

BENCZES ISTVÁN

Az európai gazdasági kormányzás előtt álló kihívások

A hármas tagadás lehetetlensége

Az európai gazdasági integráció folyamata olyan kényszerhelyzetekben formálódott a múltban, amelyek a közgazdaságtudományban jól ismert lehetetlen háromság alapján is leírhatók. Az Európai Monetáris Rendszer a rögzített árfolyam-mechanizmusra és önálló jegybanki politikára épített, korlátozva a tőkemozgásokat. A Gazdasági és Monetáris Unió ugyanakkor a tőke szabad áramlásával és az árfolyamok visszavonhatatlan rögzítésével felszámolta a tagállami szintű jegybanki autonómiát. Az euróvezet működése egyszersmind arra a háromszoros tagadásra épül(t), hogy 1. nem lehetséges az euróvezetből való kilépés, 2. nem engedélyezett a kimentés és 3. nem kerülhet sor államcsődre. A 2008-ban Európát is elérő pénzügyi és gazdasági válság azonban elemi erővel mutatott rá e hármas tiltás tarthatatlanságára. A gazdasági kormányzás körül kibontakozott viták így jól közelíthetők a három tiltó szabály egyidejű érvényesülése lehetetlenségének bemutatásával, számba véve az egyes opciók költségeit és lehetséges hasznait.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E44, E63, H12, H63.

A közgazdaságtudomány több „lehetetlen hármast” is ismer. Ezek lényege, hogy három cél közül rendre csak kettő érvényesíthető. Ilyenkor a döntéshozó mindig választásra kényszerül: mérlegelnie kell, hogy a három (kívánatos) cél közül melyiket áldozza fel azért, hogy a másik kettő teljesülhessen. A legismertebb választási kényszert a nyitott gazdaságok makroökonómiaja kínálja. A többnyire a Mundell–Fleming-modell felhasználásával bemutatott tétel azt mondja ki, hogy az árfolyamok rögzítettsége, a jegybanki politika autonómiája és a tőkeletes tőkemozgás megvalósítása egyszerre, egy időben nem lehetséges (Mundell [1968]).¹

E döntési kényszert az európai integrációban részt vevő országok viszonylag korán felismerték. Az 1979-ben indult Európai Monetáris Rendszer egyik alappillére a rögzített árfolyam-mechanizmus volt. Ez azonban önálló jegybanki politikával társulva nem tette lehetővé a tőkemozgások teljes szabadságát. Előbb csak néhány tagállam, így különösen Hollandia, majd pedig egy évtized múltán gyakorlatilag az összes részt vevő ország liberalizálta a tőkemozgásokat, feladva ezzel monetáris politikai autonómiáját. A rögzített árfolyamrendszer és a tőkemozgások szabadsága együttesen tette lehetővé az Európai Közösség (majd később Európai Unió) egységes piacából származó előnyök kiaknázását.

* A cikk alapjául szolgáló előadás a Debreceni Egyetem Közgazdaság- és Gazdaságtudományi Karának Földobott kő? Tények és tendenciák a 21. században című gazdasági kerekasztalán hangzott el 2011. április 15-én. Köszönöm Csaba László, Losonczi Miklós, Muraközy László és egy anonim bíráló segítő észrevételeit. A kutatás a TÁMOP 4.2.1/B-09/1/KMR-2010-0005. sz. projekt (A Nemzetközi gazdasági folyamatok és a hazai üzleti szféra versenyképessége című alprojekt), valamint az MTA Bolyai János ösztöndíja támogatásával valósult meg.

¹ További ismert lehetetlen trilemmák: Rodrik [2002] politikai trilemmája, Summers [1999] globalizációs trilemmája vagy a magyar irodalomban Csaba [2000] rendszerváltás trilemmája, valamint Vígvári [2011] Rodrik-adaptációja.

