes piacon.

Az európai uniós partnereket legfőképp az zavarja, hogy amíg Nagy-Britannia folyamatosan kimarad az újabb integrációs formákból, addig biztosítékokat követel érdekei védelmére. A brit kérésnek a hatályos Lisszaboni Szerződés módosítása esetén lehetne eleget tenni, a módosítás azonban kizárólag a brit igények miatt kizárt. Ez ugyanis precedenst teremtene a többi tagállam számára különféle követelések előterjesztésére, amit az európai uniós intézmények el kívánnak kerülni. Herman van Rompuy, az Európai Tanács állandó elnöke szerint a brit követelések teljesítése az EU egészét veszélyeztetné. Ha ugyanis lehetővé tennék, hogy a tagállamok kiválogassák a meglévő politikákból azokat, amelyek a legjobban tetszenek nekik és kimaradhassanak azokból, amelyeket a legkevésbé találnak előnyösnek, akkor az EU, azon belül az egységes piac rövid időn belül működésképtelenné válna.⁴²¹ Az utóbbi időben bekövetkezett és a tervezett változások (bankunió, gazdasági unió, politikai unió) kodifikálása (ha a tagállamok elfogadják őket) szükségessé teszi az alapszerződés felülvizsgálatát úgynevezett kormányközi konferencia keretében. Erre az európai uniós intézmények elképzelései szerint legkorábban a 2014-ben tartandó európai parlamenti választások után kerülhet sor. A brit követelések megtárgyalására ez a kormányközi konferencia lenne a legalkalmasabb fórum. A brit kormány nyilván arra számít, hogy a kormányközi konferencián megvívóhatja a fiskális, gazdasági és politikai unió létrehozását célzó javaslatokat, ha a többi tagállam nem veszi figyelembe a követeléseit. Ez persze nem egyértelmű, mert például 2011 decemberében az európai uniós intézmények és tagállamok többek között Nagy-Britannia nélkül, nemzetközi szerződés formájában hozták létre a fiskális paktumot. Nem kizárt természetesen az sem, hogy szükség esetén, amikor törésre kerül a dolog, az európai uniós intézmények és partnerek mégiscsak engedményeket tesznek Nagy-Britanniának a kilépés megakadályozására, de nem minden áron.

Paradox módon David Cameron miniszterelnök maga nem szeretné, ha Nagy-Britannia kiválna az EU-ból, mert következményeit katasztrofálisnak tartja. A koalíciós partner liberális demokraták sem támogatják a brit kilépést, az erről szóló népszavazás ígérete nem is került be a koalíciós kormány programjába. A jelek szerint a kormányfőt a brit EU-tagságról szóló népszavazás kilátásba helyezésében nem hosszú távú racionális gazdasági és politikai indokok vezették, hanem rövid távú pragmatikus megfontolások. Egyrészt meg kívánta állítani az EU-ból való kilépést szorgalmazó, a brit szuverenitás védelmében fellépő és folyamatosan erősödő bevándorlásellenes jobboldali Függetlenségi Pártnak (United Kingdom Independence Party – UKIP) a kormánypártra gyakorolt nyomását. Az UKIP ugyanis vonzó alternatívát kínál sok konzervatív szavazónak. (Kormányra kerüléséig a koalíciós liberális demokraták voltak a proteszt szavazatok gyűjtői.) Másrészt semlegesíteni kívánta EU-szkeptikus alsóházi képviselőit. Harmadszor, azt szerette volna elérni, hogy a következő parlamenti választásokig nyugvópontra jusson a brit EU-tagság ügye. Végül a népszavazási kezdeményezéssel azt kívánta bizonyítani, hogy a brit gazdaság bajainak az oka az euróövezet válsága, nem pedig a kormány által

⁴²¹ Catherine Mayer: Cameron's gamble. *Time*, 2013. június 3., 28. o.

bevezetett megszorítások sora.⁴²² A kormányfőnek valószínűleg egyik célkitűzését sem sikerül teljesíteni.

A Munkáspárt sem egyértelműen elkötelezett az EU-tagság mellett. A közvélemény-kutatási adatok szerint a brit szavazók többsége támogatja az ország kilépését az EU-ból, bár valószínűleg kevésbé EU-ellenes, mint politikusaik. Az EU-ból való kilépésnek egyébként nincs jogi akadálya, a hatályos alapszerződés lehetővé teszi azt. Súlyosbítja a helyzetet a média hozzáállása. Például az összesen 4,5 millió olvasót elérő Daily Mail és Sun napilap rendkívüli módon (és a szakmai és társadalmi felelősség minimumát is nélkülözve) EU-ellenes.

A továbbiakban **Nagy-Britannia EU-ból való kilépésének várható következményeit és hatásait** célszerű elemezni. Az EU-ból való brit kilépés után több lehetőség áll rendelkezésre az EU-hoz fűződő viszony újraszabályozására. Az első a teljes szakítás, a második egy szabadkereskedelmi övezet kialakítása, a harmadik a norvég, a negyedik a svájci minta. **Teljes szakítás** esetén, tehát ha a kilépést követően nem intézményesítik újra Nagy-Britannia és az EU közötti kapcsolatokat, akkor brit szempontból kevés előnyös, viszont nagyszámú hátrányos következmény várható.⁴²³ Az **előnyök** között említhető, hogy Nagy-Britannia megtakarítana mintegy 10 milliárd eurónyi, az EU költségvetésébe fizetendő nettó hozzájárulást. Az élelmiszerárak csökkenhetnek, mert a GATT/WTO szabályai megengedik az egyoldalú vámcsökkentést, ha az minden szállító országra egyformán kiterjed, azaz nem diszkriminál egyes országokat. Nagy-Britannia visszanyerné az ellenőrzési jogot a parti vizein való halászat terén. Az európai uniós munkaerő-irányelv hatályon kívül helyezése nyomán a brit munkaadók mozgásteret nőne. Alacsonyabb energiaárakat eredményezne a zöld energiára vonatkozó európai uniós irányelv feladása, mert nem kellene a drágább alternatív energia arányának növelésére törekedni az energiatermelésben. A pénzügyi szektornak valószínűleg előnyös a kívülmaradás, legalábbis rövid távon. Lehet, hogy ez dönti el a kérdést. Nagy-Britannia megőrzi a pénzügyvilágban nagy, bár megtépzott nimbuszát, a munkanélkülieket pedig engedik kivándorolni.

Az európai uniós jogszabályok ugyanakkor nem feltétlenül korlátozták a gazdasági aktivitást Nagy-Britanniában. Erre példa a már említett munkajog, amelynek előírásai nem akadályozták a munkaerőpiac rugalmasságának fokozását. A brit munkanélküliség alacsonyabb az EU-átlagnál, az USA és Kanada szintjén van. Ugyanakkor továbbra is be kell tartani az európai uniós jogszabályokat, ha brit gazdasági szereplők az EU piacán kívánnak termékeket vagy szolgáltatásokat értékesíteni. A brit kivitelnek egyébként felelősség az EU-ba. A pénzügyi szektor működését nagyszámú globális előírás szabályozza, ezek alól nem vonhatja ki magát az EU-ból kilépő Nagy-Britannia sem.

A **hátrányok** igen tetemesek. A teljesség igénye nélkül megemlíthető, hogy a brit agrártermelők 3,3 milliárd eurónyi európai uniós támogatástól esnek el. A mezőgazdasági

⁴²²Matthias Matthijs: David Cameron's Dangerous Game. The Folly of Flirting With an EU Exit. Foreign Affairs, Volume 92, Number 5, September/October 2013., 10-11. o.

⁴²³E rész forrása: Making the break. How Britain could fall out of the European Union and what it would mean. The Economist, 2012. december 8., 25-29. o.

lobbi valószínűleg mindent meg fog tenni azért, hogy a kormány ne mérsékelje az általuk előállított termékek vámtarifáit, miközben a brit agrártermékekre a kilépést követően vámokat vet ki az EU. Az ipari termékek vámszínvonala a GATT/WTO égisze alatt az utóbbi évtizedekben végrehajtott vámcsökkenések miatt alacsony, az EU által az iparcikkekre kivetett vámok hatása ezért viszonylag kismértékben rontaná a brit ipar versenyképességét az európai uniós piacon. Ennek ellenére az európai uniós piac ellátására betelepített külföldi vállalatok kivonulása Nagy-Britanniából lendületet vehet. Ez különösen a járműipari vállalatokra vonatkozik. Tisztázni kell a Nagy-Britanniában élő 2,3 millió külföldi és az 1,7 millió külföldön élő brit állampolgár jogi státusát. Nagy-Britanniának nagyszámú bilaterális megállapodást kellene megtárgyalnia sok országgal. Ezek lépnének a közös külgazdasági politika keretében az EU által kötött megállapodások helyébe. A vezető brit egyetemek kutatás-fejlesztési költségvetésének 10-20 százaléka európai uniós forrás, ezek megszűnése nagy veszteség lenne, vagy hazai kompenzáció esetén jelentős teher az adófizetőknek. Az a veszély is fennállna, hogy Nagy-Britannia kimaradna az EU és az USA között tervezett szabadkereskedelmi megállapodásból.

Vámok újbóli bevezetése a bilaterális külkereskedelemben az EU-tagállamoknak sem állna érdekében, nem valószínű, hogy beleegyeznének. Elvileg lehetőség lenne arra is, hogy az európai uniós tagság helyett **szabadkereskedelmi övezetet** hoznának létre Nagy-Britannia és az EU között. Ennél azonban Nagy-Britannia többet szeretne elérni. Az egyik lehetőség az **európai gazdasági térségről** (EU plusz Norvégia, Izland és Liechtenstein) **szóló megállapodáshoz hasonló megoldás**. Az iparcikkekre vonatkozó vámmentesség érvényesülne, de egyrészt Nagy-Britanniának Norvégiához hasonlóan továbbra is alkalmaznia kellene az összes európai uniós jogszabályt, másrészt díjat kellene fizetnie az EU egységes piacának használatáért. Ez becslések szerint a jelenlegi brit nettó hozzájárulás fele, miközben az országnak nem lenne beleszólása a rá is vonatkozó európai uniós jogszabályok létrehozásába.

Mivel **Svájc** nem írta alá az európai gazdasági térségről szóló megállapodást, ezért az EU egységes piacának előnyeiből 120 bilaterális megállapodás alapján részesedik. Ezek lefedik az árukereskedelmet, de nem fogják át a pénzügyi szolgáltatásokat. Nagy-Britanniától eltérően Svájc a schengeni rendszer szerződő feleként biztosítja az emberek szabad áramlását. A szakértők szkeptikusak abban a tekintetben, hogy az EU hajlandó lenne-e a kis gazdasági dimenziójú, sok sajátos vonással rendelkező Svájcra kialakított sémát Nagy-Britanniára alkalmazni. Egyébként is az Európai Tanács 2010-ben világossá tette, hogy intézményi változtatások nélkül az európai uniós intézmények nem hajlandók Svájccal újabb megállapodást kötni.⁴²⁴ Arról van szó, hogy a Norvégiához hasonló alapokra kívánják helyezni a Svájccal fennálló kapcsolatrendszerét. Nagy-Britannia sem a norvég, sem pedig a svájci modell alapján nem nyerné vissza szuverenitását a gazdasági szabályozásban. Úgy kellene az európai uniós jogszabályokat alkalmaznia, hogy nem lenne beleszólása azok alakításába.

⁴²⁴ Jonathan Powell: Out of Europe, Britain would be a weak tax haven. Financial Times, 2012. december 12., 11. o.

Elvileg a **Brit Nemzetközösség aktivizálása** is szóba jöhet az európai uniós tagság alternatívájaként.⁴²⁵ Nagy-Britannia 1973. évi EK-csatlakozásával megszűntek a nemzetközösségi preferenciák. Az öt kontinensen található Brit Nemzetközösség országaiban él a világ lakosságának egyharmada, bár az egy főre jutó GDP a legtöbb országban alacsony. A következő évekre évi több mint 7 százalékos GDP-dinamikát várnak. A Nemzetközösség országaiba irányuló brit export az EU-viszonylatú egynegyede, de nagyon dinamikus, évi 10 százalékkal bővül. (A nagyságrendek érzékeltetése végett megemlíthető, hogy Nagy-Britannia még Észak-Rajna-Vesztfáliában is több árut és szolgáltatást értékesít, mint Indiában.) A Nemzetközösség államaiban az angol nyelv elterjedt, a kereskedelmi szokásjog megfelel a britnek, az egymás közötti kereskedelem költségeit 20 százalékkal alacsonyabbra becsülik, mint az azon kívülit.

Jelenlegi formájában azonban a Nemzetközösség mint intézmény alkalmatlan arra, hogy az EU-t mint integrációt helyettesítsék vele. Az intézményrendszer reformja hosszú időt venne igénybe, a konszenzusos döntéshozatal miatt sok nehézséggel kellene számolni. Egyébként a nemzetközösségi országoknak is sokkal fontosabb Nagy-Britannia EU-tagként, mint kívülállóként.

Nem is igen lenne kereslet a nemzetközösségi országok jelentős részében a történelmi kapcsolatok felelevenítésére. Ráadásul az egyes intézkedések megvitatásakor a neokolonializmus vádjai is gyakran megjelennek. Ha a Nemzetközösséget szabadkereskedelmi övezetté alakítanák, akkor Nagy-Britanniának **ki kellene lépnie az EU belső piacából**. A nehézségeket érzékelteti, hogy például indiai agrártermelő több van, mint francia, akik viszont a franciáknál is protekcionistaibbak.

Nigel Lawson volt konzervatív pénzügyminiszter szerint viszont az egységes piac szabályozási költségei meghaladják az EU-ból való kilépés gazdasági költségeit.⁴²⁶ Ebből az következik, hogy Nagy-Britanniának érdeke a kiválás. Kétségtelen tény, hogy a belső piac előnyei nehezen mutathatók ki makrogazdasági megközelítésben (GDP-dinamika stb.). Az egységes piac különösen előnyös volt a viszonylag jelentős ipari bázissal rendelkező kis és nyitott tagállamok számára. Nagy-Britannia nem ez a kategória: nagy és viszonylag zárt gazdaságról van szó, ahol a szolgáltató szektor domináns. Az EU-ból való kilépés önmagában nem megoldás a brit gazdaság szerkezeti problémáira. Így mindenképpen szükséges a felduzzadt pénzügyi szektor áramvonalasítása. A GMU-ban létrejövő és fejlődő bankunióban előbb-utóbb kialakul egy pénzügyi központ (a legnagyobb valószínűséggel Frankfurtban), így hosszabb távon a londoni City európai pénzügyi központ szerepének fenntarthatósága kérdéses.⁴²⁷ Ráadásul a jelek szerint az egységes piacon belül egy még „egységesebb” piac körvonalai bontakoznak ki a Gazdasági és Monetáris Unióban.

A kilépés előnyeinek és hátrányainak azonosítása és számszerűsítése a fenti áttekintésnél differenciáltabb és részletesebb elemzést tesz szükségessé. Az eredmények nagymér-

⁴²⁵ Az adatok forrása: The empire strikes back. The Economist, 2012. november 24., 37. o.

⁴²⁶ Nigel Lawson: I'll be voting to quit the EU. The Times, 2013. május 7.

⁴²⁷ Wolfgang Münchau: Lawson is right – Britain does not need Europe. Financial Times, 2013. május 13., 9. o.

tékekben függnek attól, hogy mit gondolunk a Nagy-Britannia és az Európai Unió közötti kapcsolatrendszer paramétereiről a brit kilépés után, illetve attól, hogy a brit gazdaság milyen módon alkalmazkodik az új helyzethez. Mindezt több forgatókönyvvel lehetne leírni, ami szétfeszítené e könyv tartalmi és terjedelmi kereteit.

Az európai uniós intézmények és a tagállamok törekednek Nagy-Britannia benntartására az EU-ban, de nem mindenáron. **A brit kiválás negatív következményei** között említendő, hogy a kilépés megbontaná az EU-ban létrejött erőviszonyokat. Németországnak a meglehetősen protekcionista Franciaországgal és dél-európai országokkal szemben szüksége van a piacgazdaság mellett elkötelezett Nagy-Britanniára. Franciaország számára Nagy-Britannia EU-tagsága többek között Németország gazdasági és politikai túlsúlyának az enyhítése végett fontos. A kis EU-tagállamoknak is előnyös a brit tagság. A szomszédos Írország számára például gazdasági katasztrófa lenne a brit kiválás az EU-ból. Finnország és Hollandia, de Lengyelország és Spanyolország is fontos szövetségest veszítené el az egységes piac továbbfejlesztése terén. Sok szakértő szerint az EU globális szerepkörére való törekvés is megakadna az egész világra kiterjedő brit diplomáciai hálózat és fegyveres erő nélkül.

A kilépés Nagy-Britanniának a világban elfoglalt helyét és szerepét is következményterhesen érintené. Így elveszítené befolyását a világ legnagyobb piacán. Csökkenne világgazdasági szerepe olyan időszakban, amikor a globális erőviszonyok fokozatosan kelet felé tolnak el. Az USA-nak is az az érdeke, hogy brit szövetségese az Európai Unió tagja maradjon. Barack Obama amerikai elnök David Cameron brit miniszterelnök tudtára adta, hogy Nagy-Britannia csak EU-tagként fontos az USA számára. A kínai vezetés is csodálkozásának adott hangot a brit kilépési tervekkel kapcsolatban.

Ugyanakkor a Nagy-Britannia és az EU közötti kapcsolatrendszer **aszimmetrikus**, azaz az EU-nak kevésbé van szüksége Nagy-Britanniára, mint fordítva. Az Európai Bizottság tisztviselőinek biztosan elégük van az állandóan akadékoskodó britekből, de ez még nem ok a kilépés szorgalmazására. A hidegháború végével, az ország újraegyesítésével Németország katonai szempontból sincs rászorulva Nagy-Britanniára határai védelméhez. Miközben a brit kormány a Gazdasági és Monetáris Unióval, illetve az ezzel szorosan összefüggő politikai unióval szembeni fenntartásait hangoztatja, a kívülálló EU-tagállamok az euróövezetbe való belépést, más tagállamokkal együtt az EU föderatív irányba történő fejlesztését szorgalmazzák. Az EU-ból való kilépés, de még annak lebegtetése is elszigeteli, a perifériára szorítja Nagy-Britanniát Európában, sőt világméretben. Talál-e a brit kormány hozzá hasonló EU-szkeptikus EU-tagállamot szövetségesnek? A fiskális paktumról folytatott tárgyalások első körének végén úgy tűnhetett, hogy Orbán Viktor kormányfő partner lehet, de a magyar diplomácia viszonylag hamar felismerte ennek a britekkel közös álláspontra kerülésnek a tarthatatlanságát, különösen a német kapcsolatok tükrében, és korrigált. Az elszigetelődés különösen akkor lenne nyomasztó Nagy-Britannia számára, ha sikerül enyhíteni vagy akár megoldani a szuverén adósságválságot az EU-ban. Erre egyre több jel utal. Természetesen nem szabad megfeledkezni arról sem, hogy az Európai Uniót és egyes tagországokat a britek mellett is érhetik ilyen kiválással kapcsolatos kihívások. Elég utalni Katalónia önállósodási elképzeléseire Spanyolországtól, vagy az északolasz tartományok törekvéseire, illetve a

Nagy-Britanniát érintő skót elszakadást szorgalmazó népszavazási kezdeményezésre. Ez utóbbi alaposan meggyengítené Nagy-Britannia nemzetközi befolyását.

Az EU-ból való kilépés mögött végső soron az a kérdés húzódik meg, hogy Nagy-Britannia be kíván-e lépni a Gazdasági és Monetáris Unióba, ami az angol font mint a nemzeti szuverenitás egyik fontos jelképének a feladását, ezzel párhuzamosan az euró bevezetését jelenti, vagy nem. Az EU-ból való kiválásnak bizonyos fokig csak akkor van értelme (bár ez sem egyértelmű), ha Nagy-Britannia soha nem csatlakozik az euróövezethez. A közös pénz bevezetésének az elutasítása vezethet a GMU-ból való kilépéshez. A tervezett népszavazáson ezért azt a kérdést kellene feltenni a választóknak, hogy be kívánják-e vezetni az eurót, vagy ki kívánnak lépni az EU-ból.⁴²⁸ A kilépés lebegtetése a brit államháztartás finanszírozási költségeit is emeli. Elsősorban a tízéves államkötvény hozama tartalmaz ilyen bizonytalansági felárat.

Mégsem valószínű, hogy ilyen világos kérdésfeltevés lesz a népszavazáson. Ráadásul a proteszt szavazók éppen az előzőekben felvázolt nagyon összetett érdekrendszert (pró- és kontra érvek) hagynák figyelmen kívül. A népszavazás kilépést támogató esetleges eredménye a kormányzatot lépéskényszerbe hozná, míg a kérdés lebegtetése sokkal megfelelőbb számára. Mindenesetre az EU-pártiak részéről sokkal nagyobb aktivitásra lenne szükség a pozitívumok felmutatása érdekében, de az EU-nak is be kellene kapcsolódnia ebbe (főleg, mert más tagállamokban is vannak szkeptikusok), és világossá tenni az integrációs értékeket.

Az EU-ból való kilépéssel megvásárolt **szuverenitás ára** valószínűleg elviselhetetlen lenne Nagy-Britannia és jelentős az Európai Unió számára. A brit kormány a tűzzel játszik, amikor vélt vagy tényleges gazdasági érdekekre hivatkozva, belpolitikai előnyszerzés végett, választási megfontolásokból vagy más okokból országa EU-hoz fűződő viszonyáról nem egyértelműen nyilatkozik, vagy az EU-ból való kilépéssel fenyegetőzik. Remélhető, hogy a politikai (ir)racionalitás nem írja felül a gazdasági érdekeket, az özszeurópai integrációs megfontolásokat.

6.8.2. Skót függetlenségi törekvések⁴²⁹

A skót kormány 2013. november végén Skócia jövője címmel 670 oldalas fehér könyvben (vagy inkább vaskos kiáltványban) tette közzé elképzeléseit arról, hogyan képzei el az Egyesült Királyságtól függetlenné váló Skóciát. A függetlenségről szóló népszavazást a kormány 2014. szeptember 18-ra tervezi, ha sikeres lesz, akkor 2016. március 24-én kiáltják ki Skócia függetlenségét. A függetlenség kivívásának célja nem politikai, kulturális vagy más alávetettség megszüntetése, hanem a skót identitás erősítése, valamint nem túl jelentős vélt vagy tényleges gazdasági és szociális előnyök megszerzése. A skót identitás erősödésével nem tart lépést a függetlenség támogatottsága, ezért valószínű, hogy a függetlenségi törekvések elbuknak.

⁴²⁸ Wolfgang Münchau: Trade and the euro will make the union irrelevant. Financial Times, 2013. január 28., 7. o.

⁴²⁹Először megjelent: Skót függetlenségi törekvések: sok hűhó szinte semmiért? Élet és Irodalom, LVII. évf., 51-52. szám, 2013. december 20., 13. oldal

A decentralizációról szóló népszavazást követően az Egyesült Királyság parlamentje 1998-ban elfogadta a Skóciáról szóló törvényt, amely létrehozta a skót parlamentet. Az 1999 májusában megválasztott skót parlament jogosítványai a belpolitika legtöbb területére kiterjednek (egészségügy, oktatás, igazságügy, vidékfejlesztés, közlekedés-szállítás stb.). 2007-ben, amikor a Munkáspárt népszerűsége mélyponton volt, a Skót Nemzeti Párt (SNP) szerezte meg a legtöbb parlamenti mandátumot és alakított kormányt. Alex Salmond, az SNP karizmatikus vezetője kormányfőként, az SNP pedig kormányon sokkal jobb teljesítményt mutatott fel, mint a korábbi koalíciós kormányok. Ez döntő szerepet játszott abban, hogy 2011-ben az SNP-t újraválasztották azzal, hogy 2014-ben népszavazást tartanak Skócia kiválásáról az Egyesült Királyságból. Megfigyelők szerint az SNP választási győzelme a jobb kormányzati teljesítményen túlmenően inkább a Munkáspárttal szembeni csaldottságnak volt tulajdonítható, semmint az Egyesült Királyságból való kilépés támogatásának.

A skót kormány fehér könyve kizárólag a Nagy-Britanniából való kiválás előnyeit mutatja be, hátrányokról és kockázatokról nincs szó benne. Ez nem meglepő annak a fényében, hogy a dokumentum nem titkolt célja a függetlenséggel szemben szkeptikus szavazók meggyőzése és megnyerése. A skót kormány és a kormányzópárt képviselői nem mulasztják el hangsúlyozni: nekik van pozitív jövőképük, ellentétben a Nagy-Britanniával való unió fennmaradását támogatókkal. Az sem lehet véletlen, hogy a fehér könyv előzetes regisztráció után kizárólag a skót kormány honlapjáról érhető el online vagy e-book formájában, illetve lehetőség van nyomtatott példányt is kérni. A Financial Times csak olvasásra alkalmas formátumban enged betekintést a jelentésbe az előfizetői számára. A világhálón egyébként nagyszámú írás elemzi a skót kormány kiáltványát, pótolv a hiányzó költség-haszon- és a kockázatelemzést.

A skót függetlenségi törekvések célja nem a nemzet elnyomásával vagy kulturális alávettségével szembeni fellépés, nem önmagáért való cél, hanem eszköz Skócia jó irányba történő megváltoztatásához. A skót kormány függetlenségi törekvéseit a demokrácia javításával, a gazdaság fellendítésével és a társadalmi egyenlőtlenségek mérséklésével indokolja. Az egyik fő érv, hogy az Egyesült Királyságból való kiválással megszabadulnak a Skócia fejlődését visszafogó, megszorításokat erőltető brit politikáktól. Mivel nem függetlenségi harcról van szó, ezért megalapozottan feltételezhető, hogy az SNP nem tekinti az Egyesült Királyságot, illetve a világ Skócián kívüli részét ellenségének. A társadalmi egyenlőtlenségeket a skandináv jóléti modellre jellemző intézkedésekkel kívánják mérsékelni. A skót kormány fehér könyve sokkal inkább egy részvénykibocsátásra vonatkozó prospektusra emlékezteti a The Economist cikkíróját, mint függetlenségi kiáltványra⁴³⁰.

Skócia egy főre jutó GDP-je megfelel a brit átlagnak. London és a délkeleti országrész nélkül viszont a legmagasabb az Egyesült Királyságban. Ipari szerkezete hasonlít a britre. Wales-től és Észak-Írországtól eltérően Skócia független országgént elvileg életképes lehet, de kérdés, hogy milyen áron.

⁴³⁰ Scottish Independence. Salmond sets out his stall. The Economist, 2013. november 30., 26. o.

Az elképzelések szerint a függetlenség elérése nem érintené a királyságot mint intézményt, II. Erzsébet továbbra is a skótok királynője maradna. Ahol a fehér könyv változást irányoz elő, ott a hangsúly az ígéreteken van, a hogyanról és a finanszírozásról viszont nem tesz említést. Az egyik jóléti ígéret, a nők munkavállalásának elősegítésére hivatott ingyenes gyermekgondozás bevezetését például eddig sem a függetlenség, hanem az anyagi források hiánya gátolta. Az SNP-nek kevés elképzelése van arról, hogy mit takar a függetlenség. Kicsit leegyszerűsítve: propagandája szerint semmi nem fog valójában változni, de mégis minden jobb lesz. Az SNP függetlenségi koncepciója szerinti átalakítást szolgáló eszközrendszer a *The Economist* szerint egy ékszerész csavarhúzó készletéhez hasonlít, miközben a skót gazdaságban a finomhangolásnál jóval nagyobb beavatkozásokra lesz szükség.

Ami a legfontosabb konkrétumokat illeti, a fehér könyv szerint három százalékponttal mérséklék a társasági jövedelemadó kulcsát, ezzel kívánják London befektetési vonzerejét ellensúlyozni. Ugyanakkor modellszámítások szerint ez mindössze 1,4 százalékkal növelné a skót kibocsátást, és csupán 27 ezer új munkahelyet teremtene, azt is vagy 20 év elteltével, feltéve, ha a kibontakozó nemzetközi adóverseny ezt a versenylőnyt nem közömbösíti. A tervek szerint mérséklék a légi utasforgalomban az illetékeket és kivonják a nukleáris ütéserőt Skóciából a független skót parlament első ciklusa alatt. Átalakítják a bevándorlási politikát, különféle ösztönzőkkel kívánják vonzani a képzett munkaerőt és letelepíteni a távoli vidékeken. Az Európai Unióról szóló szerződés 49. cikke alapján 18 hónapnyi tárgyalás után válna ki Skócia az Európai Unióból. Megjegyzendő, hogy az Egyesült Királyságtól való függetlenedés a más nemzetközi szervezetekben (NATO, ENSZ és szakosított szervei, OECD stb.) betöltött tagságot is érintené. Nem vezetnének be továbbá határellenőrzést Skócia és Nagy-Britannia fennmaradó része között. Ez további kérdéseket vet fel az EU-tagállamok vonatkozásában az utasforgalom szabályozásáról. Újra államosítanák a királyi postát.

A skót államháztartás bevételeit az Egyesült Királyság kincstára utalja át. Az egy főre jutó államháztartási kiadások 10-15 százalékkal magasabbak az Egyesült Királyság átlagánál. A független Skócia elveszítené ezt az állami támogatást, amit viszont a kőolaj-kitermelésből származó bevételekkel kívánnak ellensúlyozni.⁴³¹

A font sterling maradna a törvényes fizetőeszköz, mert a valutaunió fenntartása Nagy-Britanniával mindkét fél érdeke. Az euróövezet gazdasági problémáit látva a brit pénzügyminisztérium és a jegybank nagy valószínűséggel erős ellenőrzés alá vonná a skót költségvetési politikát és a bankfelügyeletet. Skócia aránya 8,5 százalék a monetáris unió pénzforgalmában, e részesedés fényében nehéz elképzelni, hogy Skócia érdemi jogosítványokhoz jutna monetáris ügyekben. Ha a szétváló felek nem tudnak megegyezni, akkor az is elképzelhető, hogy a bevezetésre kerülő új skót pénz árfolyamát az angol fonthoz kötik.⁴³² E foratókönyv részleteit még nem dolgozták ki.

⁴³¹ Mure Dickie: Breaking the bonds. *Financial Times*, 2013. november 28., 7. o.

⁴³² John Kay: Scottish independence matters less than you think, *Financial Times*, 2013. november 30/december 1., 9. o.

A fő kérdés az, hogy a skót üzleti szektor képes-e profitálni a függetlenségből. London tőkeelszívó hatása megmaradna, de a függetlenség valószínűleg kedvezően érintené a skót vállalatok versenyképességét. Bármilyen kis növekedési hatás gazdasági következménye számottevőbb lenne, mint az államháztartási egyenlegé. Mivel a skót pártpolitikai paletta a brittől balra helyezkedik el, ezért sok szakértő attól tart, hogy a független Skóciában helyhatósági szinten balratolódás mehet végbe, illetve megerősödhet az Írországot és Izlandot a tönk szélére juttató, a gazdaság és a politika közötti elvtelen személyi összefonódásokon alapuló gyakorlat. Az igazságnak tartozunk annyival, ha hozzáteszük, hogy ez a politikai paletta jobboldalán is gyakorta előfordul.

A függetlenség koncepciója azon a feltételezésen nyugszik, hogy a következő évtizedben a kőolaj-kitermelésből és -exportból elegendő bevétel keletkezik az érintett gazdasági szereplők és az államháztartás számára, valamint Skócia a függetlenség elnyerése után ugyanolyan feltételek mellett jut kölcsönhöz, mint az Egyesült Királyság. Az is része ennek, hogy méltányos megoldást sikerül találni az államadósság megosztására Skócia és az Egyesült Királyság között.

A kőolajbevételek fenntarthatósága meglehetősen bizonytalan részben a lelőhelyek fokozatos kimerülése miatt, részben pedig azért, mert az USA nem konvencionális szénhidrogén-kitermelésének felfutása nyomán csökkenhet és tartósan alacsony szinten ragadhat a kőolaj világpiaci ára. Az a feltételezés sem állja meg a helyét, hogy a független Skócia az Egyesült Királyságnál olcsóbban juthatna külföldi pénzügyi forrásokhoz. Egy új állammal szemben mindig bizalmatlanok a befektetők. Skócia gazdasága kevésbé diverzifikált, és államháztartásának induló helyzete is kedvezőtlenebb lenne. Mindez a magasabb pénzügyi forrásköltségekben is kifejezésre jutna. Induló pozícióinak javítása érdekében Skócia nem teheti meg azt, hogy elutasítja a brit államadósság rá jutó részének átvállalását, az elutasítás államcsőddel lenne egyenértékű. A Költségvetési Tanulmányok Intézete (Institute for Fiscal Studies) elemzése szerint az önálló skót állam működését jelentős költségvetési megszorításokkal lenne kénytelen kezdeni még abban az esetben is, ha egyes hiánynövelő ígéreteit nem teljesíti (a társasági nyereségadókulcs mérséklése, jóléti intézkedések stb.). Összességében jóval erőteljesebb fiskális megszorításokra lenne szükség hosszú távon a függetlenség kivívása esetén, mint akkor, ha Skócia az Egyesült Királyság része marad.

A skót függetlenség kivívása az Egyesült Királyság számára is mélyreható következményekkel járna. Az Egyesült Királyság elveszítené lakosságának 8, GDP-jének 10 százalékát, ami a lassú gazdasági növekedés és nagy államadósság miatt súlyos érvágás lenne. Skócia kiválása kétségeket ébresztene abban a tekintetben is, hogy az Egyesült Királyság képes-e fenntartani nukleáris ütőerejét, ami egyébként az ENSZ Biztonsági Tanácsa állandó tagságát legitimálja számára. A skót kiválás az Egyesült Királyság egyébként sem problémamentes európai uniós tagságát is tovább bizonytalanítaná, és egészen biztosan hatást gyakorolna a szeparatista törekvésekkel szembenézni kénytelen európai uniós tagállamokra (főleg Spanyolországra és Belgiumra).

A függetlenség átlagos támogatottsága 32 százalék, más felmérések ennél nagyobb arányt is kimutattak. Bár a támogatottság a szeptemberi népszavazásig változhat, a jelenlegi állapot szerint nem valószínű, hogy többséget kap a függetlenség. Ha csekély kü-

lönbséggel bukik el, akkor a kérdést még jó ideig napirenden lehet tartani. A népszavazás eredménye nem változtat viszont azon a tényen, hogy a globalizált világgazdaságban a kis országok szuverenitása vagy függetlensége szükségképpen korlátozott (ez még a nagy országokra is érvényes). Ez a skót függetlenségről alkotott kormányzati elképzelésekből is jól kitűnik, mert azok nagyon korlátozott gazdasági autonómiát irányoznak elő, az így létrejövő állam a fogalom klasszikus értelmében nem is tekinthető függetlennek. Következésképpen a skót függetlenségről folyó vitának és népszavazásnak (a kívülálló szemével nézve) sok értelme nincs, inkább valamiféle politikai pótselekvésről lehet szó. Arra viszont jó, hogy más országokban táplálja a gazdaságilag ugyancsak megalapozatlan szeparatista törekvéseket. Emellett nem feltétlenül szándékolt mellékhatásként analógiaként szolgálhat az EU-szkeptikus brit politikai erők érveivel az Európai Unióból való kiválás alátámasztására. Mindezen aligha enyhít az a körülmény, hogy a skót nacionalizmus meglepően visszafogott, és a bevándorlási szabályok enyhítése alapján egyáltalán nem bezárkózó.

6.9. Dánia⁴³³

Nemzeti érdekei védelmére hivatkozva Dánia többek között azzal a megszorítással ratifikálta a Maastrichti Szerződést 1993 májusában, hogy kimarad a Gazdasági és Monetáris Unióból, de nem akadályozza annak létrehozását. A 2000 szeptemberében tartott referendumon elbukott az euró bevezetése. A kormány által követett gazdaságpolitika ugyanakkor összhangban van az euróövezetbe való belépés követelményeivel. Dánia helyzete sok vonatkozásban megegyezik az euróövezetet alkotó országokéval. Bár sok dán vezető szerint a szuverenitás a leghatékonyabban akkor védhető, ha az ország az euróövezet tagja, az euró bevezetése valószínűleg még sokáig nem lesz napirenden.

A dán szavazók az euró bevezetését többek között azért ellenezték, mert nem kívántak lemondani a nemzeti szuverenitás egyik leglényegesebb jelképéről, a saját törvényes fizetőeszközről, és a jóléti vívmányok lemorzsolódásától is tartottak. (Lehet, hogy az előbbiben a királynő népszerűsége is szerepet játszik, akinek az arcképe a dán koronaérméken látható? A saját valuta megléte mindenesetre messze túlmutat annak szimbolikus jelentőségén.) Dánia egyébként a közös védelmi politikában sem vesz részt, amely korábban az EU második pillérét alkotta, és a korábbi harmadik pillér (rendőrségi és bűnügyi együttműködés) bizonyos területeitől is távol tartja magát. Az előbbi olyan paradox helyzeteket idéz elő, hogy a dán hadsereg NATO-tagként részt vehet éles bevetésekben, de nem csatlakozhat az EU által irányított békefenntartó műveletekhez. A mélyebb okok között megemlíthető, hogy sajátos helyzete és történelmi hagyományai alapján Dánia kényes egyensúlyt alakított ki legfontosabb gazdasági partnere, Németország (a *The Economist* szerint Dánia a német gazdaság függeléke) valamint tejtermékei és baconja legnagyobb felvevőpiaca, az Egyesült Királyság között.

⁴³³ Az első változat megjelent: Losoncz Miklós: A ráció és az emóció egyensúlya. Dánia: fegyelmzett gazdaságpolitika és nemzeti szuverenitás. *Élet és Irodalom*, LVII. évf., 48. szám, 2013. november 29., 4. oldal

Az EU-val szembeni dán szkepticizmus egyébként nem olyan erős, mint a brit. A motívációk is eltérők. Uffe Ellemann-Jensen korábbi külügyminiszter szerint (aki egyébként dán részről részt vett a Maastrichti Szerződés megtárgyalásában), amíg a britek EU-val szembeni szkepticizmusa felsőbbrendűségi, addig a dánoké kisebbségi komplexusokból táplálkozik.⁴³⁴

Míndezek ellenére az Európai Unió ügyeihez való dán hozzáállás konstruktív, a nemzeti szuverenitáshoz való ragaszkodás nem írja felül a gazdasági és politikai racionalitást. Dánia nem követte például az Egyesült Királyságot (és a szintén egyoldalúan EU-kritikus Csehországot) akkor, amikor annak kormánya megakadályozta annak a javaslatnak az elfogadását, amely szerint az EU-tagállamok kötelesek nemzeti jogrendszerükbe integrálni a pénzügyi stabilitásra vonatkozó európai uniós jogszabályokat. Emiatt kellett a legmagasabb szintű európai uniós jogszabály helyett a tagállamok közötti szerződés formáját öltő ún. fiskális paktumba foglalni a vonatkozó rendelkezéseket.

2012. első felében Dánia kormányának képviselői töltötték be az Európai Unió Tanácsa soros elnöki tisztségét. A dán kormány hídépítő kívánt lenni, és végül is eredményesen közvetített a tagállamok között az EU 2014 és 2020 közötti időszakra szóló költségvetésének elfogadása és a szuverén adósságválság kezelése terén.

Bár formálisan nem csatlakozott a Gazdasági és Monetáris Unióhoz, Dánia majdnem teljes mértékben megfelel a tagság követelményeinek. Az inflációs ráta és a hosszú lejáratú kamatláb (a tízéves államkötvények hozama) tartósan az euróövezetben elfogadott referenciaértékek alatt van. Az ország a legjobb, AAA adósminősítési kategóriába tartozik. Míndezek alapján a dán államháztartás (és természetesen a magánszektor is) alacsonyabb kamatláb mellett jut kölcsönhöz, mint – Németország kivételével – az euróövezet tagállamai.

A 45 százalékos GDP-arányos államadósság messze kedvezőbb, mint az euróövezetben megengedett 60 százalékos plafon. Az államháztartás 2008-ban többletet mutatott (a GDP 3,2 százaléka), a GDP-arányos hiány 2009 óta – a válság ellenére – jóval alacsonyabb, mint a 3 százalékban meghatározott EU-s referenciaérték. Ez alól kivétel volt a 2012. év, amikor a deficit 4,1 százalékra ugrott. Ennek oka is egyebek mellett egy egyszeri, a GDP 1,6 százalékának megfelelő kiadási tétel volt, amely a korhatárt érintő nyugdíjreformhoz kapcsolódott.⁴³⁵ A reform keretében emelték a nyugdíjkorhatárt. A dán hatóságok 2014-től felső plafon alkalmazását irányozzák elő a közkiadásokra országos, regionális és települési szinten egyaránt, továbbá a foglalkoztatást és a növekedést ösztönző adóreformot terveznek. Az Európai Bizottság 2013. november elején nyilvánosságra hozott prognózisa szerint a dán államháztartási hiány 2013-ban és 2014-ben a GDP 1,7 százaléka lesz, azaz megszűnik a Dániával szembeni túlzottdeficit-eljárás, mert a hiányszámok megfelelnek az euróövezet tagállamaival szemben támasztott követelménynek.

⁴³⁴ To opt or not to opt. That is the question Denmark still wrestles within the euro crisis. The Economist, 2012. január 14., 30. o.

⁴³⁵ International Monetary Fund: Denmark. 2012 article IV consultation. IMF Country Report No. 13/22, January 2013., 56 o.

Bár az infláció és a munkanélküliségi ráta alacsony, a háztartások eladósodottsága nemzetközi összehasonlításban is kiemelkedő. Az ingatlanárak, amelyek estek 2008-ban, most megint növekednek, potenciális kockázat egy újabb ingatlanpiaci buborék kialakulása. Ezt az alacsony kamatlábak is táplálják. A dán bankrendszer is meglehetősen sérülékeny. Mindebből kitűnik, hogy a dán gazdaság feszültségforrásai nem az államháztartásra, hanem a magánszektorra vezethetők vissza.

A Gazdasági és Monetáris Unióhoz csatlakozó országoknak legalább két évet kell eltölteniük az ún. ERM-2 árfolyamrendszerben úgy, hogy nemzeti valutájuk euróval szembeni jegybanki középárfolyamát nem értékelik le. Leértékelés esetén újból kezdődik a kétéves periódus. A piaci árfolyam e körül ± 15 százalékos sávban mozoghat, azaz nem léphet ki a sávból. A kilépést az érintett ország jegybankja devizapiaci intervenciókkal gátolja a sávnak mind az erős (alsó), mind a gyenge (felső) szélén. Ezen túlmenően az árfolyamnak stabilnak kell lennie, vagyis a sávon belüli túlzottan nagy ingadozások elkerülendők.

Dánia a bevezetés, azaz 1999. január 1-je óta alkalmazza az ERM-2 árfolyammechanizmust. A ± 15 százalékos ingadozási sáv helyett azonban ennél jóval szűkebb, $\pm 2,25$ százalékos sáv tartására vállalt kötelezettséget. (Ez volt eredetileg a Gazdasági és Monetáris Unió megalapításában részt vevő országokkal szembeni követelmény, amit az orosz pénzügyi válság miatt kénytelenek voltak módosítani.) Dánia valójában egy ennél jóval szűkebb, $\pm 0,5$ százalékos sávot tart fenn. Ez önmagában is megfelel az árfolyamstabilitási kritériumnak.

Mindebből adódóan a dán központi bank mandátuma a kamatlábak és a devizatartalék alakítására terjed ki a korona euróval szembeni árfolyamának a fenntartása érdekében. Figyelmet érdemel, hogy a gazdaságpolitika céljaiban és prioritásaiban konszenzus van a fő dán politikai erők között, így a 2011. októberi kormányváltás nem érintette sem az árfolyamrendszert, sem a fiskális politika célkitűzéseit, sem pedig az előző kormány által előkészített nyugdíjreformot.

Az államháztartási hiány csökkentése esetén nem lenne formális akadálya annak, hogy Dánia 2015-ben vagy 2016-ban belépjen a Gazdasági és Monetáris Unióba. A belépés feltételeit azonban a dán gazdaságpolitika nem elsősorban ezért, és főleg nem külső nyomásra teremtette meg, hanem azért, mert az euróbevezetés kritériumainak teljesítése a fenntartható gazdasági növekedést szolgálja.

A szűk árfolyam-ingadozási sáv fenntartásával a dán jegybank függetlensége a gyakorlatban igen korlátozottá vált, mert kamatláb-politikája szükségképpen követte az Európai Központi Bankét (bár 2013 őszen irányadó kamatlába alacsonyabb, mint az EKB megfelelő értéke). Ez a követő magatartás azonban nem újdonság, 1982 és 1999 között ugyanis a dán korona árfolyamát (hasonlóan az osztrák schillinghez) a német márkához mint horgonyvalutához kötötték. Ebben az időszakban a dán jegybank kamatláb-politikája a németét képezte le. A jelenlegi árfolyamrendszer a korábbi folytatásának tekinthető, csak a horgonyvaluta most nem a német márka, hanem az euró. A mostani helyzet pótlólagos előnye, hogy spekulációs támadás esetén (ennek egyébként hosszú ideje semmi jele) az Európai Központi Bank is köteles lenne védeni a dán koronát. A

dán korona árfolyamának az euróhoz való rögzítése egyrészt hozzájárult az infláció alacsonyan tartásához, másrészt minimalizálta az árfolyam változékonyságát a főbb külkereskedelmi partnerekkel szemben. Mindez több mint elégséges kárpótlás a monetáris politika szuverenitásának szűküléséért.

A globális pénzügyi és gazdasági válság Dániát valamivel súlyosabban érintette, mint az euróövezetet (a dán GDP 2009-ben némileg nagyobb mértékben csökkent, ezt követően pedig dinamikája alatta maradt az euróövezetének). A válság előtt is növekedési problémákkal, a termelékenység lassú javulásával küszködő Dánia GDP-dinamikájának emeléséhez elengedhetetlenek a szerkezeti reformok. A nemzetközi összehasonlításban kedvező fiskális és pénzügyi mutatók miatt (a folyó fizetési mérleg többlete a GDP 5-6 százalékát tette ki, ebben azonban a belföldi kereslet gyengesége is tükröződik). 2011-től az ország (mint „biztonságos kikötő”) a külföldi befektetők fontos célpontjává vált. A rögzített árfolyamrendszer megakadályozta a dán korona felértékelődését, ezáltal a dán exportőrök versenyképességének romlását. Összehasonlításként érdemes megemlíteni, hogy 2008 végétől a svéd korona 28 százalékkal, a norvég korona 29 százalékkal értékelődött fel az euróval szemben a nagyarányú tőkebeáramlás hatására. (Svédországot és Norvégiát szintén biztonságos menedéknek tartják a befektetők.) A nagyarányú tőkebeáramlás viszont megnehezítette a rögzített árfolyamrendszer fenntartását a dán monetáris politika számára.

A dán korona árfolyamára nehezedő (felértékelődési) nyomás ellensúlyozása és az erősödő tőkebeáramlás nyomán a devizatartalék növekedésének visszafogása érdekében a dán központi bank 2012 júliusában nem konvencionális lépésre szánta el magát: a korábbi kamatláb-csökkentéseket követően negatív kamatlábat vezetett be a kereskedelmi bankok jegybanknál lévő tartalékai növekményére, amelynek mértéke -0,2 százalék volt, amit később -0,1 százalékra csökkentettek. Ez és az Európai Központi Bank által ezzel egyidejűleg tett intézkedések elérték a kívánt hatást: megfékeztek a tőkebeáramlást. Ennek ára azonban a bankok profitabilitásának a romlása, ezért a negatív kamatláb hosszú ideig aligha tartható fenn. A dán bankok eddig viszonylag kis veszteséget szenvedtek el.

Helle Thorning-Schmidt miniszterelnök asszony szerint a rögzített árfolyamrendszer a lebegő árfolyamrendsimmél kedvezőbb volt Dánia számára. A GMU-tagság nélküli rögzített árfolyamrendszert optimálisnak tartja. Dánia végül is megerősödve került ki a válságból, devizája és bankrendszere végső menedéknek bizonyult az euróövezet befektetői számára. Mindezt külső fegyelmező erő nélkül, a gazdasági törvényszerűségeket szem előtt tartó felelős gazdaságpolitikával érte el. A dán példából az a következtetés is levonható, hogy az euró bevezetésére való felkészülés a gazdaságpolitikának nem lehet végső célja, sokkal inkább a fenntartható növekedésnek az eszköze.

Az utóbbi évek történéseinek fényében nem indokolt azzal számolni, hogy belátható időn belül népszavazást írnak ki az euró bevezetéséről Dániában. A döntési helyzetnek az is a feltétele, hogy az európai uniós intézmények érzékelhető eredményt mutassanak fel a szuverén adósságválság kezelésében.

Más vélemények szerint viszont hosszabb távon Dániának be kellene lépnie az euróövezetbe. Kevés ország tudta ugyanis fenntartani tartósan a rögzített árfolyamrend-

szert. Felelős dán vezetők szerint a szuverenitás akkor részesül a leghatásosabb védelemben, ha Dánia képviselői minden egyes európai tanácsi formációban, így az euróövezettel foglalkozókban is jelen vannak. Ennek alapján nemcsak az euróövezethez, hanem a közös külpolitikához, menekültügyhez és határvédelemhez történő dán csatlakozást is napirendre kellene tűzni.

6.10. Lengyelország⁴³⁶

Lengyelország volt az egyetlen olyan európai uniós tagállam, amelynek gazdasága képes volt növekedni az USA másodrendű jelzálogpiacán 2007-ben kezdődött, majd globálissá vált és a Lehman Brothers amerikai befektetési bank 2008. szeptemberi csődje után elmélyült válság során is. A GDP 2009-ben, a válság mélypontján 1,6 százalékkal emelkedett Lengyelországban, miközben 4,3 százalékkal zsugorodott az EU-ban, Magyarország pedig 6,8 százalékos visszaesést volt kénytelen elkönyvelni. A 2008 és 2012 közötti időszak átlagában is a lengyel GDP dinamikája volt a legmagasabb a közép- és kelet-európai országok csoportjában, sőt az egész Európai Unióban (bár 2012-ben lassulás volt tapasztalható, ami 2013-ban is folytatódott. 2008 és 2012 között, amíg Lengyelország GDP-je összesen 17 százalékkal bővült, addig az Európai Unióé 0,6 százalékkal csökkent). A válság nem állította meg Lengyelország fejlett országokhoz történő felzárkózását a GDP volumene és egy főre jutó értéke tekintetében.

A kedvező gazdasági teljesítmény több tényezőre vezethető vissza. Ilyen a lengyel gazdaság **viszonylagos szerkezeti zártsága**, azaz az export és az import alacsony aránya a GDP-ben. Ennek nyomán egyrészt a külső hatások tompítottabban jelentkeztek a gazdaságban, másrészt a relatíve nagy belső piac valamelyest ellensúlyozta a külső keresletnek a válság következtében végbement zsugorodását.

Kedvezően érintette a gazdasági növekedést az **anticiklikus gazdaságpolitika** is, azaz a kormány a magánszféra keresletének visszaesését költségvetési expanzióval ellensúlyozta. Ennek jegyében többek között erőteljesen növelték a közszféra beruházásait. A válság által legnagyobb mértékben sújtott gazdasági szereplők állami támogatásban részesültek, vállalkozásösztönzésre nagyobb összegeket fordítottak, bár az ilyen célokra elkülönített és felhasznált forrás a GDP arányában kifejezve az EU átlagánál kisebb volt. A szerkezeti reformok és egyes területeken (hajógyártás, bányászat) a privatizáció elmaradása lehet annak a magyarázata, hogy 2008 és 2012 között a közép- és kelet-európai tagállamok közül csak Lengyelországban nőtt (jóllehet szerény mértékben) a foglalkoztatás. Ennek ellenére a munkanélküliségi ráta a 2008. évi 7,1-ről 2012-ben 10,1, 2013-ban 10,7 százalékra emelkedett, amiben az is szerepet játszhatott, hogy a válság hatására nagyszámú külföldön dolgozó lengyel állampolgár kényszerült hazatérni.

A költségvetés kiadási oldalát terhelte még az európai uniós transferek lehívásához szükséges önrész. Ez azonban rövid időn belül megtérülő befektetés volt, mert szakértők szerint Lengyelország éppen a válság mélypontján, azaz optimális időben, hatékonyan és gyorsan hívta le és használta fel a strukturális alapokból számára elkülönített pénz-

⁴³⁶ Az első változat megjelent: Losonczi Miklós: A lengyel válságkezelés sikere és árnyoldalai. Élet és Irodalom, LVII. évf., 34. szám, 2013. augusztus 23., 6. oldal.

ügyi forrásokat. Az azokból indított és megvalósított beruházások is hozzájárultak a GDP bővüléséhez. A lengyel kormány a külföldi vállalatokkal szemben sem lépett fel ellenségesen, nem kívánta egyoldalúan rájuk terhelni az alkalmazkodás költségeit, éppen ellenkezőleg: **ösztönözte a külföldi működőtőke beáramlását.**

A viszonylag nagy gazdasági súlyú lengyel **mezőgazdaság** (a foglalkoztatottak mintegy 20 százaléka jut rá) az európai uniós csatlakozás legfőbb haszonélvezője. Az uniós agrártámogatások nem csekély szerepet játszhattak a mezőgazdaság és az élelmiszeripar termelésének növekedésében. A mezőgazdaság mind a termelés, mind a foglalkoztatás terén kiegyensúlyozó szerepet játszott.

Az utólagos elemzés fényében kedvezőnek bizonyult a válság előtt a munkaerőre rakódó adók és járulékok csökkentése is, az alacsonyabb közterhek megkönnyítették a foglalkoztatás fenntartását. A laza fiskális politika okaként említhető még az is, hogy a társadalmi konfliktusokat kerülő gazdaságpolitika ódzkodott a lakosságot érintő megszorításoktól, emiatt a háztartások fogyasztása nemzetközi összehasonlításban stabil maradt.

Az anticiklikus költségvetési politika áráként **az államháztartás GDP-arányos hiánya** 2009-ben 7,4 százalékot, 2010-ben 7,9-et ért el, és 2011-ben és 2012-ben is meghaladta az európai uniós jogszabályok által engedélyezett 3 százalékos küszöböt, ami válságban nehezen kifogásolható. Emiatt Lengyelország 2008 óta túlzottdeficit-eljárás alatt áll. Egyéb gazdasági megfontolások mellett ezzel is magyarázható, hogy 2010 után a kormány a hiány csökkentése végett az államháztartási kiadások lefaragásának és a bevételek növelésének (az áfakulcs emelése stb.) formáját öltő megszorító intézkedéseket hozott. Emlékeztetőül: Magyarország költségvetési túlköltekezése a válságot megelőzően öltött a lengyel krízis időszakaihoz hasonló méreteket. Ezért akkor kényszerült költségvetési konszolidációra, amikor éppen a kiadások növelésére lett volna szükség, tehát a lengyeltől eltérően a magyar fiskális politika csak korlátozott szerepet tudott betölteni a válságkezelésben.

A költségvetési expanziót Lengyelországban az tette lehetővé, hogy a válságot megelőző fegyelmezett fiskális politika miatt 2008-ban az **államadósság** a GDP-jének mindössze 47,1 százalékát tette ki, messze alacsonyabb volt a maastrichti konvergenciakritériumot jelentő 60 százalékos értéknél. Ebben az is szerepet játszhatott, hogy a rendszerváltás után Lengyelország külső adósságának jelentős részét elengedték. A számok arra engednek következtetni, hogy a lengyel gazdaság a kiterjedt belső piacra, az európai uniós transzferekre és az exportra támaszkodva fiskális ösztönzés nélkül is növekedett. Az alacsony államadósság miatt a válság idején a költségvetési politika mozgásterére sokkal nagyobb volt, mint az eladósodott EU-tagállamokban. A fiskális lazítás következtében azonban az államadósság 2012-ben elérte a GDP 55,6 százalékát. Ez ugyan még kisebb volt, mint az európai uniós intézmények által kritikusként tekintett érték, de az ún. államadósságfőkre vonatkozó rendelkezés szerint, amelyet korábban a lengyel alkotmányban rögzítettek, már erőteljes kormányzati konszolidációs intézkedések váltak szükségessé (többek között tilos a költségvetési deficit növelése, ha az államadósság meghaladja a GDP 50 százalékát).

A válság átvészelésében kiemelkedő szerepe volt a **stabil pénzügyi rendszernek**, beleértve a viszonylag nagy tőkepiacot, amit szigorú állami felügyelet is erősített. Egyéb tényezők mellett vélelmezhetően a hitelezésre vonatkozó szabályozási és felügyeleti szigor is közrejátszott abban, hogy Lengyelországban nem jött létre ingatlan- és hitelpiaci buborék (ami például a balti köztársaságokat jellemezte). Lengyelországban is volt devizaalapú hitelezés, de volumene és nemzetgazdasági súlya, hasonlóan Csehországhoz, jóval kisebb volt, mint Magyarországon, hogy csak a két közép-európai végletet említsük. Magyarországgal összevetve Lengyelországban is olcsóbb volt a devizaalapú hitel, mint a nemzeti devizában denominált, de ott a különbség kisebb volt, mint nálunk. A későbbi és erőteljesebb korlátozás Lengyelországban nem tiltás formáját öltötte, hanem a devizaalapú hitelfelvétel feltételeinek a szigorítását. Az MNB itthon is időben jelzett, de a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete és a Pénzügyminisztérium nem lépett.

A külföldi tulajdonban lévő bankok, amelyek piaci részesedése sokkal alacsonyabb a közép- és kelet-európai átlagnál, a válság idején anyabankjaiktól kaptak forrást, a mindenkori piaci kamatlábnál alacsonyabb költséggel. Sok más országtól eltérően Lengyelországban nem „száradt ki” a banki hitelpiac a válság idején.

Nagyszámú lengyel és külföldi szakértő szerint a nemzeti valuta nominális leértékelődését lehetővé tevő **lebegő árfolyamrendszer** is nagymértékben hozzájárult a válság negatív hatásainak ellensúlyozásához. A zloty euróval szembeni árfolyamának leértékelődése (2008 júliusa és 2009 februárja között ennek mértéke több mint 30 százalék volt) ösztönözte a kivitelt, a nettó export (az export és az import különbsége) a gazdasági növekedés lényeges forrása volt, de a lengyel exportdinamika közép- és kelet-európai összehasonlításban nem volt kiemelkedő. A lengyel export 80 százalékát az Európai Unió veszi fel, azon belül a domináns partner Németország. A német gazdaság európai uniós összehasonlításban viszonylag kedvező teljesítménye és a német felvevőpiac földrajzi közelsége is segítette a lengyel kivitel bővülését. Ennek feltételeit tovább javította a Németországhoz fűződő politikai kapcsolatok fejlesztése, ami a német vállalatok lengyelországi közvetlen beruházásaira is kedvező hatással volt. A kormány ezzel párhuzamosan az Oroszországhoz fűződő viszony normalizálására is törekedett.

A gazdaság viszonylagos zártsága miatt a leértékelés nyomán dráguló import inflációs hatása viszonylag csekély volt. Paul Krugman Nobel-díjas amerikai közgazdász különösen nagy fontosságot tulajdonított a nagyszámú gazdasági feszültséget felfogó, illetve levezető **leértékelődésnek**. Szerinte, ha Lengyelország a válság kitörésekor az euróövezet tagja lett volna, akkor nehezebben birkózott volna meg a válság következményeivel. Kétségtelen, hogy a monetáris politikai szuverenitás az árfolyam-politika szabadságán keresztül javította a lengyel kormányzat válságkezelési lehetőségeit, ellenében például a görög krízissel, amelynek orvoslása során a közös valuta miatt az adósság elinflálásának a lehetősége eleve kizárt volt. Más szakértők ezzel szemben arra hívják fel a figyelmet, hogy a lengyel nemzeti valuta nominális leértékelődése a gyengébb ellenállás irányába történő elmozdulást tett lehetővé, és gyengítette a szerkezeti reformokra irányuló nyomást.

A lengyel válságkezelés kiemelkedő fontosságú eleme volt a **Nemzetközi Valutaalap** 2009 áprilisában kötött 20,5 milliárd dollár összegű hitelmegállapodás. Ez konkrétan

az IMF által egy hónappal korábban létrehozott ún. **rugalmas hitelkeret** formáját öltötte, amely egyfajta elővigyázatossági vagy biztosítási eszköz a kedvező „gazdaságtörténetű”, erős alapokkal és szilárd gazdaságpolitikával rendelkező országoknak nemzetközi pénzügyi turbulenciák esetén az átmeneti fizetési gondok enyhítésére. (Részletesen lásd a 7. fejezetben.) Ezt olyan országok vehetik igénybe, amelyeket korábban elkerült a pénzügyi válság, mert stabil gazdasági fundamentumokkal rendelkeznek, és fegyelmezett gazdaságpolitikát folytattak. A hitelkeretet az IMF gazdaságpolitikai feltételek megszabása nélkül folyósítja az arra jogosult országoknak. A hitelfelvételt a zloty elleni esetleges spekulatív támadás (a főbb devizákkal szembeni túlzott leértékelődés) kivédésével vagy megelőzésével indokolták, és ilyen jelek valóban voltak. A hitelszerződésben megállapított összeget, amely szabad felhasználású, nem kötelező igénybe venni. Lengyelország 2010-től folyamatosan meghosszabbította a 2015-ben lejáró hitelkeretet annak ellenére, hogy nem hívott le pénzt belőle, viszont élvezte az IMF-megállapodás nyomán javuló pénz- és tőkepiaci bizalom előnyeit, amelyek bőségesen felülmúlták a hitelkeret rendelkezésre tartási költségeit.

A fentiekén túlmenően a kormány a nemzeti valutában történő állampapír-kibocsátás helyett kedvező kondíciójú, alacsony kamatlábú, hosszú lejáratú hitelek felvételét tervezi a **Világbanktól és az Európai Beruházási Banktól** az államháztartási hiány és az elmulasztott szerkezeti reformok finanszírozására. Ez prudens, óvatos, konzervatív felfogást tükröz a külső forrásbevonást illetően, amely a tőkepiacok pillanatnyi kedvező helyzete ellenére továbbra is a kiszámítható és biztonságos nemzetközi pénzügyi intézményeket részesíti előnyben. A lengyel pénzügyminisztérium szerint a 16 milliárd euró költségvetési hiány felét fedeznék az említett hitelek. A jelek szerint a lengyel kormány nemzeti önértékét nem zavarja, hogy a hitelnyújtás feltétele az államháztartás konszolidálása és szerkezeti reformok végrehajtása.

Kétségtelen ugyanakkor, hogy nagy a kísértés „unortodox” lépésekre. Ilyen volt 2013 szeptemberében a **magánnyugdíj-pénztári megtakarítások államosítása**, amit szabályozási okok, az adósságfék követelményeinek teljesítése indokolt. Ez nem volt szükségzerű lépés. Eredetileg a nyugdíjreform eldöntésekor elhatározták a kordedvezményes nyugdíjak felülvizsgálatát és szigorítását, de végül is ezt az elhatározást nem követték tettek. A kormány más egyenlegjavító lépéseket is tehetett volna (már sokkal korábban is). A magánnyugdíj-pénztári megtakarítások államosítása politikailag könnyebb volt.

E nélkül nem lett volna képes eleget tenni az adósságfékre vonatkozó, alkotmányba foglalt rendelkezéseknek. Ennek alapján nem volt szerencsés az európai uniós intézmények ama korábbi döntése, amelynek értelmében az államháztartásban nem vehetők figyelembe a magánnyugdíj-pénztári megtakarítások. Nincs jele viszont annak, hogy ezeket az intézkedéseket összekapcsolják a nemzetközi intézményekkel való kapcsolatok ártérítelésével (szuverenitást igazolni hivatott demonstratív lépések, állandósuló IMF-ellenes retorika stb.), ami kormányzati bölcsességre és előrelátásra utal.

A szerkezeti reformok legfontosabb korlátja az ország ideológiai és politikai megosztottsága (hagyományos konzervatív nacionalista tradíció versus nyugati modernizáció), a széttagolt politikai pártpaletta, a kormánypárt támogatottságának folyamatos gyengü-

lése, különösen a 2014-ben esedékes európai parlamenti és önkormányzati, továbbá a 2015-ben sorra kerülő köztársaságielnök-választás fényében.⁴³⁷ Ehhez kapcsolódik, hogy a Jarosław Kaczyński által vezetett legnagyobb ellenzéki párt, a Jog és Igazságosság a lengyel gazdaság állapota által nem indokolt populista gazdasági követeléseivel állandó nyomás alatt tartja a kormányt.

A kormányfő egy 2008-ban tett nyilatkozata szerint Lengyelország 2012-ben csatlakozhatott volna a Gazdasági és Monetáris Unióhoz. Ezt az elképzelést keresztülhúzta a globális pénzügyi és gazdasági válság.⁴³⁸ A költségvetési konszolidáció és a szerkezeti reformok sikeres megvalósításával azonban az euró bevezetésének a feltételei is létrejöhetnek. A 3 százalék alatti GDP-arányos államháztartási hiányt a kormány a gazdasági növekedés veszélyeztetése nélkül, fokozatosan csak 2015-ben kívánja elérni. Nem érzékelhető olyan kormányzati törekvés, amely az EU-s túlzottdeficit-eljárás alóli kikerülés érdekében ezt különféle megszorítócsomagok bevezetésével előbbre kívánná hozni. A GMU-csatlakozáshoz a lengyel alkotmányt is módosítani kell, amihez jelenleg nincs meg a parlamenti többség. Donald Tusk miniszterelnök szerint egyáltalán nem biztos, hogy a 2015. évi választások után is meglesz az euró bevezetéséhez szükséges parlamenti támogatás. Ebben az esetben Lengyelország leghamarabb 2020 után csatlakozhatna az euróövezethez. Minél később kerül sor azonban a csatlakozásra, annál több feltételnek kell eleget tenni, a szuverén adósságválság kezeléséhez ugyanis az utóbbi években nagyszámú jogszabályt fogadtak el az euróövezetben. Jelenleg az euró társadalmi támogatottsága sem túlságosan nagy (ezzel a lengyelek nincsenek egyedül az EU-n belül), a szavazati joggal rendelkezők kevesebb mint egyharmada ért egyet az euró bevezetésével. Ez azért lényeges, mert nem kizárt, hogy a legnagyobb ellenzéki párt népszavazást írna ki a kérdéstről az alkotmánymódosítás után.

⁴³⁷ Pályi András: Fordul a kocka?, Élet és Irodalom, 2013. 28. szám, július 12. Poland's government. The seven-year itch. The Economist, 2013. július 27., 21-22. o.

⁴³⁸ Poland and the euro. Augustinian delay. The Economist, 2012. augusztus 18., 23. o.

7. Nemzetközi összefüggések: az EU és az IMF

A 2007 nyarán kezdődött globális pénzügyi és gazdasági válság alkalmat adott a Nemzetközi Valutaalap számára tevékenységének megreformálására. Az IMF konstruktív szerepet játszott a krízis kezelésében, az általa nyújtott hitelek megakadályozták több ország likviditási és adósságválságának elmélyülését, illetve más országokra való áttérjedését. Jelenleg tevékenységének súlypontját az IMF a válságmegelőzésre helyezi.

A 2007 nyarán kezdődött globális pénzügyi és gazdasági válság előtt a Nemzetközi Valutaalap háttérbe szorult a nemzetközi pénzügyekben. A Bretton Woods-i valutarendszer 1971. évi összeomlásával a Nemzetközi Valutaalap funkciója feleslegessé vált, mert az alapító okiratban rögzített célkitűzések közül – az elsőt kivéve – valamennyi megvalósult, illetve a fejlett országok lebegő árfolyamrendszerre való áttérésével túlhaladottá vált.

Az 1970-es években több kísérletet is tettek az IMF hatáskörének kiterjesztésére. Sikertelenül próbálkoztak egy szabályozott árfolyamrendszer kidolgozásával és új hitelkonstrukciókkal. Az 1982-ben kezdődött nemzetközi adósságválság viszont újból feladatot adott az IMF-nek. A szervezet az egyes országok fizetéseképtelenségét likviditáshiány-problémák láncolataként értelmezte, hiteleivel katalizátor szerepet töltött be. Csak azoknak az országoknak a hiteleit ütemezték ugyanis át, amelyek a Nemzetközi Valutaalap által jóváhagyott gazdaságpolitikát követték. Az általuk nyújtott kölcsönök általában az eladósodott országok igényeinek kisebb hányadát fedezték, de az IMF-fel kötött megállapodások további hitelek előtt nyitották meg az utat.⁴³⁹ A hidegháború befejezése után a Nemzetközi Valutaalap a szocialista gazdasági modellből a piacgazdaságba való áttérést támogatta.

Az 1980-as évek latin-amerikai válságaiból és az 1997–1998. évi ázsiai krízisből nem csak az érintettek vonták le azt a következtetést, hogy sebezhetőségük mérséklése érdekében csökkenteniük kell külső adósságukat. Erre az elhatározásra jutott több fejlődő ország kormánya is. Ez a törekvés többek között azt eredményezte, hogy sok, alacsony egy főre jutó GDP-vel rendelkező felzárkózó ország folyó fizetési mérlege folyamatosan többletet mutatott, devizatartalékai nőttek, ezáltal paradox módon ők finanszírozták bizonyos fejlett országok, azok közül is elsősorban az USA külső egyensúlyhiányát. Devizatartalékaik felduzzasztásában a felzárkózó országokat minden bizonnyal az is motiválta, hogy ilyen módon kívánták magukat esetleges jövőbeli válságokkal szemben biztosítani, ezáltal kívántak függetlenedni a nagyszámú, sok esetben vitathatónak tartott feltételek mellett hozzáférhető IMF-hiteltől. A 2003-ban kezdődött világgazdasági konjunktúra idején ugyanakkor – válságok hiányában – kevés országnak volt szüksége IMF-hitelre. Ebben az időszakban a Nemzetközi Valutaalap egyfajta koordináló szerepet kívánt ellátni a globális egyensúlyhiányok mérséklésében, nem sok sikerrel.

⁴³⁹ Nagy Pongrác: A rendszerváltás gazdaságpolitikája. Akadémiai kiadó, Budapest, 2004.

A Nemzetközi Valutaalapot a globális válság 2008 őszen kezdődött újabb szakasza mentette meg a jelentéktelenségbe süllyedéstől, amikor több közép- és kelet-európai ország (így Lettország és Magyarország valamint Izland) fordult hozzá kölcsönért.

Az új nemzetközi szerep kialakítása mellett a 2007 novembere és 2011 tavasza között a szervezet élén állt francia Dominique Strauss-Kahn nevéhez fűződik az IMF pénzügyi forrásainak háromszorosára (750 milliárd dollárra) történt emelése a G20 országok 2009. áprilisi londoni csúcstalálkozóján. Az IMF 21 taggal kötött ún. **bilaterális kölcsön és értékpapír-kölcsönzési megállapodások** (bilateral borrowing and note purchase agreements) keretében a kvótán felül 250 milliárd dollár, 2011 márciusában pedig a **kiterjesztett és kibővített kölcsön-megállapodás** (New Agreement to Borrow – NAB) keretében további 550 milliárd dollár pótlólagos forráshoz jutott. A 2010 decemberében jóváhagyott **kvótaemelés** 2012-ben történő hatályosulása tovább gyarapította az IMF állandó forrásait. Ezt mérsékeltek viszont a kölcsönegyezmények keretében rendelkezésre álló pénzügyi források csökkenése.

A válság hatására a szervezet **rugalmasabbá vált**, azaz egyrészt a korábbi időszakhoz képest nagyobb összegű hiteleket folyósított a rászoruló országoknak, másrészt sokkal gyorsabban és rugalmasabban tette ezt. Az 1990-es évek szabadpiaci ortodoxiájának egy részével való szakítás a szervezet munkatársainak gondolkodásában már korábban megkezdődött.⁴⁴⁰ Ez többek között azt jelenti, hogy a hitelnyújtás feltételeként az IMF nem ragaszkodik a kedvezményezett ország tökemérlegének teljes liberalizálásához, azaz a pénz korlátozásoktól mentes ki- és beáramlásának engedélyezéséhez, a privatizációhoz és a deregulációhoz. Mindez korábban különösen az ázsiai országokban váltott ki ellenérzéseket. Ezzel szemben nagyobb mértékben veszik figyelembe a mindenkori külső feltételrendszert és a hitelfelvevő országok sajátosságait. Az egyensúly kezelése érdekében korábban általános megoldásként alkalmazott megszorító intézkedések alkalmazása, a konszolidáció terheinek egyoldalúan a munkavállalókra történő áthárítása helyett a szociális, foglalkoztatási szempontok is megjelentek a nemzetközi szervezet követelményrendszerében. A hitelfeltételek módosulását a szakértők egy része felpuhulásként értékeli. Az IMF szerint inkább arról van szó, hogy egyes jól körülhatárolt feltételekre összpontosítanak.

Nagyszámú jel szerint az utóbbi időben a Nemzetközi Valutaalap tevékenységének súlypontja a válságmegelőzésre tevődött át. Ezt szolgálják különféle **hitelprogramjai**,⁴⁴¹ amelyek engedményes és engedmény nélküli hitelek lehetnek. Az **engedményes hitelek** eddig az IMF kamatmentesen nyújtotta a korlátozott bevételekkel rendelkező, **elmaradott országoknak**. A felzárkózást előmozdító kölcsönök között a **gyorshitel** (Rapid Credit Facility – RCF), a **készenléti hitel** (Stand-by Credit Facility – SCF) és a **kiterjesztett hitelkeret** (Extended Credit Facility – ECF) különböztethető meg.

A **nem engedményes hiteleket** a **fejlettebb országok** igényeihez szabták. E hiteleket a piaconál kedvezőbb feltételek, így alacsonyabb kamatláb mellett nyújtja az IMF. Négy fajtájuk

⁴⁴⁰ Alan Beattie: A reach regained. Financial Times, 2010. április 22., 9. o.

⁴⁴¹ Az információk forrása: International Monetary Fund: Factsheet. IMF Lending. Elérhető: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/howlend.htm>

van: a rugalmas hitelkeret, az elővigyázatossági hitelkeret, a készenléti hitelmegállapodás és a kiterjesztett hitel-megállapodás.⁴⁴²

A 2009 márciusában létrehozott **rugalmas hitelkeret** (Flexible Credit Line – FCL) egyfajta elővigyázatossági vagy biztosítási eszköz a kedvező „gazdaságtörténetű”, erős alapokkal és szilárd gazdaságpolitikával rendelkező országoknak (azaz olyanoknak, amelyeket az utóbbi években elkerült a pénzügyi válság, mert stabil gazdasági alapokkal rendelkeznek és fegyelmezett gazdaságpolitikát folytattak) nemzetközi pénzügyi turbulenciák esetén átmeneti fizetési gondok enyhítésére. A hitelszerződésben megállapított összeget, amely szabad felhasználású, nem kötelező lehívni. A hitelkerettel bíró országok válsághelyzetben is finanszírozni tudják gazdaságukat. Ezzel a lehetőséggel eddig Lengyelország, Mexikó és Kolumbia élt (több mint 100 milliárd dollár áll rendelkezésükre). Bár még egyik említett országnak sem kellett forrásokat lehívnia a hitelkeretből, azért meghosszabbították a hitelkeret futamidejét. Több szakértő szerint ennek a hitelkeretnek a létrehozása volt az igazi fordulópontra az IMF átalakulásában, ami nem csekély mértékben járult hozzá a szervezet hitelességének erősödéséhez. A törlesztési szabályok megegyeznek a készenléti hitelre (lásd alább) vonatkozó előírásokkal.

Az IMF igazgatótanácsa 2010. augusztus végén döntött egy **globális stabilitási mechanizmus** létrehozásáról is, amivel gyorsan és hatékonyan reagálhat a pénzügyi rendszert érő sokkokra, ezáltal megakadályozhatja azoknak a pénzügyi piacokra és más országokra gyakorolt láncreakcióját, például úgy, hogy pénzügyi forrásokkal látja el a válság sújtotta országokat a „fertőzés” tovaterjedésének megakadályozása végett.

Említett ülésén az igazgatótanács a **rugalmas hitelkeret** feltételeit is módosította.⁴⁴³ Ennek értelmében a hitelt egy- vagy kétéves futamidőre lehet nyújtani, és eltörölték a hitelösszeg felső határát. Az igazgatótanács döntött továbbá egy új eszköz, az **elővigyázatossági hitelkeret** (Precautionary Credit Line – PCL) létrehozásáról, amely az IMF hagyományos eszköztárába tartozó készenléti hitelkeret (lásd alább) és a rugalmas hitelkeret között helyezkedik el. A hitelkeretet jellemzően a hosszú távú fizetési gondokkal küszködő, gazdasági reformokat végrehajtó országok vehetik igénybe.⁴⁴⁴ Közvetlen célja az, hogy hozzájáruljon a hitelt igénybe vevő ország lejáráó adósságállományának megújításával kapcsolatos kockázatok méréséhez és a befektetői bizalom erősítéséhez.

Az IMF az elővigyázatossági hitelkeretet mint válságmegelőző eszközt olyan országokra szabta, amelyek nem rendelkeznek elég erős fundamentumokkal ahhoz, hogy jogosultak lehessenek a rugalmas hitelkeretre, viszont figyelemre méltó intézkedéseket hajtottak végre a hitel odaítélését megelőző időszakban (a felülvizsgálat egyébként félévente történik) államháztartási pozíciójának javítására, ezáltal csökkentették az IMF által definiált sérülékenységet. Ezek viszonylag egészséges gazdasági fundamentumokkal rendelkező és racionális gazdaságpolitikát folytató, de mérsékelten sérülékeny országok. Ezt a konstrukciót olyan országokra dolgozták ki, ahol a gazdaságpolitika folytatását akarja megtámogatni az IMF.

⁴⁴² A hitelkeretekre vonatkozó információk forrása:

<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/eng/list.aspx>

⁴⁴³ The Fund's Mandate-Future Financing Role. Public Information Notice (PIN) No. 10/124 Washington, 2010. szeptember 3. Elérhető:

<http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2010/pn10124.htm>

⁴⁴⁴ Reformokon államháztartási vagy szerkezeti reformokat értenek, amelyek az állam nagy elosztó rendszereinek az átalakítását célozzák a hatékonyabb és jobb minőségű szolgáltatások biztosítása céljából. Az államháztartási reform különösen a nyugdíjrendszerre és az egészségügyi ellátó rendszerre vonatkozik, de ide sorolják a közigazgatás és az oktatási rendszer átalakítását is.

Ezen hitelkereteket előzetes kvalifikáció alapján lehet nyújtani, amelyben kilenc kritériumot értékelnek. A részletek kifizetése meghatározott ütemterv szerint történik, a reformok előrehaladásának függvényében. A megállapodás elfogadásakor az adott ország IMF-kvótája 500 százaléknak megfelelő hitelt folyósítanak, ami az ezt követő tizenkét hónapban a kvóta 1000 százalékáig bővíthető. Az első részletet a kedvezményezett országok feltételek nélkül lehívhatják, a többi részlet igénybevételének viszont vannak – koncentrált – feltételei. A szerződésben megállapított összeget nem kötelező lehívni. Ezzel a lehetőséggel 2011 januárjában Macedónia élt először. Írországnak 2013. október közepén ajánlották fel az elővigyázatossági hitelkeretet, de nem fogadta el.

Az elővigyázatossági hitelkeret helyébe lépett az **elővigyázatossági és likviditási keret** (Precautionary and Liquidity Line – PLL), amely megtartotta az elővigyázatossági hitelkeret meghatározó elemeit és tovább szélesítette azokat. A PCL erősségeire épít és annak felhasználói körét és feltételeit terjeszti ki. A PLL az előzetes kvalifikációt kombinálja az utólagos feltételrendszerrel. Ezáltal egyszerre tárja fel a sebezhetőségeket és tesz javaslatokat, illetve szab feltételeket azok korrekciójára. A PLL kvalifikációs folyamata jelzésértékű a piacok számára, mert ennek keretében minősítik az adott ország gazdasági fundamentumait és szakpolitikáit. A gazdaság egy-két területén megállapított sebezhetőség a hitel igénybevételének nem kizáró oka. A hitel futamideje 6 hónap vagy 1-2 év lehet. A nyújtható hitel összege éves megállapodás esetén a kvóta 500 százaléka, teljes időtartamra annak 1000 százaléka is lehet.

A **készenléti hitelmegállapodás** (Stand-by Agreement – SBA, amelyet Magyarország is többször igénybe vett, legutóbb 2008 őszén) a nem kedvezményes hitelek legelterjedtebb típusa, amely az IMF-hez csatlakozott országok rövid távú fizetésimérleg-problémáinak megoldását vagy enyhítését szolgálja. A kedvezményezett ország a rendelkezésére bocsátott hitelkeretből előre meghatározott ütemezés szerint hívhat le részleteket a hitelező előzetes jóváhagyásával. A Nemzetközi Valutaalap a hitelkeret folyósítását szigorú feltételekhez: szerkezeti reformok végrehajtásához köti. A részletek folyósítását a reformok előrehaladásának függvényében hagyja jóvá, a negyedéves ellenőrzések eredményeként. Minden további hitelrészlet lehívásának feltétele a kitűzött teljesítménykritériumok elérése. A hitelkeretet nem kötelező lehívni. A készenléti hitelmegállapodás futamideje 3-5 év. A visszafizetés 5 éven belül esedékes.

A készenléti és az elővigyázatossági hitelkeret ötvözte az **elővigyázatossági készenléti hitelkeret** (Precautionary Stand-by Agreement – P-SBA). Nagyságát a kérelmező ország sajátosságainak a figyelembevételével állapítják meg. Egyfajta vésztartalék szerepet tölt be. A hitelkeretet igénybe vevő országnak nem áll szándékában a hitel lehívása. Ha viszont szüksége van rá, akkor a Nemzetközi Valutaalap azonnal utal. Egyéb vonatkozásban a készenléti hitelkeret feltételeit alkalmazzák, így negyedéves bontásban kell közölni az elérendő célokat stb. A dolog természetéből adódóan itt nincs folyósítási menetrend. Az IMF Romániával kötött ilyen megállapodást. 2009 óta a hitelfelvétel felső korlátja minden 12 hónapos periódusra a befizetett kvóta 200 százaléka lehet, a maximális időtartamra pedig annak 600 százaléka.

A **kiterjesztett hitelmegállapodás** (Extended Fund Facility – EFF) azon országoknak szól, amelyek hosszú távú folyófinanszírozási-, illetve finanszírozási problémákkal küszködnek, gazdaságuk lassan nő, így fenntartható fejlődésükhöz mélyreható reformokat kell végrehajtani. A célcsoportba tartozó országokban a magántőke érvényesülését intézményi elégtelenségek akadályozzák. Ehhez a hitelfajtaéhoz kapcsolódnak a legszigorúbb feltételek. A kedvezményezett ország kötelezettséget vállal előre meghatározott strukturális reformok végrehajtására. A szerkezeti reformok nagy időigénye miatt a hitelkeret futamideje hosszabb, a legrövi-

debb futamidő is három év, ami egy évvel meghosszabbítható, de vannak 4,5-10 éves hitelkonstrukciók is. Az igénybe vehető összeg nagysága hasonló a készenléti hitelmegállapodásokéhoz. Az IMF a Gazdasági és Monetáris Unió tagországai közül ilyen hitelmegállapodást Írországgal és Portugáliával kötött. A részletek folyósítása az IMF szakemberei által végrehajtott ellenőrzés után történik.

Ami **az IMF és az EU közötti kapcsolatokat** illeti, a **Lisszaboni Szerződés** név szerint nem említi a **Nemzetközi Valutaalapot és a Világbankot**, hanem nemzetközi pénzügyi intézményként hivatkozik rájuk. A Nemzetközi Valutaalapban és a Világbankban az Európai Uniót a tagállamai képviselik, jelentős súlyuk van a döntéshozatalban. A gazdasági és monetáris ügyekért felelős biztos az Európai Bizottság képviselőjében részt vesz a Bretton Woods-i intézmények tavaszi ülésein.

Az EU-tagállamok Brüsszelben, a Gazdasági és Pénzügyi Bizottság ülésein és Washingtonban, az EU-tagállamok IMF-képviselőinek (EURIMF) rendszeres találkozóin koordinálják a **Nemzetközi Valutaalapban** képviselendő álláspontjukat. Ez nem mindig kielégítő. Ezen javíthat az EURIMF két évre szóló elnöki posztjának 2007-ben történt létrehozása. Az EU IMF-hez fűződő kapcsolatait más intézmények is alakítják. Így az Európai Központi Bank képviselője megfigyelőként vesz részt az IMF Tanácsában. A soros elnökséget ellátó ország pénzügyminisztere felszólalhat a nyári és tavaszi találkozón. Az EKB és az Euróacsoport elnöke részt vesz az árfolyam-politikával kapcsolatos kérdések megvitatásában. Az IMF elnökét hagyományosan az EU javasolja.

Mindennek **jogi háttérét** egyrészt az EUMSZ 142. cikke adja, amely szerint „Az eltéréssel rendelkező tagállamok árfolyam-politikájukat közös érdekű ügyként kezelik...”, azaz a GMU-hoz nem csatlakozott EU-tagállamok sem tárgyalhatnak a többi tagállamtól függetlenül sok, a Nemzetközi Valutaalap napirendjén szereplő kérdéssel.

Másrészt az EUMSZ 138. cikk (2) bekezdése szerint „a Tanács a Bizottság javaslata alapján megfelelő intézkedéseket fogadhat el a nemzetközi pénzügyi intézményekben és konferenciákon való egységes képviselő biztosítása céljából”. Ilyen intézkedések elfogadásakor csak azok a tagállamok vesznek részt a döntéshozatalban, amelyek pénzneme az euró. A szavazás minősített többséggel történik.

Végül az EUMSZ 219. cikk 3. bekezdése szerint: „Ha az Uniónak egy vagy több harmadik állammal vagy nemzetközi szervezetekkel monetáris vagy devizagazdálkodási szabályozási kérdéseket érintő megállapodásokat kell megtárgyalnia, a Tanács – a 218. cikktől eltérve – a Bizottság javaslata alapján, az Európai Központi Bankkal való konzultációt követően határoz az ilyen megállapodásokra vonatkozó tárgyalásoknak és e megállapodások megkötésének szabályairól. A Bizottság teljes mértékben részt vesz a tárgyalásokon.”

Az EUMSZ 127. cikk 6 bekezdése pedig arról rendelkezik, hogy a Tanács az EKB-t „hitelintézetek és az egyéb pénzügyi szervezetek prudenciális felügyeletére vonatkozó politikákkal kapcsolatban külön feladatokkal bízhatja meg.”

Az IMF-alapokmány IV. cikke szerinti rendszeres gazdaságpolitikai konzultációkat a GMU 17 tagállamával és a GMU képviselőivel folytatják. Ez utóbbi összhangban van az IMF gyakorlatával, más valutauniókkal (Közép-afrikai Gazdasági és Pénzügyi Közös-

ség, Kelet-karibi Valutaunió, Nyugat-afrikai Gazdasági és Monetáris Unió) is hasonlóan jár el. A különbség az, hogy ezek a konzultációk csak az EU-ban képezik az egyes országokkal szembeni felügyelet integráns részét. A konzultációkba bevonják az Európai Bizottságot és az Európai Központi Bankot is. Az IMF szakértői az euróövezet gazdasági kilátásairól és a különféle szakpolitikákról kialakított véleményét az eurócsoporthoz nyújtja be (amely a 17 GMU-tagállam pénzügyminisztereiből áll). Az EU és az IMF közötti kapcsolatok alakítását gyakran nehezíti, hogy egyrészt a tagállamok mellett európai uniós intézmények is részt vesznek a folyamatban, másrészt az EU és a tagállamok közötti hatáskörök eltérőek az egyes területeken.⁴⁴⁵

Az európai uniós intézmények erősíteni kívánják a **GMU külső képviseletét az IMF-ben**. Ez kétféle folyamat. Az első szakaszban a GMU-tagállamokat (beleértve a később belépőket is) az euróövezetbe mint joghatóságba szerveznék át. Ezzel párhuzamosan a GMU-nak megfigyelő státust kérnek az IMF igazgatótanácsában. A második szakaszban egyetlen helye lenne a GMU-nak az IMF testületeiben. Az EUMSZ 138. cikke (2) bekezdése alapján az európai uniós intézmények formális javaslatot kívánnak tenni az egységes képviseletre. A GMU-t az Európai Bizottság képviselné, a monetáris politika ügyeiben az EKB-val közösen. A közös képviselet kialakítását nehezíti, hogy a GMU-tagállamok többsége ragaszkodik saját képviseletéhez, ezáltal ahhoz, hogy közvetlenül ellenőrizhesse a döntéseket az IMF testületeiben.

Az IMF szakértői 2011-ben készítették el első elemzésüket az Európai Unió pénzügyi stabilitásáról (European Financial Stability Framework Exercise – EFFE), amelyet 2012-ben a pénzügyi szektor értékelési programja (Financial Sector Assessment Program – FSAP) követett.

Addig, ameddig az euróövezetet alkotó országok az IMF-nek is tagjai, jogosultak pénzügyi segítséget is kérni tőle, még akkor is, ha az ESM-ből jutnak finanszírozási forrásokhoz. A szuverén adósságválság kezdete óta eltelt időszak tapasztalatai alapján az IMF lényeges szerepet játszik az euróövezet válságának kezelésben. A Nemzetközi Valutaalap kizárólagos vezető szerepe azért nem jöhet szóba, mert egyrészt az IMF és az EU-politikák követelményei nem kompatibilisek egymással teljes mértékben. Másrészt, amíg az IMF-nek szabad keze van regionális integrációkhoz nem tartozó országok esetében, addig a GMU-tagállamok olyan rendszerbe tartoznak, amelyben a gazdaságpolitikák harmonizáltak. Ennek a követelményeit nem lehet szem elől téveszteni. Ugyanakkor a „tisztá” európai uniós megoldásnak is vannak korlátai. Az egyik az, hogy teljesen új jogi és pénzügyi infrastruktúra kiépítését igényelné, ami viszont a Nemzetközi Valutaalaphoz megvan. A másik az, hogy az EU által a tőkepiacról bevont és a költségvetése által garantált források nagyságrendje legfeljebb a kisebb tagállamok (Magyarország, Lettország, Románia) kiegészítésére elegendők, a nagyobbakéra (Spanyolország, Olaszország) nem.⁴⁴⁶

⁴⁴⁵ International Monetary Fund: The IMF and Europe. Elérhető: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/europe.pdf>

⁴⁴⁶ Benedicta Marzinotto et al.: i. mű, 6. o.

A Nemzetközi Valutaalap többek között a 2010 májusában Görögországnak, a 2010 decemberében Írországnak és a 2011 májusában Portugáliának nyújtott európai uniós pénzügyi mentőcsomagokhoz is hozzájárult, és 250 milliárd eurót bocsátott – szintén a görög államadósság-válság kezelése kapcsán – az Európai Unió égisze alatt létrehozott európai pénzügyi stabilitási eszköz rendelkezésére. Később a Ciprusnak juttatott pénzügyi mentőcsomagból is kivette a részét. Az IMF továbbra is a fizetési nehézségekkel küszködő országok végső hitelezője. Ezen GMU-tagországok válságkezelésében az Európai Tanács, az Európai Bizottság, az Európai Központi Bank szorosan együttműködött, illetve most is együttműködik a Nemzetközi Valutaalappal. Az IMF az EMS-nek is integráns részévé vált. A szoros együttműködés ellenére az IMF a finanszírozási és a gazdaságpolitikai tanácsadási döntéseit önállóan hozza (a 24 tagú végrehajtó testület hagyja jóvá azokat). Miként arról korábban más összefüggésben szó volt, a Nemzetközi Valutaalap hozzájárulása a válságkezeléshez az európai uniós alapszerződés kimentést tiltó klauzulája miatt vált szükségessé.

Az IMF a fejlődő országokban kiemelkedő szerepet játszott a piacgazdasági és szerkezeti reformok előmozdításában. Olyan reformokról van szó, amelyekhez politikai akaratot nem lehetett az érintett országokban belülről mobilizálni. A GMU főbb egyensúlyi indikátorai (szufficites folyó fizetési és külkereskedelmi mérleg, kezelhető államháztartási deficit, az USA-hoz és Japánhoz képest alacsony GDP-arányos államadósság) arra utalnak, hogy az euróövezet problémái nem külső, hanem belső jellegűek, ezért a megoldást is a GMU-n belül kell keresni. Külső és semleges „döntőbíróként” és katalizátorként, szakértelmét mind a hitelfelvevő ország, mind az európai uniós intézmények rendelkezésére bocsátva **az IMF a szerkezeti reformok ösztönzésének funkcióját** a GMU-ban is elláthatja, amit a pénzügyi csomagokhoz való hozzájárulása is támogat. A pénzügyi hozzájárulás, amelynek optimális nagyságát minimálisan 10 százalék körülire becsüli (Ciprus kimentésében ennyi volt az IMF részesedése) elengedhetetlen az IMF függetlenségének megtartásához.⁴⁴⁷ A hitelezési feltételeket azonban nemcsak a GMU földrajzi perifériájával szemben lenne célszerű meghatározni, hanem az európai uniós intézményekkel és az északi tagállamokkal szemben is, beleértve egyrészt a GMU működésének hihető reformját, másrészt Franciaország és Németország belső piac mélyítésével szembeni ellenkezésének megtörését a szolgáltató szférában.⁴⁴⁸

A globális pénzügyi és gazdasági válság során az IMF sokat tanult korábbi hibáiból, és számottevő erőfeszítéseket tett létének elfogadtatására. Az IMF korábbi gyakorlatában szerepelt nemzetállamoktól eltérően a GMU-ban nem lehet alkalmazni az IMF szerkezetátalakításra vonatkozó hagyományos javaslatait részben a rögzített árfolyam miatt (a valutaleértékelés nem jöhet szóba az euróövezetben), részben pedig azért, mert nem jött

⁴⁴⁷ Jean Pisani-Ferry – André Sapir – Guntram Wolff: EU-IMF assistance to euro-area countries. An early assessment. Bruegel, May, 2013., 95. o. Elérhető: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/779-eu-imf-assistance-to-euro-area-countries-an-early-assessment/>

⁴⁴⁸ Charles Goodhart: Only the IMF can break the euro debt crisis logjam. Financial Times, 2012. május 17., 26. o.

létre integrált bankrendszer, miközben tagállami szinten erős volt a szuverén adósok és a bankok közötti összefonódás.⁴⁴⁹

Az IMF-nek a szuverén adósságválság kezelése terén tett javaslatai (a görög államadósság korai átstrukturálása, gyorsabb bankreform, a megszorítások időben történő elnyújtása) sokkal racionálisabbak voltak, mint az Európai Bizottság és az Európai Központi Bank elképzelései. Egyes szakértők szerint ugyanakkor az IMF részvétele a kimentési programokban nem kis mértékben tette lehetővé a válságkezelés elodázását.

Az IMF által történő hitelezés pénzügyi kockázata a meghitelezett államok, elsősorban Görögország államcsődje. Adott feltételek között ennél is fontosabb lehet a **reputációs kockázat**. Az IMF-nek el kell kerülnie, hogy európai monetáris alapnak tekintsék, amelyet Európán kívüli országok kincstárai garantálnak. Az Európára történő koncentráció egyre fokozódik azáltal, hogy az IMF a szuverén adósságválság előrehaladásával folyamatosan erősíti jelenlétét a Gazdasági és Monetáris Unióban, miként erre az eladósodott GMU-tagállamok államháztartásának finanszírozásában való egyre erőteljesebb részvétele is utal.⁴⁵⁰ Az USA, az Egyesült Királyság, Japán, Kanada és Ausztrália ellenzi az IMF még erőteljesebb részvételét Görögország és a GMU kimentésében, mondván, hogy a GMU-nak magának kell a problémáit megoldania.

Értelmezés kérdése, hogy a Nemzetközi Valutaalap részvétele a GMU-országok szuverén adósságválságának megoldásában mennyiben tekinthető a globális válság elmélyülése megelőzésének vagy a globális válságkezelés részének, illetve a globális gazdasági növekedés feltételei megteremtéséhez történő hozzájárulásnak.

Ugyanakkor a **globális kormányzással vagy szabályozással szembeni kihívás megválaszolására** csak a Nemzetközi Valutaalap alkalmas. A globális kormányzás kezdeményezése mögött az a megfontolás húzódik meg, hogy a szuverén válság, beleértve a makrogazdasági egyensúlyhiányokat, illetve az őket okozó kereskedelmi és tőkeáramlásokat, csak globális szinten kezelhető. Ezen a téren nincs olyan szervezet, amely helyettesíteni tudná a Nemzetközi Valutaalapot. Természetesen az IMF technikai szakértelme szükséges, de nem elégséges feltétele a gazdaságpolitikák globális koordinálásának. Az IMF különösen megfelelő intézmény a nemzetközi pénzügyi áramlások figyelemmel kísérésére, azon pontok feltérképezésére, ahol nem megfelelő a szabályozás, beleértve a határokon átnyúló adóelkerülést.⁴⁵¹

Gyakran esik szó arról, hogy a számottevő folyó fizetésimérleg-többletet elérő és jelentős devizatartalékokat felhalmozó országoknak (Kína, Japán, Oroszország, Svájc stb.) nagyobb szerepet kellene játszaniuk a globális válságkezelésben részben a globális egyensúlyhiányok mérséklése, részben a szuverén adósságválság által sújtott országok hitelezése terén. Ezekről az országoktól nem várható el, hogy vásároljanak a gyenge hitelképességű GMU-tagállamok állampapírjaiból. Ugyanakkor elképzelhető, hogy a Nemzetközi Valutaalapon keresztül járulnak hozzá a szuverén adósságválság megoldásához. Az

⁴⁴⁹ Charles Goodhart: i. mű, 26. o.

⁴⁵⁰ Saving the IMF for the world. Financial Times, 2011. június 20., 10. o.

⁴⁵¹ Saving the IMF for the world. Financial Times, 2011. június 20., 10. o.

IMF-nek nemcsak az egyes GMU-tagállamok növekedését kellene ösztönöznie, hanem az EU egészét.

8. Összefoglalás, következtetések

8.1. A GMU néhány szerkezeti, intézményi és szabályozási sajátossága

A **globális pénzügyi és gazdasági válság**, amely később szuverén adósságválságba torlott, nem az Európai Unióból, hanem 2007 nyarán az USA másodlagos jelzálogpiacáról indult ki. Az Európai Unió tagállamainak a pénzügyi közvetítő rendszerében alig volt olyan kockázatos pénzügyi eszköz, amely az USA-ban kiváltotta a pénzügyi válságot. Az USA-ban kibontakozott válság terjedt át több csatornán (hitelezés, reálszféra stb.) keresztül az Európai Unióra, illetve azon belül a Gazdasági és Monetáris Unióra.

A Gazdasági és Monetáris Unióban 2009 novemberében kezdődött szuverén adósságválság **nem** azonosítható **az euró** mint közös pénz **válságával**. A krízis nem kérdőjelezte meg az euró mint közös pénz belső és külső stabilitását. Belső és külső vásárlóerejét (a főbb devizákkal szembeni árfolyamát) tekintve az utóbbi időszak esetleges kedvezőtlen árfolyammozgásai ellenére az euró viszonylag erős, egyes időszakokban túlságosan is erős volt a főbb devizákkal szemben. A nemzetközi fizetésekben és a jegybanki tartalékokban betöltött szerepe nem csökkent érdemben.

Ha egy szuverén adós nem képes vagy nem hajlandó eleget tenni fizetési kötelezettségeinek, akkor annak nem elsősorban önmagában az euró mint közös pénz az oka. A globális pénzügyi és gazdasági válság, majd a szuverén adósságválság idején az euró védelmet nyújtott a GMU-tagállamoknak a belső árfolyamsokkokkal szemben. Bevezetése után a konverziós költségek, az árfolyamkockázatok és az árfolyam-bizonytalanság eltűnésével csökkentek a GMU-n belüli kereskedelemben a tranzakciós költségek. Mindennek kedvező hatása volt a reálgazdasági szférára. A GMU azon kevés európai uniós projektek egyike, amely **közjóságnak** tekinthető, azaz mindegyik tagállam számára közösségi szintű hozzáadott értéket képvisel, mindegyik tagállam profitál belőle.

Nagyszámú jel szerint a szuverén adósságválság nem gyengítette a GMU és az euró vonzerejét. A múltbeli csúcspontok ellenére egyetlen tagállamban sem vetődött fel komoly elhatározásként az euróövezetből való kiválás. Ezzel szemben Lettország 2014. január 1-jén csatlakozott a GMU-hoz, Litvánia pedig 2015. január 1-jén tervezi a belépést.⁴⁵²

Ugyanakkor a szuverén adósságválság adott formája és dinamikája nem csekély mértékben volt visszavezethető **a monetáris integráció néhány gazdasági-szerkezeti, intézményi, szabályozási és működési jellegzetességére**. Egyrészt a GMU-t megalapító tagállamok **lemondtak** a saját törvényes fizetőeszközről, ebből következően **a saját monetáris politikáról** azon előnyök fejében, amelyeket az egymás közötti tőkemozgás

⁴⁵² A globális pénzügyi és gazdasági, illetve az azt követő szuverén adósságválság nem gyengítette az EU vonzerejét a kívülálló országok számára, nem kérdőjelezte meg az EU bővítési stratégiáját sem. Ezt támasztja alá Horvátország 2013. július 1-jei csatlakozása az EU-hoz. Izland pedig mind az EU-ba, mind a GMU-ba való belépésben érdekelt. A csatlakozási tárgyalások izlandi belpolitikai okok miatt szakadtak meg.

liberalizálásától és devizáik egymással és az euróval szembeni árfolyamának végleges és visszavonhatatlan rögzítéséből vártak (példa a lehetetlen hármasságra).

Másrészt a GMU-ban a közös monetáris politikát nem egészítette ki a tagállamok együttes felelősség- és tehervállalásán alapuló, integrációs szintű költségvetéssel alátámasztott közös fiskális politika, azaz a Gazdasági és Monetáris Unió mélyebb **transzfer-vagy fiskális unió nélkül** jött létre, függetlenül annak konkrét formájától. (A GDP-arányos államháztartási deficitre és államadósságra vonatkozó korlátok és a fiskális szabályok alapján a jelenlegi euróövezet is tekinthető fiskális uniónak, a fiskális unió gyenge, korlátozott formájának.) A GMU-t a gazdasági fejlettségi szint, a fejlődéstörténeti örökség, a gazdasági szerkezet stb. tekintetében egymástól nagymértékben különböző országok alapították, amelyek számára nem jöhetett szóba a fiskális uniónak a megvalósítottnál szorosabb formája. A fiskális integráció nélküli monetáris integráció fenntartására megvolt, illetve jelenleg is fennáll a politikai akarat.

A szuverén adósságválság elmélyüléséig nem tulajdonítottak jelentőséget annak, hogy a Gazdasági és Monetáris Uniót nem egészítette ki **politikai unió**. A politikai uniót akkor tűzték volna napirendre, ha a tagállamok valódi fiskális unióval egészítették volna ki a monetáris uniót. A fiskális unió ugyanis feltételezi a szuverenitás egy részéről való lemondást. Végül a GMU-t megalapító, illetve a később csatlakozó EU-tagállamok nem alkottak **optimális valutaövezetet**, ami a monetáris unió zavartalan működésének lényeges feltétele.

A fiskális unió hiányát szigorú szabályok helyettesítették. A tagállamokat két csatornán keresztül szorították prudens fiskális politika követésére. **Az első csatorna a három tiltás:** a GMU-ból való kilépésnek, az eladósodott, pénzügyi egyensúlyhiányokkal küszködő tagállamok közszférája kimentésének és az államcsődnek a tilalma volt. A képet árnyalja, hogy az államcsőd tilalma explicit módon nem található meg elsődleges európai uniós jogforrásokban, viszont impliciten következik egy sor más jogszabályból és a GMU szerkezetéből és működéséből, továbbá erős politikai akarat támasztotta alá. A három tiltást eredetileg a GMU létrehozásáról intézkedő Maastrichti Szerződés tartalmazta, amelyeket az azt követő újabb alapszerződések változtatás nélkül átvettek. Ezek a rendelkezések beépültek az Európai Unió többi jogforrásába is. A három tiltás legfőbb általános célja a GMU hitelességének garantálása és a potyautas magatartás megakadályozása volt.

A **kilépés** tiltásával a GMU visszafordíthatatlanságát és a monetáris uniónak a rögzített árfolyamrendszerekkel szembeni lényegi, minőségi különbségét kívánták demonstrálni. Az **államcsőd** kockázatát volt hivatott mérsékelni a közszféra **kimentésének** valamint az államadósság Európai Központi Bank által történő monetizálásának a tilalma. Mivel az uralkodó nézet az volt, hogy a GMU-ban a tagállamok folyó fizetési mérlegegyenlegei nem relevánsak, ezért nem tartották szükségesnek a deficitnek finanszírozását lehetővé tevő közös, integrációs szintű pénzügyi források létrehozását. Az egyes GMU-tagállamok államcsődjének elkerülését egyrészt a tovaryűrűző negatív hatások megakadályozásának, másrészt a bankcsődök elkerülésének szükségességével indokolták. Mivel a bankok portfóliójában jelentős a pénzügyi nehézségekkel küszködő tagállamok állam-

papírjainak a súlya, ezért az államcsőd bankcsődökhöz is vezethetne. A bankrendszer megingása pedig az egész GMU pénzügyi stabilitását is hátrányosan érintheti.

A kimentés tiltása alól két kibúvót hagytak. A **jogi kibúvó** (az alapszerződés 122. cikke (2) bekezdése) rendkívüli események bekövetkeztekor meghatározott feltételek mellett lehetővé teszi a bajba jutott eladósodott tagállamok kisegítését. A **másik (implicit) kibúvó** a Nemzetközi Valutaalaptól mint végső hitelezőtől történő kölcsön (amit szigorú feltételekhez kötnek, és ami nem feltétlenül azonosítható a szorosán vett – nem visszterhes pénzügyi transzfer formáját öltő – kimentéssel). Ezt nem tiltja, nem tilthatja meg európai uniós jogszabály azon EU-, illetve GMU-tagállamoknak, amelyek az IMF-nek is tagjai, legfeljebb tájékoztatási kötelezettséget írnak elő az érintett EU-tagország számára. (Az összes EU-tagállam egyébként egyben IMF-tag is.) Az más kérdés, hogy az európai uniós intézmények együttműködnek a Nemzetközi Valutaalappal.

A **második csatornát** a politikák harmonizálására vonatkozó szabályrendszer képezte. Ezen belül megkülönböztethető egyrészt a **gazdaságpolitikák** lazább, kevésbé szigorú, másrészt a **fiskális politikák** szigorú jogszabályokkal történő harmonizálása. Ez utóbbi a **Stabilitási és Növekedési Paktum** megelőző és korrekciós ágában öltött testet.

A Gazdasági és Monetáris Unió különféle gazdasági fejlettségi szintű és szerkezetű, de politikai szempontból szuverén országokat egyesít közös jegybank és monetáris politika alatt. A GMU fennállása alatt az **Európai Központi Bank inflációs célkitűzése** (nulla és 2 százalék közötti harmonizált fogyasztói árindex, újabban közelebb a sáv felső széléhez) és az annak érvényre juttatásához megállapított referencia-kamatláb, amely az egész Gazdasági és Monetáris Unióra vonatkozik, nem vette, a dolog természetéből adódóan nem is vehette figyelembe az átlagtól való eltéréseket, az egyes tagállamok sajátosságait.

Ami a **szerkezeti sajátosságokat** illeti, megalakításakor a Gazdasági és Monetáris Unió nem vagy legfeljebb korlátozott mértékben felelt meg az **optimális valutaövezet** kritériumainak. A három feltétel közül (jól funkcionáló és rugalmas termelésitényező-piacok, nagyfokú belső homogenitás és megfelelő nagyságrendű fiskális transzferek az esetleges gazdasági zavarok elhárításához) az alapszerződés kimentést tiltó klauzúljája a fiskális transzfereket kizárta. A létrejött Gazdasági és Monetáris Unióban általában is, az optimális valutaunió attribútumától függetlenül is hiányzott az a mechanizmus, amelyben a likviditási nehézségekkel rendelkező országok rövid távú finanszírozási forrásokhoz juthatnak. Ezek elengedhetetlenek a fiskális sokkok tompításához. A jelenlegi törekvések nem optimális, hanem fenntartható valutaövezet elérését célozzák.

Amíg az optimális valutaövezet tisztán gazdasági kritériumokon alapul, addig a Gazdasági és Monetáris Unió létrehozásában **politikai érvek** is fontos szerepet játszottak, mint például a megnövekedett gazdasági súlyú egységes Németország még erőteljesebb integrálása az EU-ba vagy a Maastrichti Szerződésben rögzített államadósság-kritérium fellazítása. (A belépő országoknak elegendő volt meghatározott módon mérsékelni GDP-arányos államadósságukat, a 60 százalékos érték elérését nem követelték meg.)

A szabályokat nem annyira a gazdasági racionalitás követelményei határozták meg, mint inkább a politikai szempontból szükséges **kompromisszumok**. Emiatt gyenge gazdasági

fundamentumokkal rendelkező országok is bekerültek az euróövezetbe, mint például Görögország és Portugália. (Gyenge fundamentumokon nem az egy főre jutó GDP értendő, hanem a gazdaság szerkezete, intézményeinek minősége, potenciális növekedési üteme stb.). Ugyanakkor Spanyolország és Írország esetében a fundamentumok a GMU-ba való belépés után romlottak el.

A GMU megvalósítása melletti döntő **gazdasági jellegű érv** a destabilizáló nemzetközi tőke mozgások integrációt szétziláló hatásának a kivédése volt. Az optimális valutaövezet hiányosságait kívánták azzal kompenzálni, hogy a **nominális konvergenciát** kiegyensúlyozták olyan ösztönzőkkel, amelyek a **reálkonvergenciát** mozdították elő. Ilyen volt a regionális politika, majd később az ezt helyettesítő gazdasági, társadalmi és területi kohéziós politika.

A GMU alapításakor azt feltételezték, hogy egyrészt adekvát működés esetén a vázolt intézmény- és szabályrendszer megfelelő garanciákat tartalmaz pénzügyi (és gazdasági) válságok elkerülésére, azaz ilyen válságokkal nem indokolt számolni. Másrészt a szabályokat úgy alakították ki, hogy azokból az következett: a pénzügyi válságok oka csak a közszféra folyamatos egyensúlyhiánya, az állam eladósodása lehet, a magánszektoré nem, mert az természeténél fogva stabil. Végül feltéve, de meg nem engedve: ha mégis válság tör ki, akkor az nem érinti az euróövezetet, a tagországok kormányai önállóan, saját erőforrásaikra támaszkodva, saját eszközeikkel is képesek annak kezelésére.

A válságkezelés elhanyagolását az is motiválhatta, hogy a második világháború utáni, főként pedig a GMU létrehozásáról intézkedő Maastrichti Szerződés aláírását közvetlenül megelőző időszak recesszióinak többsége meglehetősen enyhe volt az 1929–1933. évi világgazdasági válsághoz képest. Mindezek alapján a GMU-ban nem tartották szükségesnek pénzügyi és gazdasági válságok kezelésére alkalmas intézmények, eljárások és mechanizmusok kialakítását, így a válságok hatásait ellensúlyozni képes pénzügyi alapokat sem állítottak fel.

8.2. A GMU adott formájának következményei, különösen a szuverén adósságválság fényében

A vázolt szerkezeti, intézményi és szabályozási sajátosságok nem akadályozták a GMU működését a világgazdaság nagyobb zavaroktól mentes fejlődési szakaszában. Ennek ellenére a monetáris integráció adott formájának **mélyreható következményei** voltak, illetve vannak, amelyek különösen erőteljesek voltak a globális pénzügyi és gazdasági válság körülményei között.

A kilépés tilalmának következménye, hogy a közös pénzt használó GMU-ban **megszűnt a tagállami szintű devizapolitika**. Mivel nemzeti valuta hiányában nem jöhet szóba a külső leértékelés, ezért a külső és a belső sokkokhoz való alkalmazkodás és a nemzetközi versenyképesség javítása a tagállamok **reálszférájára** és **fiskális politikájára** hárul. Ez belső leértékelés (az árak és a bérek, pontosabban a termékegységre jutó munkaerőköltségek csökkentése vagy dinamikájának visszafogása, megfelelő adópolitika és az üzleti szféra adminisztratív költségeinek a mérséklése) és/vagy fiskális restriktív (az elsődleges államháztartási egyenleg javítása) formáját öltheti.

Mivel a GMU-tagállamok államadosságukat olyan devizában bocsátják ki, amely felett nincs teljes körű ellenőrzési joguk, így külső leértékeléssel a likviditási válság sem oldható meg vagy enyhíthető, ami **magában hordja**, illetve adott esetben növeli **az államcsőd lehetőségét**, illetve **valószínűségét**. A kimentés tilalma következtében már korábban, a válságtól függetlenül megjelent a **szuverén adóssok nemfizetési kockázatának**, **illetve csődjének az elméleti lehetősége**, amit a nemzetközi hitelminősítő intézmények is figyelembe vettek (bár azt szuverén adósságválság kitöréséig elhanyagolható valószínűségűnek tartották).

A kimentés tilalma nyomán az államcsőd elkerülésére, illetve kezelésére elméletileg szóba jöhet a **túlzott pénzkibocsátás**, azaz az államadosság elinflálása, függetlenül annak hosszabb távú negatív hatásaitól. Ezt a lehetőséget korlátozza azonban egyrészt a Maastrichti Szerződés inflációs kritériuma (bár a GMU-ban nincs eszköz az inflációs kritérium teljesítésének kikényszerítésére, csak a belépést megelőzően), másrészt a tagállamok közötti gazdaságpolitikai koordináció. (A gazdaságpolitika egyik prioritása az árstabilitás.)

A kimentés tiltásának további következménye, hogy az EKB nem töltheti be a **végső hitelezői szerepkört**, azaz válsághelyzetben nem láthatja el korlátlanul hitellel a GMU-tagállamok bankrendszerét. Mivel a GMU-tagállamok kormányai által kibocsátott adósságeszközök olyan pénzben vannak denominálva, amely felett nem rendelkeznek ellenőrzéssel, ezért nincs garancia arra, hogy mindig rendelkezni fognak az államadosság megújításához szükséges pénzzel. Ennek nyomán a pénzügyi feszültségekkel birkózó, eladósodott tagállammal szembeni spekuláción keresztül megjelenik a **likviditási válság lehetősége**, ami **fizetőképességi válságba** torkollhat. (Paul De Grauwe döntően az EKB végső hitelezői szerepe hiányának tulajdonítja a szuverén adósságválságot a GMU-ban.)

A kimentést tiltó klauzula a **tagállamok közötti szolidaritás** megszűnéséhez vezetett a Gazdasági és Monetáris Unióban. Ennek nyomán **eltűnt ugyan az erkölcsi kockázat** (azaz a kormányok abban a hiszemben, hogy az európai uniós intézmények kimentik őket, tudatosan folytatnak az államadosságot növelő gazdaságpolitikát), ennek ára viszont az volt, hogy tág teret kapott a pénzügyi szempontból gyenge, eladósodott országokkal szembeni **spekuláció**. Ennek kivédéséhez pedig nem álltak rendelkezésre integrációs szintű pénzügyi források.

Az alkalmazkodási mechanizmusokat tekintve a Gazdasági és Monetáris Unió a szintén fix árfolyamrendszert megtestesítő **aranystandard sajátos válfajának** tekinthető, de arany nélkül. Az aranystandard, illetve a hozzá sok tekintetben hasonló Bretton Woods-i valutarendszer működése arra enged következtetni, hogy adott feltételek között a monetáris unió **politikai unió nélkül** is működőképes.