Az Európai Monetáris Rendszer ugyan lehetővé tette az árfolyam-kiigazítást, ám 1987-től egészen az eredeti rendszer felbomlásáig, vagyis 1992-ig, egyetlen esetben sem került sor leértékelésre. A stabilitást nem utolsósorban az biztosította, hogy a részt vevő államok a német központi bank politikáját követték, a márka ugyanis egyfajta horgonyvaluta szerepét játszotta a rendszerben. A német újraegyesítés azonban nem várt sokkhatásként jelentkezett, amire a német jegybank – a keleti tartományokban a termelékenység messze meghaladó béremelkedés kiváltotta növekvő inflációs várakozások miatt – a kamatlábak emelésével válaszolt. Ennek hatására pedig előbb spekulációs támadások érték az Európai Közösséget, majd pedig gyakorlatilag megszűnt az árfolyamrögzítés rendszere.²

A rögzített árfolyamrendszer sérülékenysége egyfelől, illetve az egységes piac hasznai minél teljesebb realizálásának igénye másfelől arra indította az európai integráció elkötelezett híveit, hogy – a hármastól egyidejű teljesülésének lehetetlensége miatt – olyan monetáris együttműködés mellett kötelezzék el magukat, amelyben továbbra is korlátozások nélkül valósulhat meg a tőke áramlása és egyben véglegesen és visszavonhatatlanul rögzítésre kerülnek a nemzeti valuták közötti árfolyamok. Ennek ára volt a jegybanki politikáról való teljes lemondás, annak delegálása egy szupranacionális intézményhez, az Európai Központi Bankhoz (illetve az Központi Bankok Európai Rendszeréhez).³

A monetáris politika – hasonlóan a költségvetési és az árfolyam-politikához – a gazdaságpolitikai stabilizációs eszköztár egyik lényeges és fontos eleme. Korlátozása vagy végleges elvesztése ezért megfosztja az érintett államokat az anticiklikus gazdaságpolitika egyik meghatározó eszközétől. Végleges rögzítés vagy közös pénz használata esetén az országok önként lemondanak a pénzmennyiség, valamint a kamatláb változtatásának lehetőségéről, illetve önálló fizetőeszköz (*legal tender*) hiányában azt is vállalják, hogy a nemzeti valuta leértékelése többé nem lehet a nemzeti stabilizációs eszköztár része. Ilyen áldozatokra csak akkor hajlandók az érintettek, ha a költségeket megfelelő mértékben elensúlyozzák a rögzítésből vagy az egységes valuta használatából remélt hasznok.

Az 1992-ben aláírt és 1993-ban hatályba lépett maastrichti szerződés a gazdasági kormányzás sajátos formáját alkotta meg a Gazdasági és Monetáris Unió létrejöttével. A tagok lemondtak saját fizetőeszközeikről és így monetáris politikai autonómiájukról.⁴ A pénzügypolitika egyetlen területe, a költségvetési politika maradt a nemzetgazdaságok kezében azzal a reménnyel, hogy aszimmetrikus sokkok esetén a fiskális politika megfelelő válaszokat lesz képes szolgáltatni. Reális veszély volt azonban, hogy a továbbra is autonóm költségvetési politika hazardírozásra készíti a monetáris unióban részt vevő feleket, mivel az olcsóbb finanszírozás lehetősége (amit a periféria államaiban tapasztalható kamatláb-konvergencia tett lehetővé) olyan felelőtlen többletköltekezésre csábítja a politikai ciklusokban gondolkodó döntéshozókat, ami végső esetben magát a monetáris uniót is veszélybe sodorhatja.⁵

² A németországi megszorítások nem kedveztek a monetáris rendszer többi résztvevőjének, ahol az inflációs várakozások nem indokolták a magasabb kamatlábakat. Mivel a márkát nem értékelték fel (illetve a többi részt vevő valutát le), ezért a rendszerben olyan feszültségek jelentkezték, amelyek arra indították a nemzetközi pénzpiacokat, hogy a gyengébb valuták ellen spekuláljanak. A spekulációs támadások hatására a líra és a font kénytelen volt elhagyni az árfolyam-mechanizmust, 1993-ban pedig gyakorlatilag megszűnt a korábbi szoros rögzítés azáltal, hogy a rögzítések körüli lebegési sávot ± 15 százalékra szélesítették ki a felek.

³ A közösségi szintű monetáris politika hatásságáról magyar nyelven lásd mások mellett *Kutasi* [2010].

⁴ Igazán csak a pénzügyi és adósságválság mutatott rá arra, hogy konkrétan mit is jelent a monetáris politika autonómiájáról való teljes lemondás. Ennek hiányában ugyanis nem létezik olyan végső hitelező, amely likviditási problémák esetén képes saját eszközeivel enyhíteni a károkat, valamint megakadályozni, hogy egy likviditási válság esetleg teljes fizetéképítelésbe torkolljon – feltételezve, hogy az érintett állam központi bankja valóban képes is a kármentésre.