Az euróövezet vázolt intézményi gyengeségei ellenére rövid távon **elkerülhetővé váltak az árfolyam- és likviditási válságok**. A globális pénzügyi és gazdasági válság mint közvetlen kiváltó ok hatására a felhalmozódott fiskális egyensúlyhiányok viszont **szuverén adósságválságba** torkolltak, amiben a tagállami gazdaságpolitikák és a GMU intézményi és szabályozási hiányosságai is közrejátszottak.

A tagországok gazdaságainak sajátosságai, a GMU jogszabályi feltételrendszere és általa meghatározott működése hosszabb időn keresztül tompította, sőt elleplezte a tagállamokon belül és azok között hosszabb idő alatt felhalmozódott **makrogazdasági egyensúlyhiányokat**. Ezek abból adódtak, hogy egyrészt ellenható gazdaságpolitikai intézkedések hiányában a **közös monetáris politika** (a GMU egészére megállapított irányadó kamatláb révén) divergáló irányzatokat erősített a tagállamok között a nemzetközi költség-versenyképesség, a folyó fizetési mérlegek egyenlegei, az államháztartási pozíciók és a magánszektor eladósodása terén.

Ami a részleteket illeti, az Európai Központi Bank differenciálatlan, minden tagállamra sajátosságaiktól függetlenül ugyanolyan feltételeket szabó **monetáris politikája** (és a kamatlábak konvergenciája) **túlzott ciklikus különbségeket és egyensúlyhiányokat eredményezett**. Azokban a GMU-tagországokban, ahol a belföldi kereslet gyenge és az infláció alacsony volt (centrum és északi országok), magas reálkamatlábak alakultak ki és állandósultak. A GMU földrajzi perifériájának országaiban (Görögországban, Portugáliában, Olaszországban és Spanyolországban) viszont az élénk belföldi kereslet, a gyors gazdasági növekedés, magas bérdinamika és infláció negatív reálkamatlábakhoz vezetett, amelyek ráadásul maguk is táplálták a konjunktúrát. Mindez a közös monetáris politika aszimmetrikus pro-ciklikus hatásának, egyfajta **aszimmetrikus belső sokknak** volt tekinthető.

E mechanizmusok következményei négy területen jelentkeztek. Először, a dél-európai országok relatív nemzetközi versenyképessége romlott, amit saját pénz hiányában rövid távon nem lehetett devizaleértékeléssel ellensúlyozni. Ez egy idő után **versenyképességi válsághoz** vezetett.

Másodszor, az adott gazdasági környezethez képest alacsony nominális és negatív reálkamatlábak a GMU perifériáján ösztönözték a hitelfelvételt, ezzel a beruházásokat, táplálták az **építőipari konjunktúrát**, illetve ehhez kapcsolódva a **hitel- és ingatlanpiaci buborékokat**, ezáltal erősítették a konjunktúraciklust. Mindez a magánszektor és az állam adósságainak a felhalmozódásához, a külső körülmények megváltozása, a magántőke-beáramlás hirtelen leállása nyomán egy kritikus ponton túl **magán- és szuverén adósságválsághoz** vezetett. A bankmentések nyomán a magánszféra adósságából a közszféra adóssága vált (Írország, Spanyolország).

A dél-európai szuverének eladósodását az is táplálta, hogy a szuverén adósságválságot megelőző optimista időszakban csökkentek, sőt eltűntek a GMU-tagállamok közötti **kamatláb-különbségek**, jelentős tőke áramlott Írországba és Dél-Európába. Ezek az országok alacsony nominális és negatív reálkamatláb mellett tudták államháztartási hiányukat finanszírozni és államadósságukat megújítani. Ez nem ösztönözte a szerkezeti reformokat, éppen ellenkezőleg, visszafogta azokat.

Harmadszor, a globális pénzügyi és gazdasági válság hatására bekövetkezett recesszió, illetve a szuverén adósságválság restriktív fiskális politikával történő kezelése nyomán növekedési csapda, **gazdasági növekedési válság** is előállt.

Negyedszer, rugalmas munkaerőpiacok és hivatalos transzferek hiányában a közös monetáris politika vázolt hatásainak és hatásmechanizmusainak további következménye a

folyó fizetési mérlegpozíciók nagymértékű polarizálódása volt. A GMU központi és északi országainak (Németország, Hollandia és Ausztria, illetve Franciaország) nagy **folyó fizetésimérleg-többlete** keletkezett, ezzel párhuzamosan a földrajzi periférián (Írország, Görögország, Spanyolország és Portugália, illetve Olaszország) viszont **nagy deficit** alakult ki, ami **fizetésimérleg-válsághoz** vezetett. A fizetésimérleg-válságot az okozta, hogy a közös pénz bevezetésével megszűnt az árfolyam a Gazdasági és Monetáris Unióban, emiatt az egyes tagállamok folyó fizetésimérleg-egyenlegeinek a kiigazítása nem történhetett meg a nominális és a reálárfolyamok változásán keresztül.

A GMU szabályrendszere nem tartalmazott garanciákat a nemzetközi egyensúlyhiányok (folyó fizetési mérleghiányok) finanszírozására, a pénzügyi sokkok kezelésére és a versenyképességhez szükséges alkalmazkodás biztosítására.

A szuverén adósságválság körülményei között **a három tiltásra támaszkodó szabályrendszer** és a devizapolitika hiánya nagymértékben **szűkítette a gazdaságpolitika mozgásterét a válságkezelésben** mind tagállami, mind európai uniós szinten. A GMU megalapításával a tagállamok elvesztették nemzeti válságkezelési eszközeik nagy részét, amelyek helyébe nagyon gyenge integrációs szintű források, eszközök és mechanizmusok léptek. A korlátok különösen a GMU fő versenytársainak rendelkezésére álló eszközökhöz és lehetőségekhez képest voltak jelentősek. A szuverén adósságválság kényszerpályára terelte a Gazdasági és Monetáris Uniót. A válságkezelés főbb mérföldköveit a három közül **két tiltás fellazítása**, a gazdasági kormányzás erősítését és hatókörének kiterjesztését szolgáló európai uniós jogszabályok elfogadása és végrehajtásának megkezdése és a fiskális unió irányába mutató intézkedések fémjelzik.

8.3. A GMU pilléreinek a fellazítása

A szuverén adósságválság nyomás alá helyezte, sőt időnként megkérdőjelezte a GMU tiltásokon alapuló három pillérének a fenntarthatóságát. Ami a **kilépést** illeti, jogilag az Európai Unióról szóló szerződés 50. cikke és más európai uniós jogforrások értelmében egy tagállam csak úgy válhat ki a GMU-ból, hogy az EU-t is elhagyja. A tagállamoknak tilos az eurózónából úgy kilépniük, hogy közben az EU tagjai maradnak. Az EU-ból vagy a GMU-ból történő kizárásra sincs jogi lehetőség. Az EU-ból való kilépést a tagállamok kezdeményezhetik. Mivel precedens nélküli jogi lehetőségről van szó, ezért sem az alapszerződés, sem más európai uniós jogforrás nem tartalmazza a kilépés mechanizmusait. Nincsenek formális eljárások sem az EU-ból, sem a GMU-ból való kiválásra. Mindez független a szuverén adósságválságtól.

Szinte kizárható az alapszerződés olyan módosítása vagy kiegészítése, amely úgy tenné lehetővé a tagállamok számára az EU-ból való kilépést, hogy egyben a GMU tagjai maradjanak. A kiválás jogi formába öntése aláásná a GMU hitelességét. Az alapszerződés olyan módosítása is kizártnak tekinthető, amely módot adna egy tagállam kizárására az EU-ból. Feltéve, de meg nem engedve, ha egy tagállam úgy válna ki a GMU-ból, hogy tagja marad az EU-nak, akkor megoldhatatlan jogi problémákkal szembesülne többek között az euró új nemzeti valutára való átváltása kapcsán. Ugyanakkor egy nem EU-tagországnak nem lehet megtiltani, hogy a nemzeti valutája elvileg (vagy gyakorlatilag) az euró legyen.

Elvileg nem zárható ki a **GMU teljes vagy részleges felbomlása**, az utóbbi úgy, hogy nyomós gazdasági indokok alapján egyes gyenge vagy erős tagállamok (Görögország, Portugália, Spanyolország, Olaszország, illetve Németország, Ausztria, Hollandia, Finnország) a GMU-ból az EU elhagyásán keresztül válnak ki.

A **gyenge tagországok** döntően az önálló monetáris, illetve devizapolitika visszanyerése és a saját pénz újbóli bevezetése végett lépnének ki az euróövezetből. Ugyanakkor az új pénz bevezetésével kapcsolatos technikai nehézségeken túlmenően az új deviza leértékelődése kevésbé javítaná a kivitel relatív nemzetközi versenyképességét, a felpörgő infláció semlegesítené a leértékelés exportösztönző hatását, csökkentené a reálbéreket, és erőteljesen megemelné az euróban denominált államadósság értékét, ezáltal igen nagy valószínűséggel államcsödhöz vezetne. A GMU-ból kiváló országoknak paradox módon **ugyanolyan vagy még szigorúbb államháztartási konszolidációt és szerkezeti reformokat** kellene végrehajtaniuk, mint az euróövezetben, de ehhez nélkülözniük kellene az európai uniós intézmények támogatását és pénzügyi forrásait. A kiválás tökémenekülést idézne elő az eladósodott, pénzügyi szempontból gyenge GMU-országokból az erősekbe, a Gresham-törvény mintájára a rossz euró kiszorítaná a jó eurót. A GMU-ból való kilépés annak az elismerését is jelentené, hogy az euróövezetben van árfolyamkockázat. A kiválás költsége az érintett országok GDP-jének minimálisan 40-50 százalékára becsülhető.

Az **erős országok** többek között az eladósodott, gyenge tagállamok pénzügyi támogatásának növekvő költségei és az EU erodálódó támogatása nyomán juthatnak elvileg olyan következtetésre, hogy kilépnek a Gazdasági és Monetáris Unióból, illetve az EU-ból. Az erős országok kiválását új nemzeti valutájuk mind **nominális**, mind **reál**felértékelődése kísérné, mert azok új nemzetközi tartalékvaluta szerepét töltenék be a fennmaradó GMU tagállamai számára. Egyes feltételezések szerint az új német márka akár 50 százalékkal is felértékelődhet néhány hónapon belül. Ehhez adódna további felértékelődési nyomás később a nagymértékű tőkebeáramlás hatására. Ennek nyomán tönkremenne az exportorientált német kis- és középvállalati szektor döntő hányada. A kilépéssel kapcsolatos veszteségek az első évben a német GDP 20-25 százalékára becsülhetők.

A nagyfokú bizonytalanság és tetemes költségek ellenére a GMU **részleges vagy teljes felbomlása** nem zárható ki, de valószínűsége csekély. Ellenható lépések hiányában ez a valószínűség növekedhet, különösen akkor, ha a Görögország vagy más eladósodott GMU-országok körüli politikai, gazdasági és pénzügyi feszültségek erősödnek.

A GMU teljes felbomlása elleni legfőbb garancia **gazdasági jellegű: a szétesés magas költsége**. A felbomlásból vagy a kilépésből a GMU egyik tagállama sem profitálna, miközben mindegyik veszítené. A szuverén adósságválság ellenére a GMU fenntartásának a ráfordításai jóval kisebbek, mint felbomlásának a költségei. A főbb politikai erők az Európai Unióban egyetértenek abban, hogy a tagállamoknak nincs jövőjük a Gazdasági és Monetáris Unió kívül. A GMU részleges vagy teljes felbomlása valószínűségének növekedésével viszont a kilépés költségei is mérséklődhetnek, de annyira nem, hogy indokolható legyen a kilépés.

A felbomlással szembeni másik érv **politikai jellegű**. A tagállamok jelentős **politikai tőkét fektettek** be a Gazdasági és Monetáris Unióba az utóbbi 10-15 évben, amit nem kívánnak elveszíteni. Az euró melletti politikai elkötelezettség erős, de nagyszámú jel szerint eddig nem volt elegendő az erőteljesebb pénzügyi integrálódás egyértelmű támogatásához, vagy legalábbis ellentmondásos volt ez a támogatás. A GMU teljes vagy részleges felbomlása egyébként magának az EU-nak az összeomlásához is vezetne, beleértve az áruk, a szolgáltatások, a tőke és a munkaerő egységes piacát. Mindezek alapján a GMU részleges vagy teljes felbomlására vonatkozó nyilatkozatok a politikai nyomásgyakorlás eszközének tekinthetők, a gazdasági racionalitás talaján maradvá irreálisak.

Gondolatkísérletként feltételezve a GMU felbomlását, kicsi a valószínűsége a nemzeti valutákhoz történő visszatérésnek. Nagyszámú jel szerint a pénzügyi integráció elért egy olyan szintet, amely mellett inkább az ECU-hoz mint kosárvalutához hasonló konstrukcióknak van realitása.

Az államcsőd tiltásának a felpuhítását az a felismerés tette szükségessé, hogy a pénzügyi egyensúlyhiányokkal küszködő, eladósodott tagállamok nem likviditási, hanem **fizetőképességi válságba** kerültek. Az államcsőd tiltásához történő ragaszkodás következménye lehet a kimentés tilalmának a megszegése. Az óriási adósságszolgálati terhek a visszafizetés konkrét körülményeitől függetlenül hosszú időre megfojthatják továbbá a gazdasági növekedést, az ebből adódó hátrányoknál az adósságrendezés, a veszteségleírás költségei kisebbek lehetnek.

A rendezetlen államcsőd az általa kiváltott tőkemenekülés és spekuláció miatt nagy valószínűséggel az érintett tagállam GMU-ból való kiválásához vezetne. Ez egyben rendszerkockázat lenne a Gazdasági és Monetáris Unió számára.

Az államcsőd tilalmának fellazítása a GMU-n belüli, **rendezett államcsődre** vonatkozik. Az elfogadott európai uniós államcsőd-kezelési mechanizmus első pillére a kimentést tiltó klauzula felpuhításaként létrehozott EFSF, illetve **ESM pénzügyi alap**. Második pillére a magánszektor bevonásával történő adósságrendezés feltételeinek a megteremtése. Ennek értelmében 2013 júniusától minden új állampapír-kibocsátást **kollektív fellépési záradékkal** kell ellátni, amely azonos feltételeket tartalmaz. A hitelezők jogában áll az, hogy minősített többséggel megállapodjanak az adóssal a feltételek módosításáról (futamidő-hosszabbítás, kamatláb-csökkentés, fizetési moratórium, vagy akár a követelések egy részének a leírása stb.). A megállapodás az összes hitelezőre kötelező. Az európai uniós intézmények ezzel a rendezett államcsőd költségeinek nagyobb részét kívánták az adófizetők helyett a befektetőkkel és egyéb érintettekkel megfizettetni a konstrukció piaci destabilizáló hatásai és egyéb negatív kockázatai ellenére.

Az államcsőd tilalmának más szempontból történt fellazulását jelzi, hogy 2012 márciusában a magánbefektetők kezében lévő görög adóssagleírás egy részét veszteségként leírták. Az európai uniós intézmények ezt kivételes esetnek tekintették, nem kívántak precedenst teremteni.

A bankok eddigi feltőkésítése mindenekelőtt a felelőtlen banki hitelezés következményeinek ellensúlyozását, a válság nyomán kényszerűen leírt kinnlevőségek pótlását, il-

letve részlegesen az addigi állampapírokon elszenvedett (görög) veszteségek kompenzálását szolgálta, azaz növelte az államcsőd kockázatát. A jövőben a bankunió csökkentheti azt.

A kimentés tilalmának fellazítását, illetve megszüntetését egyrészt a szuverén adósoknak az európai uniós intézmények által nyújtott fiskális transzferek biztosítása, számottevő tőkeerővel rendelkező állandó válságkezelési alap és mechanizmus felállítása, másrészt az államháztartás Európai Központi Bank által történő közvetett finanszírozása, az EKB feladatainak implicit módosítása (végső hitelezői szerep) fémjelezte. A nyilvánvaló szervezeti és intézményi különbségek ellenére a válságkezelő alapok létrehozása és az EKB monetáris politikájának és feladatainak a módosítása kiegészíti, illetve támogatja egymást. Az indok mindkét esetben az euróövezet egyben tartása, azaz egyes eladósodott és egyre kevésbé versenyképes tagállamok kiválásának és/vagy államcsődjének megakadályozása. Költség-haszon számítások szerint a likviditási és fizetőképességi válsággal birkózó, eladósodott tagállamok kimentése még mindig kevésbé költséges (az euróövezetre tovagyrúzó, a pénzügyi, sőt adott esetben a gazdasági rendszer stabilitását fenyegető hatásokat is figyelembe véve), mint egy vagy több tagállam GMU-ból való kilépése vagy államcsődje. A kimentés engedélyezése azt is jelenti, hogy a GMU működésében ismét megjelent a tagállamok között bizonyos fokú szolidaritás. Ennek mellékhatása az erkölcsi kockázat, illetve potyautas magatartás.

A tagállamok az alapszerződés kibúvó rendelkezései alapján 2010-ben két átmenetinek szánt eszközt állítottak fel 2013. június 30-i lejárattal: a GMU-ba még be nem lépett EU-tagállamok számára az **európai pénzügyi stabilitási mechanizmust** (EFSM) 60 milliárd euró forrásfedezettel és az euróövezet tagországai számára az **európai pénzügyi stabilitási** eszközt (EFSF) 440 milliárd euró effektív hitelkapacitással. Az alapszerződés módosítása után, ami hatályon kívül helyezte a kimentést tiltó klauzulát, 2012-ben hozták létre az **európai stabilitási mechanizmust**, amely azok feladatait és fennmaradó forrásait átvéve az EFSM és az EFSF helyébe lépett 2013. június 30-án (de előtte vele párhuzamosan működött) 940 milliárd euró hitelezési kapacitással. Mindhárom eszköz forrásainak folyósítását szigorú gazdasági és pénzügyi kiigazítási program végrehajtásához kötik. Az EFSF és az ESM esetében az európai uniós intézmények együttműködnek a Nemzetközi Valutaalappal.

Az európai uniós kimentési alapok bizonyos tekintetben és megszorítással az Európai Központi Bankhoz hasonló feladatot látnak el: **végső hitelezői szerepkört** töltenek be, de a hiteleket feltételekhez kötik és a rendelkezésükre álló források nem korlátlanok. A korlátozott forrásellátottság miatt nem alkalmasak a GMU pénzügyi rendszerét érintő válságok komplex kezelésére. A források korlátozott nagyságrendje ugyanakkor mérsékli az erkölcsi kockázatot. A hatékonyabb működés elősegítése végett javasolta sok szakértő az EMS működésének bankszerűvé tételét.

Az EFSF és az ESM a tagállamok közötti szolidaritás intézményesítésének kezdeteként is felfogható. A kimentést tiltó klauzulából a szuverén adósok csődjének megakadályozását szolgáló klauzula vált. Ennek eredményeként – bár nem klasszikus kisegítésről vagy kimentésről, hanem hitelről van szó – a GMU elmozdult egy rejtett transzferunió, illetve a fiskális föderalizmus felé. A transzferunió az optimális valutaövezet felé történő

elmozdulásnak is minősíthető, ahol költségvetési transzferek állnak rendelkezésre a különféle gazdasági zavarok elhárítására.

Az EFSF és az ESM alkalmas **likviditási feszültségek** enyhítésére, de nem alkalmas **fizetőképességi válságok** kezelésére. A mechanizmusok időben eltolják az adósságproblémát, de véglegesen nem oldják meg. A kimentési alapok nem vagy csak kismértékben javítják a kedvezményezett országok **versenyképességét**. Ehelyett a kockázatokat a bankokról az adófizetőkre helyezik át.

A feltételek meghatározása révén az európai uniós intézmények hatékony és közvetlen befolyást tudnak gyakorolni az ESM forrásait igénybe vevő tagállamok gazdaságpolitikájára. Mivel a feltételek közé tartozik az államháztartás restriktív és szerkezeti reformok segítségével történő konszolidációja, ezért az európai uniós intézmények – kívülről vagy fölülről – elvileg szerkezeti reformokat is ki tudnak kényszeríteni.

A kimentési alapok egyik **kockázata** az, hogy ha a kedvezményezett GMU-tagállamnak nem sikerül végrehajtani a pénzügyi mentőcsomag fejében vállalt feltételeket, akkor **nyíltvégű**, azaz korlátlan **transzferunió** jöhet létre a nemzeti szuverenitás egy részének európai uniós szintre történő delegálása nélkül. A másik kockázat az, hogy **a kedvezményezett GMU-tagállam szándékosan és folyamatosan nem tesz eleget a feltételeknek**. Ebben az esetben a finanszírozás leállása kikényszerítheti az érintett tagállam kilépését az EU-ból, illetve ezen keresztül az euróövezetből. Ha viszont folytatják a pénzügyi segély folyósítását, akkor az említett nyíltvégű transzferunióhoz asszisztálnak az európai uniós intézmények, miközben a kedvezményezett tagállamokat nem kényszerítik a pénzügyi egyensúlyhiányok felszámolására. Ezek a kockázatok elbizonytalanítják a gazdasági szereplőket, és tőkemenekülést válthatnak ki az eladósodott országokból.

Ami a **monetáris politikát** illeti, a globális pénzügyi és gazdasági, majd a szuverén adósságválság hatására az Európai Központi Bank **értékpapír-piaci programja** keretében (Securities Market Program – SMP) a monetáris politika követelményei által indokoltnál nagyobb mennyiségben **vásárolt államkötvényt** a másodlagos piacon. Az infláció gyorsulását elkerülendő, az EKB a megvásárolttal azonos nagyságrendben eladott más értékpapírokat. A konstrukció gyengesége volt, hogy a pénzügyi zavarokkal küszködő országok államkötvényeinek az eladására ösztönözte a kereskedelmi bankokat, így a szóban forgó államkötvények az EKB portfóliójában halmozódtak fel. A konkrét mennyiségi célok és időbeli korlátok miatt az SMP nem jelentette azt, hogy az EKB végső hitelezői szerepet vállalt volna.

Később, 2009 közepén, majd az **LTRO** (Long-term Refinancing Operation) keretében 2011 végén és 2012 elején az EKB az államháztartás finanszírozását tiltó jogszabályi korlátot (az elsődleges kibocsátótól való államkötvény-vásárlás tilalma) úgy kerülte meg, hogy **korlátlan likviditási hitelt** nyújtott kereskedelmi bankoknak állampapírok fedezete mellett (beleértve a pénzügyi szempontból gyenge, eladósodott GMU-tagállamok államkötvényeit is, sőt azokat elsősorban) először egy-, majd hároméves lejáratra, alacsony kamatláb mellett. A korlátlan hitellehetőség azt jelentette, hogy a bankok hitelkereslete egyedül az általuk felajánlott fedezettől függ. Ezzel a kereskedelmi bankok úgy tehettek szert pótlólagos pénzügyi forrásra, hogy nem kellett eladniuk a má-

sodlagos piacon a pénzügyi zavarokkal küszködő, eladósodott GMU-tagállamok állampapírjait. A konstrukció keretében az EKB úgy nyújtott hitelt, hogy formálisan nem kellett megvásárolnia a pénzügyi szempontból gyenge GMU-tagállamok állampapírjait.

Az LTRO **lopakodó mennyiségi könnyítésnek** tekinthető, mert az EKB az államkötvény-vásárlást nem közvetlenül, nyílt piaci művelet formájában hajtja végre, hanem úgy, hogy hitelt nyújt a kereskedelmi bankoknak, amelyek ebből állampapírt vásárolnak. Az „álcázást” a jogszabályi rendelkezések betartása tette szükségessé. Ezzel a konstrukcióval az EKB formai szempontból eleget tett az EUMSZ kimentést tiltó klauzulájának. Tartalmi szempontból viszont az LTRO **a kisegítés burkolt formája**.

A hitelekkel az EKB célja a hosszabb lejáratú állampapírok és a kockázatos eszközök hozamának a leszorítása volt. Ezzel az EKB egyes eladósodott GMU-tagállamok (főleg Spanyolország és Olaszország) likviditási válságát kívánta elhárítani. Ennek viszont nem kívánt mellékhatása, hogy gyengül a kötvénypiac fiskális politikára gyakorolt fegyelmező hatása, a szerkezeti reformokra irányuló nyomás, így erősödik az erkölcsi kockázat. Az EKB olcsó hitelei pénz- és tőkepiaci buborékokat is táplálhatnak.

Mivel a kereskedelmi bankok az EKB hiteleinek jelentős részét államkötvény-vásárlásra fordították, ezért erősödött, illetve **erősödik a bankszféra és az állam kölcsönös összefonódása**, egymásrautaltsága. A kereskedelmi bankok túlságosan is **függővé válnak** az Európai Központi Bank mesterségesen olcsó hiteleitől. Az EKB-hitelek a GMU likviditási problémáinak bizonyos mértékű enyhítését szolgálják, **nem alkalmasak viszont a fizetőképesség javítására és az államadósság csökkentésére**, különösen pedig az eladósodott GMU-tagállamok versenyképességének növelésére és makrogazdasági egyensúlyhiányainak, azon belül folyó fizetési mérleghiányának mérséklésére. A hároméves futamidő miatt a hitelek időt adnak mind a kormányoknak, mind a kereskedelmi bankoknak az alkalmazkodásra. A lehetőség kihasználása kizárólag az érintett gazdasági szereplőkön múlik. Az EKB intézkedései (miként általában a monetáris politika) nem helyettesítik a fiskális konszolidációt, a szerkezeti reformokat stb., azaz nem veszik át a többi tagállami intézmény feladatait. Az LTRO mesterségesen beavatkozik az állampapír-piaci hozamok alakulásába, így eltűnik, de legalábbis gyengül a kötvénypiac fiskális politikára gyakorolt fegyelmező hatása. Az EKB ezzel kapcsolatban is szembesül az erkölcsi kockázat és a potyautas magatartás problémájával. A dilemma az, hogy az ESM keretében vállalt feltételeket tudatosan és folyamatosan megsértő GMU-tagállam hitelezésének beszüntetése adott esetben az euróövezet pénzügyi stabilitását veszélyeztetheti, míg folytatása a szerkezeti reformokra irányuló nyomást mérsékli.

Az LTRO-t carry trade-re is használhatták a kereskedelmi bankok, azaz az alacsony kamatozású EKB-hitelből magasabb hozamú pénzügyi eszközöket vásároltak. Az EKB-hitelek viszonylag csekély hányada talált utat a reálgazdasági szférába, azaz nem javította a kedvezményezett országok nemzetközi versenyképességét. Arra sem volt garancia, hogy az LTRO által biztosított forrásokból a kereskedelmi bankok vásárolnak a periféria országainak magas kamatozású, de kockázatos államkötvényeiből. Ugyanakkor az EKB alapszabálya nem teszi lehetővé, hogy az LTRO keretében a kereskedelmi bankoknak nyújtott hitelt feltételekhez (szerkezeti reformok) kösse.

Az LTRO révén az EKB de facto és sajátos formában, korlátozottan a **végső hitelezői szerepkör betöltését** is vállalta a bankok felé, amit explicit módon természetesen nem ismert el. A szuverén adósságválság eszkalálódásával 2012 augusztusában bejelentett **OMT** (Outright Monetary Transaction) keretében az EKB **szuverén kötvények megnyitási korlátok nélküli másodpiaci vásárlását** helyezte kilátásba (anélkül, hogy ez a statútumában megjelent volna) nemcsak a bankok, hanem a nem rezidensek számára is. Az LTRO-tól eltérően az OMT nem rendszeresen alkalmazott monetáris politikai eszköz, hanem sajátos biztosítás. Azt az üzenetet közvetíti a gazdasági szereplőknek, hogy nem kell félniük, ha nem tudják eladni az állampapírjaikat, ha a piac valamely tagállam ellen fordul.

Az OMT csak olyan GMU-tagállamokra vonatkozik, amelyek pénzügyi segítséget kértek az EFSF vagy az ESM keretében, és teljesítik a pénzügyi csomagban vállalt feltételeket. Ez a kitétel az erkölcsi kockázat mérséklésére hivatott. A **kondicionalitás** kikötésével az EKB az államháztartás monetáris finanszírozásának a tilalmát kívánja megkezdni. Emiatt az OMT **nem „klasszikus” végső hitelezői szerepet** testesít meg, formális jogi kötelezettségvállalás nélkül. Mivel az OMT a gyakorlatban korlátlan állampapír-vásárlással lehet egyenértékű, ezáltal az EKB képes lehet arra, hogy megnyugtassa a pénzügyi piacokat, és lényegesen mérsékelje a problémás országok állampapír-piaci hozamait. Ugyanakkor a kondicionalitás miatt az EKB tevékenysége fiskális hatóságok döntéseitől is függ, ami az EKB intézményi függetlenségének a felpuhulásához is vezethet.

Az EKB nem tudja betölteni a végső hitelezői szerepet, ha egy tagállam nem tartja be az ESM keretében nyújtott pénzügyi segítség jegyében vállalt kötelezettségeit, vagy a válság olyan mértéket ér el, hogy egyetlen kormány sem folyamodik az ESM forrásaiért. Az OMT nem iktatja ki a rendszerből az erkölcsi kockázatot. Ezt hivatottak ellensúlyozni a gazdasági kormányzás javítása jegyében tett, illetve előirányzott intézkedések.

A végső hitelezői szerepkör leglényegesebb negatív mellékhatása az infláció. Attól függetlenül, hogy a végső hitelező szerepkör alkalmazására a könyv kéziratának lezárásáig (2014. január vége) nem került sor, az inflációs veszély elhanyagolható a GMU-ban.

A német alkotmánybíróságnak várható, az OMT alkotmányosságát akár árnyalatokban kétségbe vonó ítélete gyengítheti a konstrukció hitelességét. Az ennek nyomán fellépő esetleges pénz- és tőkepiaci feszültségek további nem konvencionális eszközök (újabb LTRO, a mennyiségi lazítás újabb formái stb.) alkalmazását tehetik szükségessé.

A monetáris politika önmagában nem alkalmas a szuverén adósságválságot kiváltó okok megszüntetésére, a gazdasági növekedés dinamizálására. Szerepe abban van, hogy egyrészt csúcspontokat szüntet meg, másrészt időt ad a gazdasági szereplőknek a szükséges reformok végrehajtására. A monetáris politikai döntéshozók legfőbb dilemmája: milyen módon lehet úgy megfelelő monetáris politikát folytatni, hogy az erkölcsi kockázat és a potyautas magatartás minimális legyen. Végül megemlíthető, hogy az EKB a 0 és 2 százalék közötti, de az utóbbi értékhez közel álló inflációs céljának megemelésével (például 2 és 4 százalék közé) nagymértékben segíthetné az európai uniós periféria államháztartásának konszolidálását.

8.3. A gazdasági kormányzás javítását célzó intézkedések

A szuverén adósságválság rendezésének elméleti lehetősége az **optimális valuta** övezet felé történő elmozdulás. A jelenlegi körülmények között a GMU rövid időn belül akkor válhatna optimális valuta övezetté, ha a nem odaváló tagállamok kiválnának, ez azonban kizárt. Következésképpen mind a rövid távú válságkezelésben, mind a GMU hosszabb távú működésére vonatkozó reformok kidolgozásakor számolni kell az optimális valuta övezet hiányával mint korlátozó tényezővel.

A szuverén adósságválság hatására 2010-től példátlan lendületet vett a **válságkezelést célzó jogalkotás**. Az elfogadott jogszabályok a szuverén adósságválság által felszínre került intézményi és működési gyengeségeket, a Stabilitási és Növekedési Paktum hiányosságait kívánják orvosolni, továbbá a válság által támasztott kihívásokra kívántak adekvát választ adni.

A válság előtti időszakhoz képest új elem, hogy a szabályozást a **gazdasági kormányzás** fogalom foglalja tartalmi keretbe. Ez túlmutat a gazdaságpolitikai koordináció és a Stabilitási és Növekedési Paktum gyengeségeinek orvoslásán, mert átfogja az EU alapszerződésében szereplő, a gazdaságot érintő célkitűzések érvényre juttatása és a tagállamok gazdasági és társadalmi fejlődésének támogatása érdekében hozott intézkedések és eljárások egész rendszerét.

A gazdasági kormányzást **európai szemeszter** foglalja időbeli keretbe. A féléves időhorizontú európai szemeszter fő célja az európai uniós gazdaság- és fiskális politikai célkitűzéseknek a korábbinál hatékonyabb érvényre juttatása a tagállamokban. Ötvözi a Stabilitási és Növekedési Paktum és az Európa 2020 stratégia rendelkezéseit, ez utóbbiba beleértve az integrált iránymutatásokat. Az európai uniós intézmények jogosítványait anélkül terjeszti ki a tagállamokra, hogy csorbítaná azok szuverenitását.

A 2010 után elfogadott és hatályba lépett **másodlagos európai uniós jogszabályok** célja egyrészt a megelőzés, másrészt – ha már bekövetkeztek – a kedvezőtlen folyamatok korrekciója. A joganyag első csoportja a **költségvetésre** vonatkozik. Jogszabályokat tartalmaz a költségvetési tervek figyelemmel kíséréséről és a túlzott hiány korrekciójának biztosításáról, a költségvetési felügyelet megerősítéséről és összehangolásáról (külön rendelkezésekkel azokra a GMU-tagállamokra vonatkozóan, amelyekben túlzott költségvetési hiány van), a túlzott hiány esetén követendő eljárás végrehajtásának felgyorsításáról és pontosításáról, a tagállamok költségvetési keretrendszerére vonatkozó követelményekről és külön a költségvetési felügyeletnek az euróövezetben történő eredményes érvényesítéséről.

Egyes jogszabályok az államadósságnak az államháztartási hiánnyal megegyező jelentőséget tulajdonítanak. A GDP-arányos államadósság ciklikus jellege miatt a rendeletben meghatározott csökkentési követelmény nem kielégítő a konjunktúraciklus felfelé ívelő szakaszában, és nehezen érhető el, ha egyáltalán, dekonjunktúrában.

Más jogszabályok a nem teljesítő tagállamokkal szembeni pótlólagos és automatikus pénzügyi szankciókkal erősítik a túlzottdeficit-eljárást. A fordított szavazás intézményének bevezetése lehetővé teszi a szankciókról való döntések bizonyos mértékű depolitizálását, de a politikai szempontokat nem küszöböli ki teljes mértékben. Minde-

nesetre némi előrelépést jelez a hatékonyabb döntéshozatal irányába. A tagállamokra vonatkozó költségvetési rendelkezések lényeges célja a potyautas magatartás megelőzése a fiskális fegyelem vonatkozásában.

A jogszabályok másik csoportja a **makrogazdasági egyensúlyhiányok** megelőzéséről és kiigazításáról (az EU-ban) valamint a túlzott makrogazdasági egyensúlytalanságoknak az euróövezeten belüli kiigazítására vonatkozó végrehajtási intézkedésekről szól. E jogszabályok célja a folyó fizetési mérlegtöbbletek és hiányok felhalmozódásának megakadályozása, ezáltal a fizetési mérlegválságok megelőzése. A makrogazdasági egyensúlyhiányok kezelésére vonatkozó jogszabályok a Stabilitási és Növekedési Paktum ama gyengeségét hivatottak orvosolni, hogy az SNP kizárólag az államháztartás egyensúlyi pozíciójára koncentrált, miközben figyelmen kívül hagyta a vállalati szektorét és a háztartásokét. A túlzott egyensúlyhiány a GMU-ban pénzügyi szankciókat vonhat maga után. A figyelembe vett indikátorok egy részére (munkanélküliség, lakásárak stb.) a Bizottság, illetve a tagállamok nem képesek közvetlen hatást gyakorolni. A makrogazdasági egyensúlytalanságok helyreállításának leghatékonyabb eszköze a tőkeáramlások korlátozása, ami viszont ellentétes az alapszerződéssel és a belső piaccal. Kérdéses, hogy a figyelembe vett indikátorok segítségével lehet-e előre jelezni válságokat.

Összességében ez a másodlagos jogszabálycsomag **potenciálisan hatékony eszközrendszernek** tekinthető a túlzott költségvetési hiány, állami eladósodás és az egyéb makrogazdasági egyensúlyhiányok megakadályozására, ugyanakkor meglehetősen bonyolult és nehezen átlátható. Egyelőre nem lehet megválaszolni azt a kérdést, hogy mennyire hatékonyan lesz alkalmazható a gyakorlatban.

A gazdasági kormányzás reformja jegyében elfogadott joganyag **nem szünteti meg a pro-ciklikusságot**. Más szavakkal: a jogszabályok olyan időszakban kényszerítik a tagállamokat a költségvetési, illetve tágabb értelemben a makrogazdasági egyensúlyviszonyok javítására, ezáltal a gazdasági növekedés visszafogására, amikor a növekedés serkentésére lenne szükség.

Az euró plusz paktum nem jogi, hanem politikai kötelezettségvállalás, a Stabilitási és Növekedési Paktumot és az Európa 2020 stratégiát egészíti ki. Célja a paktumhoz csatlakozott EU-tagállamok közötti együttműködés erősítése a versenyképesség és a foglalkoztatás ösztönzése, valamint a fenntartható közpénzügyekhez és a pénzügyi stabilitáshoz való hozzájárulás érdekében olyan területeken, amelyek nagyrészt a tagállamok kompetenciájába tartoznak, ezáltal hiánypótló szerepet tölt be. A paktum az Európai Unión belüli további konvergencia kereteit alkothatja.

Az euró plusz paktum tartalmazza továbbá egy olyan keretrendszer elemeit, amely alkalmas arra, hogy támogassa az Európai Unión belüli, adott esetben valódi valutaunióhoz vezető **konvergenciát**. Az euró plusz paktum sikere a részt vevő országok azon készségétől, képességétől és belső elkötelezettségétől függ, hogy képesek-e a nemzeti és a közös érdekeket kiegyensúlyozni, és vonzóvá tenni a paktumot további EU-tagállamok számára.

A fiskális paktum az EU-tagállamok közötti kormányközi szerződés. Célja a GMU gazdasági pillérének, azon belül a gazdaságpolitikai koordinációnak és a gazdasági

kormányzásnak az erősítése. Az EU fenntartható növekedésre, foglalkoztatásra, versenyképességre és társadalmi kohézióra vonatkozó célkitűzéseinek támogatására hivatott. A fiskális paktum a bemutatott másodlagos jogszabálycsomag leglényegesebb rendelkezéseinek intézményes kikényszerítésére jött létre.

A paktum első része az SNP és a hozzá kapcsolódó másodlagos jogforrás költségvetési pozícióval kapcsolatos követelményeit foglalja össze, bővíti ki és szigorítja meg erőteljesebb integrációs szintű szabályok segítségével. Második része a gazdasági kormányzás elmélyítését célozza.

A paktum szerkezeti gyengeségei mellett tovább bonyolítja a döntéshozatalt az EU-ban, miközben hozzáadottérték-tartalma kétséges. Az egyensúlyi vagy egyensúlyhoz közeli költségvetési pozíció az eléréséhez szükséges restriktív fiskális politika és különösen a hitelből finanszírozott állami-közületi beruházások korlátozása révén visszafoghatja a gazdasági növekedést. Ezt a hatást árnyalja, hogy egyrészt az EU-ban az ún. aranyszabályt (a folyó költségvetési kiadásokat a folyó bevételeknek kell fedezni, hitelből csak beruházásokat szabad finanszírozni) soha nem gondolták komolyan. Másrészt különféle technikákkal lehet a beruházásokat úgy finanszírozni a vállalati szférában, hogy ne romoljon a költségvetési egyenleg. A fiskális paktum, tágabb értelemben minden fiskális szabály akkor váltja be a hozzáfűzött reményeket, ha az érintett országok kormányai elkötelezettek az államháztartási hiány és az államadósság mérséklése mellett.

A Gazdasági és Monetáris Unió mindkét pillérének (monetáris politika és Stabilitási és Növekedési Paktum) szabályozásában a **tradicionális közösségi módszer** dominált, amelynek alapja egyrészt az alapszerződés, másrészt a legerőteljesebb európai uniós másodlagos jogforrás, a minden tagállamra kötelező rendelet, illetve kisebb mértékben a címzettekre kötelező határozat. A válság hatására az illetékes európai uniós intézmények a GMU gazdasági pillérének mind több elemét szabályozták rendelettel mind a megelőzési, mind a szankcionálási ágon, azaz a tradicionális közösségi módszer súlya és szerepe fokozódott. Ez a törekvés valószínűleg a jövőben is fennmarad, sőt erősödhet. Mindebből az európai uniós intézmények megerősödése is következett, ez azonban az EKB-ra (illetve az eurócsoporra) terjedt ki, kevésbé érintette az Európai Bizottságot. Általában is megállapítható, hogy a fiskális fegyelem erősítése, az eladósodott tagállamok kimentésének szigorú feltételekhez történő kötése a központi intézmények ellenőrző szerepének és befolyásának erősödéséhez vezet.

A tagállamok közötti nemzetközi megállapodások formáját öltő **intenzív kormányköziséget** mint módszert második legjobb megoldásként alkalmazták. Jogi problémákat áthidaló szerepe volt, illetve akkor folyamodtak hozzá, amikor bizonyos különérdekek miatt a szabályozandó területen nem lehetett elérni az összes érintett EU- vagy GMU-tagállam támogatását a rendelettel történő szabályozáshoz, emiatt az alapszerződés módosítása nem volt lehetséges. Ezzel összefüggésben sokan vetik fel a demokratikus legitimitáció hiányát.

A **politikai koordináció** a gazdasági kormányzás SNP-hez kapcsolódó területein dominál. A tapasztalatok alapján nem ösztönzi megfelelőképpen a változtatásokat a tagállamokban. A szuverén adósságválság nyomán itt is felvetődött az erőteljesebb jogsza-

bályokkal történő irányítás, az ilyen irányú törekvések valószínűleg fennmaradnak. Kérdés, hogy mennyire lehet eredményes a politikai koordináció olyan körülmények között, amikor a politika aktora nem az EU, hanem a tagállamok összessége. A politikai koordináció hatékonysága a szuverenitás további elemeinek a transzferje révén javítható. Az európai uniós szintet el kellene ismerni teljes körű és autonóm szereplőnek a gazdaságpolitika alakításában, természetesen megfelelő legitimitással. Ehhez megfelelő nagyságrendű európai uniós szintű forrásokat kellene rendelni.⁴⁵³ Egy ilyen fordulat valószínűsége jelenleg minimális.

A 2014 és 2020 közötti időszakra elfogadott európai uniós költségvetés keretszámaiból nem adódik az **elosztási (költségvetési) módszer** súlyának növekedése. A döntően irányelvekre épülő **európai uniós szabályozási rendszer** nem, vagy legfeljebb rendkívül korlátozottan alkalmazható a GMU-ban.

A gazdasági kormányzás reformja nyomán a tagállami politikák, joganyagok és gyakorlatok mind nagyobb mértékben kaptak európai uniós tartalmat. Az európai uniós jogszabályok és intézmények mindinkább áthatják a tagállamok jogrendszerét. Az egységes helyzetértékelés és a racionális döntéshozó hiánya, valamint a potyautas magatartás miatt a kicsi a valószínűsége annak, hogy ex ante koordináció segítségével ki lehet különbölni az EU-ban, illetve a GMU-ban a leglényegesebb makrogazdasági egyensúlyhiányokat, illetve a puha tagállami költségvetési korlátokat.⁴⁵⁴

8.4. A versenyképességi, a fizetésimérleg- és a növekedési válság kezelése

Az Európai Központi Bank differenciálatlan, minden tagállamra sajátosságaitól függetlenül ugyanolyan feltételeket szabó **monetáris politikája** (és a kamatlábak konvergenciája) **túlzott ciklikus különbségekhez és egyensúlyhiányokhoz vezetett**. Ennek közvetlen oka az volt, hogy az optimális valutaövezet hiánya miatt számottevőek voltak a GMU-tagállamok közötti **strukturális és ciklikus divergenciák**. Mindez az euróövezet földrajzi periferiáján ingatlan- és hitelpiaci buborékokban, a relatív nemzetközi ár- és bérköltség-versenyképesség romlásában, az államháztartás és a folyó fizetési mérleg fokozódó hiányában, valamint a külső adósság és az államadósság növekedésében jutott kifejezésre. A közös pénz bevezetésével megszűnt az árfolyam külső és belső egyensúlyi problémákat jelző szerepe, a közös pénz elkendőzte az egyensúlyi feszültségeket. Az észak-európai mag országok és a periféria közötti túlzott különbségek a periféria egyes országaiban a globális pénzügyi és gazdasági válság hatására **versenyképességi** és a deficitet finanszírozó tőkebeáramlások hatására **fizetésimérleg-válságba** torkolltak, másol csak olyan egyensúlyi problémákat okoztak, amelyek kezelése szűkítette a gazdaságpolitika mozgásterét.

A GMU vázolt diszfunkcionális működését két további tényező mélyítette el. Az egyik a bankok felelőtlen hitelpolitikája, ami az elsősorban az USA-ból kiinduló, az alacsony kamatlábakra visszavezethető „olcsó pénzre” támaszkodott. A másik az expanzív bér- és jövedelempolitika (a termelékenységjavulás ütemét meghaladó reálbér-dinamika),

⁴⁵³ Tomasso Padoa-Schioppa Group: i. mű, 17. o.

⁴⁵⁴ Mihályi Péter: i. mű.

amelynek ellenőrzését – bár a probléma ismert volt – figyelmen kívül hagyták a Gazdasági és Monetáris Unió létrehozásakor.

A versenyképességi válsághoz nem csekély mértékben járult hozzá az Európai Unió 2004. és 2007. évi keleti bővülése, amely a dél-európai országoktól és Írországtól divergáló irányzatokat erősített az áru- és tőkeáramlásokban. Ugyanilyen hatása volt a belső leértékelés terén elsősorban Németország által folytatott nem kooperatív stratégiáknak.

A dolog természetéből adódóan a 2010 után elfogadott, a gazdasági kormányzás javítását célzó jogszabályok közvetlenül nem érintették a versenyképességi és a fizetésimérleg-problémák, illetve -válság orvoslását. Hosszabb távon a gazdaságpolitika kulcskérdése a gazdasági növekedés és a versenyképesség. Jelentőségét tekintve nagyobb szerepet kellett volna, illetve kellene játszania a válságkezelésben a **nemzetközi ár- és bér-költség-versenyképesség** javítása. Ez nem változtat azon a tényen, hogy rendszerkockázati szempontból az államháztartás és a bankrendszer csődje a valós veszély.

Saját nemzeti valuta és devizapolitika hiányában a **relatív nemzetközi költség-versenyképesség** rövid távú javításában nem jöhet szóba a külső leértékelés. Ilyen körülmények között a válságkezelés egyik eszköze elvileg a termelékenységnek a periféria országaiban a központi és északi országokéhoz képest gyorsabb emelése lehet. Ennek a forrásai azonban jelenleg nem azonosíthatók. A termelékenység javításának közvetlen ösztönzésére egyébként is korlátozottak a gazdaságpolitika lehetőségei.

A versenyképességi válság megoldásának másik, legfőbb eszköze a **belső leértékelés**, azaz az árak és a bérek, pontosabban a termékegységre jutó munkaerőköltségek csökkentése, a nyugdíjak és az állam által nyújtott szolgáltatások lefaragása lehet. Ez feltételezi a munkaerőpiac és a bérmechanizmusok rugalmasabbá tételét. A belső leértékelési politikák középtávon csak akkor sikeresek a külső egyensúlyhiányok mérséklésében, ha olyan szerkezeti reformokkal párosulnak, amelyek a versenyképesség néhány nem árjellegű összetevőjét is javítják. Ez a fajta alkalmazkodás azonban egyrészt nagy terheket ró az érintett országokra, a restriktív visszafogják a gazdasági növekedést. Másrészt nem hatékonyak akkor, ha a többi GMU-tagállam is ugyanezt a politikát folytatja, azaz egymással versenyez a belső leértékelés terén. (Németország jelentős mértékben javította relatív nemzetközi költség-versenyképességét ilyen módon.) Következésképpen az alkalmazkodás az eddiginél szorosabb **koordinációt** tesz szükségessé a tagállamok között a gazdaságpolitikában (azon belül különösen a jövedelempolitikában). Mindezt árnyalja az a követelmény, hogy a reálbérek a termelékenység növekedési ütemével legfeljebb azonos ütemben nőhetnek, elkerülendő az inflációs nyomás fokozódását és a relatív nemzetközi költség-versenyképesség romlását.

A szuverén adósságválság megkérdőjelezte azt a korábbi feltételezést, hogy a nemzetközi egyensúlyhiányok irrelevánsak. Az utóbbi évek tapasztalatai alapján nyilvánvalóvá vált, hogy az euróövezeten belüli tetemes **folyó fizetésimérleg-hiányokat**, amelyek fenntarthatatlan makrogazdasági folyamatokra vezethetők vissza, nem lehet a végtelenségig finanszírozni, miközben hiányoznak a kiegyenlítő mechanizmusok. Ugyanakkor a Gazdasági és Monetáris Unió hosszú időn keresztül leplezte a túlzott folyó fizetésimér-

leg-hiányokkal kapcsolatos feszültségeket, amelyek így túlságosan későn váltak közvetlenül nyilvánvalóvá.

A **fizetésimérleg-válság** kezelését célozta a makrogazdasági egyensúlytalansági eljárás szabályrendszerének elfogadása. A jelző- és korrekciós rendszer azonban – hiányosságaitól függetlenül – önmagában, más lépések nélkül nem elegendő a meglévő túlzott mértékű folyó fizetésimérleg-többletek és hiányok mérsékléséhez, legfeljebb – de ahhoz is csak korlátozottan – újabb egyensúlyhiányok létrejöttének megakadályozásához.

A válság első fázisában megugrottak az államháztartási hiányok, amelyeknek ceteris paribus a fizetésimérleg-hiányok emelkedését kellett volna okozniuk. Ehelyett a fizetésimérleg-hiányok drasztikusan estek, mert a vállalatok és a lakosság hitelfelvétele zuhant, illetve más szemléletben az importkereslet csökkent. Sok országban a gyorsan emelkedő államadósságok finanszírozása (beleértve a megújítást is) a piacról megnehezült, ezért **hivatalos tőkeáramlásra** volt szükség.

A központi és északi GMU-tagállamok folyó fizetésimérleg-többleteinek mérséklése, illetve a déli tagállamok deficitjének csökkentése akkor lehetséges fenntartható módon, ha az előbbiek olyan gazdaságpolitikát folytatnak, hogy a nettó export helyett a belföldi kereslet válik a gazdasági növekedés legfőbb hordozójává. A déli tagállamok gazdaságpolitikájának a külföldi működőtőke beáramlása mellett (ez a reálisabb) a nettó exportot célszerű ösztönöznie a belföldi kereslet helyett. Ilyen módon a folyó fizetésimérleg többlettel rendelkező EU-tagállamok exportlehetőségeket teremtenek az eladósodott dél-európai GMU-tagországok számára. Ezen a területen is a két országcsoport közötti koordinált fellépésre van szükség. Ennek jegyében a GMU északi országainak magasabb inflációt, tágabb értelemben nemzetközi versenyképességük bizonyos fokú romlását kellene tolerálniuk. Bár a mag-országok belföldi keresletének ösztönzése nyomán javulnak az eladósodott országok exportlehetőségei, nem garantált, hogy a megnövekedett belső keresletet az érintett háztartások importból kívánják kielégíteni. Emellett a dél-európai országok exportkapacitásai is korlátozottak, emiatt nem biztos, hogy élni tudnak a lehetőségekkel. További kérdéseket vet fel a keresletösztönzés célszerű eszköztára.

A **gazdasági növekedési válság** egyrészt arra a felismerésre vezethető vissza, hogy **az állam túlzott eladósodása visszafogja a gazdasági növekedést**. Az Európai Központi Bank egy tanulmánya szerint az államadósság gazdasági növekedésre gyakorolt hatása nem lineáris, de 90-100 százalékos GDP-arányos államadósság esetén fordulópont van, azaz innentől kezdve az államadósság kedvezőtlen hatást gyakorol a hosszú távú gazdasági növekedésre. A konfidencia-intervallumok arra utalnak, hogy a káros hatások már 75-80 százalékos GDP-arányos államadósság esetén kezdenek kibontakozni. További következtetés, hogy a GDP-arányos államadósság és államháztartási hiány és az egy főre jutó GDP-dinamika között negatív és lineáris kapcsolat van. Az euróövezetben az államadósság GDP-hez viszonyított aránya 2012-ben 93 százalék volt, azaz a GMU benne van a veszélyzónában.

Másrészt nemcsak a túlzott államadósság fogja vissza a GDP növekedését, kedvezőtlen esetben recesszióhoz is vezetve, hanem a fiskális restrikción alapuló államháztartási konszolidáció és szerkezeti reform is. Mindez a hosszú távú növekedési potenciált is

hátrányosan érinti, különösen olyan körülmények között, amikor az eladósodott magán-szektor adósságleépítése is folyamatban van. Ha a magánszféra (azon belül mindeneke-lőtt a háztartások) megtakarít, akkor ezt az államháztartásnak célszerű ellensúlyozni. A fiskális megszorítások miatt **ördögi körbe** is kerülhetnek a leginkább eladósodott országok. Bár abszolút értékben csökken az államháztartási hiány és az államadósság, a las-súbb GDP-dinamika vagy az elhúzódó recesszió miatt a GDP-hez viszonyított aránya emelkedik. A csökkentésüket célzó megszorítások miatt tovább esik a GDP. Az alacso-nyabb GDP-dinamika miatt csökkennek az adóbevételek.

Ez a Keynes által definiált likviditási csapda mintájára nevezhető **megszorítási csapdá-nak** is. A megszorítási csapdát támasztja alá az is, hogy a legújabb kalkulációk szerint a fiskális multiplikátor nagyobb, mint korábban vélték, azaz, a költségvetési kiadások egységnyi csökkentése a GDP-dinamika korábbi feltételezéseknél és számításoknál na-gyobb mértékű visszaesésével párosul az EU-ban, illetve a GMU-ban. Ráadásul a pénz-ügyi egyensúly a **társadalmi egyensúlytalanságok**: elszegényedés, növekvő vagyoni és jövedelemkülönbségek stb. fokozódásának rovására javul. Ilyen körülmények között a megszorítások teret adhatnak szélsőséges politikai erők megerősödésének, és táplálhat-ják az EU-ellenes közhangulatot is. Ha minden ország ugyanolyan restriktív fiskális po-litikát folytat harmonizáció nélkül, akkor szélsőséges esetben az eredmény akár globális recesszióhoz is vezethet. Sajátos paradoxon, hogy miközben a GMU-tagállamok szava-zói elutasítják a megszorításokat, nagy többséggel ragaszkodnak a közös pénzhez.

A fenntartható államadósság képletéből következően úgy kellene ösztönözni a gazdasági növekedést, hogy közben csökkenjen a GDP-arányos államháztartási hiány és állam-adósság, ami meglehetősen nehéz feladat. Ilyen körülmények között a **fiskális stimulus** kivételesen alkalmazható úgy, hogy arra időben, átmenetileg és jól célzottan kerüljön sor, azaz, azok a gazdasági szereplők legyenek a kedvezményezettek, akik vagy amelyek garantáltan elköltik a többletjövedelmet. Az expanzív fiskális politika egyébként negatív kibocsátási rés esetén járulhat hozzá a gazdasági növekedés gyorsulásához, ebben az esetben is csak akkor, ha nem a kiadások, hanem az adók csökkentésének formáját ölti.

Főként a német gazdaságpolitika szerint várható a **szerkezeti reformoktól** (amely maga is elég bizonytalan fogalom) az államháztartás konszolidációja és a gazdasági növekedés megindulása. A szerkezeti reformok költségei rövid távon jelentkeznek, miközben az előnyök hosszabb távon érvényesülnek. Sikerükre nincs garancia. A szerkezeti reformok jelentős hányada nem alkalmas arra, hogy enyhítse a GMU-n belüli folyó fizetésimér-leg-többlettekkel és -hiányokkal kapcsolatos feszültségeket. Végül a szerkezeti reformo-kat nehéz mérni és számszerűsíteni a gazdasági növekedésre gyakorolt hatásaikat.

Az utóbbi időben a fiskális alkalmazkodás vázolt veszélyeinek mérséklése érdekében az IMF és az európai uniós intézmények a fiskális politikák világméretű koordinációja és a fiskális konszolidáció időbeli elnyújtása mellett szállnak síkra. (Az USA költségvetési hiányának radikális csökkentése például az egész világgazdaságot hátrányosan érintené.) Ezen túlmenően a teljes helyett a strukturális államháztartási egyenleg figyelembevételét javasolják. Ebben az esetben kisebb a kiigazítási igény, mert nem kell tekintettel lenni a konjunkturális tényezőkre. Az európai uniós intézmények a nominális deficitcélok kitű-zése helyett inkább **strukturális célokat** határoznak meg.

Természetesen általában igaz, hogy a túlhajtott megszorítás visszafogja a gazdasági növekedést, illetve recesszióhoz vezet, de ettől még szükség van ésszerű mértékű és reális ütemű költségvetési konszolidációra. A kérdés az, hogy miképpen lehet a GMU államadósságának hosszú távú felhalmozódását úgy korlátozni, hogy a restriktívok ne fogják vissza lényegesen a gazdasági növekedést.

Eddig viszonylag kevés figyelmet kaptak azok a kutatási eredmények, amelyek szerint **a gazdasági növekedést** nemcsak az államadósság, hanem **a magánszektor** (háztartások és vállalatok) **adósságállománya** is visszafogja. Ennek alapján minden olyan kormányzati intézkedés javítja a gazdasági növekedés feltételeit, amely hozzájárul a magánszektor adósságproblémájának a kezeléséhez (a veszteségek felfogásához szükséges banki céltartalékok és tőkepufferek növelése, a bankszektor rossz hitelektől való megszabadítása, a fizetéseképtelenségi eljárások és az adósságleírás megkönnyítése stb.). A probléma nagyságrendje miatt végső soron nem lehet kizárni a magán- és az államadósságok átütetőségét, az utóbbi az államcsőd puha változatának minősül.

A gazdasági növekedés ösztönzését illetően abból célszerű kiindulni, hogy a fiskális alkalmazkodás nyomán nagyszámú GMU-tagállamban csökken vagy egyenesen összeomlik a kereslet. A növekedésösztönzés a kereslet összeomlásának a megakadályozását, vagy inkább **a gazdaság stabilizálását** jelenti, ami gyökeresen különbözik a hosszú távú növekedési potenciáltól.

Az EU-tagállamok eltérően értelmezik a növekedésösztönzést, ami nehezíti európai uniós szintű politikák kidolgozását és végrehajtását. A GMU egészének gazdasági növekedését elvileg serkentené, ha a **folyó fizetésimérleg-többlettel rendelkező GMU-tagállamok** (Németország, Ausztria és Hollandia), illetve a nem GMU-tag Dánia és Svédország **felpörgetnék a belső keresletet**, ezáltal az eladósodott dél-európai GMU-tagországok számára exportlehetőségeket teremtené, így a folyó fizetésimérleg-egyenlegek kiegyensúlyozásához is hozzájárulna. Ennek eszköze lehet a minimálbér emelése és az állami szektor beruházásainak növelése.

Az Európai Unió szintjén a kereslet a leghatékonyabban az Európai Beruházási Bank hitelezési tevékenységének bővítése révén serkenthető, amelyhez a növekedési és munkahely-teremtési paktumot kapcsolta az Európai Tanács.

Végül is nem a megszorítás és a gazdasági növekedés között kell választani, hanem az államháztartási hiány csökkentésének az időzítését és sebességét valamint a szerkezeti reformok megfelelő keverékét kellene eltalálni, vagy legalábbis törekedni kell a megfelelő arányra.

A GMU főbb egyensúlyi indikátorai (szufficites folyó fizetési és külkereskedelmi mérleg, kezelhető államháztartási deficit, az USA-hoz és Japánhoz képest alacsony GDP-arányos államadósság) arra utalnak, hogy **az euróövezet problémái** nem külső, hanem **belső jellegűek**, ezért a megoldást is a GMU-n belül kell keresni. Külső és semleges „döntőbíróként” és katalizátorként, szakértelmét mind a hitelfeltevő ország, mind az európai uniós intézmények rendelkezésére bocsátva **az IMF a szerkezeti reformok ösztönzésének funkcióját** a GMU-ban is elláthatja, amit a pénzügyi csomagokhoz való hozzájárulása is támogat.

Az IMF korábbi gyakorlatában szerepelt nemzetállamoktól eltérően a GMU-ban nem lehet alkalmazni az IMF szerkezetátalakításra vonatkozó hagyományos javaslatait részben a rögzített árfolyam miatt (a valutaleértékelés nem jöhet szóba az euróövezetben), részben pedig azért, mert nem jött létre integrált bankrendszer, miközben tagállami szinten erős volt a szuverén adósok és a bankok közötti összefonódás.

8.5. Valódi gazdasági és monetáris integráció felé

Egy lehetséges értelmezés szerint a Gazdasági és Monetáris Unió alapját képező három tiltás közül kettőnek a fellazítása, illetve de facto megszüntetése és a gazdasági kormányzás reformja azt a célt szolgálta, hogy enyhítse az erősebb fiskális unió hiányának következményeit. Ezt nemcsak az tette szükségessé, hogy az euróövezet nem alkotott optimális valutauniót, hanem a szuverén adósságválság kezelése is. Ugyanakkor mind szélesebb körben terjed a felismerés: a GMU túléléséhez elengedhetetlen, hogy a **közös monetáris politikát** valamilyen formában közös **fiskális**, illetve bizonyos mértékig európai uniós szintű **szociális politika** egészítse ki. A probléma kissé kiterjesztve úgy is megfogalmazható, hogy nem konzisztens egymással az államcsőd lehetősége, az állandósult külső egyensúlyhiányok rendszere és a fiskális unió hiánya.

A **fiskális unió attribútumai** közé sorolható a fiskális fegyelmet felügyelő és kikényszerítő eszközrendszer (gazdasági kormányzás, beleértve természetesen a gazdaságpolitikák koordinációját), a rövid távú válságkezelést lehetővé tevő pénzügyi alapok és eljárások rendszere (EFSF, ESM), közös eurókötvény-kibocsátás, fiskális transzferek lehetősége és a bankrendszer közös felügyelete és szabályozása (feltőkésítés és forrásfedezete, közös felügyelés és betétgarancia-rendszer).

Az utóbbi időben jelentős mértékben elváltak egymástól a közgazdasági elméleti viták és a gyakorlati gazdaságpolitikai megfontolások. 2013 végén és 2014 elején nem a konjunktúraszabályozás és a sokkok esetleges aszimmetrikus jelentkezése a fő kihívás (a szuverén adósságválság mindegyik érintett országot sokkolta), hanem a durván megugrott és még mindig emelkedő államadósság (egyes országokra koncentrálódva), továbbá a piac meggyőzése arról, hogy ezen úrrá lehet lenni. Az EU-ban tervezett **bankunió** hihetőbbé teszi ezt, a **költségvetési unió** az említett szempontokból most (még) kevésbé érdekes. Lényeges viszont abból a szempontból, hogy a nemzeti költségvetési politikák fegyelmizettek legyenek a megújított keretek között, illetve az adósságfinanszírozásban legyen elmozdulás a közös menedzselés felé. Ha lesz is javuló konjunktúra, annak forrásaira először a nemzeti fiskális konszolidációk folytatásához és a válságban kieleződött társadalmi-szociális feszültségek enyhítéséhez van szükség, csak jóval később lehet napirendre tűzni a nemzeti adóbevételek átengedését közös tartalékolásra és konjunktúraszabályozásra.

A szuverén adósságválságra vonatkozó **megoldási javaslatok** a GMU-tagállamok **közös felelősségvállalása és egymás iránti szolidaritásának** erősítése mellett szállnak síkra. Ehhez az elképzelések első csoportja szerint elengedhetetlen egy, a **ciklikus egyensúlyhiányokat kiegyenlítő alap**, amelynek célja a közös monetáris politika pro-ciklikus hatásainak az ellensúlyozása. A javaslatok második része fiskális unió nélküli, azt helyettesítő megoldásokat tartalmaz (európai visszafizetési paktum, euróban denominált közös

GMU-kötvény, a Bruegel intézet kék kötvénye és piros adóssága, az Európai Bizottság stabilitási kötvénye és az európai adósságügynökség koncepciója). Az elképzelések harmadik csoportja a **fiskális föderalizmus vagy fiskális unió felé történő elmozdulást** tartja szükségesnek, ez viszont hosszabb távon feltételezi a **politikai uniót**.

Ami a **fiskális unió nélküli, illetve azt helyettesítő megoldási javaslatokat** illeti, a ciklikus divergenciák kiküszöbölését szolgálná a tagállami költségvetési hozzájárulásokon alapuló GMU-szintű, szabályalapú, automatizmusokon nyugvó és sajátos pufferként szolgáló **biztosítási alap**, amely nem lenne része az EU költségvetésének, csak az euróövezet tagállamaira vonatkozna. Végső soron a közös monetáris politika prociklikus hatásait ellensúlyozná. Elősegítené továbbá a belső leértékelés felé történő elmozdulást. A biztosítási alap kölcsönös garanciarendszernek tekinthető. Nem tesz lehetővé állandó transzfereket, így létrehozása nem vagy legfeljebb kismértékben értékelhető a fiskális unió felé történő elmozdulásnak. Ehhez hasonló, a konjunkturális ingadozásokat kisimító alap létrehozását a Nemzetközi Valutaalap szakértői is javasolják.

A német kormány mellett működő szakértői tanács által kidolgozott ún. **európai visszafizetési paktum** a **válságmegelőző eszközként** létrehozott fiskális paktum konszolidációs törekvéseit hivatott alátámasztani, azaz nem a válságkezelés, illetve a fiskális unió létrehozása a célja. Mozgásteret kívánt teremteni a felelősségre vonhatóság és a szolidaritás mint két egymást kizáró elv érvényesítésére. A felülvizsgált Stabilitási és Növekedési Paktum rendelkezéseire támaszkodva ötvözni kívánja a közös és a tagállami felelősséget és a tagállami elkötelezettséget az euróövezet tagállamainak a finanszírozásában. Meghatározott időre szóló eszköz, amely többoldalúvá teszi a GMU-tagállamok államadósságát.

Az elképzelés lényege a tagállamok múltban felhalmozódott államadósságának szétválasztása. **Az első rész** a GDP 60 százalékát elérő állomány, amely összhangban van a Maastrichti Szerződés vonatkozó konvergenciakritériumával. **A második rész** az ezt a küszöbértéket meghaladó állomány, amelyet a paktumhoz csatlakozó országok egy későbbi időpontban a közös európai visszafizetési alapba utalják. Az alapért közös és egyenként felelősséget vállalnak. Az államadósság csökkentése úgy történik, hogy a részt vevő országok reális elsődleges államháztartási többlet elérését vállalják (országokként eltérő mértékben), ez az államadósság 20-25 év alatt történő törlesztésének forrásfedezete. A közös felelősség miatt az alapba utalt államadósság finanszírozásának költsége csökken.

Az európai visszafizetési alap maga **formálisan nem eurókötvény**, a paktumban nincs szó eurókötvény előkészítéséről vagy bevezetéséről. Funkcióját és célját tekintve ennek ellenére eurókötvénynek feleltethető meg. Az európai visszafizetési paktum nem irányoz elő fiskális transzfereket, ebben az értelemben nem tesz eleget a fiskális unió feltételeinek. A paktum középpontjában az államháztartás, azon belül az államadósság csökkentése áll, nem tér ki a magánszféra adósságára. A paktum csak akkor éri el célját, ha kiegészítik közös eurókötvény-kibocsátással.

Az európai visszafizetési paktumtól függetlenül szintén a **fiskális unió nélküli válságkezelés eszköze** lehet az **euróban denominált közös GMU-kötvény** kibocsátása. Ezzel

az EU, illetve a GMU állampapír-piacának fragmentáltsága is csökkenthető lenne. Az erre vonatkozó koncepciók közös eleme, hogy a likviditási kockázat mérséklése végett a kibocsátásnak el kellene érnie egy kritikus mértéket, az eurókötvényeket közös felelősségvállalásnak kellene alátámasztani, továbbá az erkölcsi kockázat és a potyautas magatartás megakadályozása érdekében elő kellene írni a tagállami költségvetések kötelező ex ante ellenőrzését.

A brüsszeli **Bruegel** intézet **közös eurókötvény-kibocsátásra** vonatkozó elképzelésének értelmében az európai uniós tagállamok két alapba sorolnák államadosságukat. Az ún. **kék kötvény** (blue bond) alap a tagállamok GDP-je 60 százalékára rúgó államadosságot tartalmazná szenior (azaz elsőbbségi) szuverén adósság formájában, amiért a tagállamok közös felelősséget vállalnának. Az államadosság e részének finanszírozási költségei várhatóan csökkennének a közös felelősségvállalás miatt. A **piros adósság** a tagállamok kék kötvény (a GDP 60 százaléka) feletti államadossága lenne, az egyes tagállamok által kibocsátott nemzeti és junior adósság formájában. A koncepció nem orvosolja az érintett országok likviditási problémáit és nem tartalmaz olyan mechanizmust, amely belátható időtávon biztosítaná a GDP-arányos államadosság 60 százalék alá történő szorítását. A javaslat nem zárja ki az államcsődöt, talán ez is az oka annak, hogy eddig nem karolták fel.

A GKI Gazdaságkutató Zrt. javaslata szerint a közös felelősségvállalás nem a GDP 60 százaléka feletti, hanem kizárólag a 60 százalékig terjedő adósságrészre vonatkozóan kerülne bevezetésre, de csak fokozatosan. Évente az adott ország GDP-jének 3 százalékáig terjedő új államadosság finanszírozását vállalná magára egy új európai adósságfinanszírozó intézmény (EU Kincstár), de csak abban az esetben, ha az ország adósságrátája a megelőző évben valóban a 60 százalék feletti rész 5 százalékaival csökkent (egy állandó induló bázishoz képest), vagy 60 százalék alatt volt. E konstrukció egyszerre teszi lehetővé és ösztönzi a tagállami adósságráták 20 év alatt 60 százalék alá történő csökkentését.

Az **Európai Bizottság** munkaanyagában közzétett, **stabilitási kötvénynek** nevezett eurókötvényt az euróövezet tagállamai államháztartásának finanszírozására szánják. Az eszköz nagymértékben hozzájárulhat a Gazdasági és Monetáris Unió pénzügyi stabilitásához. A stabilitási kötvény jövedelemáramlásai és adósságszolgálati költségei az érintett tagállamok kibocsátásban elfoglalt részesedését tükrözik. Kibocsátását az erkölcsi kockázat és a potyautas magatartás megakadályozása érdekében össze kívánják kapcsolni a gazdaságirányítás és a gazdaságpolitikai koordináció erősítésével. A tagállami kötvénykibocsátás helyettesíthetősége, a tagállamok felelősségvállalásának mértéke és a garanciák tekintetében az Európai Bizottság többféle konstrukciót és kibocsátási formát tart lehetségesnek.

Az **európai adósságügynökség** koncepciója a fiskális unió felé való elmozdulás. Kevesebb egy megállapodott pénzügyminisztériumnál vagy kincstárnál, de több mint egy európai monetáris alap. Az ügynökség olyan rugalmas intézmény lenne, amely „normális” időszakokban adósságot megtestesítő értékpapírok kibocsátásával foglalkozna, rövid távú pénzügyi zavarok esetén megsegítené az érintett tagállamokat, illetve az államcsődöt jelentő országokat kimentí a szuverenitás csaknem teljes transzferje fejében. Az állam-

adósság átstrukturálásának elvi lehetősége csak kivételes körülmények esetén lehetséges.

Ami a **fiskális unióra, illetve fiskális föderalizmusra** vonatkozó koncepciókat illeti, a Bruegel által javasolt **korlátozott fiskális unió** középpontjában a GMU-szintű pénzügyminisztérium áll. Az euróövezet pénzügyminisztere vétőjoggal rendelkezik a tagállami költségvetések felett abban az esetben, ha azok veszélyeztetnék a Gazdasági és Monetáris Unió pénzügyi stabilitását. Ebből az következik, hogy szükség van a nemzeti szuverenitás számottevő transzferjére. A minisztérium további feladata a nehézségekkel birkózó kormányok likviditásának és fizetőképességének vizsgálata, valamint pénzügyi segítség nyújtása az illikvid vagy fizetéképtelen kormányoknak. E célok elérésének forrásfedezetét az euróövezet szintjén beszédett (szövetségi jellegű) adók biztosítanák. A korlátozott fiskális unió tenné lehetővé azt, hogy az EKB elláthassa a végső hitelezői szerepet.

A **fiskális föderalizmus** a szakirodalom szerint olyan államberendezkedés, amelyben az adózási, a kiadási és a transzferkompetenciákat különböző kormányzati szintekre telepítik. Ezzel nincs összhangban a **szubszidiaritás** elve. A hatályos európai uniós alapszerződés ennek alapján kizárja a fiskális föderalizmust. Tiszta formában történő megvalósításához egyrészt módosítani kellene a Lisszaboni Szerződést, másrészt az európai uniós költségvetés terjedelmét a tagállamok GDP-jének magasabb szintjére kellene emelni a jelenlegi 1 százalék körüli értékről.

A fiskális unió az államháztartási egyensúly és államadósság finanszírozása terén a tagállamok **közös teher- és felelősségvállalására** épül, ami a tagállamok közötti szolidaritásnak a jelenleginél lényegesen magasabb fokát tételezi fel. A közös költségvetés terjedelme és szerkezete nincs összhangban a fiskális unióval szembeni követelményekkel. Ezen a 2014 és 2020 közötti periódusra vonatkozó költségvetés sem változtat. Eddig a pénzügyi mentőalapok (EFSM, EFSF, EMS), a Stabilitási és Növekedési Paktum és módosításai bizonyos mértékben a fiskális uniót kívánták helyettesíteni, illetve részben pótolni, hosszabb távon inkább kevesebb mint több sikerrel.

A fiskális unió felé történő elmozdulást célozza a Bruegel intézet igazgatóhelyettesének **az európai uniós költségvetés átalakítását** célzó javaslata. Kiindulópontja szerint a monetáris unióban a mély recessziók ellensúlyozására és regionális sokkok kezelésére szükség van az integrációs szintű forrásokra, mert a tagállamok költségvetése ehhez nem elegendő. A szükséges források nagyságrendje a tagállamok GDP-jének 2 százalékára rúgó közös költségvetésből előteremthető.

Az európai uniós intézmények 2012-ben meghatározták az EU- illetve a GMU továbbfejlesztésének fő irányait a feladatok definiálásával és konkrét ütemezésével. Az átfogó cél a **politikai unión alapuló mély és valódi gazdasági és monetáris unió**, amelynek része a fiskális unió mellett a bankunió is. Politikai unióra azért van szükség, mert a valódi gazdasági és monetáris uniótól elválaszthatatlan a megfelelő demokratikus legitimitáció és elszámoltathatóság a döntéshozatalban. Ettől azt várják, hogy az EU és tagállamai a jelenleginél kedvezőbb helyzetben lesznek a különféle sokkoknak (ciklikus, aszimmetrikus külső és a bankrendszerből adódó sokkok) történő ellenállás tekintetében.

A **nemzetállamok demokratikus föderációja** melletti kiállítás a politikai unió konkrét értelmezésének, az EU jövőbeli fejlődését kijelölő víziónak tekinthető, amely a szuverenitás megosztása révén birkózik meg a közös problémákkal oly módon, hogy mindegyik tagállam és állampolgár jobb helyzetben lesz saját sorsának ellenőrzésében. Ez nem valószínűsíthető meg a jelenlegi jogi feltételek között, ehhez új alapszerződésre van szükség. A tervezetbe a korábban kidolgozott koncepciók sok eleme beépült (autonóm költségvetési eszköz, amely megfelel a biztosítási alaphoz, visszafizetési alap, stabilitási kötvények kibocsátása). A tervezet a konvergencia- és versenyképességi eszköz formájában tovább erősítené és intézményesítené a fiskális és a makrogazdasági egyensúly felügyeletét, a gazdaságpolitikai koordinációt, illetve a szerkezeti reformok ösztönzését.

A valódi gazdasági és monetáris unió és a politikai unió hosszabb távon akkor működőképes, ha a gazdasági kormányzás részeként **erős szociális dimenzióval** egészül ki, mert tekintettel kell lennie a gazdasági növekedésre, a munkahelyteremtésre és a versenyképességet növelő reformok szociális következményeire.

A részletesebben kidolgozott **bankunió**, amelynek megvalósítása megkezdődött, a monetáris integráció és a fiskális unió vagy azon belül a fiskális föderalizmus közötti közbelső válasz. Célja a bankrendszer erősítése a szabályok harmonizálása révén. A fiskális föderalizmus irányába való elmozdulásnak tekinthető, mert a bankválságok költségeinek egy részéért közösségi felelősséget kíván vállalni. Ez valamelyest javíthatja az európai uniós intézmények közötti terhek megosztását a szuverén adósságválság kezelésében azáltal, hogy mérsékli az Európai Központi Bankra a végső hitelezői szerepvállalással kapcsolatban nehezedő nyomást.

Az integrált pénzügyi keret vagy bankunió révén a prudens bankműködés feltételeit kívánják megteremteni, illetve az esetleges bankválságok kezelésére ajánlanak megoldásokat (amelyek nem feltétlenül reálgazdasági egyensúlyhiányok miatt keletkeznek). A szanalási alap költségvetési transzfereket is jelenthet. A betétbiztosítások mögé is kell költségvetési garanciát állítani. A bankunió keretében csak nagy baj esetén van transzfer (és ha az életre hívása előtt nem tisztítják meg a banki mérlegeket, akkor sokáig nem is nagyon fog működni).

A bankuniót alkotó integrált felügyelet, közös betétbiztosítási és szanalási rendszer, illetve mechanizmus valamint GMU-szintű forrásfedezet arra utal, hogy **a tagállamok újabb területeken kívánnak lemondani nemzeti szuverenitásukról**. Ez a feltétele olyan közjavak létrehozásának, amelyekből mindegyik tagállam profitál.

A bankunió előrelépés lenne a fiskális unió felé abban az értelemben, hogy gyengítené a tagállami, ezzel párhuzamosan erősítené a közösségi szuverenitást, ami azonban kisebb lenne, mint a teljes fiskális unióban. A bankunió előtti politikai akadályok csekélyebbek, mint a teljes fiskális unió előttié. A bankunió az első kísérlet arra, hogy az EU egy rendszerszintű problémára rendszerszintű választ adjon.

Következetes megvalósítása esetén **a bankunió alkalmas eszköz lehet a kormányok és a bankok közötti összefonódás megszüntetésére**, a bank- és a szuverén adósságválság közötti ördögi kör megtörésére, ezáltal stabilabb pénzügyi környezet megteremtésére az EU-ban. Ez mindenekelőtt **a közös felelősség- és kötelezettségvállalás** révén érhető el,

a bankunió az ebbe az irányba tett első lépésnek tekinthető. A bankunió, illetve a mögötte meghúzódó mechanizmus eredeti koncepciója a közös, európai uniós szintű felelősségvállalás szempontjából sok tekintetben megfeleltethető az eurókötvényeknek, de sokkal átfogóbb intézményi háttér van mögötte.

Az eredetileg tervezett bankunió ugyanakkor **rejtett transzfermechanizmusnak** is tekinthető, ha például a periféria országainak a bankjait (elsősorban a spanyol bankokat) bizonyos mértékben az észak-európai adófizetők pénzén tőkésítenék fel. A megfelelően kialakított bankunió tehát végső soron valamilyen mértékben fiskális uniót is magában foglal, függetlenül attól, hogy azt minek nevezik.

A teljesség igénye nélkül a valódi **fiskális unió** attribútumai közé tartozik – jellegétől függően – a tagállamok közötti pénzügyi transzfer lehetősége például aszimmetrikus sokkok kivédése végett, jelentősebb nagyságrendű, például konjunktúraszabályozásra alkalmas közös költségvetés, illetve közös felelősségvállalást tükröző közös kötvénykiadás (eurókötvények). A Gazdasági és Monetáris Unió súrlódásmentes működéséhez elengedhetetlen a **fiskális unió**, a bankunió az ehhez vezető út első állomása lehet.

A bankunió létrehozása körül sok a kérdőjel és a homályos pont. A 2013-ban hozott intézkedések és elfogadott dokumentumok arra engednek következtetni, hogy az eredeti elképzelések jelentős része már a tervezés fázisában felpuhult. Ez mindenekelőtt abban jut kifejezésre, hogy a bankszanálás és a betétbiztosítás forrásfedezetének megteremtése terén a hangsúly az európai uniós szintű közös pénzügyi alapok felől a tagállami szintre toldott el, esetenként minimális közvetlen állami szerepvállalás nélkül. További kockázat, hogy a bankunió újabb törésvonalat vihet az EU-ba, megoszthatja az EU-tagállamokat attól függően, hogy GMU-tagok vagy nem, illetve az euróvezet tagjait is.

A jelek szerint az eredeti elképzelések felpuhulásának az oka az, hogy Németország mindenfajta fiskális transzfermechanizmust ellenez, azaz a bankunió eredeti koncepcióját is felhígítja. A német kormány ezt nem mondta ki nyíltan, de az általa támogatott módosító javaslatok (a bankunió megvalósítási határidejének kitolása stb.) erre engednek következtetni. A német álláspont a 2013. őszi parlamenti választások után lényegét tekintve nem változott. (A koalíciós szerződés nem tartalmaz közös betétbiztosítási alappal történő utalást.) A 2014. májusi európai parlamenti választások és az Európai Bizottság 2014. őszi megújítása miatt a bankunióra vonatkozó döntések további halasztást szenvedhetnek.

A német ellenkezésem túl a bankunió kezdeti lendületének lanyhulása mögött más okok is meghúzódhatnak. Ilyen ok, hogy az Európai Unióban a szavazók mind saját kormányukkal, mind az európai uniós intézményekkel szemben szkeptikusak. 2013 nyarán a francia miniszterelnököt gyakorlatilag megbénították a pártját és kormányának tagjait érintő botrányok. A recesszióban lévő Olaszországot gyenge kormány irányítja. Nagy-Britanniában az EU-ból történő kilépésre vonatkozó népszavazás van napirenden. Ilyen gyenge politikai támogatással nehéz mozgásban tartani a bankunió kiépítését.

A német kormányzati álláspont következetes végigvitele veszélyeztetheti az Európai Központi Bank 2012 szeptemberében indított OMT-programját (Outright Monetary Transactions) is, amelynek keretében az EKB korlátlan állampapír-vásárlásra vállalt kö-

teleztséget a másodlagos piacon. Ez feltételezi a bankunió létét, illetve működését. Az EKB által biztosított likviditás a bankoknak nyújtott garancia, míg az OMT a szuverén adósságot garantálja. E programok kifutásával a GMU-nak szüksége lesz olyan intézményrendszerre, amely képes kezelni a bankok és a szuverén adósok összefonódásával kapcsolatos kockázatokat.⁴⁵⁵

A bankuniótól független a recesszió és a megszorítás által alkotott ördögi kör kezelése, amit a 4.5. fejezet elemzett. Ennek lényege, hogy az államháztartási deficit mérséklését célzó restriktív fiskális politika gyengítheti a gazdasági növekedés hajtóerőit, aminek nyomán csökken a GDP, ami viszont további restriktiókat tesz szükségessé, előrevetítve a GDP további csökkenését. Sok tartalék van még a tagállamok vállalatai és bankjai közötti kölcsönös részvénybefektetések előtti akadályok lebontásában, a kereszttulajdonlások és az adósság-részvény konverzió ösztönzésében, ami a bankuniót kiegészítő pénzügyi integrációt mozdítaná elő.

8.6. Néhány EU-tagállam válságkezelési tapasztalatai

Németország az Európai Unió, azon belül a Gazdasági és Monetáris Unió meghatározó jelentőségű tagállama, nélküle, illetve ellenében nem lehetséges sem a szuverén adósságválság kezelése, sem pedig az integráció továbbfejlesztése. Ezt a szerepet nyomatékosítja az a körülmény, hogy Németország megerősödve került ki a globális pénzügyi és gazdasági válságból.

Németország hosszabb távon több előnyhöz jutott a Gazdasági és Monetáris Unióból, mint amennyi hátrány érte. Nemcsak gazdasági, hanem politikai megfontolásokból is érdekelt a GMU egyben tartásában, a felbomlás elkerülése érdekében mindent meg is tesz. Ugyanakkor a fiskális fegyelmet egyoldalúan abszolutizáló német gazdaságfilozófia és gazdaságpolitika szellemében fogant európai uniós jogszabályok nehezíthetik a szuverén adósságválság kezelését, illetve hosszabb távon fékezhetik a gazdasági növekedést az euróövezetben. Az EU, illetve a GMU jövőjét is érintő további korlátozó tényező, hogy Németország nincs felkészülve a vezető szerep ellátására a Gazdasági és Monetáris Unióban, beleértve a vezetéssel együtt járó anyagi és egyéb áldozatok vállalását. Ilyen a bajba jutott országok kimentése, a belső kereslet ösztönzése az eladósodott és nagy folyó fizetésimérleg-hiányokkal birkózó dél-európai országok exportlehetőségeinek javítása stb. Ettől elválaszthatatlan, hogy egyelőre nem fedezhetők fel koherens pozitív német jövőkép körvonalai a Gazdasági és Monetáris Unióról. Az előremutató koncepciókon belül is többségben vannak ugyanis azok az elképzelések, amelyeket Németország ellenez, azokkal szemben, amelyeket támogat.

Az esettanulmányok között szereplő kis GMU-tagországok (Görögország, Ciprus, Írország és Szlovénia), illetve az euróövezetbe 2011-ben, illetve 2014-ben csatlakozott Észtország és Lettország közös jellemzője volt, hogy a szuverén adósságválság hatására nem léptek ki az euróövezetből, illetve nem adták fel a hatásait tekintve a közös pénzhez hasonló rögzített árfolyamrendszerüket. Ilyen feltételek között az alkalmazkodás a belső

⁴⁵⁵ Wolfgang Münchau: Welcome back – again – to the eurozone crisis. Financial Times, 2012. október 1., 11. o.

leértékelés (az árak és a bérek csökkentése, fiskális megszorítások stb.) miatt hatalmas gazdasági növekedési és társadalmi áldozatokkal járt. A politikai elit és a társadalom azonban felismerte, hogy a GMU-ból, illetve a rögzített árfolyamrendszerből való kilépés ára még nagyobb, végső soron vállalhatatlan áldozat lett volna, ezért a két rossz lehetőség közül a kisebbiket választotta.

A GMU-csatlakozásra való felkészülés és az euróbevezetés mint cél körül a két balti köztársaságban és Szlovéniában társadalmi konszenzus jött létre (amely Szlovéniában a cél megvalósulásával felbomlott). A két balti állam példája azt is demonstrálja, hogy a fiskális konszolidáció és az euróbevezetés követelményei azonosak, a feltételek teljesítésével az előnyök miatt érdemes minél előbb csatlakozni a GMU-hoz. Az euróövezeti tagság, illetve az arra felkészítő rögzített árfolyamrendszer ezen országok gazdaságpolitikája számára külső fegyelmező eszközként szolgált. Az euró bevezetésére való felkészülés azonban nem lehet a gazdaságpolitika önmagáért való végső célja, a versenyképesség ösztönzésével párhuzamosan sokkal inkább a fenntartható gazdasági növekedés eszköze.

Görögországban a kiterjedt államháztartás és állami tulajdonosi pozíciók következtében az államtól függő széles rétegek ellenállása igen erős volt az EU és az IMF hitelprogramjaival szemben. A válságkezelés lényeges tanulsága, hogy külső nyomásra vagy hatásra csak akkor lehet eredményeket elérni, ha a gazdaságpolitika elkötelezett a változtatások (az államháztartás konszolidációja és szerkezeti reformok) mellett. Az európai uniós intézmények és az IMF a tagállami és nemzetközi szinten érvényesülő puha költségvetési korlát keményítésével járulhat hozzá a hitelprogramok sikeres végrehajtásához.

Dánia, amely belátható időn belül nem kíván csatlakozni a GMU-hoz, kívülállóként, külső fegyelmező erő nélkül, saját jól felfogott érdekében, az egymást követő kormányok belső elköteleződése alapján olyan gazdaságpolitikát folytatott, illetve folytat, amely teljes mértékben megfelel a GMU-tagság követelményeinek. Dánia gyakorlatilag bármikor beléphetne az euróövezetbe, jelenlegi státusa egyfajta formális kötelezettségvállalás nélküli külső tagságnak tekinthető.

Lengyelországban a lebegő árfolyamrendszer nem csekély mértékben járult hozzá a szuverén adósságválság következményeinek ellensúlyozásához. Figyelmet érdemel azonban, hogy a rögzített árfolyamrendszer sem volt az exportexpánzió akadály, és nem csak a nemzeti valuta leértékelésével vagy leértékelődésével lehet javítani a nemzetközi versenyképességet, miként ezt elsősorban a balti köztársaságok példája mutatja, miközben a nemzeti valuta leértékelődésének exportösztönző hatása mérsékelt volt Nagy-Britanniában. Mélyreható szerkezeti reformok hiányában azonban a zloty leértékelődése, illetve az anticiklikus gazdaságpolitika csak időnyerésre, a valódi szerkezeti reformok elodázására volt elegendő. Lengyelországban továbbra is napirenden vannak a szerkezeti reformok, amelyek végrehajtását a társadalom ideológiai megosztottsága nehezíti, sőt akadályozza.

További közös vonás, hogy a szuverén adósságválság mögött – Szlovénia és Görögország kivételével és országonként eltérő mértékben – nem az állam, hanem a magán-

szektor eladósodása húzódtott meg (ingatlan- és hitelpiaci buborékok, az építőipar és a bankrendszer nemzetgazdasági jelentőségének megugrása, a balti államok nagy deviza-hitel-állománya stb. formájában). A válság előtt a GDP-arányos államadósság nemzetközi összehasonlításban alacsony volt, ami a válság hatására a magánszféra adósságainak a társadalmisítása miatt nőtt meg.

A válságkezelést megkönnyítette, illetve költségeit mérsékelte, a gazdaságpolitika mozgásterét tágította – legalábbis rövid távon – néhány specifikus tényező. Ilyen volt a megszorításokkal szembeni társadalmi tolerancia a balti államokban és Írországban. A munkaerő tömeges kivándorlása a balti köztársaságokból és Írországból a munkanélküliséget enyhítette. A balti köztársaságok pénzügyi szektorára jellemző domináns külföldi jelenlét mérsékelte az államháztartás terheit, mert a bankok feltőkésítése a külföldi anyabankok forrásaiból, nem pedig közpénzből történt. A privatizáció elmaradása és a külföldi tőke nemzetgazdasági szerepének korlátozása miatt a válságkezelés terhei Szlovéniában az államháztartásra hárultak. Az export, pontosabban a nettó export növelése mint a válságból való kilábalás eszköze csak kis nemzetgazdasági dimenziókkal rendelkező országok számára volt alkalmazható, a nagy nemzetgazdaságok hasonló stratégiája nagy valószínűséggel külső piaci korlátba ütközött volna.

Görögország, Ciprus, Írország és Lettország ténylegesen igénybe vette a Nemzetközi Valutaalap és az európai uniós intézmények pénzügyi forrásait, Lengyelország csak a kockázatok mérséklése végett kért és kapott rugalmas hitelkeretet az IMF-től. Nem zárható ki, hogy Szlovénia is kénytelen lesz IMF-EU-hitelhez folyamodni. A kiigazításokhoz és szerkezeti reformokhoz mint feltételekhez kötött külső források megkönnyítették a válságkezelést és mérsékeltek annak költségeit. Külső pénzügyi támogatás nélkül is ugyanolyan gazdaságpolitikát kellett volna folytatni, de nagyobb megszorításokkal és nagyobb kockázatok mellett.

Az IMF-EU-hitelek felvételét az érintett országok nem tekintették a nemzeti, azon belül a gazdasági szuverenitás korlátozásának (bár a hitel Görögország és Ciprus esetében kényszer volt). 2014 januárjáig a szlovén kormány a szuverenitás védelmére hivatkozva utasította el az IMF és az EU pénzügyi segítségét.

A brit kormány nem gazdasági megfontolásokból, hanem belpolitikai okokból, a szuverenitás visszaszerzésének örve alatt saját mozgásterének tágítása érdekében kívánja adott esetben népszavazásra bocsátani az ország európai uniós tagságát, amit az EU-val szembeni nyomásgyakorlásra is felhasznál. Az integráción belüli kompetenciák újratárgyalása révén a kormány Nagy-Britannia befolyásának erősítését várja az EU-ban. Az EU-ból való kilépés a nagy nemzetgazdasági dimenziók és kiterjedt belső piac ellenére nettó gazdasági és politikai veszteséget okozna Nagy-Britannia számára, amit a külkapcsolatok újraszabályozása alig mérsékelne. A brit kilépés az EU számára kevésbé lenne hátrányos. Rövidtávon valószínűleg a brit pénzügyi szektor profitálna a legtöbbit Nagy-Britannia EU-ból történő kiválásából, hosszú távon azonban számára is hátrányos lenne. A népszavazásra bocsátandó kérdés ezért inkább az lenne, hogy bevezesse-e Nagy-Britannia az eurót vagy lépjen ki az EU-ból.

Az utóbbi időben nemcsak tagállamok EU-ból való kilépése került napirendre, hanem az is, hogy egyes régiók válnak ki egyes országokból, ezáltal az EU-ból, illetve a GMU-ból. Az ilyen irányú skót törekvések mellett, hogy a globalizált világban gazdaságilag nem megalapozottak, legfeljebb korlátozott szuverenitás elérését tehetik lehetővé. A függetlenség megfizethetetlen költségei miatt politikai pótcselekvésnek tekinthetők, amelyek arra jók, hogy máshol is lovat adjanak a megalapozatlan szeparatista törekvések alá, és erősítsék az EU-val szembeni fenntartásokat.

8.7. Néhány szintetizáló jellegű következtetés

A szuverén adósságválság kezelése szükségessé tette a Gazdasági és Monetáris Unió szerkezeti és működési gyengeségeinek kijavítását, és lehetőséget adott az integráció továbbfejlesztésére, magasabb integrációs fokozat felé történő előrehaladásra. Az alkalmazkodás egyszerre volt lazítás és szigorítás. Az intézményes lazítás a tiltásokon alapuló GMU három pillére közül kettőre: a bajba jutott, eladósodott tagállamok közszférája kimentésének és az államcsőd tilalmának felpuhítására vonatkozott. Ez az Európai Központi Bank monetáris politikai eszköztára átalakításában, az egyensúlyhiányokkal küszködő tagállamok kimentését szolgáló pénzügyi alapok létrehozásában, valamint az azok működésére és az államcsőd kezelésére vonatkozó eljárásokban öltött testet. Mivel a kimentést szigorú feltételekhez kötik, ezért magának az elvnek a fellazítása más vonatkozásban szigorítással párosult. A szuverén adósságválság körülményei között a kimentés és az államcsőd tilalma fenntarthatatlannak bizonyult, illetve fenntartásának a GMU szintjén kalkulált átfogó költségei meghaladták volna a felpuhításait, ez indokolta a változtatásokat. A kilépés tiltását, ami a GMU harmadik pillére, a Lisszaboni Szerződés törölte el, de a szuverén adósságválságtól függetlenül. Ha egy tagállam ki akar lépni a GMU-ból, akkor ehhez az EU-t is el kell hagynia.

A három tiltás (más vonatkozásban szigorítással ötvözött) felpuhításával párhuzamosan, annak ellensúlyozására került sor a gazdasági kormányzás reformjára, amely igen drasztikus szigorításokat tartalmaz. Ezek kiterjednek a gazdaságpolitikai koordinációra, a Stabilitási és Növekedési Paktum szabályrendszerére, a makrogazdasági és a fiskális egyensúly figyelemmel kísérésére és szükség esetén korrekciós intézkedések kikényszerítésére és szankciók foganatosítására.

A szigorítások egyik közvetlen célja a megelőzés, a szuverén adósságválság vélt és tényleges okainak elkerülése, olyan feltételek létrehozása, hogy ne kerülhessen sor kimentésre és államcsődre. E mögött végső soron az a feltételezés húzódik meg, hogy lehetséges egyrészt az ex ante fiskális tervezés az EU-ban, másrészt a tagállamok és az Európai Unió puha költségvetési korlátjának (mint ismert, ezt a fogalmat Kornai János alkotta meg a szocialista gazdasági rendszer elemzésekor) megkeményítése. Ez utóbbi a potyautas magatartás kiküszöbölését is eredményezné. A gazdasági kormányzás reformja nyomán igen bonyolult, nehezen áttekinthető rendszer jött létre, amelynek gyakorlati alkalmazása nehéz. A versenyképességi és a fizetésimérleg-válság kezelése és a gazdasági növekedés ösztönzése eddig viszonylag csekély eredményeket hozott.

Amíg a kimentés tilalmának felpuhítása szükségessé tette az Európai Unió alapszerződésének módosítását, addig a gazdasági kormányzás reformja megmaradt az alapszerző-

dés által kijelölt jogi keretek között, azaz nem érintette a szubszidiaritás elvét, ettől elválaszthatatlanul a jogosítványok tagállamok és európai uniós intézmények közötti elosztását. Ennek ellenére az újraszabályozásban jól kivethető a tradicionális közösségi módszer alkalmazására, azon belül a legerősebb jogforrásra, a rendeletalkotásra való törekvés. Csak akkor folyamodtak más megoldáshoz, ha a tradicionális módszer nem jöhetett szóba. A rendeletek növekvő száma nyomán az európai uniós jog mind nagyobb mértékben hatja át a tagállamok jogrendszerét. Az elfogadott jogszabályok eredményeként valamelyest gyengült a tagállamok szuverenitása, miközben ezzel párhuzamosan az európai uniós intézmények jogosítványai bővültek. Mivel nem öltöttek intézményes formát, hanem az elfogadott jogszabályok hatására álltak elő, ezért ezek a változások alig láthatóak, kevésbé nyilvánvalóak. A központosítás, az európai uniós intézmények szerepének erősödése végső soron összhangban van a válságkezelés és -megelőzés, általában véve a valódi gazdasági és monetáris unió követelményeivel. Ugyanakkor az EU-ban az adott jogi keretek között a központ (konkrétan az Európai Bizottság) kompetenciái valószínűsíthetően nem érik el azt a kritikus mértéket, amely a hatékony működést lehetővé tenné. Ez egyezzersmind az ex ante tervezésnek is lényeges korlátja.

A szuverén adósságválság kezelését hosszú időn keresztül az a törekvés vezérelte, hogy egyrészt gazdaságpolitikai intézkedésekkel ellensúlyozzák az optimális valutaövezet hiányát, másrészt elkerüljék a közös felelősségvállaláson alapuló megoldásokat (amilyen például a tagállamok közötti nagyobb mértékű pénzügyi transzfereket lehetővé tevő mélyebb fiskális unió valamilyen formája, közös eurókötvények kibocsátása stb.) A közös költségvetés elfogadását hagyományosan övező viták arra engednek következtetni, hogy a tagállamok belpolitikai okok miatt ellenzik az integráción belüli nyílt forrástranszfert.

Ennek elkerülését célozta a bankunió. A pénzügyi szektor szabályozása politikai szempontból kevésbé érzékeny, mint a nemzeti szuverenitás részét képező fiskális szféráé. A bankunió alkalmas egyrészt a bankválság és a szuverén adósságválság közötti kapcsolat (ördögi kör) megszakítására, másrészt bankmentések esetén az adófizetők tehermentesítésére, harmadrészt a pénzintézetek iránti bizalom erősítése révén a pénzügyi piacok fragmentáltságának enyhítésére.

A Gazdasági és Monetáris Unióban a szuverén adósságválság vezetési, illetve tágabb értelemben politikai válsággal fonódott össze. A válságkezelés minőségét nem csekély mértékben befolyásolta a politikai szféra. A tagállamok kormányai egyrészt hagyományosan belpolitikai szempontokat tartottak szem előtt a válságkezelésben. Másrészt az európai uniós intézmények reagálása a válságra sokszor megkésett, tétova és hiányos volt, aminek következtében a válságkezelés költségei erőteljesen megnövekedtek. Az EU vezetői ugyanis politikailag nem voltak képesek kezelni egy, a GMU-t is fenyegető pénzügyi és gazdasági válságot. Számottevőek a tagállamok közötti ellentétek a finanszírozási terhek megosztása tekintetében. Ilyen körülmények között sokkal nehezebb hatékony válságkezelési intézkedéseket hozni. A pótcselekvés, illetve a késlekedés viszont tovább nehezíti a szuverén adósságválság megoldását, ami pedig a politikai válság feltételeit érleli.

A tapasztalatok alapján a politikusok csak igen erős pénzügyi és gazdasági kényszerek hatására hajlandók cselekedni, főként pedig gazdasági és szerkezeti reformokat végre-

hajtani. Amint enyhül a rájuk nehezedő nyomás (például csökkennek az állampapír-piaci hozamok, esik az államcsődöt beárzó ún. CDS-felár stb.), azonnal alábbhagy a reformhajlandóság. Ehhez adódik, hogy az utóbbi években – nem utolsósorban a válság hatására – nagyszámú tagállamban megerősödtek az EU-ellenes politikai erők, amelyek egyrészt a nemzeti parlamentekben, másrészt – ha bekerülnek – az Európai Parlamentben nehezíthetik az európai integráció mélyítését. A Gazdasági és Monetáris Uniót ért szuverén adósságválság megoldására kidolgozott elgondolások és javaslatok megvalósítása ezért számottevő politikai korlátokba ütközhet. Ezek közé sorolható az is, hogy nemcsak a tagállami elitek, hanem az európai uniós intézmények reformhajlandósága is gyengül a külső körülmények nyomásának enyhültével. Így például 2013. második felében háttérbe szorult a politikai unió ügye.

Az ellentmondásos válságkezelés ellenére a Gazdasági és Monetáris Unió felbomlásának a kockázata 2013-ban gyakorlatilag megszűnt, bár egyes tagállamai továbbra is válságban vannak. Ebben kiemelkedő szerepet játszott egyrészt a pénzügyi stabilitás hiteles megteremtése a tagállamok és az európai uniós intézmények által létrehozott ESM és az EKB által bevezetett OMT révén. Annak ellenére, hogy eddig nem vetették be, az OMT keretében az EKB által kilátásba helyezett korlátlan állampapír-vásárlás hatékony elrettentő eszköznek bizonyult. Másrészt előrelépés történt a tagállamok bel- és külgazdasági egyensúlyhiányainak a kiigazítása terén. Így például a folyó fizetésimérleg-hiányok jelentősen csökkentek azokban a tagállamokban, amelyek kiigazítási programok végrehajtására vállaltak kötelezettséget, jobban, mint a többi tagállamban, ahol ilyen külső fegyelmező erő nem érvényesült. Folyamatban van az államháztartás konszolidációja. A monetáris politika segíti a reálgazdasági szférát, kielégítő feltételeket alakít ki számára. Harmadszor, az európai uniós intézmények 2013-ban a korábbinál rugalmasabban kezelték a Stabilitási és Növekedési Paktum rendelkezéseit, így a hangsúlyt az államháztartás teljes egyenlegéről a strukturális egyenlegre helyezték, és több időt adtak nagyszámú túlzottdeficit-eljárás alatt álló tagállamnak államháztartásuk konszolidálására. Végül folytatódik az integráció mélyítése, amit többek között a gazdasági kormányzás megerősítése és a bankunió felé tett lépések fémjelznek.

Mindez természetesen nem jelenti azt, hogy az EU, illetve a GMU túl lenne a válságon. A szuverén adósságválságot messze nem oldották meg, a gazdasági növekedés lassú és törekeny, a munkanélküliség szintje magas, a hosszabb távú kilátások ellentmondásosak, a bankok tőkehelyzete nem kielégítő, az integrációt erősítő intézkedések nem visszafordíthatatlanok. Nem zárható ki, hogy rövid távon egymással párhuzamosan, egymás mellett élnek az integrációs és a tagállami döntéshozatali mechanizmusok.

A GMU nincs felbomlásra ítélve önnön ellentmondásainak súlya következtében, de automatikusan túlélésre sem. Könnyen lehet, hogy egy újabb lehetetlen hármasság jelentkezik. Elképzelhetők-e olyan reformok mind az EU/GMU, mind pedig a tagállamok szintjén, amelyek politikailag megvalósíthatók, gazdaságilag működőképesek és még prosperitást is hoznak, azaz előmozdítják a gazdasági növekedést? A politikailag lehetséges megoldás nemcsak azt jelenti, hogy az egyes tagállamok megegyeznek egymás között a reformokban, hanem azt is, hogy elnyerik a szavazók támogatását.

A Gazdasági és Monetáris Unió sikere vagy kudarca érinti a globális pénzügyi rendszer jövőjét is. Ha a GMU életképes marad és az euró a dollár mellett a világ leglényegesebb tartalékvalutája lesz, akkor megalapozottan feltételezhető, hogy ez a folyamat máshol is konszolidációhoz vezet. Egyrészt további országok vezetik be az eurót, másrészt más valutablokkok is utánozni fogják az euróövezetet azért, hogy alacsonyabb legyen a kamatlábszint és nagyobb fokú védelmet érjenek el a pénzügyi válságokkal szemben.

Az Európai Unió, illetve a Gazdasági és Monetáris Unió jövője nyitott. Jean Monnetnek, az európai egység koncepciója egyik képviselőjének tulajdonítják azt a sokszor és sokféleképpen interpretált mondást, amely szerint az európai integráció válságok hatására fejlődik. A szuverén adósságválság kezelése során nagyszámú olyan jogszabályt fogadtak el, intézményt állítottak fel, amelyekről már korábban folytak viták. A krízis szó egyébként az ógörög nyelvből származik, egyfajta kényszert jelent egy helyzet átgondolására és döntés meghozatalára. Nem feltétlenül negatív kifejezés. Lehet, hogy a szuverén adósságválság kellett a monetáris unió befejezéséhez?

9. Függelék

9.1. Táblázatok

F1. táblázat

A GDP volumenének alakulása
(Százalékos változás az előző évhez képest)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
Belgium	2,9	1,0	-2,8	2,3	1,8	-0,1	0,1
Németország	3,3	1,1	-5,1	4,0	3,3	0,7	0,5
Észtország	7,5	-4,2	-14,1	2,6	9,6	3,9	1,3
Írország	5,2	-2,1	-6,4	-1,1	2,2	0,2	0,3
Görögország	3,0	-0,2	-3,1	-4,9	-7,1	-6,4	-4,0
Spanyolország	3,5	0,9	-3,8	-0,2	0,1	-1,6	-1,3
Franciaország	2,3	-0,1	-3,1	1,7	2,0	0,0	0,2
Olaszország	1,7	-1,2	-5,5	1,7	0,5	-2,5	-1,8
Ciprus	5,1	3,6	-1,9	1,3	0,4	-2,4	-8,7
Luxemburg	6,6	-0,7	-5,6	3,1	1,9	-0,2	1,9
Málta	4,3	3,9	-2,8	4,0	1,6	0,8	1,8
Hollandia	3,9	1,8	-3,7	1,5	0,9	-1,2	-1,0
Ausztria	3,7	1,4	-3,8	1,8	2,8	0,9	0,4
Portugália	2,4	0,0	-2,9	1,9	-1,3	-3,2	-1,8
Szlovénia	6,9	3,4	-7,9	1,3	0,7	-2,5	-2,7
Szlovákia	10,5	5,8	-4,9	4,4	3,0	1,8	0,9
Finnország	5,3	0,3	-8,5	3,4	2,7	-0,8	-0,6
GMU	3,0	0,4	-4,5	1,9	1,6	-0,7	-0,4
Bulgária	6,4	6,2	-5,5	0,4	1,8	0,8	0,5
Cseh Köztársaság	5,7	3,1	-4,5	2,5	1,8	-1,0	-1,0
Dánia	1,6	-0,8	-5,7	1,6	1,1	-0,4	0,3
Lettország	9,6	-3,3	-17,7	-1,3	5,3	5,0	4,0
Litvánia	9,8	2,9	-14,8	1,6	6,0	3,7	3,4
Magyarország	0,1	0,9	-6,8	1,1	1,6	-1,7	0,7
Lengyelország	6,8	5,1	1,6	3,9	4,5	1,9	1,3
Románia	6,3	7,3	-6,6	-1,1	2,2	0,7	2,2
Svédország	3,3	-0,6	-5,0	6,6	2,9	1,0	1,1
Egyesült Királyság	3,5	-1,0	-5,9	1,7	1,1	0,3	1,3
Európai Unió	3,2	0,3	-4,5	2,0	1,7	-0,4	0,0
Horvátország	5,1	2,1	-6,9	-2,3	0,0	-2,0	-0,7
USA	1,9	-0,4	-2,8	2,5	1,8	2,8	1,6
Japán	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,6	2,0	2,1

Megjegyzés: * Az Európai Bizottság prognózisa

Forrás: European Commission Economic and Financial Affairs: European Economic Forecast,
Autumn 2013

F2. táblázat

A fogyasztói árak harmonizált indexének (inflációs ráta) alakulása
(Százalékos változás az előző évhez képest)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
Belgium	1,8	4,5	0,0	2,3	3,4	2,6	1,3
Németország	2,3	2,8	0,2	1,2	2,5	2,1	1,8
Észtország	6,7	10,6	0,2	2,7	5,1	4,2	3,4
Írország	2,9	3,1	-1,7	-1,6	1,2	1,9	0,8
Görögország	3,0	4,2	1,3	4,7	3,1	1,0	-0,8
Spanyolország	2,8	4,1	-0,2	2,0	3,1	2,4	1,8
Franciaország	1,6	3,2	0,1	1,7	2,3	2,2	1,0
Olaszország	2,0	3,5	0,8	1,6	2,9	3,3	1,5
Ciprus	2,2	4,4	0,2	2,6	3,5	3,1	1,0
Luxemburg	2,7	4,1	0,0	2,8	3,7	2,9	1,8
Málta	0,7	4,7	1,8	2,0	2,5	3,2	1,1
Hollandia	1,6	2,2	1,0	0,9	2,5	2,8	2,7
Ausztria	2,2	3,2	0,4	1,7	3,6	2,6	2,2
Portugália	2,4	2,7	-0,9	1,4	3,6	2,8	0,7
Szlovénia	3,8	5,5	0,9	2,1	2,1	2,8	2,1
Szlovákia	1,9	3,9	0,9	0,7	4,1	3,7	1,7
Finnország	1,6	3,9	1,6	1,7	3,3	3,2	2,2
GMU	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	1,5
Bulgária	7,6	12,0	2,5	3,0	3,4	2,4	0,5
Cseh Köztársaság	3,0	6,3	0,6	1,2	2,1	3,5	1,4
Dánia	1,7	3,6	1,1	2,2	2,7	2,4	0,6
Lettország	10,1	15,3	3,3	-1,2	4,2	2,3	0,3
Litvánia	5,8	11,1	4,2	1,2	4,1	3,2	1,4
Magyarország	7,9	6,0	4,0	4,7	3,9	5,7	2,1
Lengyelország	2,6	4,2	4,0	2,7	3,9	3,7	1,0
Románia	4,9	7,9	5,6	6,1	5,8	3,4	3,3
Svédország	1,7	3,3	1,9	1,9	1,4	0,9	0,6
Egyesült Királyság	2,3	3,6	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6
Európai Unió	2,4	3,7	1,0	2,1	3,1	2,6	1,7
Horvátország	2,7	5,8	2,2	1,1	2,2	3,4	3,1
USA	2,8	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,5
Japán	0,0	1,4	-1,3	-0,7	-0,3	0,0	0,3

Megjegyzés: * Az Európai Bizottság prognózisa

Forrás: European Commission Economic and Financial Affairs: European Economic
Forecast,
Autumn 2013

F3. táblázat

A termékegységre jutó munkaerőköltségek alakulása**
(Százalékos változás az előző évhez képest)

	1997-2001	2002-2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
Belgium	1,5	1,2	2,1	4,4	3,9	-0,3	2,7	4,1	1,6
Németország	0,1	-0,4	-0,8	2,3	5,6	-1,1	1,0	3,1	2,0
Észtország	4,6	5,5	17,2	14,6	1,5	-5,0	-1,8	4,2	7,0
Írország	3,1	3,6	4,3	6,4	-2,6	-6,7	-4,0	0,0	0,9
Görögország	3,8	2,9	3,6	5,1	6,2	-0,1	-1,8	-6,2	-6,5
Spanyolország	2,3	3,0	4,2	5,7	1,6	-1,7	-1,0	-3,0	-1,3
Franciaország	0,9	1,9	1,6	3,2	3,7	0,7	1,2	2,1	1,0
Olaszország	1,1	2,8	1,5	4,7	4,6	0,0	1,0	2,5	1,6
Ciprus	1,9	3,7	1,2	1,8	4,1	1,1	2,5	-2,7	-8,5
Luxemburg	1,7	1,6	1,6	9,4	8,7	1,6	3,4	4,7	0,7
Málta	2,3	2,4	0,7	2,8	6,6	-0,7	1,8	3,7	2,6
Hollandia	2,7	1,6	1,7	3,0	5,3	-0,6	1,2	2,9	-0,4
Ausztria	0,1	0,5	0,7	3,5	5,0	0,0	1,0	3,0	2,5
Portugália	3,6	2,5	1,1	3,5	3,1	-1,4	-0,9	-3,1	0,3
Szlovénia	6,1	3,3	2,6	6,4	8,6	0,4	-0,7	0,8	0,0
Szlovákia	6,6	3,3	0,5	4,4	5,7	-0,9	0,8	1,0	0,6
Finnország	1,0	0,8	0,5	6,7	9,0	-1,6	2,0	4,4	2,5
GMU	1,1	1,5	1,4	3,8	4,3	-0,6	0,5	1,9	1,1
Bulgária	74,5	2,8	9,3	12,5	12,4	5,2	2,5	-0,5	2,0
Cseh Köztársaság	5,4	2,4	2,6	3,4	2,2	-0,4	0,5	3,8	1,2
Dánia	2,3	2,1	4,8	6,1	5,8	-0,6	0,0	1,6	1,1
Lettország	1,6	8,2	27,7	20,7	-7,9	-10,0	1,3	3,4	2,8
Litvánia	2,0	4,4	6,6	10,4	-1,5	-7,0	0,7	1,9	2,4
Magyarország	11,7	4,7	6,3	4,4	2,8	-0,7	2,3	2,7	-1,1
Lengyelország	7,9	-1,7	2,6	7,5	2,2	1,3	1,1	2,3	0,8
Románia	67,1	9,8	15,2	22,9	2,9	-2,4	0,9	6,5	4,1
Svédország	2,0	-0,1	4,2	3,1	4,4	-2,3	0,2	2,9	2,3
Egyesült Királyság	2,6	2,2	2,1	3,3	6,2	1,7	1,4	3,0	0,7
Európai Unió	2,1	1,6	1,9	4,1	4,6	-0,2	0,7	2,1	1,0
Horvátország	6,3	3,3	4,1	5,8	6,6	-1,1	0,7	1,2	0,0
USA	2,3	1,8	2,9	2,9	-0,7	-0,3	1,8	1,1	1,0
Japán	-1,0	-2,9	-2,7	0,9	0,3	-4,8	0,8	-1,5	-2,3

Megjegyzés: * Az Európai Bizottság prognózisa

** Egy főre jutó munkaerőköltség osztva az egy főre jutó munkatermelékenységgel, amely utóbbi az egy foglalkoztatottra jutó változatlan áras GDP

Forrás: European Commission Economic and Financial Affairs:
European Economic Forecast,
Autumn 2013