⁵ Természetesen a GMU alapítói is tisztában voltak e kihívásokkal. A költségvetési politika mozgásterét ezért jelentős mértékben korlátozni kívánták, amelynek elemeit egyfelől a hatályos alapszerződés gazdaságpolitikai fejezetei, másfelől pedig a megelőzést és az elrettentést szolgáló stabilitási és növekedési egyezmény tartal-

Miként korábban, úgy most is egy válság kényszeríti rá a feleket arra, hogy felismerjék: bizonyos helyzetekben olyan döntéseket kell hozni, amelyek áldozatokkal járnak. Korábban ilyen döntési kényszer eredménye lett maga a Gazdasági és Monetáris Unió is. A 2008-ban Európát is elérő pénzügyi, majd 2010-re államadósság-válsággá terebélyesedő krízis azonban újra felszínre hozta azokat a feloldhatatlannak tűnő elmentmondásokat, amelyek megoldása egyértelmű döntéseket, választásokat igényelnek. E választási kényszer annak a hármasságnak a lehetetlensége okozza, hogy nem érvényesülhet a következő három tényező együttes tagadása: 1. kilépés, 2. kimentés, illetve 3. államcsőd. A bevezetőt követő fejezetek az európai gazdasági kormányzás válságkezelési kihívásainak modellezését kínálják úgy, hogy e trilemma egy-egy elemét tárgyalják, rámutatva a kilépés, a kimentés és az államcsőd opcióinak költségeire és hasznaira. A tárgyalás egyértelművé teszi, hogy változás hiányában a rendszer instabilitása tartóssá válik, ami pedig már az euróövezetnek a létjogosultságát is megkérdőjelezi. Az írást az új európai pénzügyi konstrukció körül kibontakozó dilemmák és kihívások bemutatása és elemzése zárja.

A kilépés tagadása

A Gazdasági és Monetáris Unióhoz történő csatlakozással a tagok lemondtak az önálló monetáris és árfolyam-politikáról. Ezzel egy esetleges adósságválság megoldásának eszközei között már nem szerepel sem az adósságteher inflációs pénzkibocsátással történő enyhítése, sem pedig a valutaleértékelés. Az infláció és a valutaleértékelés lehetőségének hiányában a válságkezelés egyetlen tényleges eszköze az államháztartás elsődleges egyenlegének javítása a költségvetési politikai szigorításával. A fiskális kiigazítás – ha a bérek befagyasztására, csökkentésére, illetve a transzferek megkurtítására kerül sor – egyben deflációs hatású is, ami végeredményben növekedési veszteséggel jár, és látszólag lehetetlen politikai vállalkozásra kényszeríti a mindenkori kormányzó erőket. Végtelen esetben ezért elképzelhető, hogy egy tagország – nem vállalva a megszorításokkal együtt járó politikai konfliktusokat – a GMU-ból való távozás mellett dönt, visszanyerve ellenőrzését a jegybanki politika felett, kiszélesítve ezáltal a sokkok kezelésének eszköztárát.

Csakhogy amíg az euróövezethez való csatlakozásnak egyértelmű feltételei vannak (különösen például a maastrichti konvergenciakritériumok), a GMU-ból való kilépésre a jelenlegi keretek között elvben nem nyílik mód. A valutaárfolyamok rögzítését visszavonhatatlannak tekintették a szerződő felek, és ennek megfelelően az EU működéséről szóló szerződés sem rendelkezik a kilépésről mint reális opcióról. Az övezet elhagyásának egyetlen módja ilyenformán magából az Európai Unióból való távozás lehetne. Ezért is valószínűtlen, hogy az adósságválságban érintett országok bármelyike is élne az euró feladásának és így az unió kényszerű elhagyásának lehetőségével. A remélt hasznot ugyanis minden valószínűség szerint meghaladnák a költségek. Így például jelentős többletterhet jelentene a saját valutába menekülő ország számára az a tény, hogy köz- és magánadóssága

mazza. A megelőzést egyebek mellett az olyan rendelkezések voltak hivatottak megteremteni, amelyek a tagok gazdaságpolitikájának szoros összehangolását célozták (Az Európai Unió működéséről szóló szerződés, 119. cikk 1. bekezdése), illetve meghatározták a stabil pénz és a „rendezett államháztartás”, valamint a „fenntartató fizetési mérleg” irányadó elveit (119. cikk 3. bekezdés). Külön rendelkezés írja elő, hogy a tagok összehangolják gazdaságpolitikájukat az átfogó gazdaságpolitikai iránymutatások (121. cikk 1. bekezdése), illetve a kölcsönös figyelemmel kísérés (121. cikk 3. bekezdése) keretében. A szerződés talán legfontosabb eleme, hogy „a tagállamok kerüljék a túlzott költségvetési hiányt” (126. cikk 1. bekezdése), amit azután a stabilitási és növekedési egyezmény pontosított (a Tanács 1467/97 EK-rendelete).