F4. táblázat

Az államháztartás egyenlege a GDP százalékában

	1997-2001	2002-2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
Belgium	-0,7	-0,5	-0,1	-1,0	-5,6	-3,7	-3,7	-4,0	-2,8
Németország	-1,7	-3,3	0,2	-0,1	-3,1	-4,2	-0,8	0,1	0,0
Észtország	-0,5	1,5	2,4	-2,9	-2,0	0,2	1,1	-0,2	-0,4
Írország	2,4	1,2	0,1	-7,4	-13,9	-30,6	-13,1	-8,2	-7,4
Görögország	-4,2	-5,9	-6,5	-9,8	-15,6	-10,7	-9,5	9,0	-13,5
Spanyolország	-1,9	0,6	1,9	-4,5	-11,1	-9,6	-9,6	-10,6	-6,8
Franciaország	-2,2	-3,2	-2,7	-3,3	-7,5	-7,1	-5,3	-4,8	-4,1
Olaszország	-2,3	-3,6	-1,6	-2,7	-5,5	-4,5	-3,8	-3,0	-3,0
Ciprus	-3,6	-3,7	3,5	0,9	-6,1	-5,3	-6,3	-6,4	-8,3
Luxemburg	4,5	0,6	3,7	3,2	-0,7	-0,8	0,1	-0,6	-0,9
Málta	-7,5	-5,1	-2,4	-4,6	-3,7	-3,5	-2,8	-3,3	-3,4
Hollandia	0,0	-1,3	0,2	0,5	-5,6	-5,1	-4,3	-4,1	-3,3
Ausztria	-1,6	-2,0	-0,9	-0,9	-4,1	-4,5	-2,5	-2,5	-2,5
Portugália	-3,7	-4,4	-3,1	-3,6	-10,2	-9,8	-4,3	-6,4	-5,9
Szlovénia	-3,1	-2,0	0,0	-1,9	-6,3	-5,9	-6,4	-3,8	-5,8
Szlovákia	-7,6	-3,9	-1,8	-2,1	-8,0	-7,7	-5,1	-4,5	-3,0
Finnország	2,8	3,2	5,3	4,4	-2,5	-2,5	-0,7	-1,8	-2,2
GMU	-1,7	-2,5	-0,7	-2,1	-6,4	-6,2	-4,2	-3,7	-3,1
Bulgária	0,5	0,6	1,2	1,7	-4,3	-3,1	-2,0	-0,8	-2,0
Cseh Köztársaság	-4,2	-4,3	-0,7	-2,2	-5,8	-4,7	-3,2	-4,4	-2,9
Dánia	0,9	2,6	4,8	3,2	-2,7	-2,5	-1,8	-4,1	-1,7
Lettország	-1,4	-1,2	-0,4	-4,2	-9,8	-8,1	-3,6	-1,3	-1,4
Litvánia	-4,8	-1,1	-1,0	-3,3	-9,4	-7,2	-5,5	-3,2	-3,0
Magyarország	-5,3	-8,0	-5,1	-3,7	-4,6	-4,3	4,3	2,0	-2,9
Lengyelország	-3,9	-4,9	-1,9	-3,7	-7,5	-7,9	-5,0	-3,9	-4,8
Románia	-4,0	-1,6	-2,9	-5,7	-9,0	-6,8	-5,6	-3,0	-2,5
Svédország	1,0	0,6	3,6	2,2	-0,7	0,3	0,2	-0,2	-0,9
Egyesült Királyság	0,5	-3,0	-2,7	-5,1	-11,4	-10,1	-7,7	-6,1	-6,4
Európai Unió	-1,4	-2,5	-0,9	-2,4	-6,9	-6,5	-4,4	-3,9	-3,5
Horvátország	n.a.	n.a.	-2,4	-2,0	-5,3	-6,4	-7,8	-5,0	-5,4
USA	0,3	-3,7	-2,8	-6,4	-12,6	-11,9	-10,5	-9,1	-6,4
Japán	-7,2	-5,5	-2,1	-1,9	-8,8	-8,3	-8,9	-9,6	-9,6

Megjegyzés: * Az Európai Bizottság prognózisa

Forrás: European Commission Economic and Financial Affairs:
European Economic Forecast,
Autumn 2013

F5. táblázat

A strukturális államháztartási egyenleg a GDP százalékában

	2003-2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
Belgium	-1,2	-2,1	-3,8	-3,3	-3,3	-3,0	-2,2
Németország	-2,3	-0,9	-0,9	-2,3	-1,1	0,2	0,5
Észtország	-0,2	-4,5	-1,0	-0,9	0,7	-0,1	-0,5
Írország	0,8	-7,6	-9,4	-8,9	-7,7	-7,6	-6,7
Görögország	-6,6	-9,6	-14,8	-8,9	-5,8	-1,0	1,2
Spanyolország	0,6	-4,5	-9,1	-7,4	-7,2	-5,2	-4,1
Franciaország	-4,4	-4,2	-6,1	-5,8	-4,8	-3,7	-2,7
Olaszország	-4,8	-3,8	-4,2	-3,7	-3,7	-1,4	-0,8
Ciprus	-3,0	-0,8	-6,4	-5,7	-6,6	-6,8	-5,5
Luxemburg	0,5	2,7	1,7	0,2	0,7	0,8	0,2
Málta	-4,7	-6,2	-3,9	-4,7	-3,4	3,9	-3,5
Hollandia	-0,5	-0,7	-4,2	-4,2	-3,8	-2,7	-2,1
Ausztria	-1,3	-1,9	8	-3,3	-2,2	-1,6	-1,6
Portugália	-5,0	-4,5	-8,7	-8,8	-6,5	-4,1	-3,7
Szlovénia	-2,6	-4,4	-4,5	-4,7	-4,9	-2,7	-2,9
Szlovákia	-2,9	-4,1	-7,6	-7,3	-5,0	-4,0	-2,3
Finnország	2,8	2,5	0,6	-0,9	-0,3	-0,7	-0,8
GMU	-2,7	-3,0	-4,6	-4,4	-3,6	-2,1	-1,5
Bulgária	0,1	-0,2	-3,6	-2,2	-1,7	-0,4	-1,5
Cseh Köztársaság	-3,9	-4,3	-5,1	-4,5	-3,1	-1,9	-1,5
Dánia	2,3	2,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,1
Lettország	-2,6	-5,6	-5,1	-2,9	-1,4	-0,2	-1,5
Litvánia	-2,5	-5,3	-6,6	-4,7	-4,8	-3,1	-3,0
Magyarország	-8,7	-4,6	-2,4	-3,3	-4,1	-0,9	-1,4
Lengyelország	-4,1	-5,0	-8,2	-8,2	-5,3	-3,7	-4,0
Románia	-3,0	-7,9	-9,4	-6,1	-3,9	-2,7	-1,9
Svédország	0,5	1,5	2,7	1,1	0,5	0,8	0,5
Egyesült Királyság	-4,1	-5,0	-9,2	-8,6	-6,6	-6,5	-5,7
Európai Unió	-2,8	-3,2	-5,1	-4,9	-3,9	-2,7	-2,1

Megjegyzés: * Az Európai Bizottság prognózisa

Forrás: European Commission Economic and Financial Affairs: European Economic Forecast, Autumn 2013

F6. táblázat

Az államháztartás elsődleges egyenlege a GDP százalékában

	1997-2001	2002-2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
Belgium	6,3	4,3	3,8	2,8	-1,9	-0,4	-0,4	-0,6	0,3
Németország	1,5	-0,4	3,0	2,7	-0,4	-1,6	1,7	2,5	2,3
Észtország	-0,2	1,7	2,6	-2,7	-1,8	0,3	1,3	-0,1	-0,2
Írország	5,0	2,4	1,1	-6,0	-11,6	-27,5	-9,9	-4,5	-2,8
Görögország	3,6	-1,0	-2,0	-4,8	-10,5	-4,9	-2,4	-4,0	-9,4
Spanyolország	1,8	2,7	3,5	-2,9	-9,3	-7,7	-7,0	-7,6	-3,3
Franciaország	0,9	-0,5	0,0	-0,4	-5,1	-4,7	-2,7	-2,3	-1,8
Olaszország	5,0	1,3	3,4	2,5	-0,8	0,1	1,1	2,5	2,3
Ciprus	-0,6	-0,4	6,5	3,8	-3,6	-3,0	-4,0	-3,3	-4,2
Luxemburg	4,9	0,8	3,9	3,5	-0,3	-0,4	0,5	-0,1	-0,3
Málta	-4,2	-1,6	1,0	-1,5	-0,6	-0,6	0,3	-0,2	-0,3
Hollandia	4,1	1,1	2,4	2,7	-3,4	-3,1	-2,3	-2,2	-1,4
Ausztria	1,8	0,9	1,9	1,7	-1,3	-1,8	0,2	0,1	0,2
Portugália	-0,6	-1,8	-0,2	-0,6	-7,3	-7,0	-0,3	-2,1	-1,6
Szlovénia	-0,8	-0,3	1,2	-0,8	-5,0	-4,2	-4,4	-1,7	-3,0
Szlovákia	-4,3	-1,6	-0,4	-0,8	-6,6	-6,3	-3,5	-2,7	-1,1
Finnország	6,0	4,9	6,8	5,8	-1,3	-1,4	0,4	-0,7	-1,2
GMU	2,5	0,6	2,3	0,9	-3,5	-3,4	-1,1	-0,6	-0,1
Bulgária	5,2	2,5	2,3	2,6	-3,6	-2,4	-1,2	0,1	-1,2
Cseh Köztársaság	-3,3	-3,2	0,4	-1,2	-4,5	-3,3	-1,8	-2,9	-1,3
Dánia	5,0	4,9	6,4	4,7	-0,9	-0,8	-0,1	-2,5	-0,1
Lettország	-0,6	-0,5	0,0	-3,6	-8,3	-6,7	-2,1	0,0	0,1
Litvánia	-3,5	-0,1	-0,3	-2,6	-8,2	-5,4	-3,7	-1,4	-1,2
Magyarország	1,4	-3,9	-1,0	0,5	0,1	-0,2	8,5	2,2	1,3
Lengyelország	-0,4	-2,0	0,4	-1,5	-4,8	-5,2	-2,3	-1,1	-2,2
Románia	0,1	-0,1	-2,2	-5,0	-7,5	-5,3	-3,9	-1,2	-0,7
Svédország	5,0	2,5	5,3	3,8	0,2	1,1	1,2	0,5	0,0
Egyesült Királyság	3,5	-1,0	-0,5	-2,8	-9,4	-7,1	-4,4	-3,1	-3,4
Európai Unió	2,6	0,4	1,8	0,4	-4,2	-3,8	-1,5	-1,0	-0,7

Megjegyzés: * Az Európai Bizottság prognózisa

Forrás: European Commission Economic and Financial Affairs: European Economic Forecast, Autumn 2013

F7. táblázat

A bruttó államadósság a GDP százalékában

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
Belgium	84,1	89,2	95,7	95,7	98,0	99,8	100,4
Németország	65,2	66,8	74,5	82,5	80,0	81,0	79,6
Észtország	3,7	4,5	7,1	6,7	6,1	9,8	10,0
Írország	24,8	44,5	64,4	91,2	104,1	117,4	124,4
Görögország	107,4	112,9	129,7	148,3	170,3	156,9	176,2
Spanyolország	36,2	40,2	54,0	61,7	70,5	86,0	94,8
Franciaország	64,2	68,2	79,2	82,4	85,8	90,2	93,5
Olaszország	103,1	106,1	116,4	119,3	120,7	127,0	133,0
Ciprus	58,8	48,9	58,5	61,3	71,5	86,6	116,0
Luxemburg	6,7	14,4	15,3	19,5	18,7	21,7	24,5
Málta	62,3	60,9	66,5	66,8	69,5	71,3	72,6
Hollandia	45,3	58,5	60,8	63,4	65,7	71,3	74,8
Ausztria	60,2	63,8	69,2	72,3	72,8	74,0	74,8
Portugália	68,3	71,7	83,7	94,0	108,2	124,1	127,8
Szlovénia	23,1	22,0	35,2	38,7	47,1	54,4	63,2
Szlovákia	29,6	27,9	35,6	41,0	43,4	52,4	54,3
Finnország	35,2	33,9	43,5	48,7	49,2	53,6	58,4
GMU	66,3	70,2	79,9	85,6	87,9	92,6	95,5
Bulgária	17,2	13,7	14,6	16,2	16,3	18,5	19,4
Cseh Köztársaság	27,9	28,7	34,6	38,4	41,1	46,2	49,0
Dánia	27,5	33,4	40,7	42,7	46,4	45,4	44,3
Lettország	9,0	19,8	36,9	44,4	41,9	40,6	42,5
Litvánia	16,8	15,5	29,3	37,8	38,3	40,5	39,9
Magyarország	67,1	73,0	79,8	82,2	82,1	79,8	80,7
Lengyelország	45,0	47,1	50,9	54,9	56,2	55,6	58,2
Románia	12,8	13,4	23,6	30,5	34,7	37,9	38,5
Svédország	40,2	38,8	42,6	39,4	38,6	38,2	41,3
Egyesült Királyság	44,4	52,3	67,1	78,4	84,3	88,7	94,3
Európai Unió	59,0	62,2	74,3	80,0	82,9	86,6	89,7
Horvátország	32,5	28,8	36,6	44,9	51,6	55,5	59,6
USA	n. a.	76,5	89,5	95,2	99,4	102,7	104,7
Japán	n. a.	175,2	210,2	216,0	230,3	238,0	243,4

Megjegyzés: * Az Európai Bizottság prognózisa

Forrás: European Commission Economic and Financial Affairs: European Economic Forecast,
Autumn 2013

F8. táblázat

A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában

	1997-2001	2002-2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
Belgium	4,5	4,5	3,9	1,1	0,7	2,6	0,5	-0,2	0,9
Németország	-0,9	4,0	7,5	6,2	6,1	6,4	6,3	7,0	7,0
Észtország	-7,4	-11,8	-15,7	-8,5	4,0	3,5	0,3	-2,8	-2,1
Írország	0,5	-1,3	-5,5	-5,7	-2,3	1,1	1,2	4,4	4,1
Görögország	-6,7	-11,9	-16,9	-18,0	-14,4	-12,8	-11,7	-5,3	-2,3
Spanyolország	-2,4	-6,0	-10,0	-9,6	-4,8	-4,4	-4,0	-1,2	1,4
Franciaország	2,2	0,0	-1,4	-1,9	-1,8	-1,9	-2,5	-2,1	-1,8
Olaszország	1,2	-0,8	-1,3	-2,9	-2,0	-3,5	-3,1	-0,5	1,0
Ciprus	-1,3	-5,0	-11,6	-12,2	-10,7	-9,2	-4,3	-6,6	-2,0
Luxemburg	10,0	10,5	10,1	5,4	7,3	8,4	7,3	5,9	6,7
Málta	-6,3	-5,0	-5,3	-4,9	-8,9	-5,4	-1,0	1,1	1,8
Hollandia	4,8	7,5	8,4	4,7	3,2	5,0	7,4	7,2	9,6
Ausztria	-1,4	2,4	4,0	4,8	2,7	3,6	1,5	1,8	2,5
Portugália	-8,8	-8,9	-10,2	-12,6	-10,8	-10,4	-7,2	-1,9	0,9
Szlovénia	-1,7	-1,3	-4,5	-6,1	-0,4	-0,2	0,2	3,1	5,0
Szlovákia	-6,5	-7,5	-5,6	-6,3	-2,5	-3,7	-2,6	1,6	4,3
Finnország	6,6	5,6	4,2	3,1	2,0	1,7	-1,5	-1,8	-1,2
GMU	0,4	0,6	0,4	-0,7	0,1	0,3	0,4	1,8	2,7
Bulgária	-2,3	-8,7	-25,2	-23,2	-9,0	-0,4	0,1	-1,3	0,3
Cseh Köztársaság	-3,6	-3,8	-5,1	-2,9	-3,3	-5,0	-3,5	-2,6	-1,6
Dánia	1,2	3,3	1,4	2,9	3,3	5,9	5,6	5,8	5,4
Lettország	-7,3	-12,6	-22,4	-13,1	8,6	2,9	-2,3	-2,5	-1,6
Litvánia	-8,6	-7,3	-15,0	-13,0	2,1	-0,4	-3,9	-1,1	-0,5
Magyarország	-6,3	-8,1	-7,4	-6,9	-0,1	0,4	0,6	1,1	3,0
Lengyelország	-4,0	-2,5	-5,1	-5,6	-3,1	-4,3	-4,5	-3,3	-1,5
Románia	-5,4	-6,3	-13,6	-11,4	-4,2	-4,4	-4,5	-4,0	-1,2
Svédország	4,7	6,7	8,6	8,8	6,9	6,9	6,6	6,2	5,9
Egyesült Királyság	-1,5	-2,2	-2,5	-1,0	-1,4	-2,7	-1,5	-3,8	-4,3
Európai Unió	0,0	0,1	-0,3	-0,9	-0,1	-0,1	0,2	0,9	1,6
Horvátország	n. a.	-6,0	-7,2	-8,3	-4,5	-0,9	-1,1	-0,2	0,1
USA	-2,1	-4,7	-5,0	-4,8	-2,6	-3,0	-2,9	-2,7	-2,6
Japán	2,5	3,4	4,8	3,3	2,9	3,7	2,0	1,0	1,2

Megjegyzés: * Az Európai Bizottság prognózisa

Forrás: European Commission Economic and Financial Affairs: European Economic Forecast,
Autumn 2013

9.2. A Maastrichti Szerződés konvergenciakritériumai

A Maastrichti Szerződés rögzítette azokat a követelményeket, amelyeket a belépni kívánó országoknak teljesíteniük kellett. Ezek az úgynevezett **konvergenciakritériumok** a következők voltak:⁴⁵⁶

- **Az államháztartás deficitjének és az államadósságnak** a radikális csökkentése a biztonsággal fenntartható költségvetési pozíció érdekében. Az adott tagországnak nem volt szabad úgynevezett túlzottdeficit-eljárás alá kerülnie a részt vevő országok körére vonatkozó európai tanácsi döntés idejére. A túlzott deficit megállapítása, illetve az eljárás feloldása során nemcsak gazdasági, hanem politikai szempontokat is mérlegeltek. A gazdasági követelmény az volt, hogy a költségvetési deficit nem lehet nagyobb, mint a GDP 3 százaléka, az államadósság pedig nem emelkedhet a GDP 60 százaléka fölé. Ezek az arányok referenciaértékeknek számítottak a túlzott deficit megállapításának eljárásában. Nem tekinthető túlzott deficitnek, ha az államháztartási hiány csak ideiglenesen vagy kivételesen haladta meg a referenciaértéket. A nemzeti államháztartási hiány és a bruttó államadósság szintjének korlátozására azért van szükség, mert a közös monetáris politika csak megfelelő fiskális politikai támogatás mellett lehet hiteles.
- Nagyfokú **árstabilitás** elérése. E követelménynek akkor felel meg a jelölt tagállam, ha a fogyasztóiár-indexszel mért infláció nála legfeljebb 1,5 százalékponttal haladja meg a konvergenciajelentésben meghatározott egyéves periódusban a legstabilabb árakkal (legalacsonyabb inflációs rátával) rendelkező három ország ugyanezen időszakra számított inflációs rátájának számtani átlagát. Erre a kritériumra azért van szükség, mert a történelmileg alacsony inflációjú országok csak úgy tudtak hiteles monetáris integrációt elképzelni, ha a többi tagország is bizonyítja antiinflációs elkötelezettségét a monetáris unióba való belépést megelőzően. Az inflációs kritérium garancia arra, hogy csak azonos gazdaságpolitikai filozófiát követő tagországok vesznek részt a monetáris unióban, elkerülendő a közös monetáris politika hitelességének gyengülését a későbbiekben.
- A **hosszú távú kamatlábak** kiegyenlítődése (kamatláb-konvergencia). Ez azt jelenti, hogy a vizsgált tagország átlagos hosszú távú nominális kamatlába legfeljebb 2 százalékponttal haladhatja meg az árstabilitás terén legjobb eredményt elért három tagállam (a három legalacsonyabb inflációs rátával rendelkező EU-tagország) átlagos hosszú távú nominális kamatlábát a konvergenciajelentésben meghatározott egyéves periódusban. A kamatlábak nagyságát a hosszú lejáratú államkötvények vagy hasonló értékpapírok alapján számítják ki. A hosszú távú kamatlábak konvergenciája azért lényeges, mert a kamatlábak közeledésében jelennek meg a gazdasági szereplők jövőre vonatkozó várakozásai valamint az elért nominális konvergencia fenntarthatóságának megítélése.

⁴⁵⁶ A Lisszaboni Szerződéshez fűzött 13. jegyzőkönyv (A konvergenciakritériumokról) és az EUMSZ 140. cikke alapján.

- **Árfolyam-stabilitás.** Az Európai Monetáris Rendszerben engedélyezett árfolyam-ingadozások betartása. A Gazdasági és Monetáris Uniót létrehozni kívánó országok euróval szembeni árfolyamának a devizapiacon az árfolyam-mechanizmus által meghatározott ingadozási sávon (plusz-mínusz 2,25 százalék) belül kellett maradnia úgy, hogy nem kerülhetett sor a hivatalos középárfolyam leértékelésére a tagállamok saját elhatározásából a konvergencia-jelentést megelőző két évben.

Miként a fentiekből kitűnik, a konvergenciakritériumok között fiskális és monetáris követelmények egyaránt szerepeltek. A konvergenciakritériumok elméleti és gyakorlati értelmezéséről, illetve alkalmazhatóságáról vita folyt. Sokan kétségbe vonták, hogy kizárólag e követelmények teljesítése alapozhatná meg a gazdasági és monetáris uniót. A kritériumok között ugyanis nem szerepelnek reálgazdasági mutatók, mint például a gazdasági növekedés üteme, a munkanélküliségi ráta vagy a folyó fizetési mérleg egyenlege.

A Maastrichti Szerződés egyrészt az Európai Tanácsra bízta, mely országokat tart majd érettnak a csatlakozásra; másrészt kikapukat is nyitva hagyott. Elfogadhatónak minősítette például, ha az államadósságra vonatkozó referenciaszám kellően gyors ütemben közelít az előírt szint felé annak ellenére, hogy a GDP 60 százalékánál magasabb. A csatlakozás szempontjából végül is nem az abszolút számérték határidőre való elérése volt a fontos, hanem a gazdaságpolitika határozott törekvése a konvergenciára: az, hogy célja a megadott követelmény teljesítése. Az Európai Tanács 1995. decemberi madridi csúcsértekezletén elfogadott dokumentum szerint a költségvetési kritériumokból elegendő az államháztartási deficitre vonatkozót teljesíteni, az államadósságnál javuló tendenciát kell felmutatni.

A tagországok vállalták továbbá, hogy hazai jogrendjüket meghatározott időn belül harmonizálják az Európai Központi Bank és a Központi Bankok Európai Rendszerének alapszabályaival.⁴⁵⁷ Eszerint egyrészt meg kellett teremteniük saját belső jogrendjükben a jegybankjuk függetlenségét, másrészt ezt összhangba kellett hozniuk a nemzetek feletti monetáris szervezetek alapszabályaival, s rendelkezniük kellett a kompetenciák egy részének átadásáról.⁴⁵⁸ Ennek alapján állapíthatta meg a Bizottság és az Európai Monetáris Intézet kellő időben, hogy a tagországok eleget tettek a harmadik szakaszba való belépés jogi előfeltételeinek.⁴⁵⁹

Fontos pontja a Maastrichti Szerződésnek a „visszafordíthatatlanság” elve. Ez azt jelenti, hogy egyetlen tagország sem vétőzhatta meg az egységes valuta bevezetését, illetve ha belépett a GMU-ba, akkor nincs visszaút, nem léphet ki a GMU-ból.

A Gazdasági és Monetáris Unió működésének 1999. január 1-jei megkezdése után az Európai Tanács dublini és 1997. június 16–17-i, amszterdami találkozásának állásfoglalásai értelmében az EMS, illetve ERM keretében kialakított árfolyamrendszert az ERM–2 váltotta fel. Ennek az a célja, hogy felkészítse a Gazdasági és Monetáris Unióból ki-

⁴⁵⁷ EUMSZ 130. cikk.

⁴⁵⁸ EUMSZ 131. cikk.

⁴⁵⁹ EUMSZ 140. cikk és az EMI alapszabályának 7.1. pontja.

maradt országokat (Nagy-Britannia, Dánia és Svédország), majd az új EU-tagállamokat a későbbi belépésre a GMU-ba, és biztosítsa az árfolyam-stabilitást az Európai Unióban.

Már az elnevezés is arra utal, hogy az együttműködés alapja az 1979-ben bevezetett árfolyamrendszer, azzal a különbséggel, hogy középpontjában nem az ECU, hanem a közös pénz, az euró áll. További különbség a régivel szemben, hogy időközben megkezdtek működésüket a Gazdasági és Monetáris Unió keretében létrehozott monetáris intézmények. Az árfolyamrendszert továbbra is a központi árfolyam-bejelentés és a közösen, az érintett tagállam jegybankja és az Európai Központi Bank által kialakított intervenció sáv jellemzi. Újdonság viszont, hogy a nemzeti valuták euróval szembeni árfolyamát a nemzeti jegybankok és a Központi Bankok Európai Rendszere párhuzamos intervencióival védik, azaz közösen intervenálnak a sávszéleken.

A hivatalos paritásváltóztatás lehetősége ebben a rendszerben is fennmarad. Az ERM-2-ben a hivatalos árfolyam körüli intervenció sáv plusz-mínusz 15 százalék. Az árfolyamkritérium értelmében a GMU-tagjelölt országok valutáinak árfolyama ebben a plusz-mínusz 15 százalékos intervenció sávban mozoghat. A tagállamok autonóm döntésekkel természetesen szűkíthetik ezt az intervenció sávot. A hivatalos euróárfolyam meghatározása a tagországok pénzügyi és monetáris hatóságainak, az Európai Központi Banknak és az Ecofin-nak a feladata. Az esetleges árfolyam-kiigazítást és az intervenciókat az ERM-1-hez hasonlóan valószínűsítik meg. Az ERM-2 árfolyam-egytműködési mechanizmusban legalább két éven keresztül részt kell vennie a GMU-ba lépni kívánó országoknak. Ez alatt az idő alatt nem szabad leértékelni a nemzeti valuta euróhoz viszonyított jegybanki középárfolyamát. (A felértékelés megengedett.) A jegybanki középárfolyam leértékelése esetén a kétéves periódus újrakezdődik. Az ERM-2-ben ugyanakkor nincs paritásrács, azaz nem határozzák meg közvetlenül a GMU-n kívüli tagországok valutái közötti árfolyamot. (Nincs tehát semmiféle kötelezettségvállalás például a forint-zloty árfolyamra, az a piaci keresletnek és kínálatnak megfelelően alakul.) A GMU-csatlakozás további feltétele az árfolyam-stabilitás, azaz a piaci árfolyam csekély mértékű volatilitása.

9.3. Az Európa 2020 stratégia fő vonásai

A 2010-ben befejeződött lisszaboni stratégia helyébe lépő **Európa 2020 stratégia helyzetértékelése** abból indult ki, hogy a globális pénzügyi és gazdasági válság megsemmisítette a lisszaboni stratégia keretében a közelmúltban elért eredményeket (vagy legalábbis azok nagy részét), és felszínre hozta, illetve kiélezte az Európai Unió, azon belül a Gazdasági és Monetáris Unió gazdaságának gyengeségeit és intézményrendszerének hiányosságait. Az EU, illetve a GMU sem intézményes szempontból, sem forrásoldalról nem volt felkészülve pénzügyi válsághelyzetek, illetve általában a gazdasági válságok kezelésére. Az EU előtti leglényegesebb kihívás a válságból való kilábalás. Továbbra is választ kell találni a gazdasági partnerekénél tartósan alacsonyabb gazdasági növekedés, a nemzetközi élvonaltól elmaradó kutatás-fejlesztési és innovációs aktivitás, a környezetvédelem és energiabiztonság, továbbá az alacsony foglalkoztatási ráta és a népesség elöregedésének kihívására.

A válságból való kilábaláshoz és a fenntartható gazdasági növekedéshez, amely a foglalkoztatottság magas színvonalával párosul, az Európai Uniónak stratégiára van szüksége. Az új, Európa 2020-nak nevezett stratégia prioritásai a következők:

- Intelligens növekedés: tudáson és innováción alapuló gazdaság kialakítása.
- Fenntartható növekedés: erőforrás-hatékonyabb, környezetbarátabb és versenyképesebb gazdaság.
- Inkluzív növekedés: magas foglalkoztatottság, valamint szociális és területi kohézió által jellemzett gazdaság kialakításának ösztönzése.

E prioritások 2020-ig történő érvényre juttatása érdekében a Bizottság, illetve az Európai Tanács a következő, részben számszerűsíthető célok kitűzését javasolta:⁴⁶⁰

1. Az Európa 2020 stratégia mennyiségi jellegű célja, hogy a 20–64 éves férfiak és nők foglalkoztatási rátáját 2020-ig 75 százalékra kell emelni a fiatalok, az idősebbek nagyobb munkaerő-piaci részvételével és a legális bevándoroltak erőteljesebb integrációjával. A bevándorlók integrálására indította az Európai Bizottság az ún. Stockholm-programot 2010-ben, amit 2011-ben újabb intézkedések követtek. Az alacsony szakképzettségűek számára a stratégia képzettségük fokozatos növelését és az élet-hosszig tartó tanulás kiterjesztését javasolja. E mögött többek között az a **helyzetértékelés** is meghúzódik, hogy az emberi erőforrás hamarosan a legfontosabb szűk keresztmetszet lesz Európában a termelési tényezők között – bizonyos szakmákban már ma is az –, és a jelenlegi alacsony foglalkoztatási ráta ennek az erőforrásnak a kihasználatlanságát mutatja.
2. Javítani kell a kutatás-fejlesztés feltételeit avégett, hogy a közszféra és a magánszektor ráfordításai ériék el az EU GDP-jének 3 százalékát. Az Európai Bizottság olyan indikátort dolgoz ki, amely tükrözi a kutatás-, fejlesztés- és innováció-intenzitást.
3. Teljesíteni kell a 20/20/20 éghajlat-változási/energiaügyi célkitűzéseket. Ez 1990-hez képest a szén-dioxid-kibocsátás 20 százalékos csökkentését, a megújuló energiák végső energiafelhasználásban elfoglalt arányának 20 százalékra való emelését és az energiafelhasználás 20 százalékos csökkentését jelenti. Az EU kötelezettséget vállal arra, hogy 1990-hez képest 2020-ig 30 százalékkal mérsékli a szén-dioxid-kibocsátást, ha a 2012 utáni időszakra globális és átfogó megállapodás születik, amelyben a fejlett országok hasonló mértékű kibocsátáscsökkentést vállalnak, továbbá a fejlődő országok is felelősségük és kapacitásaik arányában hozzájárulnak e célok eléréséhez.
4. Javítani kell a képzettségi szintet különösen annak érdekében, hogy az iskolából kimaradók aránya csökkenjen, és növekedjen a felsőfokú végzettséggel rendelkezők aránya a népességben. A lemorzsolódók arányát a jelenlegi 15 százalékról 10 százalékra kell mérsékelni, ami kezeli az iskolából kimaradók problémáját, másrészt a

⁴⁶⁰ European Commission [2009]: Europe 2020. A strategy for smart, sustainable and inclusive growth. Communication from the Commission, COM(2010) 2020 final, 2. o. European Council [2010]: Conclusions, 25/26 March 2010. EUCO 7/10, 5. o.

30–34 éves korosztály körében 31 százalékról legalább 40 százalékra kell növelni a felsőoktatási végzettséggel rendelkezők arányát.

5. Ösztönözni kell a társadalmi kirekesztés mérséklését, különösen a szegénység csökkentése révén. A megfelelő indikátorok kidolgozásához további munkára van szükség.

A Bizottság és az Európai Tanács szerint e célok egyrészt lefedik azokat a területeket, amelyekben sürgős intézkedésekre van szükség, másrészt kapcsolódnak egymáshoz és kölcsönösen támogatják egymást. Annak érdekében, hogy a tagállamok saját helyzetükhöz adaptálják az Európa 2020 stratégiát, a Bizottság azt javasolja, hogy az egyes tagállamok eltérő helyzetére, valamint arra figyelemmel, hogy mennyire állnak készen az európai uniós célok eléréséért teendő erőfeszítésekre, az európai uniós célkitűzéseket bontsák le tagállami célkitűzésekre és célszámokra. Ezen túlmenően a Bizottság európai uniós szintű intézkedéseket is javasol az integráció új növekedési pályára állításához.

Az Európai Tanács által elfogadott célkitűzések jól jellemzik az intelligens, fenntartható és inkluzív növekedés prioritásait. A Bizottság a következő kiemelt kezdeményezéseket (zászlóshajó-kezdeményezések) javasolta a prioritásokhoz kapcsolódóan:

1. Az **„Innovatív Unió”** kezdeményezés a keretfeltételek, illetve a kutatásra és innovációra fordított finanszírozás javítására szolgál annak érdekében, hogy az innovatív ötletekből a növekedést és a foglalkoztatást segítő termékek és szolgáltatások jöjjenek létre.
2. A **„Mozgásban az ifjúság”** kezdeményezés az oktatási rendszerek teljesítményének növelését és a fiatalok munkaerőpiacra történő belépésnek megkönnyítését szolgálja.
3. Az **„Európai digitális menetrend”** a nagy sebességű internet bővítésének felgyorsítását és az egységes digitális piac előnyeinek a háztartások és a vállalkozások által történő kiaknázását tartja szem előtt.
4. Az **„Erőforrás-hatékony Európa”** a gazdasági növekedés és az erőforrások felhasználásának szétválasztását, az alacsony szén-dioxid-kibocsátású gazdaság felé való elmozdulás elősegítését, a megújuló energiaforrások növekvő mértékű alkalmazását, a szállítási ágazat modernizálását és az energiahatékonyság ösztönzését szolgálja.
5. Az **„Iparpolitika a globalizáció korában”** a vállalkozások (különösen a kis- és középvállalatok) üzleti környezetének javítását és a világszinten versenyképes erős és fenntartható ipari bázis kifejlesztésének támogatását célozza.
6. Az **„Új készségek és munkahelyek menetrendje”** célja a munkaerőpiacok modernizálása, és arra törekszik, hogy lehetővé tegye az emberek számára készségeik egész életen át történő fejlesztését, hogy növekedjen a munkaerőpiacon való részvétel és – többek között a munkavállalók mobilitása révén – közeledjen egymáshoz a munkaerő-piaci kínálat és kereslet.
7. A **„Szegénység elleni európai platform”** célja olyan szociális és területi kohézió biztosítása, ahol a növekedés és a munkahelyteremtés előnyeit széles körben meg-

osztják, a szegénységben és társadalmi kirekesztettségben élők pedig méltóságban, a társadalom aktív tagjaiként élhetnek.

Ez a hét kiemelt kezdeményezés mindegyik EU-tagállam számára kötelező. Az Európa 2020 stratégia irányítását az Európai Tanács végzi, a felügyeletet az Európai Bizottság látja el, az Európai Parlament pedig egyrészt a polgárokat mobilizálja a stratégia megvalósítására, másrészt társjogalkotóként foglalkozik a kulcsfontosságú kezdeményezésekkel.

Az Európa 2020 stratégia célkitűzéseinek elérésére az Európai Bizottság mozgósítani kíván minden európai uniós szakpolitikát, jogi aktust és eszközt, beleértve a pénzügyi eszközöket is. A Bizottság a legfontosabb szakpolitikákat és azok eszközeit, így az egységes piacot, a költségvetést és az Európai Unió külkapcsolatait olyan irányban kívánja továbbfejleszteni, hogy azok hozzájáruljanak az Európa 2020 stratégia célkitűzéseinek megvalósításához.

Az Európa 2020 stratégiában a klíma- és az energiapolitika, az öregedő társadalom, illetve a kisvállalkozói szektor nemcsak egy-egy speciális szakpolitikai kérdésként jelenik meg, hanem mindegyikben számottevő **jövőbeni foglalkoztatási potenciált** azonosít, azaz ezek egyben jövőbeni munkaalkalmakat képviselnek. Koordinált szakpolitikai kezelésükkel pedig szinergikus hatások realizálására van lehetőség, így az európai erőforrások jobban hasznosulnának a növekedés és a versenyképesség érdekében. Ebből az is következik, hogy csak integrált kormányzati szemlélettel és szakpolitikai koordinációval tudnak munkahelyteremtést, növekedést és versenyképességet eredményezni a várható/ígényelt/remélhető beruházások.

A **foglalkoztatás** területén az Európai Unió gazdasági növekedését és versenyképességét – különösen az idősödésből adódó fenntarthatósági problémák miatt – döntően meghatározza az, hogy sikerül-e mennyiségileg bővíteni a gazdaság emberi erőforrásait, és sikerül-e a foglalkoztatás minőségében és struktúrájában is végrehajtani előremutató változásokat a tagállamoknak. „Munkahelyek és növekedés” volt a válság előtti célkitűzés, intelligens, fenntartható és befogadó növekedés” lett a versenyképességi cél erre az évtizedre. A foglalkoztatási szint növelése a foglalkoztatáspolitikai eszközrendszerének megújítása mellett az oktatás- és családpolitikától, a szociális és egészségügyi szolgáltatásfejlesztéstől, a vidék- és közlekedésfejlesztéstől a migrációs politikáig terjedő beavatkozásokat igényel. A globális versenyhez való alkalmazkodás érdekében szükséges fokozottan integrált megközelítésnek ki kell terjedni a felzárkózást biztosító olyan politikákra is, mint a kirekesztés és a szegénység elleni küzdelem, a mobilitás és migráció elősegítése, a területi egyenlőtlenségek leküzdése, a felnőttképzés, az élethosszig tartó tanulás és a nők és férfiak közötti egyenlőség előmozdítása. A felzárkózás e faktorok alapján kiemelkedően fontos az új tagállamok számára, de a régebbi tagállamok társadalmi kohéziója, alkalmazkodóképessége számára is

Az Európa 2020 stratégia a klíma/energia célok megvalósítását más területek fejlődésével, illetve fejlesztésével is összekapcsolja. Ezek közül az egyik legfontosabb a környezetbarát megoldások kidolgozása és elterjesztése, ahol az EU komparatív előnyökkel rendelkezik versenytársaival (különösen Kínával és Észak-Amerikával) szem-

ben. Bár ezek az előnyök az utóbbi időben csökkentek, az EU fenn kívánja tartani vezető szerepét a környezetbarát technológiák piacán, amelyek erőforrás-hatékonyságot biztosítanak a gazdaságban, megszüntetik a kulcsfontosságú hálózati infrastruktúrák szűk keresztmetszeteit, ezáltal növelik ipari versenyképességét. Mindezek alapján az Európa 2020 stratégia eme szegmense részben „zöld” gazdaságélénkítési programnak is fel fogható. A stratégia a „zöld” fejlődés hatásaként emeli ki egyrészt az erőforrás-hatékonyság javulása miatt bekövetkező ipari versenyképesség-növekedést, az üvegházhatású gázok kibocsátásának csökkenését, illetve költségmegtakarítást. Ezen kívül a tiszta és hatékony energiafelhasználás hozzájárul az importfüggőség csökkenéséhez, ami nemcsak pénzügyi megtakarítást eredményezne, hanem az Európai Unió energiabiztonságát is növelné.

Az Európa 2020 stratégia értékelése szerint az **energiaügyi célok elérése** lehetővé tenné, hogy az EU 2020-ig 60 milliárd euróval kevesebb értékben importáljon kőolajat és földgázt. Ez nemcsak pénzügyi megtakarítás, hanem az energiabiztonság szempontjából is elengedhetetlen. Az európai energiapiaci integráció folytatása további 0,6-0,8 százalékkal növelheti a GDP-t. A megújuló energiaforrások használatának 20 százalékra való növelésére irányuló célkitűzés megvalósítása esetén több mint 600 ezer munkahely jöhetne létre az EU-ban. Ha ehhez hozzáadjuk az energiahatékonyságra irányuló 20 százalékos célkitűzést, akkor 1 millió új munkahely a tét. Az e prioritás keretében történő fellépéshez oly módon kell végrehajtania az EU-nak kibocsátáscsökkentési vállalásait, hogy – többek között az innovatív technológiai megoldások elterjedése révén – folyamatos költségcsökkentés mellett maximálja az előnyöket. Ezen túlmenően az EU-nak arra kell törekednie, hogy a növekedést függetleníse az energiafelhasználástól, és gazdasága hatékonyabban használja az erőforrásokat. Ez nemcsak versenyelőnyt teremt majd az Európai Uniónak, hanem csökkenti a nyersanyag- és áruellátásban fennálló, külső forrásoktól való függést.

Azt sem lehet figyelmen kívül hagyni, hogy a beruházási és a foglalkoztatási ráta emelése negatív környezeti hatásokkal jár, ha az nem függetlenedik kellő mértékben az energiafelhasználástól és a szén-dioxid-kibocsátástól. A K+F kulcsszerepet tölt be a környezetbarát növekedési útra való áttérésben.

Az Európai Bizottság 2010 novemberében tette közzé az **Energy 2020** című közleményét, amely a kompetitív, fenntartható és biztonságos energia stratégiája. A dokumentum konkretizálja az Európa 2020 stratégia energetikával kapcsolatos célkitűzéseit, illetve azok végrehajtását stratégiába rendezi.

Ami az **egységes piacot** illeti, a Bizottság fel kívánja számolni, illetve mérsékelni kívánja a határokon átnyúló üzleti tevékenység előtti akadályokat, beleértve a tagállami protekcionizmussal szembeni fellépés erősítését, a kis- és középvállalatok egységes piachoz való hozzáférési lehetőségeinek javítását, a szolgáltatások további liberalizálását és a jogérvényesítés javítását.

Ez ugyan nem szerepel a kiemelt célok között, de a Bizottság deklarált szándéka szerint az Európa 2020 stratégia központi eleme a gazdasági, társadalmi és területi kohézió. A Bizottság a **kohéziós politikát** és az annak megvalósítását szolgáló **strukturális alapo-**

kat saját jogon is fontosnak tartja, de ezen túlmenően lényeges szerepet játszanak az intelligens, fenntartható és inkluzív gazdasági növekedés prioritásainak elérésében mind tagállami, mind európai uniós szinten.

Ami a **finanszírozást** illeti, az Európa 2020 stratégia céljainak eléréséhez a Bizottság elengedhetetlennek tartja olyan szabályozási környezet kialakítását, amely egyszerre eredményezi a pénzügyi piacok hatékonyságát és biztonságát. A Bizottság a saját pénzügyi források kiegészítése, illetve az állami és magánforrások együttes felhasználása érdekében javasolja a köz-magán társulások (public-private partnership – PPP) lehetőségeinek fokozottabb kiaknázását.

A finanszírozással kapcsolatos követelményeket a Bizottság az EU 2014-ben kezdődő következő **költségvetési periódusára** vonatkozó előirányzatokban is érvényesíteni kívánja. Ennek keretében javasolta egyrészt a prioritások markánsabb meghatározásával a kiadásoknak az Európa 2020 stratégia szolgálatába állítását, másrészt új pénzügyi eszközök kialakítását az Európai Beruházási Bankkal, az Európai Beruházási Alappal és a magánszektormmal együttműködésben, végül az európai kockázati tőkepiac létrehozását.

A Bizottság az EU **külkapcsolati politikáját** is az Európa 2020 stratégia szolgálatába kívánja állítani. Ennek jegyében irányozta elő az Európa 2020 program kereskedelmi stratégiájának a kidolgozását.

Végül a bizottsági anyag részletesen foglalkozik a **rövid távú válságkezelés és az Európa 2020 stratégia összehangolásával**. Fontos a válságkezelésben kiemelkedő szerepet játszott fiskális és monetáris lazítás befejezésének, illetve az állam pénzügyi szférából való kivonulásának az időzítése. A túlságosan korai szigorítás, beleértve az államháztartás konszolidálását, a kibontakozó fellendülést akaszthatja meg, míg a túlságosan késői cselekvés a válság alatt megnövekedett államadósság és az azzal kapcsolatos inflációs nyomás miatt fékezne a hosszú távú GDP-dinamikát. A válságból való kilábalási politikát, a fiskális és monetáris szigorítást össze kell hangolniuk az EU tagállamainak. Emellett szükség van a pénzügyi rendszer részben már elhatározott reformjának végrehajtására is. Azon tagállamok, amelyek ellen hiánytúllépési eljárás van folyamatban, 2011-ig, kivételes esetben 2013-ig kötelesek államháztartási mutatóikat a Stabilitási és Növekedési Paktumban meghatározott követelményekkel összhangba hozni.

Az Európa 2020 stratégia két pillérből áll. Az első pillért az árfogó gazdaságpolitikai és foglalkoztatáspolitikai iránymutatások alkotják, a második pillér az országspecifikus rész, amely a makrogazdasági és fiskális célokat tartalmazza.

Az Európa 2020 stratégiával szemben jogosan vethető fel (fel is vetették), hogy nem tartalmazza a lisszaboni stratégia **hivatalos értékelését**. Ezt a hiányosságot nem helyettesíti az Európai Bizottság munkaanyag formáját öltő elemzése. A bizottsági értékelés egyébként – meglehetősen korlátozott koncepcionális kereteken belül – tárgyyszerűen és reálisan világított rá a lisszaboni stratégia eredményeire és gyengeségeire. A koncepcionális keretet mint értékelési mércét egyrészt a célok és a valóság, másrészt a végrehajtási hatékonyság adta. Az értékelés mércéje azonban meglehetősen szűk területet fogott át.

Az Európa 2020 stratégia néhány globális kihívást megfelelőképpen azonosít. A globális kihívásokra adandó válaszokban igyekszik összekapcsolni egyrészt a rövid távú válság-

kezelés és a hosszú távú fenntartható fejlődés szempontjait, másrészt a gazdasági és nem közvetlenül gazdasági tényezőket (így figyelembe veszi és integrálja a stratégiába a társadalmi kirekesztődést, a társadalmi egyenlőtlenségeket stb.). Ugyanakkor hiányzik belőle a stratégiai megközelítés, az egyes célkitűzések nincsenek egységes stratégiává rendezve. A hét zászlóshajó-kezdeményezés meglehetősen heterogén célokat és feladatokat tartalmaz. Az egységes digitális piac megteremtése konkrét célkitűzés, míg sok közülük inkább szándékokra utal.

Az Európa 2020 stratégia több olyan célkitűzést számszerűsít (foglalkoztatási ráta, GDP-arányos kutatás-fejlesztési ráfordítások, ezen belül a magánszféra ráfordításai), amelyek érvényesítése jórészt kívül áll a tagállami gazdaságpolitika hatókörén, vagy legalábbis igen nagyok az érvényesítésükhöz kapcsolódó kockázatok. Ráadásul a kutatás-fejlesztés esetében a ráfordítás alapú megközelítés egyoldalú, miközben az eredményeket – legalábbis számszerűsített célok formájában – nem lehet garantálni.

Az Európa 2020 stratégia nem alulról felfelé építkezik, azaz nem a tagállamok célkitűzéseiből állnak össze az európai uniós szintű célok, hanem a tagállamoknak kell az európai uniós szintű célkitűzésekből levezetniük a sajátjaikat. Ezzel együtt szükség van a felülről lefelé építkező tervezésre, de az Európa 2020 stratégia nem felel meg ennek a követelménynek.

A stratégia hitelességét és végrehajthatóságát javítaná a politikák és a célkitűzések közötti kapcsolat erősítése. Konkrétan és határozottan meg kell mondani, hogy milyen specifikus politikák segítenek elérni a célokat. Ez azért is fontos lenne, mert így lenne egy mérce, amellyel a politikák sikerét vagy kudarcát meg lehet állapítani, más hatásoktól függetlenül.

Az Európa 2020 stratégia nem foglalkozik a makrogazdasági feltételrendszerrel. Hiányzik belőle mind a külső, mind a belső egyensúlyviszonyok tárgyalása, a bér- és árverseny-képesség, a pénzügyi, azon belül a hitelszféra elemzése. Az Európa 2020 stratégia **meglehetősen szűkszavú az állami-közületi szektor reformjával kapcsolatban**, különösen a közszolgáltatásoknak kellett volna nagyobb teret szentelni. A várható demográfiai trendek által támasztott kihívásokon túlmenően a globális válság negatív hatásait tompító expanzív fiskális politikák következményeinek a kezelése is alátámasztja a reformok szükségességét.

Hiányoznak még a stratégiából a **közpénzügyek fenntarthatóságával** kapcsolatos célok. Az a körülmény, hogy a Stabilitási és Növekedési Paktumot különválasztották, azt jelzi, hogy az Európa 2020 stratégia nem képes átfogó módon kezelni a gazdasági reformokat, amelyek emiatt más területek sikereitől vagy kudarcaitól függenek. Az államháztartás állapota egyrészt más célkitűzések tekintetében is determinálja a gazdaságpolitika mozgásterét, másrészt a két politika összekapcsolása lehetővé tette volna az Európa 2020 stratégiának az Európai Unió általános irányítási mechanizmusába történő integrálását. Néhány tagállam, főként Németország nem támogatja ezt az irányt.

Az anyag nem foglalkozik az EU 2020 stratégiához az EU által hozzáadott értékkel. Nincs szó benne európai uniós szintű közjavakról, amilyen például a gazdasági és monetáris unió vagy az egységes piac. Az Európa 2020 stratégiában a bürokratikus koordiná-

ció túlsúlyra jutása érzékelhető a piaci koordináció, illetve a piaci feltételek alakításának rovására.

Kiemelkedő fontossága van annak a kérdésnek, hogy **az Európai Unió rendelkezik-e a célok elérésére alkalmas eszközökkel**. Az eszközök döntő hányada a tagállamok kezében van. Bár a zászlóshajó kezdeményezésekben vannak közösségi szintű akciók, a javasolt együttműködési mechanizmusok meglehetősen „puhák”, amennyiben ajánlásokon, monitoringon és benchmarkok megállapításán alapul. Nem történt meg a strukturális politikák integrálása az európai uniós irányítási mechanizmusokba, nem került sor új és innovatív megvalósítási mechanizmusok kidolgozására (amilyen például a tagállamok és az európai uniós intézmények külső felülvizsgálata). Ehhez kétségtelenül szükség lenne arra, hogy az európai uniós intézmények nagyobb hatáskört kapjanak, de megalapozottan állítható, hogy a jelenlegi jogi keretek között is többre lett volna lehetőség.

Az Európa 2020 stratégia nem értelmezhető a forrásfedezet nélkül, ami elválaszthatatlan a jelenlegi és a 2014-ben kezdődő új közösségi költségvetési periódustól, illetve a költségvetés reformjától. Egyrészt van egy „szürke zóna” 2010 és 2013 között, amikor a jelenlegi költségvetési előirányzatok vannak érvényben, ezekkel nem mindig lehet megfeleltetni az Európa 2020 céljait (pl. digitális menetrend). Másrészt az Európa 2020 stratégia keretében elfogadott célok nagymértékben determinálják az Európai Unió következő költségvetésének kiadási oldalát. Ezek alapján javasolható az Európa 2020 stratégia célkitűzéseinek összekapcsolása a pénzügyi keretterv prioritásaival.

A legfőbb kérdés az, hogy a javasolt Európa 2020 stratégia hozzá tud-e járulni az Európai Unió gazdaságnövekedési ütemének gyorsításához. A globális pénzügyi és gazdasági válság kedvezőtlenül érintette az Európai Unió gazdasági növekedési potenciálját. Alacsonyabb gazdasági növekedési ütem esetén igen nehéz a munkaerő-piaci válság kezelése és az államháztartás reformja.

10. Kronológia⁴⁶¹

2009. október 5.

Az előrehozott görög parlamenti választásokon a Pánhellén Szocialista Mozgalom abszolút többséget szerzett. A választásokat követően novemberben kiderült, hogy a görög államháztartás sokkal rosszabb állapotban van, mint ahogyan azt az előző kormány értékelte. A görögországi eseményekkel vette kezdetét a szuverén adósságválság a Gazdasági és Monetáris Unióban.

2009. december 2.

Az Unió pénzügyminiszterei három új európai hatóság létrehozásáról döntenek, amelyek a banki (Európai Bankhatóság), a biztosítási (Európai Biztosítás- és Foglalkoztatási Nyugdíj-felügyeleti Hatóság) és az értékpapír-piaci (Európai Értékpapír-piaci Felügyeleti Hatóság) szektor felügyeletét látnák el.

2009. december 3.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy dönt, hogy az irányadó refinanszírozást ameddig szükséges, de legalább 2010. április 13-ig, tehát az év harmadik tartalékolási időszakának végéig továbbra is rögzített kamatu tendereljárással, teljes allokáció mellett végzi.

2010. február 11.

Brüsszelben tartott informális ülésükön az EU-tagállamok állam- és kormányfőiből álló Európai Tanács kinyilvánította, hogy támogatja a görög kormányt stabilitási programja 2010-re szóló célkitűzéseinek teljesítésében. José Manuel Barroso, az Európai Bizottság elnöke előterjesztette az Európa 2020 stratégiát, amely azt vázolta, hogyan küzdi le az EU a válságot, miközben új gazdasági modellt épít.

2010. március 3.

Az EKB Kormányzótanácsa pozitívként értékeli a görög kormány további fiskális konszolidációs intézkedéseit, és megjegyzi, hogy az intézkedéseket minél hamarabb végre is kell hajtani.

2010. március 10.

Az euroövezet vezetői megállapodnak arról, hogy ha Görögország erre igényt tart, az EKB az IMF-fel együtt pénzügyi támogatást nyújt neki.

2010. március 26.

Az Európai Tanács brüsszeli értekezletén a tagállamok kormány- és államfői elfogadták az Európa 2020 stratégia célkitűzéseit. A GMU 16 tagállama a Nemzetközi Valutaalappal együtt megállapodott abban, hogy pénzügyi segítséget nyújt Görögországnak, ha kéri.

2010. április 23.

⁴⁶¹ Forrás: A pénzügyi válság kronológiája (2005 decemberétől)
<http://www.ecb.europa.eu/ecb/html/crisis.hu.html>

Görögország hivatalosan is pénzügyi segítségért folyamodott a GMU-tagállamokhoz és az IMF-hez.

2010. május 2.

A GMU tagállamai és az IMF 110 milliárd euró hitelcsomagot hagyott jóvá Görögországnak.

2010. május 3.

Az EKB bejelenti, hogy megváltoztatja a görög kormány által kibocsátott vagy garantált adósságinstrumentumok elfogadhatósági feltételeit.

2010. május 7.

Az euróövezet kormány- és államfői megállapodtak abban, hogy az euró védelmében elmélyítik a fiskális konszolidációt, erősítik a gazdaságpolitikai koordinációt és a költségvetési felügyeletet.

2010. május 9–10.

Az uniós pénzügyminiszterek átfogó intézkedéscsomagot fogadnak el Európa pénzügyi stabilitásának megőrzéséről. A tervezett lépések között szerepel az 500 milliárd eurós keretösszegű Európai Pénzügyi Stabilitási Mechanizmus és az Európai Pénzügyi Stabilitási Eszköz létrehozása. Az IMF a maga részéről 250 milliárd euróval egészíti ki a két konstrukciót, amelyek így összesen 750 milliárd euró forrással rendelkeznek.

2010. május 10.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy dönt, hogy értékpapír-piaci program (SMP) keretében beavatkozik az euróövezet állami és magánkibocsátású adósságinstrumentumainak piacán, hogy biztosítsa a nem megfelelően működő piaci szegmensek mélységét és likviditását. A testület arról is dönt, hogy a három hónapos refinanszírozási műveletekhez kapcsolódó tendereljárást rögzített kamat és teljes allokáció mellett hajtja végre.

Az EKB Kormányzótanácsa más központi bankokkal együttműködésben úgy dönt, hogy reaktiválja a Fed-nek nyújtott ideiglenes likviditási swapkeretet, továbbá 7 és 84 napos futamidővel újra nyújt USA-dollárban likviditást. Az első műveletre 2010. május 11-én kerül sor.

2010. június 7.

Működésbe lép az Európai Pénzügyi Stabilitási Eszköz (EFSF).

2010. június 30.

Az EKB Kormányzótanácsa az eredeti terveknek megfelelően egy év elteltével lezárja fedezettkötvény-vásárlási programját. A program keretében nominálértéken 60 milliárd euróért vásárol kötvényt az elsődleges és a másodlagos piacon. A programmal a pénzügyi válság által különösen sújtott és a bankok finanszírozása szempontjából fontos pénzügyi piaci szegmenseket kívánják támogatni. Az euróövezeti központi bankok a megvásárolt kötvényeket lejáratig meg kívánják tartani.

2010. július 23.

A Bankfelügyelet Európai Bizottsága közzéteszi a banki stressztesztek eredményeit.

2010. július 28.

Az EKB Kormányzótanácsa áttekinti azokat a kockázatkezelési intézkedéseket, amelyek az eurórendszer piaci műveletei során fedezetként elfogadható eszközökhöz kapcsolódnak, és ennek keretében módosít az egyes eszközkategóriákra alkalmazandó veszteség-leírásokon.

2010. augusztus 5.

Az EKB, az Európai Bizottság és az IMF közös delegációja Athénbe érkezik, hogy elvégezze a Görögországnak nyújtott hitelcsomaghoz kapcsolódó első negyedéves felülvizsgálatot. A görög kormány gazdasági programjáról nyilatkozva a szakértők megállapítják, hogy „összességében a program erős kezdésként értékelhető. Azonban továbbra is komoly kihívásokkal és kockázatokkal kell számolni.”

2010. augusztus 26.

Az Európai Bankfelügyelet Bizottsága közzéteszi a stressztesztekre vonatkozó irányelv-módosítás végleges szövegét, amely a 2009 decembere és 2010 márciusa között lezajlott nyilvános konzultáció eredményeit is figyelembe veszi.

2010. szeptember 7.

A tagállamok elfogadták az európai szemeszter elnevezésű gazdaságirányítási keretrendszert. Ez azt jelenti, hogy az EU és a GMU tagállamai előzetesen (ex ante) koordinálják költségvetési és gazdaságpolitikáikat a Stabilitási és Növekedési Paktum és az Európa 2020 stratégia rendelkezéseivel összhangban.

2010. szeptember 29.

Az Európai Bizottság hat részből álló jogalkotási csomagot terjesztett elő, amelynek célja a gazdasági kormányzás erősítése.

2010. október 28.

Az európai uniós vezetők megállapodnak abban, hogy megerősítik a Stabilitási és Növekedési Paktumot, valamint állandó válságmechanizmust hoznak létre.

2010. október 29.

Az Európai Tanács megvitatja, hogyan lehet erősíteni az euróövezet és gazdaságait válságállóbbá tenni.

2010. november 12.

A G20 vezetői szöuli csúcstalálkozójukon közös cselekvési tervet fogadnak el, amelynek célja a kiegyensúlyozottabb növekedés ösztönzése a világgazdaságban.

2010. november 21.

Az ír kormány pénzügyi segítséget kér az EU-tól és az euróövezet tagországaitól. Az uniós pénzügyminiszterek egyetértenek a Bizottsággal és az EKB-val abban, hogy Írországnak valóban segítségre van szüksége az EU és az euróövezet pénzügyi stabilitásának megőrzésére.

2010. november 23.

Az Európai Bizottság, az EKB és az IMF közös delegációja megállapítja, hogy a görög kormány gazdasági csomagja összességében a kívánt feltételeknek megfelelően alakul. Az összes szeptember végi kvantitatív kritérium teljesült. Különösen a költségvetési hiány lefaragásának terén tapasztalható jelentős előrehaladás, de továbbra is nagy feladatokkal kell számolni. A közös közleményben hangsúlyozzák, hogy „folyamatban vannak ugyan a Görögország szilárd növekedési pályára való visszaállításához szükséges reformok, az eddigi fejlemények alapján a kiigazítás fenntarthatóvá tételéhez a strukturális kérdésekkel is foglalkozni kell”.

2010. november 28.

Az EKB Kormányzótanácsa üdvözli Írország gazdasági és pénzügyi kiigazítási programját, amely megítélése szerint tartalmazza mindazokat az elemeket, amelyek segítségével fenntartható módon stabilizálni lehet az ország gazdaságát, és ezáltal hozzájárulni az euróövezet pénzügyi stabilitásának megőrzéséhez.

Az euróövezet pénzügyminiszterei megállapodnak abban, hogy az Európai Pénzügyi Stabilitási Eszköz (EFSF) helyét 2013 közepétől az Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM) veszi át. A mechanizmus célja a pénzügyi nehézségekkel küzdő euroövezeti tagországok megsegítése.

2010. december 7.

Miután Írország pénzügyi segítségért fordul az Európai Unióhoz, az uniós pénzügyminiszterek megállapodnak abban, hogy az Európai Bizottság és az IMF valamint az ír hatóságok között egyeztetett program alapján közös EU-IMF segítségnyújtási csomagot biztosítanak az ország számára.

2010. december 16.

A pénzügyi válságra való válaszlépésként létrejön az Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT), amely segít kiküszöbölni, illetve mérsékelni azokat a rendszerkockázatokat, amelyek a pénzügyi rendszeren keresztül fenyegetik az EU pénzügyi stabilitását.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy dönt, hogy hitelenkénti adatszolgáltatást vezet be az eurórendszer fedezeti rendszerében szereplő eszközfedezetű értékpapírok (ABS) esetében. Az intézkedés értelmében arra kötelezik a bankokat, hogy több információt adjanak meg a hitelfelvételnél biztosított fedezetről. A Kormányzótanács elképzelése szerint az új követelmény az elkövetkező másfél évben lép életbe, első körben a lakossági jelzálogalapú értékpapírokat, majd fokozatosan más ABS értékpapírokat vonnak az újfajta adatszolgáltatás hatálya alá.

2010. december 16-17.

Az EU vezetői jóváhagyják az Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM) létrehozását 2013. júniusi hatállyal. Az ESM örökdik majd az övezet egészének pénzügyi stabilitása felett. Ha az euróövezet stabilitását illetően kockázatok merülnek fel, akkor az ESM szigorú feltételek mellett pénzügyi segítséget nyújt a bajba jutott országoknak.

2010. december 17.

Az EKB és a Bank of England ideiglenes likviditásbővítő swapkeret létrehozását jelenti be, amelynek értelmében a Bank of England 10 milliárd font erejéig font sterlinget adhat át euro ellenében az EKB-nak. A 2011 szeptemberéig érvényben lévő megállapodás révén a Central Bank of Ireland óvintézkedésként font sterlinget vehet igénybe, amennyiben az ország bankrendszerének átmenetileg fontalapú likvid forrásra lenne szüksége.

2010. december 21.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy határoz, hogy 2011. augusztus 1-jéig meghosszabbítja az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed-del, a Bank of Canadával, a Bank of Englanddel, a Japán Központi Bankkal és a Svájci Nemzeti Bankkal közösen kötött swapkeret-megállapodást.

2011. január 1.

Megkezdí működését a három új európai uniós pénzügyi felügyelet intézmény: az Európai Bankhatóság (European Banking Authority – EBA), az Európai Biztosítás- és Foglalkoztatónyugdíj-hatóság (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA) és az Európai Értékpapírpiac Hatóság (European Securities and Markets Authority ESMA). A Committee of European Banking Supervisors (CEBS) 2011. január 1-jei hatállyal befejezte működését.

2011. január 18.

Elkezdődik az első európai szemeszter, azaz az EU-tagállamok közötti gazdaságpolitikai koordináció hat hónapja, aminek a célja a 2008 és 2010 közöttihez hasonló válság elkerülése.

2011. február 11.

Az EKB, a Bizottság és az IMF harmadik közös felülvizsgálati missziója során megállapítja, hogy Görögország gazdasági programja továbbra is terv szerint halad. A nyilatkozat szerint „igaz ugyan, hogy egyes területeken még van lemaradás, mégis folyamatban van azoknak az alapvető fiskális és átfogóbb reformoknak a bevezetése, amelyek elengedhetetlenek a program középtávú céljainak megvalósításához.” Mindazonáltal a fiskális helyzet fenntarthatóvá tételéhez és a gazdaság talpra állításához további reformokra van szükség.

2011. február 12.

A nyilatkozat hangsúlyozza, hogy egyfelől a Bizottság, az EKB és az IMF, másfelől pedig a görög kormány együttműködése továbbra is kölcsönös bizalmon alapul. A három intézmény a legmesszebbmenőkig tiszteletben tartja a kormánynak a gazdaságpolitikai döntéshozatal minden területére kiterjedő előjogait és kezdeményezéseit. Szerepük arra irányul, hogy a döntéshozatal során választható megoldásokat mérlegelve a kormányzat számára tanácsot és támogatást nyújtsanak.

2011. február 19.

A G20 országok pénzügyminiszterei és központi banki elnökei párizsi találkozásukon kétlépcsős folyamatban állapodnak meg, továbbá kijelölik azoknak a mutatóknak a csoportját, amelyekkel a gazdaságpolitikai intézkedéseket a tartósan súlyos makrogazdasági problémákra tudják összpontosítani.

2011. március 3.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy dönt, hogy ameddig szükséges, az irányadó refinanszírozási műveleteket továbbra is teljes allokáció mellett, rögzített kamatú tender keretében végzik.

2011. március 11.

A GMU-tagállamok pénzügyminisztereiből álló eurócsoport elfogadta az euró plusz paktumot, amelyhez a nem GMU-tag Bulgária, Dánia, Lengyelország, Lettország, Litvánia és Románia is csatlakozott. Az aláíró országok kötelezettséget vállaltak arra, hogy szorosan együttműködnek egymással a versenyképesség fokozása, a foglalkoztatás növelése, az államháztartási rendszerek fenntarthatóságának javítása és a pénzügyi stabilitás további erősítése terén. A megállapodás szorosabbra fűzi a versenyképesség és a konvergencia gazdaságpolitikai koordinációját, kifejezve az európai kormányfők szilárd politikai elkötelezettségét.

2011. március 18.

Az Európai Bankhatóság (EBA) közlésezi a tervezett EU-szintű banki stressztesztek részleteit, ismertetve azokat a forgatókönyveket és módszertant, amelyeket az uniós bankok eszközállományának 60 százalékát birtokló európai bankok mintáján alkalmaztak.

Az Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT) alakuló ülésén megvizsgálja, hogy a bázeli megállapodások EU-jogba átültetése után – az Európai Bankhatósággal együttműködésben – milyen szerepet játszhat az anticiklikus tőkepuffer bevezetésében.

2011. március 25.

Az Európai Tanács 2011/199/EU határozata módosítja az EUMSZ 136. cikkét, ami az Európai Stabilitási Mechanizmus létrehozásával megalapozza a pénzügyi nehézségekkel küszködő GMU-tagállamok pénzügyi kisegítését.

2011. március 31.

Az EKB Kormányzótanácsa üdvözli, hogy az ír kormány felmérte az írországi bankok tőkeigényét, és elkötelezte magát ennek kielégítése mellett. A nyilatkozat szerint a bankoknak juttatandó 21 milliárd euró első szintű (Tier 1) törzstőke injekció és a 3 milliárd eurós feltételes tőkeelemek jelentősen megerősítik a bankokat, megszilárdítják tőkebázisukat.

2011. április 6.

A portugál kormány kéri a segélymechanizmus aktiválását.

2011. április 7.

Az EKB 2011. április 13-i hatállyal 25 bázisponttal 1,25 százalékra emelte irányadó kamatlábát.

2011. április 15.

Az EKB, a Bizottság és az IMF Írországgal foglalkozó első közös felülvizsgálati missziója arra a következtetésre jut, hogy az ország gazdasági programja terv szerint halad, bár még sok a megoldandó feladat. Hangsúlyozzák a program következetes megvalósításának fontosságát.

2011. május 2.

Vitor Constâncio, az EKB alelnöke az EKB és a Bizottság közös konferenciáján az integrált és stabil pénzügyi piacok fontosságáról szólva „fontos mérföldkönek” nevezi az Európai Rendszerkockázati Testület és az európai felügyeletek felállítását.

2011. május 5.

Az EKB Kormányzótanácsa üdvözli az EKB és az IMF közreműködése mellett az Európai Bizottsággal egyeztetett kiigazítási programot, amely véleménye szerint „tartalmazza a portugál gazdaság tartós megszilárdításához nélkülözhetetlen elemeket”.

2011. május 17.

Egyetértési megállapodást írnak alá Portugália segélykérelméről. Az Európai Unió Tanácsa jóváhagyta a Portugáliának nyújtott pénzügyi segélyt, amely 52 milliárd euró és a 78 milliárd eurós pénzügyi segélyprogram része. 26 milliárd euró folyósítására az EFSM és az EFSF keretében már került. Az IMF 26 milliárd eurót folyósít kiterjesztett hitelkerete terhére. Az EFSM-hitel futamideje 7,5 év, kamatozása 215 bázisponttal haladja meg az EU forrásköltségét. A kondíciók hasonlítanak az IMF feltételeire.

2011. június 3.

Az EKB, a Bizottság és az IMF negyedik közös felülvizsgálati missziója során megállapítja, hogy Görögország különösen a fiskális konszolidáció terén jelentős eredményeket ért el. Ugyanakkor hozzátesszik, hogy „a fiskális és átfogóbb strukturális reformokat ismételten lendületbe kell hozni ahhoz, hogy tovább csökkenjen a költségvetési hiány, és hogy a bevezetett reformok elérjék azt a kritikus tömeget, amely az üzleti klíma javításához és a fenntartható gazdasági növekedéshez szükséges.”

2011. június 9.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy határoz, hogy ameddig szükséges, de legalább 2011. október 11-ig az irányadó refinanszírozást továbbra is teljes allokáció mellett, rögzített kamatú tender keretében végzik.

2011. június 15.

Az EKB Pénzügyi stabilitási jelentésében az euróövezeti pénzügyi rendszer stabilitását veszélyeztető öt fő kockázatra hívják fel a figyelmet, továbbá átfogóan értékelik, milyen mértékben képes a pénzügyi rendszer a kedvezőtlen folyamatokat semlegesíteni.

2011. június 23.

Az euróövezeti és uniós pénzügyminiszterek megállapodnak abban, hogy megnövelik az Európai Pénzügyi Stabilitási Eszköz (EFSF) effektív kapacitását, kiterjesztik mandátumának kereteit, és véglegesítik az Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM) feltételeit.

2011. június 29.

Az EKB Kormányzótanácsa más központi bankokkal egyeztetve határozatot hoz a Fed-dal kötött likviditási swapmegállapodás 2012. augusztus 1-jéig való meghosszabbításáról.

2011. június 30.

Az Európai Bizottság előterjeszti a 2014 és 2020 közötti időszakra vonatkozó európai uniós költségvetés tervezetét. A közös költségvetést a gazdasági növekedés ösztönzésének a szolgálatába kívánják állítani.

A görög parlament a költségvetési kiadások csökkentését és szerkezeti reformokat előíró csomagot fogad el az államadósság csökkentése és a görög gazdaság versenyképességének erősítése érdekében. Az EU újból megerősíti támogatását és szolidaritását.

2011. július 7.

Az EKB 2011. július 3-i hatállyal irányadó kamatlábát 25 bázisponttal 1,5 százalékra emelte.

2011. július 11.

A Gazdasági és Monetáris Unió tagállamai aláírják az Európai Stabilitási Mechanizmust (ESM) létrehozó megállapodást, amely válsághelyzetben 500 milliárd eurós hitelkapacitással rendelkezik.

2011. július 14.

Az Európai Bizottság, az EKB és az IMF szakértői munkacsoportjai elvégzik az ír kormányzat gazdasági programjának negyedéves felülvizsgálatát. A programban a pénzügyi szektor gyengeségeire keresnek megoldást, és az ír gazdaságot a fenntartható növekedés, a kiegyensúlyozott államháztartás és a munkahelyteremtés pályájára kívánják állítani. A szakértők megállapítása szerint a program megvalósítása terv szerint halad, finanszírozása pedig megfelelő.

2011. július 15.

Az Európai Bankhatóság közzéteszi a 2011. évi banki stressztesztek eredményeit. 91-ből 83 bank átmegy a teszten.

2011. július 21.

Az euróövezeti vezetők brüsszeli tanácskozásán a résztvevők eltökéltek, hogy minden szükséges lépést megtesznek a pénzügyi stabilitás biztosítása valamint az euróövezeti konvergenciafolyamat, versenyképesség és gazdaságirányítás megerősítése érdekében.

Jean-Claude Trichet, az EKB elnöke örömmel fogadja, hogy az euróövezeti állam- és kormányfők megerősítik eltökéltségüket az övezet pénzügyi stabilitásának biztosítása mellett.

Az euróövezet vezetői újabb pénzügyi csomagot hagynak jóvá Görögországnak, 109 milliárd euró összegben.

2011. augusztus 4.

Az EKB Kormányzótanácsa – a néhány pénzügyi piacon kiújult feszültségekre reagálva – hathavi, tehát hosszabb lejáratú, kiegészítő refinanszírozási művelet végrehajtásáról dönt. Arról is határoznak, hogy amíg szükséges, de legalább a 2011. évi utolsó tartaléko-

lási időszak végéig, azaz 2012. január 17-ig folytatják a rögzített kamatú, teljes allokációs tender keretében nyújtott irányadó refinanszírozást.

2011. augusztus 7.

Az EKB Kormányzótanácsa üdvözli Spanyolország és Olaszország kormányainak bejelentéseit, amelyben elköteleződnek a fiskális és strukturális politikai reformok mellett. Hangsúlyozza továbbá az állam- és kormányfők korábbi, különösen a július 21-i csúcstalálkozójukon tett kötelezettségvállalásainak fontosságát. Az EKB emellett arra is felszólít, hogy amint működésbe helyezik, a stabilitási eszközt a másodlagos piacon is be kell vetni.

2011. augusztus 12.

Az Európai Bizottság, az EKB és az IMF szakértői munkacsoportjai lezárják a portugál kormányzat gazdasági programjának első rendszeres negyedéves felülvizsgálatát. A programcélok közé tartozik a versenyképesség helyreállítása, valamint hogy a portugál gazdaságot a fenntartható növekedés, a kiegyensúlyozott államháztartás és a munkahelyteremtés pályájára állítsák.

2011. augusztus 25.

Az EKB Kormányzótanácsa és a Bank of England határozatot hoz a likviditáscsere-megállapodás 2012. szeptember 28-ig való meghosszabbításáról.

2011. szeptember 2.

Noha a misszió jó úton halad, átmenetileg távozik Athénből, hogy időt adjon a hatóságoknak a 2012. évi költségvetés és növekedésserkentő strukturális reformokkal kapcsolatos szakmai munka elvégzéséhez.

2011. szeptember 15.

Az EKB Kormányzótanácsa – a Fed-del, a Bank of England-del, a japán jegybankkal és a Svájci Nemzeti Bankkal egyetértésben – háromhavi lejáratú három további, USD-dollárban denominált likviditásnyújtó művelet végrehajtásáról dönt. Ezekkel a 2010. május 10-én bejelentett, jelenleg is hetente alkalmazott hétnapos műveleteket egészítik ki.

2011. szeptember 28.

Az Európai Parlament (EP) Strasbourgban megszavazta azt a hat új uniós jogszabályt, amely a tagországok gazdaságpolitikájának szorosabb összehangolását – az úgynevezett uniós „gazdasági kormányzás” kialakítását –, a jövőbeni államadósság-válságok megelőzését, a pazarló gazdálkodás megfékezését célozza. A csomag biztosítja, hogy a tagállamok időben korrigálják gazdaságpolitikájukat, növeli az átláthatóságot és az elszámoltathatóságot, és pontosabb, megbízhatóbb statisztikák készítését is előírja.

2011. október 6.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy dönt, hogy két hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletet hajt végre: az egyiket 2011 októberében, megközelítőleg 12 hónapos futamidővel; a másikat 2011 decemberében, megközelítőleg 13 hónapos futamidővel. Arról is ha-

tároznak, hogy az irányadó refinanszírozást továbbra is teljes allokáció mellett, rögzített kamatú tender keretében hajtják végre.

Az EKB Kormányzótanácsa döntött második fedezettkötvény-vásárlási programjának indításáról. A program tervezett nagyságrendje 40 milliárd euró, közvetlen vásárlások formájában fog lebonyolódni az elsődleges és a másodlagos piacokon. A kötvényvásárlások 2011 novemberében kezdődnek és a tervek szerint 2012 októberéig tartanak.

2011. október 11.

Az Európai Bizottság, az EKB és az IMF szakértői munkacsoportjai lezárják az ötödik görögországi felülvizsgálatot, hogy figyelmüket a legújabb gazdasági fejleményeknek szenteljék. A misszió szakértői szintű megállapodásra jut a hatóságokkal azokban a gazdasági és pénzügy-politikai kérdésekben, amelyek a kormányzat gazdasági programjának helyreállításában fontos szerepet játszanak.

2011. október 13.

Az EFSF életbe lép, miután az euróövezeti országok ratifikálták. Effektív hitelezési kapacitása az érintett 17 ország garanciavállalása révén 440 milliárd eurót tesz ki.

2011. október 14.

A G20 pénzügyminiszterei és jegybankelnökei újfent megerősítik, hogy készen állnak minden szükséges lépésre, hogy megőrizték országaik bankrendszerének és pénzügyi piacainak stabilitását.

2011. október 20.

Az Európai Bizottság, az EKB és az IMF szakértői munkacsoportjai október 1. és 20. között Dublinban tartózkodnak, hogy elvégezzék a kormány gazdasági programjának rendszeres negyedéves felülvizsgálatát. A 2012. évi költségvetésbe bekerülő konkrét fiskális intézkedések kivételével lezárják a gazdaságpolitikai tanácskozásokat. Az Európai Bizottság, illetve az IMF missziója az Európai Tanács, illetve az IMF Végrehajtó Tanácsának engedélyét kéri a felülvizsgálat lezárásához.

2011. október 23.

Az Európai Tanács a gazdasági növekedés és a munkahelyteremtés ösztönzése érdekében fogad el intézkedéseket.

2011. október 26.

Az euroövezet vezetői újabb intézkedéscsomag bevezetésében állapodnak meg, ami tükrözi, hogy mindenre készek annak érdekében, hogy úrrá legyenek a jelenlegi nehézségeken, és megtegyék a Gazdasági és Monetáris Unió kiteljesítéséhez szükséges lépéseket.

2011. november 1.

Mario Draghi, az olasz jegybank korábbi elnöke az Európai Központi Bank elnöke.

2011. november 3.

Az Európai Központi Bank 2011. november 9-i hatállyal 25 bázisponttal 1,25 százalékra mérsékli irányadó kamatlábát.

Az EKB Kormányzótanácsa az új fedezett kötvény-vásárlási program megindításáról szóló, 2011. október 6-i döntése nyomán határoz a program technikai módozatairól.

2011. november 4.

A G20 csoport vezetői ismételten megerősítik együttműködési szándékukat. Meghozott döntéseik célja a gazdasági növekedés serkentése, a munkahelyteremtés és a pénzügyi stabilitás garantálása, a társadalmi kirekesztés visszaszorítása, valamint a globalizációnak az emberek szolgálatába állítása.

2011. november 8.

A Tanács az államadósság-piaci turbulenciára reagálva hat jogszabályjavaslatból álló csomagot fogad el, amellyel az EU gazdasági irányítási rendszerét kívánják megerősíteni.

2011. november 11.

Lukasz Papademosz vezetésével új koalíciós kormány lép hivatalba Görögországban.

2011. november 16.

Az Európai Bizottság, az EKB és az IMF szakértői munkacsoportjai november 7. és 16. között Lisszabonban tartózkodnak Portugália gazdasági programjának második negyedéves felülvizsgálata céljából. Szakértői szinten megállapodnak a programcélok megvalósításához szükséges gazdasági és pénzügy-politikai intézkedésekről. A programok megvalósítása elengedhetetlen ahhoz, hogy helyreálljon a külső versenyképesség, javuljon az államháztartás fenntarthatóságába vetett bizalom, fennmaradjon a pénzügyi stabilitás, és a fenntartható növekedés támogatására elegendő hitel álljon rendelkezésre.

Kormányváltás Olaszországban, az új miniszterelnök Mario Monti, aki mélyreható reformokat kíván végrehajtani.

2011. november 23.

Az Európai Bizottság közzéteszi négyes intézkedési csomagját, amelynek célja az EU és a GMU gazdasági kormányzásának mélyítése. Köztük van két rendelettervezet a gazdasági és költségvetési felügyelet erősítéséről a GMU-ban, valamint egy, a stabilitási kötvényeket bemutató zöld könyv. A negyedik dokumentum a következő évre vonatkozó konkrét célkitűzéseket tartalmazó 2012-es éves növekedési jelentés.

2011. december 8.

Az EKB Kormányzótanácsa 36 hónapos lejáratú két hosszabb lejáratú refinanszírozási művelet végrehajtásáról határoz. Ezen kívül a 2012. január 18-án induló tartalékolási periódustól kezdve a tartalékrátát 1 százalékra engedi le, átmenetileg felfüggeszti az egyes tartalékperiódusok utolsó napján alkalmazott finomhangoló műveleteket, és bővíti az elfogadott fedezetek elérhetőségét.

Az EKB 25 bázisponttal csökkentette irányadó kamatlábát.

2011. december 9.

Az euroövezet vezetői új fiskális egyezségről és megerősített gazdaságpolitikai koordinációról kötnek megállapodást. A fiskális egyezés előírja, hogy az állami költségvetésnek egyensúlyban vagy többletben kell lennie. A vezetők megegyeznek továbbá a

túlzottdeficit-eljárásra vonatkozó szabályok szigorításáról, az Európai Stabilitási Mechanizmus életbe lépésének 2012. júliusra való előrehozataláról, valamint megállapodnak, hogy 2012 márciusában újraértékelik, megfelelő-e az EFSF/ESM 500 milliárd eurós összeghatára.

2011. december 13.

Hatályba lépett a hatos jogszabálycsomag. Ugyanezen a napon hatályosult az 1175/2011/EU rendelet részeként az európai szemeszter.

2011. december 22.

Az EKB 489 milliárd eurót allokál 523 bank között az első hároméves LTRO programja keretében.

2012. január 19.

Az Európai Bizottság, az EKB és az IMF szakértői munkacsoportjai 2012. január 10. és 19. között Dublinban tartózkodtak, hogy elvégezzék a kormány gazdasági programjának rendszeres negyedéves felülvizsgálatát. Megállapításuk szerint a program jól halad, de még mindig vannak megoldandó feladatok, tehát elengedhetetlen a kitűzött gazdaságpolitika kitartó véghezvitele.

2012. január 30.

Az Európai Tanács informális ülésén a tagországok kormány és államfői az Egyesült Királyság és Csehország kivételével megállapodnak az ún. fiskális paktumról, amelynek célja a fiskális fegyelem erősítése automatikus szankciók, szigorúbb felügyelet és kiegyensúlyozott költségvetést megkövetelő szabály segítségével.

2012. február 2.

Aláírják az Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM) létrehozásáról szóló megállapodást. A luxembourgi székhelyű intézmény szükség esetén segít a GMU tagállamainak a pénzügyi stabilitás fenntartásában.

2012. február 9.

Az EKB Kormányzótanácsa meghatározott országokban alkalmazandó elfogadhatósági kritériumokat és kockázatellenőrzési intézkedéseket fogad el arra a hét nemzeti központi bankra vonatkozólag, amelyek a kérdésről javaslatot terjesztettek elő. Ennek értelmében átmenetileg lehetővé teszik, hogy az érintett központi bankok az eurórendszer hitelműveletei céljából további hitelköveteléseket is elfogadjanak fedezetül. Ezzel a döntéssel újabb rendkívüli monetáris politikai intézkedést tesznek lehetővé annak érdekében, hogy támogassák az euróövezeti pénzügyi szektor működését és rajta keresztül a reálgazdaság finanszírozását.

2012. február 21.

Az euróövezeti pénzügyminiszterek megállapodnak a második segélycsomag alapjairól, amelybe beletartozik az Európai Bizottság általi szigorúbb helyszíni ellenőrzés, letéti számla nyitása, a magánszektor adósságának átütemezése, valamint a görög hitelkonstrukció kamatának további, visszamenőleges csökkentése. Azoknak a tagállamoknak a kormányai, amelyeknek a központi bankjai jelenleg görög államkötvény-állománnyal

rendelkeznek, vállalják, hogy 2020-ig az adott portfólióból a nemzeti központi bank részére felhalmozódó jövőbeli jövedelemnek megfelelő összeget átadnak Görögország részére.

2012. február 28.

Az Európai Bizottság, az EKB és az IMF szakértői munkacsoportjai február 15. és 27. között Lisszabonban tartózkodnak Portugália gazdasági programjának harmadik negyedéves felülvizsgálatára. A misszió megállapítása szerint a gazdaságpolitika megvalósítása összességében terv szerint halad, folyamatban van a gazdasági kiigazítás, de még vannak megoldandó feladatok. A reformok határozott végrehajtása továbbra is nélkülözhetetlen a gazdaság talpra állásának és a fiskális fenntarthatóságnak a biztosításához.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy dönt, hogy átmeneti időre felfüggesztik a Görögország által kibocsátott vagy teljes mértékben garantált forgalomképes adósságinstrumentumok fedezetként való felhasználhatóságát az eurórendszer monetáris politikai műveletei során. Ezek az instrumentumok elvben a fedezetbővítő rendszer aktiválásával párhuzamosan válnak elfogadhatóvá.

A Kormányzótanács arról is dönt, hogy az érintett eurórendszerbeli üzletfelek likviditási igényeit az illetékes nemzeti központi bankok is kielégíthetik, összhangban az eurórendszer vonatkozó megállapodásaival.

2012. március 1.

Az EKB 538 milliárd eurót allokált 800 bank között második hároméves LTRO programja keretében.

Miután Görögország lépéseket tett a megszabott előzetes intézkedések végrehajtására, az eurócsoport felhatalmazza az EFSF-et, hogy bevezesse az eurórendszer fedezetbővítő eszközét.

Az Európai Tanács keretében a 2011. december 9-én született megállapodás szerint 25 európai vezető aláírja a „fiskális egyezség” néven is ismert szerződést a stabilitásról, koordinációról és kormányzásról. A szerződés a fiskális fegyelem megerősítését tűzi ki célul, és az „egyensúlyi költségvetés szabályának” megalkotásával szigorúbb felügyeleti rendszer bevezetését szorgalmazza az euróövezetben.

2012. március 8.

Az EKB Kormányzótanácsa tudomásul veszi a görögországi visszavásárlási program aktiválását, és úgy határoz, hogy a Görögország által kibocsátott vagy teljesen garantált forgalomképes adósságinstrumentumokat újabb értesítésig újra el lehet fogadni fedezetül az eurórendszer hitelműveleteiben anélkül, hogy minimális hitelminősítési küszöbértéket kellene alkalmazni.

2012. március 29.

Az Európai Parlament az OTC-derivatívák biztonságosabb és átláthatóbb kereskedelméről szóló jogszabályokat fogadott el. Ezt az tette szükségessé, hogy a származtatott termékek kereskedelme nagymértékben hozzájárult a globális pénzügyi és gazdasági válsághoz.

2012. április 22. és május 6.

Elnökválasztás Franciaországban, amelyen a Szocialista Párt jelöltjét, François Hollande-ot választották köztársasági elnökké, aki többek között a gazdasági növekedésre is nagy súlyt kívánt helyezni a szuverén adósságválság kezelésében.

2012. május 18–19.

A G8 csoport Camp David-i (USA) találkozásán a részt vevő állam- és kormányfők megállapodnak abban, hogy ösztönzik a gazdasági fellendülést és az üzleti bizalmat azáltal, hogy rendbe teszik államháztartásukat, és ezzel egyidejűleg a gazdasági növekedést ösztönző intézkedéseket fogadnak el.

2012. május 30.

Az európai szemeszter keretében a Bizottság ajánlásokat fogadott el mind a 27 EU-tagállam számára, amelyek iránymutatásul szolgálnak a 2012–2013. évi költségvetés és gazdaságpolitika kidolgozásához. Az országspecifikus ajánlások figyelembe veszik az egyes tagállamok gazdasági helyzetét, és tanácsokat adnak a gazdasági növekedés és a munkahelyteremtés előmozdítását illetően.

2012. június 4.

Az Európai Bizottság, az EKB és az IMF szakértői munkacsoportjai május 22. és június 4. között Lisszabonban tartózkodnak, hogy elvégezzék Portugália gazdasági programjának negyedik negyedéves felülvizsgálatát. A szakértők megállapítják, hogy a program továbbra is a terveknek megfelelően halad, ám sok a megoldandó nehéz feladat. Noha a portugál hatóságok a terveknek megfelelően hajtják végre a reformokat, a külső kiigazítás a vártnál gyorsabban zajlik, aminek következtében a munkanélküliség egyre aggasztóbb méreteket ölt. Továbbra sem könnyű feladat, hogy a fiskális konszolidációt össze kell hangolni a magánszektorbeli mérlegek tőkeáttételének csökkentésével, és eközben a külső költség-versenyképességet is helyre kell állítani.

2012. június 10. és 17.

Parlamentari választások Franciaországban, amelyen abszolút többséget szerzett a François Hollande által vezetett Szocialista Párt.

2012. június 27.

A spanyol kormány pénzügyi segítséget kér az euróövezet tagországaitól. Az eurócsoporthoz miniszterei egyetértéssel a Bizottság megállapításával, hogy a segítségnyújtás az övezet pénzügyi stabilitásának erősítése végett indokolt.

A ciprusi kormány pénzügyi segítségért fordul az euróövezeti tagországokhoz és az IMF-hez, hogy meg tudja oldani a belföldi bankszektortól nehézségeit és kezelni tudja a makrogazdasági problémákat. Az eurócsoporthoz miniszterei felkérlik a Bizottság képviselőit, hogy az EKB-val, az IMF-fel és az országos szervekkel együttműködésben létrehozzanak egy programot, és megtegyék a szükséges lépéseket a pénzügyi stabilitás megőrzése érdekében. Ennek során figyelembe veszik az állampapír-piaci problémák átgyűrűző hatását és a kedvezőtlen külső környezetet is.

2012. június 28–29.

Az euróövezeti vezetők az EKB vezetése alatt álló új bankfelügyelet létrehozásában állapodnak meg, amivel a pénzügyi piaci feszültségeket kívánják kezelni, valamint a ban-

kok és az egyes államok közötti ördögi kört igyekeznek megszakítani. Emellett abban is megállapodtak, hogy az Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM), szabályos döntést követően, az ESM források felhasználásával közvetlenül is finanszírozhatja a bankokat.

Az Európai Tanács elfogadja az integrált pénzügyi keret a pénzügyi stabilitás biztosítására elnevezésű javaslatot, amelyet **bankunió** néven is emlegetnek. Ez a pénzügyi integrálódás előmozdítása végett közös bankfelügyelet, betétbiztosítási és szanálási rendszer létrehozását irányozza elő.

Ugyanezen az ülésen fogadták el a Növekedési és Munkahely-teremtési Paktumot, amely nevéből adódóan a gazdasági növekedés és a foglalkoztatás ösztönzését célozza. A paktum 1200 milliárd euró beruházási forrást mozgósít.

2012. július 5.

Az EKB Kormányzótanácsa 25 bázisponttal hosszú távú összehasonlításban is igen alacsony szintre, 0,75 százalékra engedi le az irányadó kamatot. Emellett a betéti, illetve az aktív oldali rendelkezésre állás kamata is csökkent.

2012. július 12.

Az Európai Bizottság, az EKB és az IMF szakértői munkacsapatai július 3. és 12. között Dublinban tartózkodnak, hogy elvégezzék Írország gazdasági programjának hetedik negyedéves felülvizsgálatát. A jelentés megállapítása szerint a kedvezőtlen körülmények ellenére a program megvalósítása lendületes ütemben halad. A hivatalos szervek is eredményes munkát végeznek az ír pénzügyi szektor helyreállítását célzó reformok terén, ugyanakkor változatlanul szerények a 2012-re és 2013-ra vonatkozó növekedési kilátások. A tartósan nagy munkanélküliség miatt a munkahelyteremtés és a gazdasági növekedés serkentése továbbra is elsődrendű feladat.

2012. július 20.

Mivel 2012. július 25-én véget ér a Görög Köztársaság által kibocsátott vagy teljes mértékben garantált, forgalomképes, hitelviszonyt megtestesítő instrumentumok visszavásárlási programja, az EKB Kormányzótanácsa döntése értelmében ezek egyelőre nem használhatók fel biztosítéskül az eurórendszer monetáris politikai műveleteiben. Amint a második görögországi kiigazítási program eredményeinek felülvizsgálata lezárul, a tesztület újra megvizsgálja a görög biztosítékeszközök elfogadhatóságát.

Az euróövezet pénzügyminiszterei egyhangúan megállapodnak abban, hogy pénzügyi segítséget nyújtanak Spanyolországnak, amivel a spanyol pénzügyi intézmények újratőkésítését kívánják elősegíteni. A megállapodás értelmében a forrásokat a spanyol kormány megbízásából eljáró, szabályos banki szerkezetátalakítást szolgáló alap (FOBR) utalja át az érintett intézményeknek.

2012. szeptember 6.

Az augusztus 2-i bejelentés nyomán az EKB bejelenti az OMT (monetáris célú, végleges értékpapír-adásvételi művelet) program technikai részleteit. Az OMT keretében a bank egy és három év közötti lejáratú kötvényeket vásárol a másodlagos államkötvénypiacokon, mennyiségi korlát nélkül. OMT csak azon országok államkötvényeire irányulhat, amelyek vagy a teljes Európai Pénzügyi Stabilitási Eszköz program, vagy a tel-

jes Európai Pénzügyi Stabilitási Mechanizmus program résztvevői. A program célja a monetáris politika megfelelő transzmissziójának és egységességének védelmezése.

2012. szeptember 11.

Az Európai Bizottság, az EKB és az IMF szakértői munkacsoportjai augusztus 28. és szeptember 11. között Lisszabonban tartózkodnak, hogy elvégezzék Portugália gazdasági programjának ötödik, negyedéves felülvizsgálatát. Megállapításuk szerint a program összességében kielégítően halad. Megjegyzik továbbá, hogy a munkanélküliség növekedésének, a rendelkezésre álló jövedelem csökkenésének valamint az adóalap magasabb adókulcs alá tartozó tevékenységek felől való eltolódásának tükrében a gazdaságpolitikának meg kell találnia a kívánt fiskális kiigazítás és a gazdasági feszültségek indokolatlan kiéleződésének elkerülése között. A gazdaság fenntartható növekedési pályára állításához létfontosságú a gyors előrelépés a strukturális reformok terén.

Antonis Samaras görög miniszterelnök pénzügyminisztere, pénzügyminiszter-helyettese és további kormánytagok kíséretében érkezik az EKB-ba. A látogatás részeként az EKB igazgatósági tagjaival megvitatják a kölcsönös érdeklődésre számot tartó témákat, különösen a görög gazdaság helyzetét.

2012. szeptember 12.

Az Európai Bizottság közzéteszi az euróövezet minden bankjára vonatkozó, egységes felügyeleti mechanizmusra (EFM) irányuló javaslatát. Eszerint az EKB lenne felelős mindazoknak a konkrét felügyeleti feladatoknak az ellátásáért, amelyek az euróövezeti és az övezeten kívüli, de a mechanizmushoz tartozni kívánó bankok pénzügyi stabilitásához kapcsolódnak. Az Európai Bizottság azt javasolja, hogy az EFM 2013. január 1-jéig lépjen életbe.

2012. szeptember 28.

Az EKB üdvözli a spanyol kormány és a Banco de España független értékelésének közvételét, amely a spanyol bankszektor helyzetét tekinti át.

2012. október 8.

Hatályba lép az Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM). Központi eleme az ún. tűzfal, amely a pénzügyi stabilitás biztosítására hivatott az euróövezetben.

2012. október 25.

Az Európai Bizottság, az EKB és az IMF szakértői munkacsoportjai október 16. és 25. között Dublinban tartózkodnak, hogy elvégezzék Írország gazdasági programjának nyolcadik, negyedéves felülvizsgálatát. Megállapítják, hogy a kedvezőtlen körülmények ellenére a kormány továbbra is elkötelezett a gazdaságpolitika megvalósítása iránt. Megjegyzik, hogy a 2012-es költségvetési célok várhatóan teljesülnek, és a döntéshozók képesek a 2013-as hiányt a GDP 7,5 százaléká alatt tartani.

2013. november 19.

Az Európai Bizottság, az EKB és az IMF szakértői munkacsoportjai november 12. és 19. között Lisszabonban tartózkodnak, hogy elvégezzék Portugália gazdasági programjának hatodik, negyedéves felülvizsgálatát. Arra a következtetésre jutnak, hogy a program általában jól halad, de továbbra is szilárd elkötelezettségre és kitartásra van szükség. Megállapítják, hogy miközben a külső és fiskális kiigazítás, valamint a strukturális reformok jó ütemben haladnak, az emelkedő munkanélküliség, az alacsonyabb jövedelem és a bizonytalanság miatt gyengül a bizalom.

2012. december 13.

Mario Draghi EKB-elnök üdvözli az Ecofin Tanácsának egyhangú megállapodását az egységes felügyeleti mechanizmusról (SSM).

2012. december 19.

Az EKB bejelenti, hogy azok a Görög Köztársaság által kibocsátott vagy teljes mértékben garantált forgalomképes adósságinstrumentumok, amelyek egyéb elfogadhatósági kritériumoknak megfelelnek, újra elfogadhatók fedezetként.

2013. január 1.

Hatályba lépett a fiskális paktum, amelynek célja a költségvetési fegyelem erősítését szolgáló szabályrendszer elfogadásával a GMU gazdasági pillérének a megerősítése, beleértve a gazdaságpolitika koordinációjának és az euróövezet gazdasági kormányzásának a javítását.

2013. január 22.

Az Ecofin brüsszeli ülésén beleegyezett a pénzügyi tranzakciókat terhelő adó bevezetéséről szóló javaslat kidolgozásához az azt szorgalmazó 11 tagállam részére.

2013. február 4.

Az Európai Bizottság delegációja az Európai Központi Bankkal, az Európai Stabilitási Mechanizmussal és az Európai Bankhatósággal együttműködésben, január 28. és február 1. között elvégzi a spanyol pénzügyi szektor segítségnyújtási programjának második felülvizsgálatát. A szakértők megállapítják, hogy a program terv szerint halad.

2013. február 7.

Az Európai Bizottság, az EKB és az IMF szakértői munkacsoportjai január 29. és február 7. között Dublinban tartózkodnak Írország gazdasági programjának kilencedik, negyedéves felülvizsgálatára. Arra a következtetésre jutnak, hogy Írország a program végrehajtásában továbbra is jó eredményeket tud felmutatni. A misszióban részt vevő csoportok és a hatóságok folytatják a szakmai egyeztetést arról, hogy miként lehetne a jól teljesítő kiigazítási programot még fenntarthatóbbá tenni, továbbá megkezdik a tárgyalásokat arról, hogyan lehetne a legjobban felkészülni a finanszírozási program sikeres és tartós lezárására, illetve támogatni az erre irányuló erőfeszítéseket.

2013. március 15.

Az Európai Bizottság, az EKB és az IMF szakértői munkacsoportjai február 25. és március 14. között Lisszabonban tartózkodtak Portugália gazdasági programjának hetedik, negyedéves felülvizsgálatára. Megállapították, hogy a program összességében kielégítően halad, de vannak még feladatok, a hatóságoknak pedig ki kell tartaniuk a program szigorú végrehajtása mellett

2013. március 21.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy dönt, hogy Ciprus meglévő sürgősségi likviditási segítségnyújtási programját (ELA) 2013. március 25. hétfőig tartja fenn. Kijelenti, hogy ezt követően az ELA-nak előfeltétele lesz az érintett bankok fizetőképes működését szavatoló EU-IMF program.

2013. március 25.

Az euróövezeti országok valamint az Európai Bizottság, az EKB és az IMF megállapodnak a Cipruson kialakult rendkívüli helyzet kezeléséről és a pénzügyi szektor életképességének helyreállításáról. A program keretében a pénzügyi szektor struktúráját úgy kell átalakítani, hogy a belföldi bankszektor mérete 2018-ig az EU átlagára zsugorodjon.

2013. április 18.

Az Európai Bizottság, az EKB és az IMF szakértői munkacsoportjai április 15. és 18. között Lisszabonban tartózkodtak. A misszió egyeztetett a kormánnyal, hogy a közelmúltbeli alkotmánybírói döntés fényében milyen gazdaságpolitikai kompenzációs intézkedésekkel tartható a megállapodás szerinti fiskális hiánycél, továbbá áttekintette a portugál állami kiadások felülvizsgálatában tett lépéseket.

2013. május 2.

Az EKB az irányadó refinanszírozási műveletek kamatlábát 25 bázisponttal, az aktív oldali rendelkezésre állás kamatát pedig 50 bázisponttal csökkentette.

Az EKB bejelentette, hogy azok a Ciprusi Köztársaság által kibocsátott vagy teljes mértékben garantált forgalomképes adósságinstrumentumok, amelyek egyéb elfogadhatósági kritériumoknak megfelelnek, újra elfogadhatók fedezetként az eurórendszer hitelműveleteiben.

2013. május 9.

Az Európai Bizottság, az EKB és az IMF szakértői munkacsoportjai április 23. és május 2. között Dublinban tartózkodtak Írország gazdasági programjának tizedik felülvizsgálatára. Megállapították, hogy a program terv szerint halad. A hatóságok jelentős előrelépést értek el a pénzügyi szektor rendbetétele és az államháztartás fenntartható pályára állítása terén. A munkacsoportok tárgyalásokat kezdenek a program lezárásának előkészítéséről.

2013. május 31.

Az EKB Kormányzótanácsa üdvözlí az EURIBOR-EBF döntését az EONIA- és EURIBOR-panelek különválasztásáról, továbbá arra ösztönzi a bankokat, hogy vegyenek részt a referencia-kamatláb meghatározó panelekben.

2013. június 3.

Az Európai Bizottság delegációja az Európai Központi Bankkal, az Európai Stabilitási Mechanizmussal és az Európai Bankhatósággal együttműködésben május 21. és 31. között elvégezte a spanyol pénzügyi szektor segítségnyújtási programjának harmadik felülvizsgálatát. Az IMF független megfigyelőként vett részt a felülvizsgálaton. Megállapították, hogy a program terv szerint halad.

2013. július 3.

Nikosz Anasztaziádész, a Ciprusi Köztársaság elnöke az EKB-ba látogat, ahol találkozik a bank igazgatósági tagjaival. A megbeszélés témája a Cipruson zajló makrogazdasági kiigazítási program végrehajtása.

2013. július 4.

Az EKB Kormányzótanácsa kijelentette: arra számít, hogy az EKB irányadó kamatai hosszabb ideig jelenlegi szintjükön maradnak, illetve ennél alacsonyabb szintre kerülnek. E várakozás hátterében a középtávra is átnyúló visszafogott inflációs kilátások, az általánosan gyenge reálgazdasági teljesítmény valamint a visszafogott pénzmennyiség-növekedési dinamika áll.

2013. július 5.

Az EKB Kormányzótanácsa konstatálja a Ciprusi Köztársaság hitelminősítésében beállt pozitív változásokat, és úgy dönt, hogy visszahelyezi a ciprusi állam által kibocsátott, illetve teljes mértékben garantált, forgalomképes adósságinstrumentumokat az eurórendszer hitelműveleteiben elfogadható fedezeti eszközök körébe.

2013. július 18.

Az EKB Kormányzótanácsa a monetáris politikai műveletekhez nyújtott fedezetre vonatkozóan átdolgozott alkalmassági szabályokat és haircut-szinteket fogadott el.

Az Európai Bizottság, az EKB és az IMF szakértői munkacsoportjai július 9. és 18. között Dublinban tartózkodtak Írország gazdasági programjának tizenegyedik felülvizsgálata céljából. Megállapítják, hogy a program terv szerint halad.

2013. augusztus 1.

A Kormányzótanács üdvözli a ciprusi hatóságoknak a Bank of Cyprus szanálásának lezárásáról szóló bejelentését.

2013. augusztus 1.

Az EKB üdvözli, hogy az Európai Parlament megszavazta a bankunió megalapításának jogi kereteit megteremtő jogszabályt.

2013. szeptember 12.

Az európai parlamenti képviselők zöld utat adtak az egységes felügyeleti mechanizmusnak, amely 2014 szeptemberétől az EKB közvetlen felügyeleti hatáskörébe vonja az EU mintegy 150 legnagyobb bankját.

2013. szeptember 12.

Az Európai Bizottság, az Európai Központi Bank, az Európai Stabilitási Mechanizmus és az Európai Bankhatóság közös delegációja szeptember 16. és 27. között elvégzi a spanyol pénzügyi szektor megsegítésére indított program negyedik felülvizsgálatát. Az IMF független megfigyelőként szintén részt vesz a felülvizsgálaton. A szakértők megállapítják, hogy a program továbbra is a tervek szerint halad.

2013. október 3.

Az Európai Bizottság, az EKB és az IMF szakértői csoportjai szeptember 16. és október 3. között Lisszabonba látogatnak, hogy elvégezzék a portugál gazdasági kiigazítási program összevont, nyolcadik és kilencedik felülvizsgálatát. Megállapítják, hogy a program nagyjából a tervek szerint halad, a hatóságok pedig elkötelezettek a kitűzött célok elérése iránt.

2013. november 7.

Az EKB Kormányzótanácsa az irányadó műveletek kamatát 25 bázisponttal 0,25 százalékra, az aktív oldali rendelkezésre állás kamatát pedig szintén 25 bázisponttal 0,75 százalékra csökkenti. A betéti rendelkezésre állás kamata marad. A testület további döntése értelmében ameddig szükséges, de legalább 2015. július 7-ig továbbra is teljes allokációval, rögzített kamatú tendereljárás keretében bonyolítja le az irányadó refinanszírozási műveleteket.

11. Glosszárium

Adósság-átstrukturálás: A hitelezési feltételek olyan módon történő megváltoztatása, hogy az adós jövőbeli fizetési kötelezettségeinek jelenértéke is csökken.

Adósság-átütemezés: A rövid és a középlejáratú adósságok hosszú lejáratúvá konvertálása.

Adósságcsapda: Az adós adósságának törlesztéséhez újabb hitelt vesz fel. Az adósság nagyságrendjéből és/vagy a külső feltételek megváltozásából (például a kamatlábak emelkedése) adódóan megnőnek a kamatterhek, emiatt a kamatokat is újabb hitelből kénytelen finanszírozni. Ezáltal önmagát erősítő adósságspirál indul be. Háztartások és államok egyaránt kerülhetnek adósságcsapdába. Ez utóbbiak esetében az adósságcsapda az államháztartásra és a folyó fizetési mérlegre egyaránt kiterjedhet.

Adósságfék: Az államadósság növekedését akadályozó eszköz. Az ezt alkalmazó országok az alkotmányban vagy más jogszabályban rögzítik, hogy az államháztartás hiánya, illetve az államadósság nem haladhatja meg a GDP meghatározott százalékát.

Adósságrendezés: Az adósság olyan átalakítása, hogy megváltoztatják a hitelezési feltételeket (futamidő, kamatláb), de nem változik a fizetési kötelezettség jelenértéke.

Adósságválság: Ha az adós fizetéseképtelenné válik, vagy a hitelező azt feltételezi, hogy ennek jelentős kockázata van, és ezért megtagadja újabb hitelek folyósítását, illetve megpróbálja visszaszedni a már folyósított hiteleket. A válság érintheti a kereskedelmi és/vagy a szuverén adósságot.

Ajánlás: Jogilag nem kötelező származékos európai uniós jogszabály, amelynek irányadó szerepe van a gazdasági szereplők számára. Cselekvési és magatartási elvárásokat tartalmaz a címzettekkel szemben. Az európai uniós szerződés előtérbe állította az ajánlások és vélemények alkalmazását. A Bizottságot általános hatáskörrel ruházta fel ajánlások és vélemények kibocsátására.

Államadósság: Egy adott országban a helyi önkormányzatok valamint a szövetségi és a központi kormány adósságainak a konszolidált összege. Beleértendő az állami kezesség- és garanciavállalás miatt keletkezett hiteltartozás, az elkülönült pénzalapok és az állami beruházásokat kezelő intézmények hitelei valamint az állami vállalatoktól átvállalt hiteltartozás is.

Államadósság-ráta: A folyó piaci áron vett bruttó hazai termék (GDP) arányában kifejezett államadósság. Az államadósság a teljes bruttó adósságállománynak (készpénz és betétek, hitelek és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok) az államháztartás különböző szegmensei közötti és azokon belüli konszolidált értékeként kerül meghatározásra, az év végi állapotnak megfelelő nominális értéken.

Államadósság-válság: lásd szuverén adósságválság.

Államcsőd: Az állam nem képes eleget tenni fizetési kötelezettségeinek. Ezek lehetnek külső (nem rezidensekkel szembeni) és belső (hazai gazdasági szereplőkkel szembeni) fizetési kötelezettségek. Korlátozott értelmezése az, amikor adott állam nem képes külső és belső forrásokat bevonni az államháztartási deficit és az államadósság finanszírozásá-

ra. Gyengébb, megengedőbb változata az is, ha az infláció nagymértékben felgyorsul, ennek nyomán a hivatalos fizetőeszközt újra denominálják, korlátozzák a tőkeáramlásokat, speciális, a magánszférával kötött szerződéseket megszegő adókat vezetnek be.

Államháztartás: Az állam közfeladatainak ellátását szolgáló gazdálkodási rendszer. Az állam és a helyi önkormányzatok feladat- és hatásköreinek ellátását szolgáló pénzeszközöket (közpénzek) és vagyontárgyakat (közvagyon), az ezekkel való gazdálkodást, továbbá mindezek jogi szabályozását foglalja magában. Magyarországon a központi költségvetésből (ez tartalmazza a társadalombiztosítást és az elkülönített alapokat) és az önkormányzatok költségvetéséből áll.

Államháztartási reform: Nevezik szerkezeti reformnak is. Az állam nagy elosztó rendszereinek átalakítása a hatékonyabb és jobb minőségű szolgáltatások biztosítása céljából. Az államháztartási reform különösen a nyugdíjrendszerre és az egészségügyi ellátó rendszerre vonatkozik, de ide sorolják a közigazgatás és az oktatási rendszer átalakítását is. Bokros Lajos megkülönböztet parametrikus és paradigmikus reformokat. A **parametrikus reformok** a rendszer egyes jellemzőinek átalakítását célozzák, más szavakkal a szabály és mérték (mennyiségi és arányossági) kiigazítása. A **paradigmatikus reformok** a meglévő rendszer logikája egyes elemeinek, a struktúra jellegének a lényegi, minőségi felülvizsgálatát jelentik.

Állampapír-piaci program (Securities Markets Program – SMP): Az Európai Központi Bank, illetve az eurórendszer által végrehajtott intervenciók a GMU-ban, a köz- és a magánszféra értékpapírformát öltő adósságpiacon avégett, hogy biztosítsa a diszfunkcionális piaci szegmentumokban a piaci mélységet és likviditást. A cél a megfelelő monetáris politikai transzmissziós mechanizmus helyreállítása, ezáltal a középtávú árstabilitás elérését célzó monetáris politika hatékonyságának javítása. Az így teremtett többletlikviditás lekötése végett ezeknek az intervencióknak a hatását specifikus műveletekkel sterilizálják, ezáltal azt érik el, hogy a monetáris politika jellege, arculata változatlan marad.

Angyali kör (virtuous circle): Gazdasági fogalom. Események olyan komplex láncolatára utal, amelynek elemei egymást erősítik. Az eredmény kedvező. Rövid távon nem vezet egyensúlyhoz. Ellentettje az ördögi kör, lásd ott.

Anticiklikus fiskális politika: Olyan fiskális politika, amely költségvetési többletet halmoz fel a gazdasági konjunktúraciklus felfelé ívelő szakaszában, és amely ennek nyomán képes a gazdaságot élénkíteni recesszióban.

Aranystandard: Olyan monetáris rendszer, amelyben egy ország pénzének értéke a törvény által megszabott módon az arany egy rögzített mennyiségével egyenlő és a belső valuta meghatározott mértékben aranyra váltható bankjegyek formáját ölti. Az aranypénzrendszer hatásaként az ország valutaárfolyama a többi aranypénzhez képest szűk határok között állandósul.

Aranyszabály: Az államháztartásra vonatkozó szabály, amely szerint a folyó kiadásokat csak folyó bevételekből szabad fedezni, hitelből csak a közberuházásokat szabad finanszírozni.

Árfolyamválság: lásd valutaválság.

Árstabilitás: Akkor áll fenn, amikor a gazdaság szereplőinek mindennapi döntéseik meghozatalakor nem kell számolniuk az árszínvonal általános változásával. Hosszú távú kategória, a rövid távú ciklikus ingadozásokat és a kínálati sokkok hatásait figyelmen kívül hagyják.

Aszimmetrikus belső sokk: A Gazdasági és Monetáris Unióba való belépés által kiváltott sokk. Ilyen például az EKB kamatpolitikája által kiváltott, a termelékenységjavulástól elszakadó, a többi tagállam inflációs rátáját és egységnyi munkaerőköltség-növekedését meghaladó ár- és béremelkedés a GMU felzárkózó tagállamaiban, amely rontja a versenyképességet.

Aszimmetrikus külső sokk: A Gazdasági és Monetáris Uniót alkotó országok nagyságrendileg eltérő megrázkódtatásokat szenvednek el ugyanazon külső tényező hatására. Ennek az az oka, hogy számottevően különbözik az általuk termelt, exportált és importált áruk összetétele, illetve az importált energiahordozóktól és az exportpiacoktól való függőségük mértéke.

Automatikus fiskális stabilizátorok: Olyan fiskális eszközök, amelyek egyedi intézkedések nélkül fejtik ki hatásaikat. Például az adóbevételek csökkenése és a munkanélküliségi ellátások emelkedése nyomán nő a költségvetési hiány, mindez viszont csillapíthatja a recessziót.

Bail-in: A bankok részvényeseinek, kötvényeseinek és betéteseinek bevonása az adósságrendezésbe vagy szanálásba.

Bankpánik: Az a jelenség, amikor attól tartva, hogy a bank képtelen visszafizetni a korábban elhelyezett betétjüket, a betétesek jelentős része megpróbál minél hamarabb pénzéhez jutni. Mivel a bank eszközeinek kis részét tartja likvid eszközökben, ezért bankpánik során a bank könnyen illikviddé és ezt követően a gyors eszközeladás által okozott veszteségek miatt akár fizetéképtelenné válhat.

Bankunió: Az európai uniós terminológiában a 2012 júniusában az Európai Tanács által javasolt európai uniós szintű integrált bankfelügyelet, betétbiztosítási rendszer és bank-szanálási alap összefoglaló elnevezése.

Bankválság: Akkor áll elő, ha a működési kockázat, illetve csődhelyzet bekövetkezése miatt a bankok felfüggesztik hazai kötelezettségeik teljesítését, vagy arra veszik rá a kormányt, hogy ennek elkerülése érdekében nagymértékű és kiterjedt segítséget nyújtson a számukra.

Bázispont: A pénzügyekben használt aritmetikai egység, a százalékpont 1/100-ad része. A bázispont leggyakoribb célja a százalékban kifejezett adatok különbségének megadása.

Belső homogenitás: Erős térségi társadalmi, gazdasági fejlettségi, szerkezeti azonosság, egyveretűség. Nincsenek nagy különbségek a térségen belül.

Belső leértékelés: Rögzített árfolyamrendszerekben, beleértve a GMU-t, a nemzetközi versenyképesség javítása kompetitív, a versenytársakhoz képest történő bércsökkenés, a nyugdíjak és az állam által nyújtott szolgáltatások lefaragása és a fiskális verseny (adócsökkentés, államháztartási deficit csökkentése) révén.

Belső reálárfolyam: Rögzített árfolyamrendszerekben, beleértve a GMU-t, az iparcikkek és szolgáltatások versenytársakhoz viszonyított relatív árának hányadosa.

Bizalmi válság: A pénzügyi válság azon formája, amikor a bizalom megrendülése miatt a bankok hitelezési hajlandósága mecsappan, ezáltal a bankközi pénzpiacon a likviditás szűkül, esetenként átmenetileg „kiszárad”, illetve a forrásköltségek növekednek, mert a költsönös bizalmatlanság miatt a bankok nem hajlandóak egymásnak hitelezni, ha igen, akkor rövid határidőre és magas kamatláb mellett.