továbbra is euróban denominált maradna, ezért a leértékelés hatására az adósságfinanszírozás összerhe jelentősen nőne.⁶

A saját valutához való visszatérésben rejlő kockázatok jelentette költségeket minden bizonnyal az sem mérsékelné érdemben (legalábbis a politikai döntéshozók szempontjából lényeges rövid távon nem), ha az EU 27 tagállama úgy döntene, hogy az alapszerződés módosításával lehetővé teszik az euróövezet elhagyását úgy is, hogy mindez ne járjon együtt az EU-ból való kilépéssel – megvalósítva ezzel egyfajta szabályozott részleges kilépést.⁷ A szerződés ilyen irányú módosítása ráadásul nem is feltétlenül érdeke a feleknek, mert ezáltal egyfelől az euróövezet egészének kockázati szintje nőne meg a bizonytalanság intézményesítése miatt, másfelől pedig megnyitná az EU-alapszerződés felülvizsgálatának és kényszerű politikai alkuinak folyamatát, ami szintén nem kedvez az EU politikai és gazdasági stabilitásának.

Ha egy tagország mégis a monetáris unió elhagyására kényszerülne, és közben továbbra is az Európai Unió tagja maradna, akkor elvben két lehetőség közül választhatna: az egy-szeri leértékelés után csatlakozik a sávós rögzítést jelentő ERM–2 rendszerhez, vagy pedig rugalmas árfolyamrendszer alkalmazására térne át. Előbbi előnye, hogy sokkok esetén továbbra is számíthatna az EKB közvetlen segítségére a devizapiaci intervenciók során, illetve idővel akár a GMU-ba való visszatérés is újra napirendre kerülhet. A lebetgetés mellett pedig elviekben az szólhat, hogy egyfelől a mindenkori árfolyam a keresleti és kínálati viszonyoknak megfelelően alakulna, ami a versenyképességre is jótékony hatással lenne, illetve másfelől a nemzeti központi bank autonómiája erősödhetne, így egy esetleges külső sokk esetén a nemzeti bank érdemben képes reagálni. Azt azonban, hogy konkrétan mekkora mozgásteret van a nemzeti banknak, elsősorban az ország mérete, nyitottsága és külső finanszírozási igénye határozza meg.

A kimentés tagadása

A lehetetlen hármasság második eleme a kimentés tagadása, sőt tilalma, amelyről az Európai Unió működéséről szóló szerződés külön cikkben rendelkezik. A szerződés kimondja:

„Az Unió nem felel a tagállamok központi kormányzatának, regionális vagy helyi közigazgatási szerveinek, közjogi testületeinek, egyéb közintézményeinek vagy közvállalkozásainak kötelezettségeiért, és nem vállalja át azokat; ... 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...” (Európai Unió működéséről szóló szerződés 125. cikk 1. bekezdése.)

A görög válság kapcsán az egyik legélesebb vita éppen ennek a rendelkezésnek az értelmezése körül bontakozott ki. Az, hogy mit is jelent az idézett bekezdés (illetve hogy mit kell jelentenie), nemcsak abban bizonyult meghatározónak, hogy a tagországok, valamint az EU egésze hogyan is rendezheti a görög adósságkrízist, hanem abban is, hogy a gazda-

⁶ A Gazdasági és Monetáris Unió életre hívásakor a kereskedelemteremtő hatás mellett az előnyök másik jelentős forrása a gazdaságpolitika lehetséges „depolitizálása” volt, azaz a diszkrecionális beavatkozás körének szűkítése, ami hitelességi deficitell küszködő országok számára elsősorban az infláció letörésében jelentett valós segítséget. Paradox módon így a GMU-ból való kilépés valójában éppen azon országok számára reális (azaz viszonylag kis költséggel terhelt) megoldás, amelyek amúgy is hiteles gazdaságpolitikát visznek, és emiatt nincs is szükségük a kilépésre mint lehetőségre.