Bizonytalanság: Nem számszerűsíthető kockázat (lásd ott), amely se valószínűségi, se más törvényszerűségeknek nincs alávetve, ezért nem is jelezhető előre.

Bruttó nemzeti jövedelem (gross national income – GNI): Nem más, mint a GDP, amihez hozzáadják a rezidensek külföldön szerzett munka- és tőkejövedelmét és levonják a nem rezidensek adott országban szerzett munka- és tőkejövedelmét. Az EU a 2000-es évek elején áttért e mutató számítására és egyre több, korábban GDP alapon kalkulált küszöbszám alapja a GNI lett.

Carry trade: Egy alacsonyabb kamatozású devizában történő hitelfelvétel és egy magasabb hozamú devizában való kihelyezés összekapcsolása.

Ciklikus államháztartási egyenleg: A gazdasági ciklus alakulására visszavezethető államháztartási kiadások és bevételek egyenlege. A gyakorlatban a tényleges és a strukturális egyenleg (lásd ott) különbsége.

Collective Action Clause (CAC): Lásd kollektív fellépési záradék.

Defláció: Az áruk és szolgáltatások általános árszínvonalának folyamatos esése. A defláció ellentéte az infláció, illetve ha az a gazdasági növekedés lelassulásával is jár, a stagfláció. Az inflációs ráta csökkenése nem defláció, hanem dezinfláció.

Depresszió: Elhúzódó recesszió (lásd ott). Egy gazdasági ciklus mélypontja, ahol minden gazdasági tevékenység színvonala alacsony: a vásárlóerő csekély, a munkanélküliség tömeges és az áruk és szolgáltatások kínálata tartósan meghaladja a keresletet.

Ecofin (Economic and Financial Affairs Council): A tagállamok gazdasági és pénzügyminisztereiből álló tanács, amelynek feladata az alapszerződés tőkemozgásokra és a fizetésekre valamint a gazdaság- és monetáris politikára vonatkozó rendelkezéseinek alkalmazása. A tagállamok gazdaságpolitikái koordinációjának és döntéshozatali folyamatának központja.

Egységes piac: A regionális gazdasági társulások azon formája, a közös piacnak olyan továbbfejlesztett változata, amelyben a részt vevő országok közötti kapcsolatokban megvalósul a négy szabadság (az áruk, a szolgáltatások, a munkaerő és a tőke akadálytalan mozgása), emellett a nem vám jellegű és/vagy ún. láthatatlan akadályokat (fizikai, fiskális és technikai) is lebontják.

Elsődleges egyenleg: A kamatbevételek és -kiadások egyenlege nélkül számított költségvetési egyenleg. Ha van privatizációból vagy állami vagyontárgy más formában történő értékesítéséből származó bevétel, az sem szerepel az elsődleges egyenlegben. A kamatfizetéseket a múltbeli eladósodottság és a mindenkori piaci kamatlábak alakítják. Ezekre a jelenben nincs hatása a gazdaságpolitikának. Ezért az elsődleges egyenleg reá-

lisabb képet ad a fiskális politika irányultságáról és jellegéről, mint a teljes költségvetési egyenleg.

Elsődleges forgalmazók: Azok a pénzügyi közvetítők, akik közvetlen kapcsolatban állnak az állampapírok kibocsátójával.

Elsődleges jogforrások: A tagállamok szuverén elhatározáson alapuló megállapodásai. Minden olyan, az Európai Unió számára irányadó jogszabály, amelyet kormányközi egyeztetéssel dolgoztak ki, és amelyet a nemzeti törvényhozások a maguk alkotmányos eljárásaival ratifikáltak. A legfontosabbak az alapszerződések (Római Szerződés(ek), Egységes Európai Okmány, Maastrichti Szerződés, Amszterdami Szerződés, Nizzai Szerződés, Lisszaboni Szerződés) és a csatlakozási szerződések.

Elsődleges piac: Az a piac, ahol a pénzügyi eszközök kibocsátása, első értékesítése történik. Új értékpapírok kerülnek forgalomba. Állampapírok esetében a kibocsátó és az elsődleges forgalmazók közötti üzletkötések összessége. Az állampapírok aukció útján történő értékesítése jellemzi.

Elsődleges strukturális egyenleg: Ez azt mutatja, hogy az államháztartásnak milyen egyenlege lenne abban az esetben, ha az adóalapok középtávú szintjüknek felelnének meg. Ebből a szempontból tehát meghatározó, hogy középtávon milyen gazdasági teljesítménnyel lehet számolni, más szóval, mekkora a potenciális GDP.

Eltéréssel rendelkező országok: Az európai uniós jogszabályokban azok az EU-tagállamok, amelyek még nem vezették be az eurót.

Erkölcsei kockázat (moral hazard): A gazdasági szereplők abban a reményben vállalnak túlzott kockázatot, hogy válsághelyzetben az állam kimentí őket. Akkor jelentkezik, ha a gazdaság egyes szereplői tevékenységük nyereségét teljes mértékben megtarthatják, ugyanakkor a potenciális veszteséget vagy annak egy részét átháríthatják másokra. A bankok például arra számítanak, hogy az államtól vagy a jegybanktól esetleges válsághelyzetben segítséget kapnak, ezért a nagy nyereség reményében az indokoltnál magasabb kockázat mellett hiteleznek.

ERM (Exchange Rate Mechanism – árfolyam-mechanizmus): Az európai monetáris rendszer elnevezésű árfolyam-kooperációs rendszer része, amelynek segítségével a tagállamok bilaterális árfolyam-ingadozásait $\pm 2,25$ százalékos sávban tartották a jegybanki paritás körül.

ERM-II (Exchange Rate Mechanism II – Árfolyam-mechanizmus – II): Az európai monetáris rendszer korábbi árfolyam-mechanizmusának utóda. Célja az, hogy 1999. január 1-jétől a Gazdasági és Monetáris Unióban részt nem vevő EU-tagországok valutáit az euróhoz kösse. A központi paritás körül ± 15 százalékos intervenció sáv van. A dán koronára szigorúbb, $\pm 2,25$ százalékos intervenció sáv vonatkozik.

Értékpapírosítás: Az adósságeszközöket (jelzálog-, gépjárműhitelek, hitelkártya-adósság stb.) egy jogi személyiséggel rendelkező elkülönült egységbe viszik át, amely ezekre alapozva egy új pénzügyi instrumentumot, értékpapírt bocsát ki a befektetőknek való értékesítés céljából.

Euró plusz paktum: Politikai kötelezettségvállalás, amelynek célja a Stabilitási és Növekedési Paktum és az Európa 2020 stratégia kiegészítése. A paktumot aláíró országok kötelezettséget vállaltak arra, hogy szorosan együttműködnek egymással a versenyképesség fokozása, a foglalkoztatás növelése, az államháztartási rendszerek fenntarthatóságának javítása és a pénzügyi stabilitás további erősítése terén, azaz integrálják gazdaságpolitikájukat.

Euró: A Gazdasági és Monetáris Uniót alkotó országok közös pénze, amelyet számlapénz formájában 1999. január 1-jén, bankjegy és érme formában 2002. március 1-jén vezettek be.

Eurócsoport: A GMU-tagállamok gazdasági és pénzügyminisztereiből álló informális grémium, amely a monetáris unió érdekeit képviseli. Ülésein azokat a kérdéseket vitatják meg, amelyek közös felelősségükhöz kapcsolódnak a közös valuta tekintetében.

Európa 2020 stratégia: Az EU 2020-ig előirányzott intelligens, fenntartható és inkluzív (befogadó) növekedési stratégiája. Célja az Európai Unióban és a tagállamokban a foglalkoztatottság és a termelékenység javításához és a társadalmi kohézió erősítéséhez történő hozzájárulás.

Európai Bankfelügyeleti Hatóság (European Banking Authority – EBA): Az Európai Parlament és a Tanács 1093/2011/EU rendelete hozta létre a Pénzügyi Felügyeletek Európai Rendszerén (ESFS) belül. Feladata az európai bankcsoportok és nemzetközi hitelintézetek határon átnyúló tevékenységének nyomon követése, a figyelem felhívása a kialakuló kockázatokra, a nemzeti felügyeletek közötti információcsere és együttműködés előmozdítása, az európai felügyeleti gyakorlatok egymáshoz közelítése, a felügyelés európai egységének és szükség esetén koordinált fellépésének biztosítása a banki válsághelyzetek kialakulásának megakadályozása érdekében. Székhelye Londonban van.

Európai Biztosítási és Foglalkoztatói Nyugdíj-felügyeleti Hatóság (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA): Az Európai Parlament és a Tanács 1094/2010/EU rendelete alapította a Pénzügyi Felügyeletek Európai Rendszerén (ESFS) belül. Feladata a biztosítással, a viszontbiztosítással és a foglalkoztatói nyugdíj-tevékenységekkel kapcsolatos kockázatvállalás megfelelő szabályozása és felügyelete valamint a biztosítottak védelmének elősegítése. Székhelye Frankfurtban van.

Európai Értékpapír- és Piac-felügyeleti Hatóság (European Securities and Markets Authority – ESMA): Az Európai Parlament és a Tanács 1095/2010/EU rendelete hozta létre a Pénzügyi Felügyeletek Európai Rendszerén (ESFS) belül. Célja a közérdek védelme, mégpedig az Unió gazdasága és polgárai érdekében. E célokat a standardok és gyakorlatok ajánlásként vagy iránymutatásként való kialakítása révén éri el, emellett megfigyeli és értékeli a piaci fejleményeket, és befektető védelmet is folytat. Székhelye Párizsban van.

Európai Központi Bank (EKB): A Gazdasági és Monetáris Uniót alkotó országok közös jegybankja, amely felel a monetáris politikáért. A Központi Bankok Európai Rendszere és az eurórendszer része. Az eurót használó EU-tagállamok központi bankjaival együtt az EKB meghatározza és végrehajtja az euróövezetre vonatkozó monetáris politikát. A Lisszaboni Szerződés európai uniós intézmény rangjára emelte.

Európai Monetáris Rendszer (European Monetary System – EMS): 1979-ben létrehozott együttműködési rendszer a valutaárfolyamok stabilitásának biztosítására. Pilléreit a tagállamok valutáiból kialakított kosárvaluta, az ECU, az árfolyam-mechanizmus (Exchange Rate Mechanism – ERM) valamint a rövid lejáratú támogató mechanizmusok alkották. Ez utóbbiak közül az Európai Monetáris Együttműködési Alap volt a legfontosabb.

Európai Pénzügyi Stabilitási Eszköz (European Financial Stability Facility – EFSF): Az Ecofin 2010. május 9-i döntése alapján jött létre. Ideiglenes uniós pénzügyi mentőcsomag, amely hiteleket és hitelgaranciát nyújt a bajba jutott GMU-tagállamoknak. Az EFSF-et korlátozott felelősségű társaságként jegyezték be 2010. június 7-én Luxemburg központtal. Kormányközi együttműködésen alapul. A pénzügyi segítségnyújtást az EU és az IMF közös programjai keretében szigorú feltételekhez kötik. Az EFSF kölcsöneit adósságpapírok kibocsátásából nyújtja. A GMU-tagállamok 440 milliárd eurós garanciája van mögötte.

Európai Pénzügyi Stabilitási Mechanizmus (European Financial Stability Mechanism – EFSM): A Tanács 407/2010/EU rendelete hozta létre az EUMSZ 122. cikke (2) bekezdése alapján a pénzügyi nehézségekkel küszködő EU-tagállamok kiegészítésére, 60 milliárd euró összegű finanszírozási kerettel. Azon EU-tagállamok vehetik igénybe, amelyeket tőlük független, kivételes körülmények sújtanak vagy fenyegetnek. Forrásai az Európai Bizottság által a pénz- és tőkepiacokon és hitelintézetektől felvett kölcsönökből származik. A 60 milliárd euróból Írország 22,5 milliárd eurót, Portugália 26 milliárd eurót kapott. Időbeli hatálya 2013. június 30-ig terjed. Az EFSF forrásai közös EU/IMF programokban megszabott szigorú feltételek mellett folyósíthatók.

Európai Rendszerkockázati Testület (European Systemic Risk Board – ESRB): Az Európai Parlament és a Tanács 1092/2010 rendelete hívta életre az európai uniós pénzügyi rendszer makroszintű felügyeletére. A testület figyelemmel kíséri és értékeli a makrogazdaság és a pénzügyi rendszer egészének alakulásából eredő pénzügyi stabilitási kockázatokat, korai figyelmeztetéseket ad ki az esetleg kialakuló rendszerszintű kockázatokról, adott esetben pedig ajánlásokat tesz e kockázatok kezelésére.

Európai Stabilitási Mechanizmus (European Stability Mechanism – ESM): A GMU-tagállamok közötti nemzetközi szerződés hozta létre 2012. február elején, amely sikeres ratifikáció után 2012. október 8-án lépett hatályba 500 milliárd euró effektív hitelezési kapacitással. Az EFSF és az EFSM helyébe lép.

Európai szemeszter: Gazdaságirányítási keretrendszer, amelyben az EU és a GMU tagállamai előzetesen (ex ante) koordinálják költségvetési és gazdaságpolitikáikat a Stabilitási és Növekedési Paktum és az Európa 2020 stratégia rendelkezéseivel összhangban.

Eurórendszer: A GMU központibank-rendszere. Az Európai Központi Bankból és a GMU 17 tagországának jegybankjából áll. Az eurórendszer és a Központi Bankok Európai Rendszere (KBER, lásd ott) közötti különbségtétel mindaddig meglesz, amíg van olyan EU-tagállam, amely nem tagja a közös valuta övezetének.

Eurostat: Az Európai Bizottság egyik, Luxemburgban lévő főigazgatósága, az Európai Unió statisztikai hivatala. Fő feladata statisztikai információk nyújtása az EU intézményeinek és az EU- és az EFTA-tagállamok valamint az EU-hoz csatlakozni kívánó országok statisztikai módszereinek harmonizálása. Feladatait a pártatlanság, a megbízhatóság, a tárgyyszerűség, a költséghatékonyság, a statisztikai adatok bizalmas kezelése és az átláthatóság elve alapján köteles ellátni. Az egyes országokban működő, az Eurostattal együttműködő intézmények összessége az európai statisztikai rendszer.

Euróövezet: A Gazdasági és Monetáris Unió szinonimája.

Felzárkózó országok (emerging countries): Azok a különböző nemzetgazdasági dimenziójú (kis és nagy) elmaradott országok, amelyek piacgazdasági reformokat hajtanak végre, ezek eredményeként gyors ütemben növekednek, és mind a gazdaság intézményi rendszere, mind fejlettségi szintje tekintetében közelednek a fejlett piacgazdaságokhoz.

Fiskális föderalizmus: Az az elmélet, amely szerint a redisztribúciós (újraelosztási) funkciót nem célszerű alsóbb szintű kormányzatokra bízni. Ennek oka a nem kívánatos mellékhatások elkerülésének szándéka, mint például a települések közötti káros adóverseny és a szegényebb területekről történő lakossági eláramlás.

Fiskális multiplikátor: Azt fejezi ki, hogy egy fiskális változó egységnyi megváltozása mekkora változást eredményez a GDP-ben. Ha a két változó egy irányba mozog (azaz lazítást fellendülés követ), akkor a multiplikátor pozitív. Nem-keynesiek azok a hatások, amelyek rövid távú multiplikátora negatív.

Fiskális paktum (Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union – TSCG): 2012. március 2-án aláírt kormányközi szerződés az EU-tagok között, amelyhez csak az Egyesült Királyság és Csehország nem csatlakozott. Célja a költségvetési fegyelem erősítését szolgáló szabályrendszer elfogadásával a GMU gazdasági pillérének a megerősítése, beleértve a gazdaságpolitika koordinációjának és az euróövezet gazdasági kormányzásának a javítását.

Fiskális politika: A makrogazdasági, azon belül a pénzügyi politika azon eszköze, amely a gazdaság szereplőinek magatartására, gazdasági aktivitására a kormányzati kiadások és az adózás irányításán keresztül kíván hatni.

Fiskális unió: Olyan regionális gazdasági társulás (lásd ott), beleértve a Gazdasági és Monetáris Uniót is, amelynek tagállamai között pénzügyi transferekre van lehetőség például aszimmetrikus sokkok kivédése végett, jelentősebb nagyságrendű, például újraelosztási funkció ellátására és konjunktúraszabályozásra alkalmas közös költségvetés van, illetve közös felelősségvállalást tükröző közös kötvénykibocsátás (eurókötvények) lehetséges.

Fiskális verseny: a kormányok egymással versenyeznek az adók és az államháztartási deficit csökkentése terén.

Fix (rögzített) árfolyamrendszer: Olyan árfolyamrendszer, amelyben adott ország valutáját más ország valutájához rögzítik. A monetáris hatóság devizapiaci intervenciókkal biztosítja, hogy az árfolyam ne térjen el a deklarálttól. A jegybank arra vállal kötelezettséget, hogy az árfolyamot különböző devizapiaci műveletekkel megvédi. Altípusai közé tartozik a monetáris unió, a valutatanács, a dollarizáció és az euróizáció.

Fizetésimérleg-válság: Olyan válság, amikor egy ország nem képes eleget tenni nemzetközi fizetési kötelezettségeinek. Ennek rendszerint az a közvetlen kiváltó oka, hogy valamilyen sokk vagy fundamentális egyensúlyhiány következtében hirtelen megszakad a nettó tőkebeáramlás.

Fordított többségi szavazás: A túlzott deficit szankcionálására irányuló bizottsági javaslat elfogadottnak minősül, ha a Tanács azt minősített többséggel el nem veti.

Föderáció: Szövetségi államforma, amelyben a tagállamok erős szabályozási (törvényhozási) és végrehajtási (kormányzati) önállósággal rendelkeznek a központi irányítás mellett. A kormányzati szintek közötti hatalommegosztás elvén alapul. A kormányzat minden egyes szintje közvetlenül és függetlenül gyakorolhat bizonyos hatalmi jogokat, amelyeket általában az ország alkotmánya rögzít. Bizonyos hatáskörök központi irányítás alatt állnak, de a központi szabályok és intézmények hatáskörén kívül eső területeken az alacsonyabb kormányzati szintek széles körű önállósággal rendelkeznek. Föderális szövetségi rendszer a nagyobb területű államokra jellemző: ilyen rendszer működik például az Egyesült Államokban, Kanadában, Németországban és Brazíliában, de a kisebb területű Svájcban is.

Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) (Economic and Monetary Union – EMU): A regionális gazdasági társulások azon fejlődési szakasza, amelyet az áruk, a szolgáltatások és a termelési tényezők (munkaerő és tőke) szabad és korlátok nélküli áramlása, a közös valuta létrejötte, a közösségi szintű monetáris politika és a tagállamok gazdaságpolitikáinak harmonizálása jellemez. Tagállamai: Belgium, Németország, Észtország, Írország, Görögország, Spanyolország, Franciaország, Olaszország, Ciprus, Luxemburg, Málta, Hollandia, Ausztria, Portugália, Szlovénia, Szlovákia és Finnország. Az euróövezet a Gazdasági és Monetáris Unió szinonimája.

Gazdasági és Pénzügyi Bizottság: A Maastrichti Szerződés hozta létre a tagállamok politikáinak a belső piac működéséhez szükséges legteljesebb mértékű összehangolásának elősegítése érdekében. Minden egyes tagállam, a Bizottság és az Európai Központi Bank legfeljebb két-két tagot nevez ki a bizottságba. Fő feladata a tagállamok és az EU gazdasági és pénzügyi helyzetének figyelemmel kísérése és erről jelentés készítése.

Gazdasági kormányzás: Azon intézmények és eljárások rendszere, amelyet az EU alapszerződésében szereplő, a gazdaságot érintő célkitűzések érvényre juttatása érdekében hoztak létre. Más szavakkal: a gazdasági kormányzás az EU-tagállamok gazdasági és társadalmi fejlődésének támogatása érdekében folytatott gazdaságpolitikai koordináció.

Gazdasági válság: Általános értelemben egy ország, földrajzi terület gazdaságának lényeges, negatív irányú megváltozása vagy az addigi pozitív folyamatok megszakadása. Terjedelmétől függően lehet helyi vagy szektorális, regionális, illetve globális, amikor a világ országainak és a gazdasági tevékenységeknek nagy részére kiterjed.

GNI (Gross National Income – bruttó nemzeti jövedelem): Lásd ott.

Gresham-törvény: Általános értelemben azt mondja ki, hogy a rossz pénz kiszorítja a jó pénzt, a Gazdasági és Monetáris Unióra alkalmazva, a rossz euró kiszorítja a jó eurót, ami a kormányok euró melletti elkötelezettségének megkérdőjelezésével egyenértékű.

Határozat: Jogilag kötelező származékos jogforrás, amely teljes egészében kötelező azokra, akik a címzettjei. Teljes egészében kötelező érvényű, közvetlenül is hatályosul. A határozatról a címzetteket értesítik, és az értesítés dátumával lép életbe. Címzettjei tagállamok és vállalkozások, természetes és jogi személyek lehetnek. Vele szemben jogorvoslatnak helye van.

Hatos jogszabálycsomag: Az Európai Bizottság által 2010. szeptember 29-én előterjesztett hat részből álló jogalkotási csomag, amely a gazdasági kormányzás erősítését irányozza elő az EU-ban és tagállamaiban. A Herman Van Rompuy, az Európai Tanács elnöke által vezetett miniszteri munkacsoport 2010. októberi jelentésében határozta meg javaslatait. 2011. december 13-án lépett hatályba.

Időinkonzisztencia: Ha valamely döntés bejelentése és megvalósítása közötti időben a helyzet megváltozott, akkor az a racionális viselkedés, hogy az eredeti döntést nem hajtják végre. Racionális például a választások előtt ígért adócsökkentés elvetése a választások megnyerése után

Intézmény: A szociológiai szakirodalom sokféleképpen definiálja. Széles körben elfogadott különböző értelmezés szerint az intézmény jelentheti egyrészt elvárások, illetve szabályok sajátos rendszerét, másrészt a viselkedés megfigyelhető szabályszerűségét, a kölcsönhatások rendszerességét, harmadszor, beállítottságok, értelmezési hajlandóságok valószínűségét, negyedszer lehet valamilyen csoport vagy szervezet, ötödször, a társadalom valamely szférája vagy alrendszere.

Írányelv: Olyan származékos közösségi jogszabály, amely az elérni kívánt célt határozza meg kötelező erővel. A cél érvényesítésének eszközei, módzatai tekintetében a tagállamok, illetve harmadik országok nagy szabadságfokot élveznek. Nem az egységes szabályozás kialakítását szolgálja, hanem a nemzeti szabályozások egymáshoz való közelítését.

Keresleti sokk: Olyan esemény, amely a gazdaság termékeinek és szolgáltatásainak a keresletét befolyásolja. Például pozitív keresleti sokk az adókulcsok csökkentése, a kormányzati kiadások növekedése, az export iránti kereslet bővülése. Az aggregált kibocsátás a kamatlábakkal és az inflációval azonos irányban mozog.

Ki nem mentési klauzula: A Maastrichti Szerződés rendelkezése, amelyet az azt követő alapszerződések is átvettek. Lényege, hogy az EU és a tagállamok nem felelnek más tagállamok közszférájának kötelezettségeiért és nem vállalják át azokat. Az államháztartást és az államadósságot csak a pénz- és tőkepiacokról szabad finanszírozni, jegybanki hitelből nem.

Kibocsátási rés (output gap): A gazdaság potenciális kibocsátása (lásd ott) és a tényleges kibocsátás közötti különbség, ami lehet pozitív (többletkereslet, illetve pótlólagos jövedelem) és negatív (kereslethiány, illetve jövedelemkiesés).

Kínálati sokk: Olyan esemény, amely a termelési kapacitásra és a költségekre hat. Ilyen az árvíz, a fagy, az aszály, ami nagy mennyiségű mezőgazdasági termést tehet tönkre, vagy a bérarányok módosulása. Az aggregált kibocsátás a kamatlábakkal és az inflációval ellenkező irányban mozog.

Kockázat: Valamilyen gazdasági esemény várt és tényleges kimenetelének eltérése. A gazdasági esemény kimenetele számszerűsíthető, az egyes kimenetekhez valószínűségi változók rendelhetők. Mérése a szórással és a szórásnégyzettel (variancia) történik. A kockázat így megragadható egy valószínűségi eloszláson keresztül. A bizonytalanság (lásd ott) tágabb fogalom, ennek része a kockázat.

Kollektív fellépési záradék (Collective Action Clause – CAC): Állampapírok záradéka, amely lehetőséget ad arra, hogy a magánbefektetők meghatározó többségének egyetértésével megállapodjanak a kötvénykibocsátóval a hitelfeltételek módosításáról, beleértve az adósság egy részének leírását is. A megállapodás mindegyik befektető számára kötelező.

Kompetitív bércsökkenés: Az egyes országok egymással versenyeznek a bérek, a nyugdíjak és az állam által nyújtott szolgáltatások lefaragásában, amire a válságkezelés jegyében a relatív nemzetközi versenyképesség javítása végett van szükség.

Kompetitív valutaleértékelés: Az egyes országok egymással versenyezve értékelik le devizájukat annak érdekében, hogy javítsák nemzetközi versenyképességüket.

Konjunktúraciklus: A recesszió és a fellendülés ismétlődő váltakozásai.

Konvergenciakritériumok: A Maastrichti Szerződésben szereplő követelmények a gazdasági és monetáris uniót megvalósítani kívánó országokkal szemben. A kritériumok az árstabilitás elérésére, az államháztartási fegyelemre, az árfolyam-stabilitásra és a hosszú lejáratú kamatlábakra vonatkoznak.

Konvergenciaprogram: A Gazdasági és Monetáris Unióban részt nem vevő EU-tagállamoknak kell készíteniük. Tartalma megegyezik a GMU-tagok által készített stabilitási programokéval (lásd ott), de valamivel bővebb. A középtávú monetáris politikát is be kell mutatni, beleértve a monetáris politikai célkitűzéseket és az ár- és árfolyam-stabilitás közötti összefüggéseket is.

Központi Bankok Európai Rendszere: A Gazdasági és Monetáris Uniót alkotó országok monetáris hatósága. Az Európai Központi Bankból és az Európai Unió 28 tagállamának jegybankjaiból áll. Azon tagállamok jegybankjai, amelyek nem tartoznak a Gazdasági és Monetáris Unióhoz, speciális státussal rendelkeznek: szabadon végezhetik nemzeti monetáris politikai műveleteiket, de nem vehetnek részt abban a döntési mechanizmusban, amely a GMU-ra vonatkozó egységes monetáris politikával kapcsolatos. Az Európai Központi Bank jegyzett tőkéje 5 milliárd euró, amelynek kizárólagos jegyzői a nemzeti központi bankok.

Külső adósság: Egy ország államháztartásának és magánszektorának (üzleti szféra és háztartások) külfölddel szembeni adósságállománya.

Külső leértékelés: A nemzeti valuta leértékelése. A külső jelző a belső leértékeléstől (lásd ott) való megkülönböztetés miatt szerepel.

Lavinahatás: Ha a költségvetés elsődleges egyenlege egyensúlyban van és a GDP-arányos államadósság 100 százalék, akkor a kamatláb szintjétől elmaradó GDP-dinamika esetén az államadósság nő, azaz nem fenntartható. A lavina megállítására elsődleges költségvetési többletre van szükség.

Lebegő árfolyamrendszer: Az az árfolyamrendszer, amelyben az árfolyam a mindenkori piaci kereslet és kínálat szerint szabadon alakul. A jegybank nem rendelkezik célkitűzéssel az árfolyam szintjére vonatkozóan.

Lehetetlen hármasság tétele (trilemma): A közgazdaságban gyakran előfordul, hogy három cél közül rendre csak kettő érvényesíthető. Ilyenkor a döntéshozóknak mérlegelniük kell, hogy a három cél közül melyiket érdemes vagy célszerű feláldozni azért, hogy a másik kettőt elérhessék.

Lex monetae: Azt mondja ki, hogy a joghatóságok határozzák meg a valutát, azaz a releváns jogszabályok annak az államnak a jogszabályai, amelyekhez a valuta tartozik. Egy svájci frankot tartalmazó szerződésben a valutával kapcsolatos ügyek a svájci jogrendszer hatálya alá tartoznak.

Likviditás: A mikro- és makroökonomiában folyamatos (rövid távú) fizetőképességet jelent. A pénzügyi piacokon azt jelenti, hogy az adott piacra jellemző szokásos volumennű tranzakció az árak, árfolyamok nagyobb mértékű kilengése nélkül végrehajtható.

Likviditási válság: Rövid távú, átmeneti fizetési probléma, amit nagyszámú tényező idézhet elő. Ilyen lehet például valamilyen eszköz-forrás menedzselési probléma, átmeneti (technikai) zavar az elszámolás-forgalmi rendszerben, bizalmi tőke elvesztése a betétesek körében, nagymértékű betétkivonás, a bankközi pénzpiacon pótlólagos forrás szerzési lehetőségek erőteljes beszűkülése.

Lisszaboni Szerződés: Az EU-nak a Nizzai Szerződés helyébe lépett, azt kiegészítő és pontosító alapszerződése, amely az Európai Unióról szóló szerződésből és az Európai Unió működéséről szóló szerződésből áll. 2009. december 1-jén lépett hatályba.

Maastrichti Szerződés: Az Európai Uniót megalapító, 1992. február 7-én a hollandiai Maastrichtban aláírt szerződés, amely 1993. november 1-jén lépett hatályba. A Maastrichti Szerződés képezi – sok más mellett – a Gazdasági és Monetáris Unió megvalósításának és az euró bevezetésének jogi alapját.

Másodlagos piac: A már korábban kibocsátott értékpapírok forgalmazásának piaca. Fő funkciói: a befektetések likviditásának megteremtése, a különböző lejáratú megtakarítások és pénzigények összehangolása, információszolgáltatás a befektetőknek és a kibocsátóknak.

Megszorítási csapda: A GDP-arányos államháztartási hiány és az államadósság csökkentése fiskális restrikciókat tesz szükségessé, ami visszafogja a GDP növekedését. Ez további restrikciókat indokol, ami tovább csökkenti a GDP-t. Így a gazdaság lefelé irányuló negatív spirálba kerül, miközben a szociális feszültségek éleződnek, az államháztartási konszolidáció politikai támogatottsága pedig zsugorodik.

Mennyiségi könnyítés (quantitative easing – QE): A jegybankok által alkalmazott nem konvencionális monetáris politikai eszköz a gazdasági növekedés ösztönzése érdekében akkor, amikor a konvencionális monetáris politikai eszközök (kamatpolitika stb.) nem hatékonyak. A jegybank kereskedelmi bankoktól és más magánszervezetektől újonnan teremtett pénzből pénzügyi eszközöket (állampapírokat, vállalati kötvényeket stb.) vásárol azért, hogy előre meghatározott mennyiséggel növelje a pénzkínálatot a gazdaságban. A mennyiségi könnyítés megkülönböztetendő a nyílt piaci műveletektől (lásd ott).

A mennyiségi könnyítés növeli a bankok tartalékait, emeli a megvásárolt pénzügyi eszközök árát, ezáltal azok hozama csökken. A mennyiségi könnyítés végső soron a kamatlábcsökkentés sajátos formája, célja rendszerint a hosszabb távú kamatlábak mérséklése.

Monetáris politika: A makrogazdasági, azon belül a pénzügyi politika azon eszköze, amely a gazdaság szereplőinek magatartására, gazdasági aktivitására a pénzkínálat és/vagy a kamatláb szabályozásán keresztül kíván hatni.

Moral hazard: lásd erkölcsi kockázat.

Nominális konvergencia: A Maastrichti Szerződésben rögzített makrogazdasági és egyensúlyi (államháztartási, inflációs, kamatláb- és árfolyam-) kritériumok teljesítése.

Nyílt piaci műveletek: A jegybank állampapírokat, azon belül jellemzően kötvényeket vásárol, illetve elad azért, hogy a kamatlábat meghatározott szinten tartsa, illetve változtassa. A mennyiségi könnyítéstől (lásd ott) eltérően itt kizárólag állampapír-vásárlásról van szó.

OMT (Outright Monetary Transactions): Szuverén kötvények másodlagos piaci vásárlása az Európai Központi Bank által a másodlagos állampapír-piacon a monetáris transzmisszió hatékonyságának javítása végett.

Optimális valutaövezet: Olyan gazdasági és monetáris unió, ahol teljesülnek a következő feltételek: jól funkcionáló és rugalmas termelésítényező-piacok megléte, olyan szintű belső homogenitás (lásd ott), hogy az övezetet nem fenyegetik aszimmetrikus külső sokkok (lásd ott) és megfelelő nagyságú költségvetési transzferek rendelkezésre állása.

Opt-out: Lásd önkéntes kimaradási klauzula.

Országkockázat: Olyan kockázati elemek összessége, amelyek azzal kapcsolatosak, hogy egy ország rezidens gazdasági szereplője, nem szuverén adósa vagy kormánya nem képes vagy nem akar egy másik ország kormányával, rezidens gazdasági szereplőjével vagy nemzetközi intézményekkel szemben fennálló fizetési kötelezettségeinek eleget tenni. Más megközelítésben az országkockázat ahhoz a valószínűséghez kapcsolódik, hogy az üzleti környezetben bekövetkezett változások csökkentik az adott országban való üzleti működés profitabilitását. Ezek a változások nem csak a nyereséget érintetik hátrányosan, hanem a befektetett eszközök értékét is.

Önkéntes kimaradási klauzula (opt-out): Egyes tagállamok a szerződésekben rögzített jogaik alapján fenntartják maguknak a jogot, hogy a későbbiek során kimaradjanak egy adott rendelkezés hatálya alól. Az Egyesült Királyság és Dánia a Maastrichti Szerződésben a Gazdasági és Monetáris Unióból való kimaradásra kapott lehetőséget. Ez a két tagállam önállóan dönthet arról, hogy csatlakozik-e az euróövezethez. A többi EU-tagállam számára nincsen ilyen választási lehetőség, a csatlakozás számukra a szükséges kritériumok teljesítése után kötelező.

Ördögi kör (vicious circle): Gazdasági fogalom. Események olyan komplex láncolatára utal, amelynek elemei egymást erősítik. Az eredmény kedvezőtlen. Rövid távon nem vezet egyensúlyhoz. Ilyen lehet például a gyorsuló infláció. Ellentettje az angyali kör, lásd ott.

Paradigmatikus reformok: A meglévő rendszer logikája egyes elemeinek, a struktúra jellegének a lényegi, minőségi felülvizsgálatát jelentik.

Parametrikus reformok: A rendszer egyes jellemzőinek átalakítását célozzák, más szavakkal a szabály és mérték (mennyiségi és arányossági) kiigazítása.

Pénzügyi Felügyeleték Európai Rendszere (European System of Financial Supervision – ESFS): Azon intézmények csoportja, amelyek az Európai Unió pénzügyi rendszerének a felügyeletéért felelősek. Részei (lásd a megfelelő kifejezéseknél): Európai Rendszerkockázati Testület, Európai Bankfelügyeleti Hatóság, Európai Értékpapír- és Piac-felügyeleti Hatóság, Európai Biztosítási és Foglalkoztatói Nyugdíj-felügyeleti Hatóság, az Európai Felügyeleti Hatóságok Együttes Bizottsága és az EU-tagállamok nemzeti felügyeleti hatóságai.

Pénzügyi innováció: Meglehetősen tág kategória, legáltalánosabban úgy értelmezhető, mint gyűjtőfogalma mindazon újszerű befektetési és finanszírozási eszközöknek, amelyek a pénz-, a hitel- és a tőkepiacokon még nem általánosan hozzáférhetők.

Pénzügyi stabilitás: Olyan állapot, amelyben a pénzügyi rendszer, azaz a kulcsfontosságú pénzügyi piacok és a pénzügyi intézményrendszer ellenálló a gazdasági sokkokkal szemben és képes zökkenőmentesen ellátni funkcióit: a pénzügyi források közvetítését, a kockázatok kezelését és a fizetési forgalom lebonyolítását.

Pénzügyi válság: Általános értelemben a pénz iránti kereslet kiemelkedő mértékben haladja meg a kínálatot. A gazdasági szereplők, azok közül is elsősorban a pénzügyi közvetítők a nagyarányú pénzkivonás miatt kénytelenek más befektetéseiket értékesíteni. Ha ez sem elég, akkor összeomlanak.

Potenciális kibocsátás: Egyik definíciója szerint az a kibocsátás, amely hosszú távon egyensúlyban tartja a termékek és szolgáltatások kereskedelmének mérlegét. A potenciális jelző tehát nem a termelési lehetőségek egy adott időpontban mért felső határára utal. A hosszú táv azt jelenti, hogy a tényleges kibocsátás értékéből kiszűrjük mind a belső, mind a külső konjunktúra (rövid távú, átmeneti ingadozások) hatását.

Potyautas magatartás: Az a jelenség, amikor a közjavak fogyasztásában a fogyasztó igyekszik minimalizálni a közös költségekből a részt vállalást, és maximalizálni a közös eredményből a részesedést.

Pro-ciklikus fiskális politika: Olyan fiskális politika, amelyet az anticiklikus fiskális politikától (lásd ott) eltérően recesszió idején jellemez a fiskális megszorítás, míg fellendülés idején a fiskális expanzió. A pro-ciklikus fiskális politika akkor élénkíti, illetve fogja vissza a gazdaságot, amikor arra a legkevésbé van szükség.

Quantitative easing: lásd mennyiségi könnyítés.

Reálkonvergencia: A fejlett országokkal szembeni lemaradás mérséklődése a bér- és az árszínvonal, az egy főre jutó GDP és az aktuális piaci árfolyamnak az egyensúlyival szembeni szintje tekintetében.

Recesszió: A gazdasági teljesítmény növekedésének csúcspontja és a visszaesést követő mélypont közötti időszak. Szűk vagy technikai értelemben a GDP egymás után két negyedéven (negyedév/negyedév) csökkenése. Az amerikai National Bureau of Economic

Research szerint a recesszió a gazdaság egészét érintő szignifikáns, több hónapon át tartó gazdasági visszaesés, ami a termelés csökkenésében, a munkanélküliség növekedésében, a reáljövedelem és a kereskedelmi forgalom visszaesésében jut kifejezésre.

Referencia kamatláb: Olyan irányadó kamatláb, amelyet jellemzően a piactól független intézmények (például jegybankok) jegyeznek.

Regionális gazdasági társulás: A független államok közötti gazdasági integráció különböző formáinak gyűjtőfogalma. Az egyes formák (preferenciális vámövezet, szabadkereskedelmi övezet, vámunió, közös piac, egységes piac, gazdasági és monetáris unió és politikai unió) egymásra épülnek.

Rendelet: A legerőteljesebb származékos európai uniós jogforrás. Általános érvényű, minden részét tekintve és egészében kötelező jogszabály a tagállamokban. Valamennyi tagállamban közvetlenül alkalmazandó. Közvetlenül és automatikusan hatályba lép. Ez azt jelenti, hogy a rendelet kihirdetése után további intézkedés nélkül, közvetlenül a tagállamok jogrendszerének részévé válik.

Rendszerekockázat: Egy fizetési vagy értékpapír-elszámolási rendszerben vagy monetáris unióban egy vagy néhány szereplő fizetéseképtelensége miatt más résztvevők sem képesek eleget tenni fizetési kötelezettségeiknek, aminek súlyos, tovagyűrűző, a pénzügyi rendszer stabilitását veszélyeztető következményei vannak.

Római Szerződés(ek): Az Európai Gazdasági Közösséget és az Európai Atomenergia Közösséget megalapító szerződések, amelyeket 1957. március 25-én írtak alá és 1958. január 1-jén léptettek életbe. A fő cél az áruk, szolgáltatások, tőke és munkaerő szabad áramlásának, illetve mozgásának megteremtése a tagországok között.

Rögzített árfolyamrendszer: Az az árfolyamrendszer, amelyben a jegybank kötelezettséget vállal arra, hogy a hazai fizetőeszköz egy adott valutához, vagy valutakosárhoz képesti árfolyamát egy előre kijelölt pályán tartja devizapiaci intervenciók segítségével.

Sokk: A gazdaságot érő külső hatás, amely kimozdítja a makrogazdasági változókat azok egyensúlyi pályáiról.

Stabilitási és Növekedési Paktum: Egy európai tanácsi állásfoglalás és két tanácsi rendelet, amelyek az államháztartási fegyelmet megsértő EMU-tagállamokkal szemben helyeznek kilátásba szankciókat a Gazdasági és Monetáris Unió megvalósítását követően. Pontosították és felgyorsították az államháztartás Maastrichti Szerződésben rögzített felügyeletét, beleértve az ún. túlzottdeficit-eljárást, korai figyelmeztető rendszert hoztak létre, és lehetővé teszik azon országok „megbüntetését”, amelyek nem tesznek eleget az államháztartási fegyelem követelményeinek.

Stabilitási program: A Gazdasági és Monetáris Unióban részt vevő EU-tagállamok által összeállított, az államháztartás többoldalú felügyeletéhez szükséges információkat tartalmazó program, amelyet a Tanács és a Bizottság rendelkezésére bocsátanak. Az árstabilitás és a foglalkoztatás növelését lehetővé tevő erős, fenntartható gazdasági növekedés alapját képezi.

Sterilizálás: Az infláció elkerülése a gazdaságban az állampapír-vásárlás nyomán fellazadt pénzmennyiség egy részének lekötésével.

Strukturális államháztartási deficit: A potenciális kibocsátás alapján számolt hiány, amely nem tartalmazza a ciklikus és az egyszerű tényezőket. Más szavakkal: az államháztartási hiány azon része, amely nem a konjunktúracikluson belüli mozgásoknak tudható be. Akkor (is) jelentkezne, ha a gazdaság a hosszabb távú trendvonalnak megfelelően fejlődne. Recesszió idején a strukturális deficithez hozzáadódik a termelés alacsony szintje miatt időlegesen kieső bevétel. A konjunktúraciklus felfelé ívelő szakaszában az átmeneti többlet-adóbevétel miatt a tényleges deficit kisebb, mint a strukturális deficit.

Strukturális államháztartási egyenleg: lásd strukturális államháztartási deficit.

Szabályozási arbitrázs: Az eltérő szabályozási előírások kaput nyitottak azok kijátszására azáltal, hogy a több országban jelen lévő bankok egyes ügyleteiket azokba az országokba telepítették, ahol a szabályozás a leginkább megengedő volt. Szabályozási arbitrázs azonban egy-egy országon belül is lehetséges, mivel a szabályok az új termékekre sokszor nehezen értelmezhetőek.

Szenior hitelező: Olyan hitelező, aki a kielégítési rangsorban előbb helyezkedik el a többi magánbefektetőnél.

Szerkezeti reformok: lásd államháztartási reform.

Szorosabb együttműködés: Ez a forma lehetővé teszi a tagállamok számára, hogy az Európai Unió érdekében akkor is együttműködhessenek, ha nem minden tagállam kíván vagy képes az adott pillanatban csatlakozni a kezdeményezéshez. A „szorosabb együttműködés” előfeltétele, hogy később bármelyik tagállam bármikor csatlakozhasson a többiekhez.

Szubszidiaritás elve: Az az elv, amelynek értelmében az Európai Unión belül az ügyeket mindig azon a legalacsonyabb szinten kell elintézni, ahol ez lehetséges. Az integráción belül az integrációs szintet, a tagállamok szintjét, a tagállamokon belül a régiók szintjét különböztetik meg. Újabb feladatok és funkciók csak akkor vonhatók európai unió hatáskörbe, ha azok sem a régiók, sem a tagállamok szintjén nem oldhatók meg kielégítő módon.

Szuverén adós: Szuverén entitások, azaz államok az adósok.

Szuverén adósság átstrukturálása: Olyan adósságátrendezés, amelynek eredményeként az adós jövőbeli fizetési kötelezettségeinek jelenértéke is csökken.

Szuverén adósság: Szuverén entitások adóssága, államadósság.

Szuverén adósságválság: A pénzügyi-gazdasági válságokat egy-másfél éves késéssel követő válság, amikor a szuverén adósok, azaz az államok fizetőképessége kerül veszélybe.

Szuverén vagyonalap (Sovereign Wealth Fund – SWF): Állami tőkét kezelő alapok, amelyeket a kőolajtermelő országok és egyes jelentős fizetésimérleg-többlettel rendelkező ázsiai országok kormányai hoztak létre és működtetnek. A tartós megtakarítási többlettel rendelkező országok kormányának a pénzvagyont igyekeznek jól jövedelmező aktívákba (részvényekbe és egyéb pénzügyi, illetve reáleszközökbe) fektetni.

Szükséghelyzet esetére szóló vagy készenléti likviditási segítség (Emergency Liquidity Assistance – ELA): Az Európai Központi Bank hivatalosan nem nagyon pub-

likált eszköze, amely eltér a normális likviditásbiztosításból abban az értelemben, hogy egyrészt ideiglenesen alkalmazható, másrészt mentőövként szolgál a pénzügyi szempontból gyenge tagállamok számára. Az 500 milliárd eurót meghaladó összegű segítséget a 23 tagú Kormányzótanácsnak jóvá kell hagynia. Kétharmados többség kell az alkalmazás leállításához. A diszkréciót azzal indokolják, hogy az eszköz alkalmazásának nyilvánosságra hozatala pánikot okozhatna a pénz- és tőkepiacokon.

TARGET2 (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System): Bankközi fizetési rendszer a határokon átnyúló transzferek valós idejű feldolgozására az Európai Unióban. A TARGET második generációja, 2007 novemberében lépett az eredeti TARGET helyébe. Az eurórendszer tulajdonában van, ő működteti. Döntően a monetáris politikával és a pénz- és tőkepiacokkal kapcsolatos műveleteket végez.

Transzferunió: Olyan regionális gazdasági társulás (lásd ott), amelyben a tagállamok között lehetségesek számottevő nagyságrendű pénzügyi transzferek például aszimmetrikus sokkok (lásd ott) következményeinek ellensúlyozása céljából vagy a fejlettebb tagállamokból a fejletlenebbekbe az utóbbiak felzárkóztatása végett.

Túlzott deficit: A túlzott deficitet a Stabilitási és Növekedési Paktum egy minimális határértékhez rögzítve definiálta, amit az éves költségvetési hiány 3 százalékában határozott meg. Ha középtávon a deficit e mértéket meghaladja, az adott országot felszólíthatják óvatosabb fiskális politika folytatására.

Túlzottdeficit-eljárás: Az az eljárás, amelynek során eldöntik, hogy egy EU-tagország költségvetésének állapota formálisan kimeríti-e a túlzott deficit kritériumát.

Unitárius kormányzati rendszer: A kormányzat egyetlen szintje jellemzi, nincsenek a központi kormányzattól függetlenül cselekvő regionális vagy helyi kormányzatok. A központi kormányzat csak specifikus hatalmi jogokat delegál a helyileg választott testületekre, amelyek tevékenységükért a központi kormányzatnak felelősek. Az unitárius rendszerekben is lehet második vagy harmadik kormányzati szint, de ezek politikai és pénzügyi döntéshozatali lehetőségei az országos szint jogi keretein belül érvényesülnek. Ez a forma jóval elterjedtebb, mint a föderatív szövetségi állam (lásd ott), és ilyen berendezkedésű a legtöbb európai állam is, például Franciaország, Nagy-Britannia, Svédország és Olaszország.

Valutaválság: Olyan válság, amelynek során egy ország valutájának árfolyama elleni spekulatív támadás az adott valuta értékvesztéséhez vagy nagyarányú leértékeléséhez vezet, vagy az ország monetáris hatóságai kénytelenek a valuta védelmében a tartalékokat nagy volumenben felhasználni, vagy jelentősen megemelni a kamatlábat.

Végső hitelező szerep (lender of last resort): Likviditásszűke, likviditási gondok esetén a jegybank korlátlan mennyiségben hitelez a pénzügyi közvetítőknek a csődök elkerülése, illetve a pénzügyi stabilitás megőrzése érdekében. Célja az egyébként egészséges bankok kiségitése olyan esetekben, amikor a bizalom hirtelen megrendül a gazdaságban.

Versenyképesség: Egy adott piacon a piaci részesedés megszerzése és megtartása.

Volatilitás: A tőzsdei árfolyamok, pontosabban a hozamok változékonysága.

12. Betűszavak, rövidítések

ABS: Asset Backed Security – eszközfedezetű értékpapír

AGS: Annual Growth Survey – éves növekedési jelentés

ARM: Alert Mechanism Report – riasztási mechanizmus jelentés

BoE: Bank of England – a brit központi bank

BoJ: Bank of Japan – a japán központi bank

CAC: Collective Action Clause – kollektív fellépési záradék

CAP: Collective Action Plan – kollektív cselekvési terv (államkötvényeknél)

CCI: Convergence and Competitiveness Instrument – konvergencia- és versenyképességi eszköz

CEBS: Committee of European Banking Supervisors – Európai Bankfelügyelők Bizottsága

CSF: Common Strategic Framework – közös stratégiai keret

DSA: Debt Sustainability Analysis – adósságfenntarthatósági elemzés

DSG: Deposit Guarantee Scheme – betétgarancia rendszer

ECB: European Central Bank – Európai Központi Bank

ECF: Extended Credit Facility – kiterjesztett hitelkeret, az IMF által nyújtott hitelek egyik fajtája

Ecofin: Economic and Financial Affairs Council – gazdasági és pénzügyek tanácsa

EDP: Excessive Deficit Procedure – túlzottdeficit-eljárás

EFF: Extended Fund Facility – kiterjesztett hitelmegállapodás, az IMF egyik hitelfajtája

EFSSF: European Financial Stability Facility – európai pénzügyi stabilitási eszköz

EFSM: European Financial Stability Mechanism – európai pénzügyi stabilitási mechanizmus

EIOPA: European Insurance and Occupational Pensions Authority – Európai Biztosítás- és Foglalkoztatói Nyugdíj-felügyeleti Hatóság

EIP: Excessive Imbalance Procedure – túlzott egyensúlytalansági eljárás

EKB: Európai Központi Bank

ELA: Emergency Liquidity Assistance – készenléti likviditási segítség

EMF: European Monetary Fund – Európai Monetáris Alap (az IMF mintájára létrehozandó intézmény)

EMS: European Monetary System – európai monetáris rendszer

EMU: Economic and Monetary Union – Gazdasági és Monetáris Unió

ERF: European Redemption Fund – európai visszafizetési alap

ERM: Exchange Rate Mechanism – árfolyam-mechanizmus

ERP: European Redemption Pact – európai visszafizetési paktum

- ESCB: European System of Central Banks – Központi Bankok Európai Rendszere
- ESFS: European System of Financial Supervision – Pénzügyi Felügyelet Európai Rendszere
- ESM: European Stability Mechanism – európai stabilitási mechanizmus
- ESMA: European Securities and Markets Authority – Európai Értékpapír- és Piacfelügyeleti Hatóság
- ESRB: European Systemic Risk Board – Európai Rendszerkockázati Tanács
- EUMSZ: Az Európai Unió működéséről szóló szerződés (a Lisszaboni Szerződés második része)
- EUSZ: Az Európai Unióról szóló szerződés (a Lisszaboni Szerződés első része)
- FCL: Flexible Credit Line – rugalmas hitelkeret, az IMF által nyújtott hitelek egyik fajtája
- Fed: Federal Reserve – Szövetségi Tartalék, az USA jegybankja
- FST: Fiscal Stability Treaty – fiskális stabilitási egyezmény, a TSCG másik elnevezése
- GMU: Gazdasági és Monetáris Unió
- GNI: Gross National Income – bruttó nemzeti jövedelem
- KBER: Központi Bankok Európai Rendszere
- LTRO: Long-term Refinancing Operation – hosszú távú refinanszírozási művelet
- MIP: Macroeconomic Imbalance Procedure – makrogazdasági egyensúlytalansági eljárás
- MTO: Medium Term Objective – középtávú célkitűzés
- NAB: New Agreement to Borrow – az IMF kibővített és kiterjesztett kölcsönmegállapodása
- NRP: National Reform Program – nemzeti reformprogram
- OMT: Outright Monetary Transactions – nyílt piaci monetáris tranzakciók
- OTC: Over the Counter – tőzsdén kívüli („pulton keresztül történő”) kereskedés
- PCL: Precautionary Credit Line – elővigyázatossági hitelkeret, az IMF által nyújtott hitelek egyik fajtája
- PLL: Precautionary and Liquidity Line – elővigyázatossági és likviditási keret
- PPP: Purchasing Power Parity – vásárlóerő-paritás
- P-SBA: Precautionary Stand-by Agreement – elővigyázatossági készenléti hitelkeret, az IMF által nyújtott hitelek egyik fajtája
- PSI: Public Sector Involvement – a magánszektor bevonása az államadósság rendezésébe.
- QE: quantitative easing – mennyiség könnyítés
- RCF: Rapid Credit Facility – gyors hitel, az IMF által nyújtott hitelek egyik fajtája
- RCF: Rapid Credit Facility – gyors hitelkeret, az IMF által nyújtott hitelfajta

SBA: Stand-by Agreement – készenléti hitelmegállapodás

SCF: Stand-by Credit Facility – készenléti hitelkeret, az IMF által nyújtott hitelek egyik fajtája

SDM: Single Deposit Mechanism – közös betétbiztosítási mechanizmus

SMP: Securities Market Program – értékpapír-piaci program

SRF: Single Resolution Fund – közös bankszanalási alap

SRM: Single Resolution Mechanism – egységes bankszanalási mechanizmus

SSM: Single Supervisory Mechanism – Egységes Felügyeleti Mechanizmus

SWF: Sovereign Wealth Fund – szuverén vagyonalap

TARGET: Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System – transz-európai, automatizált, valós idejű, bruttó expressz elszámolási rendszer.

TARP: Troubled Asset Relief Program – rossz banki eszközök segélyprogramja

TSCG: Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union – Szerződés a Gazdasági és Monetáris Unióbeli stabilitásról, koordinációról és kormányzásról. Említik Fiscal Stability Treaty (FST) – fiskális stabilitási szerződés vagy paktum néven is.

13. Irodalomjegyzék

13.1. Európai uniós dokumentumok

Az Európai Unióról szóló szerződés és az Európai Unió működéséről szóló szerződés egységes szerkezetbe foglalt változata.

A Tanács 3603/93/EK rendelete (1993. december 13.) a Szerződés 104. cikkében és a 104b. cikke (1) bekezdésében említett tilalmak alkalmazásához szükséges fogalmak meghatározásáról.

A Tanács 3604/93/EK rendelete (1993. december 13.) a Szerződés 104a. cikkében említett kiváltságos hozzáférés tilalmának alkalmazásához szükséges fogalmak meghatározásáról.

Szerződés a Gazdasági és Monetáris Unióbeli stabilitásról, koordinációról és kormányzásról.

A Tanács 1466/97/EK rendelete (1997. július 7.) a költségvetési pozíciók felügyeletének valamint a gazdaságpolitikák koordinációjának és felügyeletének erősítéséről;

A Tanács 1467/97/EK rendelete (1997. július 7.) a túlzott költségvetési eljárás tisztázásáról és felgyorsításáról.

A Tanács 332/2002/EK rendelete (2002. február 18.) a tagállamok fizetési mérlegéhez középtávú pénzügyi támogatási mechanizmus létrehozásáról.

A Tanács 1055/2005/EK rendelete (2005. június 27.) a költségvetési egyenleg felügyeletének megerősítéséről és a gazdaságpolitikák felügyeletéről és összehangolásáról szóló 1466/97/EK rendelet módosításáról.

A Tanács 1056/2005/EK rendelete (2005. június 27.) a túlzott hiány esetén követendő eljárás végrehajtásának felgyorsításáról és pontosításáról szóló 1467/97/EK rendelet módosításáról.

A Tanács 1360/2008/EK rendelete (2008. december 2.) a tagállamok fizetési mérlegéhez középtávú pénzügyi támogatási mechanizmus létrehozásáról szóló 332/2002/EK rendelet módosításáról.

A Tanács 431/2009/EK rendelete (2009. május 18.) a tagállamok fizetési mérlegéhez középtávú pénzügyi támogatási mechanizmus létrehozásáról szóló 332/2002/EK rendelet módosításáról

A Tanács 479/2009/EK rendelete (2009. május 25.) az Európai Közösséget létrehozó szerződéshez csatolt, a túlzott hiány esetén követendő eljárásról szóló jegyzőkönyv alkalmazásáról (kodifikált változat).

A Tanács 407/2010/EU rendelete (2010. május 11.) az európai pénzügyi stabilizációs mechanizmus létrehozásáról.

Az Európai Parlament és a Tanács 1093/2010/EU rendelete (2010. november 24.) Az európai felügyeleti hatóság (Európai Bankhatóság) létrehozásáról, a 716/2009/EK határozat módosításáról és a 2009/78/EK bizottsági határozat hatályon kívül helyezéséről.

Az Európai Parlament és a Tanács 1094/2010/EU rendelete (2010. november 24.) az európai felügyeleti hatóság (az Európai Biztosítás- és Foglalkoztatói Nyugdíj-hatóság) létrehozásáról, valamint a 716/2009/EK határozat módosításáról és a 2009/79/EK bizottsági határozat hatályon kívül helyezéséről.

Az Európai Parlament és a Tanács 1095/2010/EU rendelete (2010. november 24.) az európai felügyeleti hatóság (Európai Értékpapír-piaci Hatóság) létrehozásáról, a 716/2009/EK határozat módosításáról és a 2009/77/EK bizottsági határozat hatályon kívül helyezéséről.

Az Európai Parlament és a Tanács 1173/2011/EU rendelete (2011. november 16.) a költségvetési felügyelet euróövezetbeli eredményes érvényesítéséről

Az Európai Parlament és a Tanács 1174/2011/EU rendelete (2011. november 16.) a túlzott makrogazdasági egyensúlytalanságoknak az euróövezeten belüli kiigazítására vonatkozó végrehajtási intézkedésekről.

Az Európai Parlament és a Tanács 1175/2011/EU rendelete (2011. november 16.) a költségvetési egyenleg felügyeletének megerősítéséről és összehangolásáról szóló 1466/97/EK tanácsi rendelet módosításáról.

Az Európai Parlament és a Tanács 1176/2011/EU rendelete (2011. november 16.) a makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzéséről és kiigazításáról.

A Tanács 1177/2011/EU rendelete (2011. november 8.) a túlzott hiány esetén követendő eljárás végrehajtásának felgyorsításáról és pontosításáról szóló 1467/97/EK rendelet módosításáról.

Az Európai Parlament és a Tanács 472/2013/EU rendelete (2013. május 21.) a pénzügyi stabilitásuk tekintetében súlyos nehézségekkel küzdő vagy súlyos nehézségek által fenyegetett euróövezeti tagállamok gazdasági és költségvetési felügyeletének megerősítéséről. Elérhető:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32013R0472:EN:NOT>

Az Európai Parlament és a Tanács 473/2013/EU rendelete (2013. május 21.) a költségvetés-terv-javaslatok monitoringjára és értékelésére, valamint az euróövezeti tagállamok túlzott hiánya kiigazításának biztosítására vonatkozó közös rendelkezésekről. Elérhető:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32013R0473:EN:NOT>

Az Európai Parlament és a Tanács 1022/2013/EU rendelete (2013. október 22.) az európai felügyeleti hatóság (Európai Bankhatóság) létrehozásáról szóló 1093/2010/EU rendeletnek a 1024/2013/EU tanácsi rendelet értelmében az Európai Központi Bank külön feladatokkal történő megbízása tekintetében történő módosításáról.

A Tanács 1024/2013/EU rendelete (2013. október 15.) az Európai Központi Banknak a hitelintézetek prudenciális felügyeletére vonatkozó politikákkal kapcsolatos külön feladatokkal történő megbízásáról.

Az Európai Tanács 2011/199/EU határozata (2011. március 25.) az Európai Unió működéséről szóló szerződés 136. cikkének módosításáról egy, azon tagállamok számára létrehozandó stabilizációs mechanizmus tekintetében, amelyek pénzneme az euró.

A Tanács 2011/85/EU irányelve (2011. november 8.) a tagállamok költségvetési keretrendszerére vonatkozó követelményekről.

Az Európai Unió Tanácsa jelentése: A Stabilitási és Növekedési Paktum végrehajtásának javítása. 7423/05 UEM 97 Ecofin 104, Brüsszel, 2005. március 21., 19. o.

Commission of the European Communities (2007): Integrated guidelines for growth and jobs (2008-2010). Brussels, 11. 12. 2007., COM(2007), 803 final Part V.

European Commission: Annual Growth Survey 2012., COM(2011) 815 final Vol. 1/5, Brussels, 23.11.2011., 18 oldal http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/ags2012_en.pdf

European Commission: Proposal for Council Regulation conferring tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions. COM(2012) 511 final, Brussels 12.9.2012., 33 oldal. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/reform/20120912-com-2012-511_en.pdf

European Commission: Proposal for Council Regulation conferring tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions. COM(2012) 511 final, Brussels 12.9.2012., 33 oldal. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/reform/20120912-com-2012-511_en.pdf

European Commission: Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds. Brussels, 23.11.2011 COM(2011) 818 final, 38 oldal. http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/green_paper_en.pdf

Európai Bizottság: Javaslat. Az Európai Parlament és a Tanács rendelete a pénzügyi stabilitásuk tekintetében súlyos nehézségekkel küzdő vagy súlyos nehézségek által fenyegetett euróövezeti tagállamok gazdasági és költségvetési felügyeletének megerősítéséről. COM(2011) 819 végleges 2011/0385 (COD), Brüsszel, 2011. 11. 23. 9. oldal. http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/proposal_strength_eco_hu.pdf

Európai Bizottság: Javaslat. Az Európai Parlament és a Tanács rendelete az előzetes költségvetési tervek monitoringjára és értékelésére, valamint az euróövezeti tagállamok túlzott hiánya megszüntetésének biztosítására vonatkozó közös rendelkezésekről. COM(2011) 821 végleges, 2011/0386 (COD), Brüsszel, 2011. 11. 23., 11. oldal. http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/proposal_monito_assess_hu.pdf

Európai Bizottság: Javaslat. Az Európai Parlament és a Tanács irányelve a hitelintézetek és befektetési vállalkozások helyreállítását és szanálását célzó keretrendszer létrehozásáról és a 77/91/EGK és 82/891/EK tanácsi irányelv, a 2001/24/EK, 2004/25/EK, 2005/56/EK, 2007/36/EK és 2011/35/EU irányelv, valamint az 1093/2010/EU rendelet módosításáról. COM(2012) 280 final, 2012/0150 (COD), Brüsszel, 2012. június 6., 181. oldal.

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0280:FIN:HU:PDF>

European Commission: Proposal for Council Regulation conferring tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions. COM(2012) 511 final, Brussels 12.9.2012., 33 oldal.

http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/reform/20120912-com-2012-511_en.pdf

European Commission: Annual Growth Survey 2013. COM(2012) 750 final, Brussels, 28.11.2012., 15 oldal. http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/ags2013_en.pdf

European Commission: Communication from the Commission. A blueprint for a deep and genuine economic and monetary union. Launching a European debate. COM(2012) 777 final, Brussels, 28.11. 2012.

http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/news/archives/2012/11/pdf/blueprint_en.pdf

Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No. 1093/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority) as regards its interaction with Council Regulation (EU) No .../... conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions. COM(2012) 512 final, 2012/0244 (COD) Brussels, 12.9. 2012., 11 oldal.

European Commission: Communication from the Commission to the European Parliament and the Council. Towards a Deep and Genuine Economic and Monetary Union. The introduction of a convergence and Competitiveness Instrument. COM(2013) 165, Brussels, 20.3.2013 final, 8. oldal.

http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/pdf/2039_165_final_en.pdf

European Commission: Communication from the Commission to the European Parliament and the Council. Towards a Deep and Genuine Economic and Monetary Union. Ex ante coordination of plans for major economic policy reforms. COM(2013) 166, final, Brussels, 20.3. 2013., 7. oldal. Elérhető:

http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/pdf/2039_166_final_en.pdf

European Commission: Strengthening the social dimension of the economic and Monetary Union. Communication from the Commission to the European Parliament and the Council. COM(2013) 690 provisoire, Brussels, 2.10., 2013., 19. o. Elérhető:

http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/andor/headlines/news/2013/10/20131002_en.htm

Európai Bizottság: Javaslat. Az Európai Parlament és a Tanács rendelete a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről. COM(2011) 452, végleges, Brüsszel, 2011. 7. 20.

[http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SPLIT_COM:2011:0452\(01\):FIN:HU:PDF](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SPLIT_COM:2011:0452(01):FIN:HU:PDF)

[http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SPLIT_COM:2011:0452\(02\):FIN:HU:PDF](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SPLIT_COM:2011:0452(02):FIN:HU:PDF)

[http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SPLIT_COM:2011:0452\(03\):FIN:HU:PDF](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SPLIT_COM:2011:0452(03):FIN:HU:PDF)

Európai Bizottság: Javaslat. Az Európai Parlament és a Tanács irányelve a hitelintézetek tevékenységéhez való hozzáférésről és a hitelintézetek és befektetési vállalkozások prudenciális felügyeletéről, valamint a pénzügyi konglomerátumhoz tartozó hitelintéze-

tek és befektetési vállalkozások kiegészítő felügyeletéről szóló 2002/87/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv módosításáról. COM(2011) 453 végleges, Brüsszel, 2011. 7. 20.

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0453:FIN:hu:PDF>

Európai Tanács 2012. június 28–29. következtetések. 15. oldal. Elérhető:

http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/HU/ec/131413.pdf

Európai Tanács: 2012. október 18–19. következtetések. 13. oldal. Elérhető:

<http://register.consilium.europa.eu/pdf/hu/12/st00/st00156.hu12.pdf>

Európai Tanács: 2013. június 27–28. következtetések EUCO 104/2/2013 REV2. Elérhető: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/HU/ec/137663.pdf

Stabilitási, koordinációs és gazdaságirányítási szerződés a Gazdasági és Monetáris Unióban (Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union – TSCG), vagy röviden fiskális paktum, amelyet 2013. március 2-án írtak alá és 2013. január 1-jén lépett hatályba.

Treaty Establishing the European Stability Mechanism. Brussels, 1 February 2012., D/12/3.

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=DOC/12/3&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>

Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union – TSCG – stabilitási, koordinációs és gazdaságirányítási szerződés a Gazdasági és Monetáris Unióban) kormányközi szerződés az EU-tagállamok között

General Secretariat of the Council of the European Union: Resolution of the European Council of 13 December 1997 on economic policy co-ordination in stage 3 of the EMU and on Treaty Articles 109 and 109b of the EC Treaty. Luxembourg, 13 December 1999.

ECB Press Release. 6 September 2012 – Technical features of Outright Monetary Transactions http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html

Herman Van Rompuy: Towards a Genuine Economic and Monetary Union. Report by the President of the European Council. EUCO 120/12, Brussels, 26 June 2012., 7 oldal.

Herman Van Rompuy: Towards a genuine economic and monetary union. In collaboration with José Manuel Barroso, President of the European Commission, Jean-Claude Juncker, President of the Eurogroup, Mario Draghi, President of the European Central Bank. Brussels, 5 December 2012., 18. oldal.

http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf

José Manuel Barroso: State of the Union 2012. Address by the President of the European Commission to the European Parliament, 12 September 2012., 21. oldal.

European Commission (2012): Report on Public Finances in EMU 2012, European Economy No. 4., 113–137. o.

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-4_en.pdf

European Parliament (Policy Department A: Economic and Scientific Policy): An Assessment of the European Semester. Study. IP/A/ECON/ST/2010, PE 475.121. September, 2012. Authors: Mark Halleberg, Benedicta Marzinotto, Guntram B. Wolf, 14. oldal.

<http://www.europarl.europa.eu/committees/en/econ/studiesdownload.html?languageDocument=EN&file=76151>

Európai Bíróság: 2012. november 27-i C-370/12 Thomas Pringle ügyben hozott ítélet.

European Commission: European Economic Forecast, Spring, 2012, Brüsszel, 2012. április, 45. o.

European Parliament (Policy Department A: Economic and Scientific Policy): An Assessment of the European Semester. Study. IP/A/ECON/ST/2010, PE 475.121. September, 2012. Authors: Mark Halleberg, Benedicta Marzinotto, Guntram B. Wolf, 160 oldal.

<http://www.europarl.europa.eu/committees/en/econ/studiesdownload.html?languageDocument=EN&file=76151>

Európai Tanács (2012): Következtetések. Brüsszel, június 29. EUCO 76/12 CO EUR CONCL 2

Council of the European Union (2013): Press Release, 3281st Council Meeting, Economic and financial Affairs (continuation), Brussels, 19 December 2013., 17983/13, Presse 596, PR. CO 73, 9. o.

13.2. Könyvek, tanulmányok és folyóiratcikkek

13.2.1. Magyar nyelven

Ábel István – Kóbor Ádám: Növekedés, deficit és adósság – fenntartható keretben. Közgazdasági Szemle, LVIII. évf., június, 511-528. o.

Artner, A. – Róna, P. (2012): Eurosz(k)epszis: az optimális valutaövezet elmélete és az euró gyakorlata. Köz-Gazdaság (Tudományos Füzetek) VII. évf., 1. szám, február, 83-102. o.

Benczes, I. (2011): Az európai kormányzás előtt álló kihívások. A hármas tagadás lehetetlensége. Közgazdasági Szemle, Vol. LVIII, szeptember, pp. 759-774.

Benczes, I. (2012): Kormányzás és kormányozhatóság. Közgazdasági Szemle, LIX. évf., 2012. június, 609-694. o.

Benczes, I. – Rezessy, G. (2013): Kormányzás Európában, trendek és törésvonalak. Pénzügyi Szemle, 2013. 2. szám, 126-150. o.

Berezhvai, Z. – Szebeni, D. (2011): Meddig bírja Magyarország? MKT Corvinus, 2011. október 4., <http://mktcorvinus.hu/meddig-birja-magyarorszag/#more-310>

Borkó, T. (2004): A Stabilitási és Növekedési Egyezmény relevanciája és gazdaságpolitikai jelentősége Magyarország számára. International Center for Economic Growth European Center (ICEG EC), Munkafüzet 7. Budapest, 2004. június, 56 oldal. Elérhető: <http://mek.oszk.hu/05500/05577/05577.pdf>

- Christiano, L. – Eichenbaum, E. – Rebelo, S. (2011): When Is the Government Spending Multiplier High? *Journal of Political Economy*, Vol. 119, No. 1 (February), 78-121. o.
- Csehó Julianna: Az európai integrációs politikák kialakításának módszerei. *Külügyi Szemle*, X. évf., 1. szám, 2011. tavasz, 155-185. o.
- Csermely, Á. – Szalai, Z. (2011): Pénzügyi egyensúlytalanságok az euróövezetben. *Európai Tükör*, XVI. évf., 2. szám, február, 54-68. o.
- Csűrös Gabriella (2012): Gazdaságpolitikai együttműködés az Európai Unióban – Új utakon? *Pro Futuro*, 2. szám, 16. o.
- Czeti Tamás – Hoffmann Mihály: A magyar államadósság dinamikája: elemzés és szimulációk, MNB-tanulmányok 50. 2006. január, 8. o. Elérhető: http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbtanulmanyok/mnbhu_mt50/mt_50.pdf
- Dedák, I. (2011): Államadósság és gazdasági növekedés. *Közgazdasági Szemle*, XLV. évf., 1998. november, 989-1003. o.
- Farkas, Á. (2014): A bankunió hatása a magyar bankrendszerre. Előadás a GKI Gazdaságkutató Zrt. január 21-i konferenciáján, 15. o. Elérhető: <http://www.gki.hu/konferenciak/gki-konferencia-tiz-eve-eu-ban-felzarkozas-nelkul>
- Farkas, B. (2007): Lisszaboni nemzeti reformprogram — ábránd és valóság. Megjelent: Farkas, B. szerk. (2007): *A lisszaboni folyamat és Magyarország*. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei JATEPress Szeged.
- Györffy, D. (2013): Válságkezelés Európában, a gazdaságpolitika depolitizálásának kilátásai. *Pénzügyi Szemle*, 2. szám, 123-135. o. <http://www.asz.hu/penzugyi-szemle-cikkek/2013/valsagkezeles-europaban-a-gazdasagpolitika-depolitizalasanak-kilatasai/123-135-gyorffyd-2013-2.pdf>
- Györffy Dóra: Válság és válságkezelés Görögországban. (A puha költségvetési korlát szerepe a gazdasági összeomlásban) *Közgazdasági Szemle*, LXI. évf., 2014. január, 27-52. o.
- Horváth, Z. – Ódor, B. (2010): Az Európai Unió szerződéses reformja – Az Unió Lisszabon után. 2. kiadás. HVG Orac Lap- és Könyvkiadó Kft., Budapest, 767. o.
- Kornai János – Eric Maskin – Gérard Roland: A puha költségvetési korlát I. *Közgazdasági Szemle*, 2004., 51. évf., 7-8: szám, 2004. július-augusztus, 777-809. o.
- Kornai János – Eric Maskin – Gérard Roland: A puha költségvetési korlát II. *Közgazdasági Szemle*, 51. évf., 9. szám, 2004. szeptember, 777-809. o.
- Losoncz, M. – Nagy, Gy. (2011): A globalizáció és a 2007–2011. évi pénzügyi válság. *Tri-Mester*, Tatabánya, 235. oldal.
- Moldicz, Cs. (2012): A változó Európai Unió. Válságról válságra (Typotex Elektronikus Kiadó Kft., Budapest, 2012., 210. oldal)
- Nagy Pongrác (2004): *A rendszerváltás gazdaságpolitikája*. Akadémiai Kiadó, Budapest.

Neményi, J. – Oblath, G. (2012): Az euró bevezetésének újragondolása. *Közgazdasági Szemle*, LIX. évf., június, 569-684. o.

Ódor, B. (2011): Az Európai Unió működéséről szóló szerződés 136. cikkének módosítása. *Európai Tükör*, 2. szám, február, 34-37. o. Elérhető:

http://www.kormany.hu/download/9/10/20000/europai_tukor_2011_02.pdf

Pataji, Gy. (2012): Az Eurózána-válság és a szuverén adósság jövőbeni fenyegetése. *Szakedolgozat*, BME GTK Alkalmazott Közgazdaságtan Alapszak, Bp.

Pályi, A. (2013): Fordul a kocka?, *Élet és Irodalom*, 28. szám, július 12.

Rapcsák, J. (2005): A vonakodó partner. Nagy-Britannia és az európai integráció. *Megjelent: Kiss J. L. szerk. (2005): A huszonötök Európai*. Osiris Kiadó, Budapest, 265-316. o.

Szalai, Á. (2002): Fiskális föderalizmus. Áttekintés. *Közgazdasági Szemle*, XLIX. évf., május, 424-440. o.

http://www.sugallat.hu/doc/kotelezo/Szalai_Akos_fiskalis_federalizmus.pdf

Szalai, Z. (2012): A válságkezelés válsága? A költségvetési kiigazításokkal kapcsolatos viták az európai monetáris unióban. *MNB-Szemle*, október, 57-66. o.

http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu-msz-201210/szalai.pdf

Tarafás, I. (2011): A monetáris politika a nagy válságtól az ingatag pénzpiacokig. *Aula Kiadó Kft.*, Budapest.

Török, L. (2012): A magyar államadósság lehetőségei és lehetetlenségei. *Competitio*, XI. évfolyam, 2. szám, december, 26-42. o.

Tóth, I. (2013): Mentőövre várva. *Világgazdaság*, március 26., 16. o.

13.2.2. Idegen nyelven

Acharya, V., V – Steffen, S. (2014): Falling short of expectations? Stress-testing the European banking system. *CEPS Policy Brief*, No. 315, 15 January. Elérhető:

<http://www.ceps.eu/book/falling-short-expectations-stress-testing-european-banking-system>

Alesina, A., F. – Ardagna, S. (2009): Large changes in fiscal policy: Taxes versus spending. *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 15438*, Cambridge, USA, október, 37. o. <http://www.nber.org/papers/w15438>

Athanassiou, P. (2009): Withdrawal and Expulsion for the EU and the EMU. *Legal working Paper Series No. 10*, December, European Central Bank, Frankfurt, 31. o.

Balcerowicz, J. (2010): Sovereign Bankruptcy in the EU in the Comparative Perspective. Paper presented at the Peterson Institute for International Economics, Washington D.C., december 6. Elérhető:

<http://www.iie.com/publications/papers/balcerowicz201012.pdf>

Belke, A. (2011): Doomsday for the euro area: Causes, variants and consequences of the breakup. *Gütersloch*, November, 2011 Bertelsmann Stiftung, http://www.bertelsmannstiftung.de/bst/de/media/xcms_bst_dms_35106_35107_2.pdf

- Belke, A. (2013): Multipliers. IMF Working Paper WP13/1, January, 43. o.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1301.pdf>
- Benczes, I. (2009): Fiscal Stimulus and its Effects in the European Union. *Intereconomics*, September/October
- Berggruen, N. – Gardels, N. (2013): The Next Europe. Towards a Federal Union. *Foreign Affairs*, Volume 92, Number 4, July/August 2013., 135-138. o.
- Bergsten, C., F. (2012): Why the Euro Will Survive. Completing the Continent's Half-Built House. *Foreign Affairs*, September/October, Volume 91, Number 5, 17. o.
- Blyth, M. (2013): The austerity Delusion. Why a Bad Idea Won Over the Volume 92, Number 3, *Foreign Affairs*, May-June, 41-56. o.
- Bofinger, P. – Feld, L., P. – Franz, W. – Schmidt, C., M. – Weder di Mauro, B. (2011): A European Redemption Pact. German Council of Economic Experts, november 9.
<http://www.voxeu.org/article/european-redemption-pact>
- Bonin, H. – Eichhorst, W. – Florman, C. – Hansen, M., O. – Skiöld, L. – Stuhler, J. – Tatsiramos, K. – Thomasen, H. – Zimmermann, K. F. (2008): Geographic Mobility in the European Union. Optimising its Economic and Social Benefit. IZA Research Report No. 19, 152. o.
- Fabian Bornhort – Marta Ruiz Arranz (2013): The perils to private-sector deleveraging in the Eurozone. *Vox* 2013. november 10. Elérhető:
<http://www.voxeu.org/article/private-deleveraging-eurozone>
- Cecchetti, S., G. – Mohanty, M., S. – Zampolli, F. (2011): The real effects of debt. BIS Working Papers 352, September, 39. o. Elérhető: <http://www.bis.org/publ/work352.htm>
- Checherita, C. – Rother, P. (2010): The impact of high and growing government debt on economic growth. An empirical investigation for the euro area. European Central Bank Working Paper Series No. 1237/ August, 24. oldal. Elérhető:
<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1237.pdf>
- Claessens, S. – Mody, A. – Vallée, S. (2012): Path to Eurobonds. IMF Working Paper, WP/12/172, július, 39. o.
- Council of Economic Experts (2012): The European Redemption Pact (ERP) – Questions and Answers Working Paper 01/2012, január 25., 11. oldal.
- Dabrowski, M. (2003): Macroeconomic Surveillance Within the EU. CASE Network E-Briefs, No. 13/2003, 3. o. <http://econpapers.repec.org/paper/secebrief/1013.htm>
- Darvas, Zs., Pisani – Ferry, J., – Sapir, A. (2011): A comprehensive approach to the euro-area debt crisis. Bruegel Policy Brief, January
- De Grauwe, P. (2003): *Economics of Monetary Union*. Fifth edition, Oxford University Press
- De Grauwe, P. (2010): A Mechanism of Self-destruction of the Eurozone. *Intereconomics*, No. 6, pp. 343-346. o.
- De Grauwe, P. (2012): Why the EU summit decisions may destabilise government bond markets. 2012. július 3.

<http://beforeitsnews.com/gold-and-precious-metals/2012/07/why-the-eu-summit-decisions-may-destabilise-government-bond-markets-2343864.html>

De Grauwe, P. (2013): Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed? London School of Economics 'Europe in Question' Discussion Paper Series, No. 57/2013, February, 33. oldal. Letölthető:

<http://www2.lse.ac.uk/europeanInstitute/LEQS/LEQSPaper57.pdf>

De Grauwe, P. (2013): Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed? London School of Economics 'Europe in Question' Discussion Paper Series, No. 57, February. Elérhető: <http://www2.lse.ac.uk/europeanInstitute/LEQS/LEQSPaper57.pdf>

De Grauwe, P. (2013): The New Bail-in Doctrine: A recipe for banking crisis and depression in the eurozone. CEOPS Commentary, április 4.

<http://www.ceps.eu/book/new-bail-doctrine-recipe-banking-crises-and-depression-eurozone>

Delpla, J. – Weizsäcker, J. von (2010): The Blue Bond Proposal. Bruegel Policy Brief, Issue 3, May, 8. o.

Dieter, H. – Frind, A. (2012): The Failure of the Troika in Athens. SWP Comments 13, April, 3. o.

Doluca, H. – Hübner, M. – Rumpf, D. – Weigert, B. (2012): The European Redemption Pact: An Illustrative Guide, German Council of Economic Experts Working Paper 02/2012, February 2012, 22. oldal http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/publikationen/working_paper_02_2012.pdf

Douglas W. Diamond and Philip H. Dybvig: Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *The Journal of Political Economy*, Vol 91, No. 3. (June 1983), pp. 401-419.

EEAG (2012): The European balance of payments Problem. The EEAG Report on the European Economy, CESifo, Munich, 57-81. o.

Égert, B. (2012): Public Debt, Economic Growth and Non-Linear Effects. Myth or Reality? OECD Economic Department, Working Papers No. 993, OECD Publishing, Paris, 34. oldal

Estrada, A. – Galí, J. – López-Salido, D. (2013): Patterns of Convergence and Divergence in The Euro Area. National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 19.561, 39. o., október. Elérhető:

http://www.google.hu/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCoQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.nber.org%2Fpapers%2Fw19561.pdf&ei=CIZxUpPKEsSI0AX_wYCYCA&usq=AFQjCNH8zRTOMnAN-gPUWCvJ14m34aPH2Q&sig2=6eBAZlroqW1TxAH0x7pSiw&bvm=bv.55617003,d.d2k

EuroMemorandum Group (2010): Europe in Crisis: A Critique of the EU's Failure to Respond and Alternative Proposals in Times of Crisis.

<http://www.lwbooks.co.uk/ebooks/EUROMEMORANDUM%202009-2010.pdf>

Feldstein, M. (2012): The failure of the euro. *The Little Currency that Could*'nt. *Foreign Affairs*, Volume 91, Number 1, January/February

- Fernandes, S. (2012): Debt Crisis and Banking Crisis: Are We Heading Towards European Guarantees? Notre Europe Policy Brief, No. 36, június. http://www.notre-europe.eu/media/DebtCrisis-BankingCrisis_S.Fernandes_NE_June2012.pdf
- Franz, W. (2012): Sustainability. ZEWnews, November/December, 12. o.
- Gianviti, F. – Krueger, A.O. – Pisani-Ferry, J. – Sapir, A., Hagen, J. (2010): A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal. Bruegel Blueprint 10, Brussels.
- GKI Economic Research Co. (2013): New Progressive Economic Perspectives in the Central and Eastern European Member States of the EU, szeptember, 64-66. o. <http://gki.hu/gazdasagpolitika/uj-progressziv-gazdasagpolitikakozep-es-kelet-europai-eu-tagallamoknak>
- Gros, D. – Mayer, T. (2010): How to Deal with the Threat of Sovereign Default in Europe: Towards a Euro(pean) Monetary Fund. Intereconomics, No. 2, 64-68. o.
- Gros, D. (2013): Banking Union with a Sovereign Virus. The self-serving regulatory treatment of sovereign debt in the euro area. CEPS Policy Brief, No. 289, március 27. <http://www.ceps.be/book/banking-union-sovereign-virus-self-serving-regulatory-treatment-sovereign-debt-euro-area>
- Guérot, U. – Leonard, M. (2011): The New German Question: How Europe Can Get the Germany It Needs. European Council on Foreign Relations. Policy Brief, ECFR/30, April, 5. o.
- Hallenberg, M. – Marzotto, B. – Wolff, G., B. (2012): On the Effectiveness and Legitimacy of EU Economic Policies. Bruegel Policy Brief, Issue 4, November. Elérhető: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/758-on-the-effectiveness-and-legitimacy-of-eu-economic-policies/>
- Hallett, A., H. – Lewis, J. (2004): How Successful has the Stability and Growth Pact Been? – An empirical analysis. Quarterly Journal of Economic Research (DIW) 3 (2004) 392-404 ISSN 0340-1707
- Hemming, R. – Kell, M. – Schimmelpfennig, A. (2003): Fiscal Vulnerability and Financial Crises in Emerging Market Economies, Occasional Paper 218, International Monetary Fund, Washington DC 2003. 4. o.
- Herndon, T. – Ash, M. – Pollin, R. (2013): Does High Public Debt Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, Working Paper Series Number 322, április, 16. oldal Elérhető: http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_301-350/WP322.pdf
- HSBC (2011): How to solve the euro's problems – and why failure threatens another Great Depression. Economics Global, 30 September 2011
- International Monetary Fund (2008): Staff Guidance Note on Debt Sustainability Analysis for Market Access Countries, július 3.

<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/070308a.pdf>

INET Council on the Euro Zone Crisis (2012): Breaking the Deadlock: A Path Out of the Crisis. 23 July, 11. o. Elérhető: <http://ineteconomics.org/council-euro-zone>

International Monetary Fund (2010): The Fund's Mandate-Future Financing Role. Public Information Notice (PIN) No. 10/124 Washington, szeptember 3.

<http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2010/pn10124.htm>

International Monetary Fund (2012): Implications of a Disorderly Greek Default and Euro Exit. IMF Staff Note, February 18., 11. o. Elérhető:

<http://online.wsj.com/public/resources/documents/ImpactofPossibleGreeceDefault02182012.pdf>

International Monetary Fund (2013): Greece. Ex post evaluation of exceptional access under the 2010 stand-by arrangement. May 20., 51. o. Elérhető:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13156.pdf>

International Monetary Fund (2013): Denmark. 2012 article IV consultation. IMF Country Report No. 13/22, January, 56. o.

International Monetary Fund (2013): Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement. IMF Country Report, No. 13/156.

International Monetary Fund (2013): Toward a Fiscal Union for the Euro Area. IMF Discussion note, September, SDN/13/09, 9. o.

International Monetary Fund: Factsheet. IMF Lending. Elérhető:

<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/howlend.htm>

International Monetary Fund: The IMF and Europe. Elérhető:

<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/europe.pdf>

Interview with Paul De Grauwe (2013): In: Towards a European Growth Strategy, Social Europe Journal, February, 45. o.

<http://www.social-europe.eu/wp-content/uploads/2013/01/eBook.pdf>

Kawalec, S. – Pytlarczyk, E. (2012): Controlled dismantlement of the Eurozone: A proposal for a New European Monetary System and a new role for the European Central Bank. National Bank of Poland Working Paper No. 155.

http://www.google.hu/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CDgQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.nbp.pl%2Fpublikacje%2Fmaterialy_i_studia%2F155_en.pdf&ei=78tCUs30CMjbtAbq_YDIDA&usq=AFQjCNHaavhVh1WhRjAvF5BgXOF-v2KvHw&bvm=bv.53077864,d.Yms

King Baudouin Foundation – Bertelsmann Stiftung – European Policy Centre (EPC) (2013): New Pact for Europe. Strategic Options for Europe's Future. First report, December, 2013., 91. o. <http://www.newpactforeurope.eu/documents/>

Kollatz-Ahnen, M. (2013): Combine EU Budget And EIB Activities For Growth And Jobs. In: Towards a European Growth Strategy, Social Europe Journal, February.

<http://www.social-europe.eu/wp-content/uploads/2013/01/eBook.pdf>

- Losoncz, M. (2013): The Sovereign Debt Crisis and the Weakening of the Pillars of the Economic and Monetary Union. In: Farkas, B. (ed.): The Aftermath of the Global Crisis in the European Union. Cambridge Scholars Publishing, Newcastle upon Tyne, 56-82. o.
- Mallaby, S. (2012): Europe's Optional Catastrophe. The Future of Monetary Union Lies in Germany's hands. Foreign Affairs, July/August
- Marzinotto, B. – Pisani-Ferry, J. – Sapir, A. (2010): Two crises, two responses. Bruegel Policy Brief, Issue 11, March 2010. Elérhető:
<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/392-two-crises-two-responses/#.US4GbzfCuCY>
- Marzinotto, B. – Sapir, A. – Wolff, G. B. (2011): What Kind of Fiscal Union? Bruegel Policy Brief, Issue 2011/6, November, 2011. Elérhető:
<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/646-what-kind-of-fiscal-union/>
- Matthes, J. (2010): The IMF is Better Suited than an EMF to Deal with Potential Sovereign Defaults in the Eurozone. Intereconomics, No. 2, 75-81. o.
- Matthijs, M. (2013): David Cameron's Dangerous Game. The Folly of Flirting With an EU Exit. Foreign Affairs, Volume 92, Number 5, September/October, 10-16. o.
- McKinnon, R. (1963): Optimum currency Areas. The American Economic Review, 53 (4): 717-725.
- Merler, S. – Pisani-Ferry, J. (2012): Sudden stops in the euro area. Bruegel Policy Contribution, Issue 2012/6, March, 16. o.
<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/718-sudden-stops-in-the-euro-area/>
- Mihályi, P. (2011): The 2011 Governance Reform of the Eurozone: Two Well-Known Problems of the Centrally Planned Economies. Acta Oeconomica, Vol. 61 (3) pp. 281–291 (2011)
- Moesen, W. – De Grauwe, P. (2009): Gains for All. A proposal for a common Euro-bond. 3 April, <http://www.ceps.eu/book/gains-all-proposal-common-eurobond>
- Mundell, R. (1961): A theory of optimum currency areas. American Economic Review, 1961. Vol. 51, No. 4, 657-664. oldal <http://www.policonomics.com/wp-content/uploads/A-Theory-of-Optimum-Currency-Areas.pdf>
- Mundell, R., A. (1968): International Economics, New York, MacMillan, 1968.
- Oates, W. (1999): An Essay on Fiscal Federalism. Journal of Economic Literature Vol. 37, No. 3, 1999. 1120-1147. o.
- OECD (2012): Looking to 2060: Long-term global growth prospects. A going for growth report. OECD Economic Policy Papers No. 3, November, 2012, 31. o. Elérhető:
<http://www.google.hu/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC0QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.oecd.org%2Feco%2Foutlook%2F2060%2520policy%2520paper%2520FINAL.pdf&ei=UIBxUrXHEMjI0wXr1YC4CQ&usg=AFQjCNELluiw52txcmjsREz8pPfsqW4dCw&sig2=mGVkCdkWHJRjLerGQ6I8A&bvm=bv.55617003,d.d2k>

- OECD (2013): Economic Surveys: Slovenia 2013. OECD, Paris. 106. o.
- OFCE – ECLM – IMK (2013): Independent Annual Growth survey. Second Report. iAGS 2014, December, 136. o. Elérhető: <http://www.iags-project.org/>
- Petersen, T. – Böhmer, M. (2012): Economic impact of Southern European member states exiting the eurozone. Bertelsmann Stiftung Policy Brief No. 6. http://www.bertelsmann-stiftung.de/cps/rde/xbcr/SID-BA416340-6BF16307/bst_engl/xcms_bst_dms_36656__2.pdf
- Pisani-Ferry, J. – Sapir, A. – Wolff, G., B. (2012): The messy rebuilding of Europe. Bruegel Policy Brief, Issue 01, March. Elérhető: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/719-the-messy-rebuilding-of-europe/>
- Pisani-Ferry, J. (2012): The Known Unknowns and Unknown Knowns of EMU. Bruegel Policy Contribution, Issue 8, October. Elérhető: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/756-the-known-unknowns-and-the-unknown-unknowns-of-the-emu/>
- Pisani-Ferry, J. – Sapir, A. – Wolff, G. (2013): EU-IMF assistance to euro-area countries. An early assessment. Bruegel, May. Elérhető: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/779-eu-imf-assistance-to-euro-area-countries-an-early-assessment/>
- Pisani-Ferry, J. – Wolff, G., B. (2012): The fiscal implications of a banking union. Bruegel Policy Brief No. 2, szeptember
- Ponticelli, J. – Voth, H-J. (2011): Austerity and Anarchy: Budget cuts and Social Unrest in Europe, 1919-2009. Centre for Economic Policy Research discussion papers, No. 8513, augusztus, 30. o. Letölthető: <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP8513.asp>
- Reinhart, C., M. – Rogoff, K., S. (2010): Growth in a Time of Debt. Working Paper 15639, January, 25 oldal. Elérhető: <http://www.nber.org/papers/w15639>
- Reinhart, C., M. – Rogoff, K., S. (2011): This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press, Princeton and Oxford
- Reinhart, C. M. – Rogoff, K. S. (2013): Financial and Sovereign Debt Crisis: some Lessons Learned and those Forgotten. IMF Working Paper WP/13/266, December, 20 o. Letölthető: http://www.imf.org/external/ns/search.aspx?hdCountrypage=&NewQuery=Rogoff+Reinhart&filter_val=N&col=SITENG&collection=SITENG&lan=eng&iso=&requestfrom=&countryname=&f=
- Rodrigues, M., R. (2012): Mapping Future Scenarios for the Eurozone. Friedrich Ebert Stiftung International Policy Analysis, június, 20 oldal. <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/09194.pdf>
- Rompuy, H.v. (2012): Towards a Genuine Economic and Monetary Union. European Council. The President. Brussels, 26 June, EUCO 120/12 Presse 296, PR PCE 102
- Rostowski, J. (2004): The Stability and Growth Pact. Essential and Feasible. Case Studies and Analyses No. 275, Center for Social and Economic Research, Varsó.

- Rubio, E. (2013): Which Financial Instrument to Facilitate Structural Reforms in the Euro Area? Notre Europe Policy Paper No. 104, december, 14 o.
- Schularik, M. (2012): Public debt and financial crises in the twentieth century. *European Review of History*, Vol. 19, Issue 6, 881-897. o. Elérhető:
<http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13507486.2012.739149?journalCode=cerh20#.UaWrtdKSCaQ>
- Seidel, M. (2012): European currency union and the rule of law. *Cesinfo DICE Report, Journal for Institutional Comparisons*, Volume 10, No. 3, Autumn
- Sharf, Fr. W. (2011): Monetary Union, Fiscal Crisis and the Pre-emption of Democracy. *Zeitschrift für Staats- und Europawissenschaften*, 9. évf., 2. szám, 163-198. o.
- Siekman, H. (2011): Life in the Eurozone With or Without Sovereign Default? The Current Situation. In: Allen, F. – Carletti, E. – Corsetti, G. (eds.): *Life in the Eurozone With or Without Sovereign Default*, European University Institute Florence, Italy and Wharton financial Institutions Center University of Pennsylvania, Philadelphia, USA.
- Sinn, H-W. (2011): Rescuing Europe. *CESifo Forum, Special Issue, Volume 2011, August, 2010*.
- Smaghi, B. (2011): Private sector involvement: From (good) theory to (bad) practice Berlin, 6 June <http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp110606.en.html>
- Tommaso Padoa-Schioppa Group (2012): Completing the Euro. A road map towards fiscal union in Europe. Paris, June. Elérhető:
http://www.henrik-enderlein.de/CompletingTheEuro_ReportPadoa-SchioppaGroup_NE_June2012.pdf
- UBS (2011): Euro break-up – the consequences. UBS Investment Research – Global Economic Perspectives, London, szeptember 6.
<http://bruxelles.blogs.liberation.fr/UBS%20fin%20de%20l'euro.pdf>
- Vallée, L. (2012): How Europe Will disintegrate. *The Sceptical Market Observer*, 6 June.
<http://scepticalmarketobserver.blogspot.hu/2012/06/how-europe-will-disintegrate.html>
- Vehrkamp, R., B. (2011): Who's next? The Eurozone in an Insolvency Trap. *Bertelsmann Stiftung, Spotlight Europe*, No. 2, April.
<http://www.ceeol.com/aspx/issuedetails.aspx?issueid=ef8e494c-a451-4ff9-a925-3a674d562cee&articleId=380f3a56-2700-4185-b208-acfbd2c33644>
- Véron, N. – Wolf, G., B. (2013): From supervision to Resolution: Next Steps on the Road to European Banking Union. *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2013/04 February
- Anna Visvizi (2012): The Crisis in Greece and the EU-IMF Rescue Package: Determinants and Pitfalls. *Acta Oeconomica*, Vol 62 (1), 15-39. o.
- Visvizi, A. (2013): Addressing the Crisis in Greece: The Role of Fiscal Policy. In: Beáta Farkas (ed.): *The Aftermath of the Global Crisis in the European Union*. Cambridge Scholars Publishing, Newcastle upon Tyne, 210-240. o.

Vitorino, A. (2012): The European „Fiscal Compact”: a goal or a starting point? Notre Europe Tribune, június 7.,

http://www.notre-europe.eu/media/FiscalCompact_A.Vitorino_EESC_June2012_01.pdf

Wallace, H. – Wallace, W. (2007): Overview. The European Union, Politics and Policy-Making. In: Knud Erik Jorgensen – Mark A. Pollack – Ben Rosamond (eds.): Handbook of the European Union. London: SAGE Publications Lt.

Wolff, G., B. (2012): A budget for the European Union. Bruegel Policy Contribution, Issue 22, December, 13. oldal.

World Bank: Governance and Good governance: Varying definitions.

<http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/MENAEXT/EXTMNA REGTOPGOVERNANCE/0,,contentMDK:20513159~pagePK:34004173~piPK:34003707~theSitePK:497024,00.html>

Zoppè, A. (2012): Gazdasági kormányzás. 01/2012.

http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/hu/FTU_5.4.pdf

13.3. Napi- és hetilapcikkék és egyéb időszakos publikációk

Arnab, D. and Roubini, N. (2012): A blueprint for an amicable divorce settlement. Financial Times, April 3., p. 9.

Atkins, R. (2012): Convergence in reverse. Financial Times, 2012. szeptember 4., 8. o.

Atkins, R. (2013): Ireland’s comeback runs into growth test. Financial Times, november 20., 28. o.

Aznar, J., M. (2010): Europe must reset the clock on stability and growth. Financial Times, május 17., 9. o.

Beattie, A. (2010): A reach regained. Financial Times, április 22., 9. o.

Berglöf, E. – Nagy, P., M. (2013): Latvians remember a much more severe crisis. Financial Times, május 2010., 8. o.

Bloomberg Business Week (2011): A Powell Doctrine for Europe on Debt. October 24-October 30, p. 10.

Bloomberg Business Week (2011): A Powell Doctrine for Europe on Debt., október 24-30., 10. o.

Buckley, N. (2011): Latvian vote with feet on austerity. Financial Times, november 7., 2. o.

Buiter, W. (2012): Race to save the euro will follow an inevitable ‘Grexit’. Financial Times, június 22., 24. o.

Chagny, O. – Le Bayon, S. (2013): What minimum wage for Germany? OFCE, the collective blog of the French Economic Observatory, September 23rd. Elérhető: <http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/?p=4512>

Chancellor, E. (2010): Greece a bad omen for others in debt. Financial Times, FM melléklet, május 3., 28. o.

- Chancellor, E. (2012): ECB 'saves' banks as economies sink. Financial Times FM melléklet, február 6., 28. o.
- Das, A. – Roubini, N. (2012): A blueprint for an amicable divorce settlement. Financial Times, április 3., 9. o.
- Das, S. (2010): 'Greek window dressing puts derivatives' role on full display. Financial Times, február 18., 26. o.
- Das, S. (2011): High debt and low growth add up to a toxic cocktail. Financial Times, 2011. november 29., 28. o.
- Der Spiegel (2012): Abschied vom Euro, május 14., 24-26. o.
- Dickie, M. (2013): Breaking the bonds. Financial Times, november 28., 7. o.
- Dizzard, J. (2012): Speculation in euro area debt continues. Financial Times FM melléklet, április 9., 8. o.
- Dizzard, J. (2013): No easy capital flight from Cyprus plight. Financial Times FM melléklet, március 25., 8. o.
- Feldstein, M. (2010): Let Greece take a holiday from the eurozone. Financial Times, február 17., 9. o.
- Feldstein, M. (2012): The Fed joins with the ECB in a high-risk strategy. Financial Times, szeptember 28., 11. o.
- Feldstein, M. (2013): An end to austerity will not boost Europe. Financial Times, július 7., 6. o.
- Financial Times Editorial (2011): Saving the IMF for the world, június 20., 10. o.
- Financial Times Editorial (2012): Euro fireproofs itself on cheap, március 30., 10. o.
- Financial Times Editorial (2013): Russians join locals as big losers in Cyprus levy, március 18., 3. o.
- Foster, R. (2013): When did the Irish become so accepting of their lot? Financial Times, december 13., 9. o.
- Frieda, G. (2013): Bail-in regime risks old-style bank runs in Europe. Financial Times, július 4., 20. o.
- Friedman, A. (2011): It is time for you to fire the silver bullet, Mr Draghi. Financial Times, november 10., 28. o.
- Gardner, D. – Hope, K. (2010): A marathon spirit. Financial Times, július 30., 5. oldal.
- Giles C. (2011): A nightmare scenario. Financial Times, szeptember 28., 7. o.
- Goodhart, C. (2012): Only the IMF can break the euro debt crisis logjam. Financial Times, május 17., 26. o.
- Gross, B. (2011): With debt at this level, the west can never hope to thrive. Financial Times, július 21., 28. o.
- Gumbel, P. (2013): So Long, Farewell, Auf Wiedersehen. Time, No. 4, január 28., 42. o.

- Hudson, M. – Sommers, J. (2012): Latvia is no model for a European austerity drive. *Financial Times*, június 22.
- Kay, J. (2013): Scottish independence matters less than you think, *Financial Times*, november 30/december 1., 9. o.
- Jacomb, M. (2012): We must act to break up the failing euro before it is too late. *Financial Times*, május 24., 11. o.
- Jenkins, P. – Watkins, M. – Sanderson, R. (2012): Draghi's cash tonic makes banks smile. *Financial Times*, március 2., 17. o.
- Jenkins, P. (2012): Banks must beware the side-effects of ECB magic medicine. *Financial Times*, March 6, p. 14.
- Jenkins, P. (2012): Super Mario's bank funding scheme is no panacea. *Financial Times*, január 31., 14. o.
- King, S. (2011): Soviet collapse poses worrying parallels for euro crisis. *Financial Times*, augusztus 10., 22. o.
- Kramer, M. (2012): Beware the consequences of an accidental exit by Greece. *Financial Times*, június 13., 26. o.
- Krugman, P. (2012): What Greece Means. *The New York Times*, 2012. március 11. Elérhető: <http://www.nytimes.com/2012/03/12/opinion/krugman-what-greece-means.html>
- Lawson, N. (2013): I'll be voting to quit the EU. *The Times*, május 7.
- Losoncz M. (2012): Németország és a Monetáris Unió. *Élet és Irodalom*, LVI. évf., 17. szám, április 27., 8. oldal
- Losoncz M. (2011): Az észt gazdasági csoda az euró bevezetése. *Élet és Irodalom*, LV. évf., 1. szám, január 7., 5. oldal.
- Losoncz M. (2013): A ciprusi segélycsomag: kimentés vagy büntetés? *Élet és Irodalom*, LVII. évf., 12. szám, március 22., 5. oldal.
- Losoncz M. (2013): A lengyel válságkezelés sikere és árnyoldalai. *Élet és Irodalom*, LVII. évf., 34. szám, augusztus 23., 6. oldal
- Losoncz M. (2013): A ráció és az emóció egyensúlya. Dánia: fegyelmezett gazdaságpolitika és nemzeti szuverenitás. *Élet és Irodalom*, LVII. évf., 48. szám, november 29., 4. oldal
- Losoncz M. (2013): Az euróhoz vezető út. Lettországi tanulságok. *Élet és Irodalom*, LVII. évf., 26. szám, június 28., 5. oldal
- Losoncz M. (2013): Kilép-e Nagy-Britannia az EU-ból? *Élet és Irodalom*, LVII. évf., 4. szám, január 25., 6. oldal.
- Losoncz M. (2013): Szlovénia: a válság következő áldozata? *Élet és Irodalom*, LVII. évf., 20. szám, 2013. május 17., 5. oldal
- Losoncz M. (2014): Írország: sikertörténet kockázatokkal. *Élet és Irodalom*, LVIII. évf., 3. szám, január 17., 3. oldal

- MacCrum, D. (2012): Forget debt fears, the US is still better than Germany. *Financial Times*, április 6/7., 13. o.
- Magnus, G. (2010): The spectre of sovereign default returns to rich word. *Financial Times*, január 14., 30. o.
- Massourakis, M. (2010): Privatisations offer Greece the best way to avoid a bail-out. *Financial Times*, február 12., 24. oldal.
- Mayer, C. (2013): Cameron's gamble. *Time*, június 3., 28. o.
- Milne, R. – Watkins, M. (2012): The leaning tower of perils. *Financial Times*, március 28., 7. o.
- Milne, R. (2013): Still reaching for the euro. *Financial Times*, április 24., 7. o.
- Münchau, W. (2004): Flexible rules for Europe, strictly enforced. *Financial Times*, január 19., 13. oldal.
- Münchau, W. (2010): Fiscal union is crucial to the euro's survival. *Financial Times*, november 15., 13. o.
- Münchau, W. (2012): Europe's bailout bazooka is proving a toy gun. *Financial Times*, március 26., 13. o.
- Münchau, W. (2012): Greece needs another year to prepare for a total debt default. *Financial Times*, február 27., 9. o.
- Münchau, W. (2012): Heed siren voices to end fixation with austerity. *Financial Times*, október 12., 9. o.
- Münchau, W. (2012): Here is my one piece of advice for Mr Draghi. *Financial Times*, szeptember 3., 9. o.
- Münchau, W. (2012): Politics has undermined hopes of a banking union. *Financial Times*, december 17., 9. o.
- Münchau, W. (2012): The Bundesbank has no fight at all to be baffled. *Financial Times*, március 5., 9. o.
- Münchau, W. (2012): The fiscal treaty that could trigger a debt explosion. *Financial Times*, január 30., 9. o.
- Münchau, W. (2012): The Group of 20 should say no to the eurozone. *Financial Times*, április 2., 9. o.
- Münchau, W. (2012): The only way to stop a bank run in the eurozone. *Financial Times*, május 21., 9. o.
- Münchau, W. (2012): The Wolfson prize for European Political illiteracy. *Financial Times*, április 9., 7. o.
- Münchau, W. (2012): Welcome back – again – to the eurozone crisis. *Financial Times*, október 1., 11. o.
- Münchau, W. (2012): What happens if Angela Merkel does get her way. *Financial Times*, június 18., p. 9.

- Münchau, W. (2013): Europe is ignoring the true scale of bank losses. *Financial Times*, április 24., 11. o.
- Münchau, W. (2013): Lawson is right – Britain does not need Europe. *Financial Times*, 2013. május 13., 9. o.
- Münchau, W. (2013): The EU will regret terminating a banking union. *Financial Times*, július 1., 9. o.
- Münchau, W. (2013): This is not the banking union Europe is looking for. *Financial Times*, december 16., 9. o.
- Münchau, W. (2013): Why Europe needs to try unconventional policy. *Financial Times*, november 18., 9. o.
- Nordvig, J. (2012): Planning for the worst is the best way to save the eurozone. *Financial Times*, január 13., 9. o.
- Oakley, D. (2012): Decision on Greek CDS unsettle investors. *Financial Times*, március 2., 26. o.
- Pisani-Ferry, J. (2002): Balancing the stability pact. *Financial Times*, 2002. június 26., 15. oldal.
- Plender, J. (2012): Beware sovereign stress if ECB backdoor bet backfires. *Financial Times*, február 29., 28. o.
- Pollin, R. – Ash, M. (2013): Why Reinhart and Rogoff are wrong about austerity. *Financial Times*, április 18., 9. o.
- Posen, A. (2013): A healthy dose of reality for the dismal science. *Financial Times*, április 20-21., 7. o.
- Posen, A. (2013): Germany is being crushed by its export obsession. *Financial Times*, 2013. szeptember 4., 7. o.
- Powell, J. (2012): Out of Europe, Britain would be a weak tax haven. *Financial Times*, december 12., 11. o.
- Prodi, R. (2010): A big step towards fiscal federalism in Europe. *Financial Times*, május 21., 9. o.
- Rachman, G. (2012): The euro is a time bomb that no one can defuse. *Financial Times*, április 3., 9. o.
- Robinson, L. (2011): A two-tier solution to the eurozone's debt crisis. *Financial Times*, szeptember 1., 22. o.
- Rogoff, K. (2010): Europe finds that the old rules still apply. *Financial Times*, május 6., 11. o.
- Schäuble, W. (2010): Why Europe's monetary union faces its biggest crisis? *Financial Times*, március 11., 9. o.
- Sinn, H., W. – Sell, F. (2012): Our opt-in opt-out solution for the euro. *Financial Times*, július 31. Elérhető: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b2c75538-da35-11e1-b03b-00144feab49a.html#axzz2ri5a6Y8W>

- Smyths, J. (2013): Emigration takes shine off Irish recovery. *Financial Times*, december 10., 3. o.
- Spiegel, P. – Carnegy, H. (2012): Greece to face curbs on new bail-out. *Financial Times*, február 7., 1. o.
- Spiegel, P. (2013): Fate of island depositors was sealed in Germany. *Financial Times*, március 18., 3. o.
- Summers, L. (2008): Why America must have a fiscal stimulus? *Financial Times*, január 7., 9. oldal.
- Summers, L. (2012): The world is still stuck in a vicious circle. *Financial Times*, október 15., 9. o.
- The Economist (2008): Redesigning global finance, november 15., 13. o.
- The Economist (2010): Baltic bet. Why fiscally prudent Estonia wants to join the troubled euro. december 29.
- The Economist (2010): Breaking up the euro area – How to resign from the club, december 2.
- The Economist (2011): After the crisis. Making do, november 12., Special report: Europe and its currency, 15. o.
- The Economist (2011): After the fall. The costs of break-up, szeptember 17.
- The Economist (2011): Estonian politics. Calmafer stroms, május 10.
- The Economist (2012): A firewall full of holes, március 3., 65. o.
- The Economist (2012): Bankers of the euro area, unite!, június 30., 72. o.
- The Economist (2012): Currency disunion. Why Europe's leaders should think the unthinkable, 2012. április 7., 33. o.
- The Economist (2012): Europe's banks. The fear factor, június 2., 70. o.
- The Economist (2012): Germany now stands alone. But its power may weaken the euro zone, január 21., 31. o.
- The Economist (2012): Hopeful or hopeless? Europe struggles to find a strategy to grow out of its debt crisis, január 28., 24. o.
- The Economist (2012): Latvian lessons. The Baltics are growing after austerity – and they resent Mediterranean bail-outs, június 9., 33. o.
- The Economist (2012): Making the break. How Britain could fall out of the European Union and what it would mean, december 8., 25-29. o.
- The Economist (2012): Poland and the euro. Augustinian delay, augusztus 18., 23. o.
- The Economist (2012): Tempted, Angela? A controlled break-up of the euro would be hugely risky and expensive. So is waiting for a solution to turn up, 2012. augusztus 11., 8. o.
- The Economist (2012): The empire strikes back, november 24., 37. o.
- The Economist (2012): The Merkel memorandum, augusztus 11., 15-18. o.

- The Economist (2012): The silent bazooka, február 4., 64. o.
- The Economist (2012): The union movement. Euro-zone banking union, szeptember 15., 62. o.
- The Economist (2012): To opt or not to opt. That is the question Denmark still wrestles within the euro crisis, január 14., 30. o.
- The Economist (2012): What Germany offers the world, április 14., 26-28., o.
- The Economist (2013): Cyprus and the euro. Aphrodite's indebted island, január 26., 26. o.
- The Economist (2013): Europe's banking union A la carte and half-baked, június 8., 11. o.
- The Economist (2013): Germany and the euro. The ja and nein of euro rescues, június 15., 24. o.
- The Economist (2013): Milda or Europa? Why some countries still want to join the euro, június 1., 31. o.
- The Economist (2013): Poland's government. The seven-year itch, július 27., 21-22. o.
- The Economist (2013): Slovenia and the euro. The next domino? április 13., 25-26. o.
- The Economist (2013): The euro crisis. Debtor's prison, október 26., 69. o
- The Economist (2013): The hand of history. Britain and the European Union, január 26., 29. o.
- The Economist (2013): Scottish Independence. Salmond sets out his stall, november 30., 26. o.
- Trichet, J. C. – Pisany-Ferry, J. (2012): A jövő Európájához új intézményi keretek kel-
lenek. Világgazdaság, január 3.
- Wagstyl, S. (2004): Dispute over eurozone rules overshadows plans by east and central
Europe to join. Financial Times, január 17/18., 2. oldal.
- Whelan, K. (2011): Ireland's Sovereign Debt Crisis. In: Allen, F. – Carletti, E. –
Corsetti, G. (eds.): Life in the Eurozone: With or Without Sovereign Default? European
University Institute, Florence, Italy, and Wharton Financial Institutions Center Univer-
sity of Pennsylvania, Philadelphia, USA, 41-58. o.
- Wiesmann, G. (2012): Germany's leaders start to count cost of euro break-up. Financial
Times, június 29., 5. o.
- Wolf, M. (2011): Intolerable choices for the eurozone. Financial Times, június 1., 9. o.
- Wolf, M. (2011): Managing the eurozone's fragility. Financial Times, május 4., 9. o.
- Wolf, M. (2011): Merkozy failed to save the eurozone. Financial Times, december 7.,
11. o.
- Wolf, M. (2011): Thinking through the unthinkable. Financial Times, november 8.
- Wolf, M. (2012): Why the Bundesbank is wrong? Financial Times, április 11., 9. o.

Wolf, M. (2013): Germany's strange parallel universe. Financial Times, 2013. szeptember 25., 9. o.

Wolf, M. (2013): What a floating currency gives and what it does not. Financial Times, április 26., 7. o.

14. Summary

This book analyses the sovereign debt crisis in the Economic and Monetary Union (EMU) by focusing on the relationship between the institutional system and the operation of the EMU on the one hand and the sovereign debt crisis on the other. The objective of the book is to discuss the ways in which the sovereign debt crisis affected the pillars (no exits, no defaults and no bail-outs), economic governance, external imbalances and competitiveness in the EMU and the response of EU institutions and member states to these challenges. The major deficiency of the EMU was that their member states did not constitute an optimum currency area. In addition, the monetary union was established without a genuine fiscal union including transfers among member states. Many legal rules aimed at containing free rider behaviour.

The book argues that the three pillars of the EMU were softened to certain degrees. This was accompanied by the reform of economic governance representing drastic tightening in the set of legal rules aimed at enforcing fiscal discipline in the EMU. In addition, the current account, the competitiveness and the economic growth crises, too, were addressed. At a certain stage, the necessity to eliminate the structural and functional deficiencies of the EMU compelled relevant decision makers to initiate the shift towards a genuine economic and monetary union including a transfer union and the common issuance of bonds based on common responsibility amended by a strong social dimension. Nevertheless, until recently the implementation of a banking union was put on the agenda.

The first part of the book identifies the specific features of financial crises in general and those of sovereign debt ones in particular. The second part discusses the logics of the three prohibitions and their consequences in the euro area. The third part analyses the softening of the three pillars of the EMU based on prohibitions. The fourth part gives an overview on the other fields of crisis management including the overhaul of economic governance (including the European semester, the six plus two new legal rules aiming at strengthening fiscal discipline, the Euro Plus Pact and the Fiscal Pact), the easing of the competitiveness and current account crises. The fifth part is devoted to the discussion of moves towards genuine economic and monetary integration comprising the overview of concepts based on common responsibility and the upgrading of European integration as well as the specific features of the planned banking union whose implementation is under way. The sixth part contains country case studies. The seventh part highlights some international contexts of crisis management including the relationship between the EU and the IMF. The eighth part summarises the major conclusions. The remaining parts comprise the appendix (with statistical tables as well), the chronology, the glossary and abbreviations as well as the list of literature.