⁷ Lásd különösen a német pénzügyminiszter, Wolfgang Schäuble idevágó megjegyzését, aki a GMU egésze válság-ellenállóságának megteremtése érdekében végső esetben a kilépés lehetőségét is megnyitná azon országok előtt, amelyek „képtelenek konszolidálni a költségvetésüket és helyreállítani a versenyképességüket” (Schäuble [2010]).

sági kormányzás pontosan milyen keretek között alakítható a jövőben. Az egyik – és talán mind ez idáig legerősebb – álláspont szerint az Európai Unió működéséről szóló szerződés 125. cikke egyértelműen megtiltja az adósságfizetés bármilyen könnyítését, vagyis minden egyes bajba jutott államnak magának kell megküzdenie problémájával, ezért is nevezik azt általánosan ki nem mentési klauzulának (*no-bail-out clause*). E megközelítés szerint tehát a húsz évvel ezelőtt német kezdeményezésre létrejött tiltás magának a monetáris unió stabilitásának a záloga, ezért az kizár bármilyen segélynyújtást.⁸

Az eredeti szándék egyértelműen az volt, hogy a piacok minden egyes tagállamot annak közpénzügyi fenntarthatósága, finanszírozhatósága alapján ítéljenek meg. Ha ugyanis ez történik, akkor elkerülhetővé válik, hogy valamely tagország krízise hatással volna a GMU egészére. A tiltás ilyenformán annak beismerése is, hogy nélküle a fertőzés veszélye reális lenne. Az 1998 és 2008 között még a perifériaországokban is érvényre jutó kamatláb-konvergencia azonban azt bizonyította, hogy a nemzetközi pénzpiacok ilyesfajta szegmentálást nem végeznek, az euróban denominált állampapírokat egyformán értékelik – függetlenül a kibocsátó ország személyétől. Ez a tény mindazonáltal akár az euró sikerének is tekinthető, hiszen a befektetők egyértelműen egységes egészsként kezelték a monetáris tömböt.

Az előbbivel ellentétes álláspontot mások mellett a Bruegel Intézet munkatársai fogalmaztak meg. *Marzotto és szerzőtársai* [2010] szerint a kimentés tilalma – pontosabban ha a 125. cikket szó szerint értelmezzük, akkor az együttes felelősségvállalás tilalma (*no-co-responsibility*) – nem jelent(heti) egyben a kölcsönös segélynyújtás megtagadását (*no-assistance*) is. Az intézet álláspontja következképpen az, hogy a bajba jutott ország számára nyújtott hitel nem azonos magával a kimentéssel. Állításukat egyebek mellett azzal támasztják alá, hogy még az euróövezet tagországai is jogosultak IMF-hitelre, vagyis egyfajta szolidaritás (közvetve-közvetlenül) mégis érvényesül. Akkor miért ne lehetne ezt kiterjeszteni, és egy együttes EU–IMF-segélynyújtásként kezelni. Ez a fajta szolidaritás ráadásul most is érvényben van, csak éppen az euróövezeten kívüli országok körére szűkítetten. „[H]a egy eltéréssel rendelkező tagállam a fizetési mérlege tekintetében a fizetési mérleg egészének egyensúlyhiányából vagy a rendelkezésre álló deviza típusából adódóan nehézségekkel küzd vagy ilyen nehézségek bekövetkezése komolyan fenyegeti, ..., a Bizottság haladéktalanul megvizsgálja az érintett állam helyzetét és azokat az intézkedéseket, amelyeket ez az állam ... minden rendelkezésre álló eszközzel megtett vagy megtehet.” (Az Európai Unió működéséről szóló szerződés, 143. cikk 1. bekezdés.)

A 143. cikk tehát azért csak az euróövezeten kívüli tagállamokra vonatkozik, mert kifejezetten a fizetési mérleg problémák, valamint a saját nemzeti deviza használatával összefüggésbe hozható nehézségek kezelésére kínál megoldást, akár hitel formájában is.⁹ A Bruegel Intézet munkatársai ezért úgy látják (*Marzotto és szerzőtársai* [2010]), hogy a kölcsönös segélynyújtás leszűkítése az euróval nem rendelkező országok körére nem azért történt, mert azt a maastrichti szerződés megfogalmazáskor az alapító atyák a ki nem mentési záradékkal ellentétesnek ítélték volna, hanem azért, mert egyszerűen értelmetlennek tekintették egy monetáris unióban a tagországi fizetésimérleg-problémákat. A 143. cikk által biztosított hitelnyújtás lehetősége [143. cikk 2. c) bekezdés] ezért szerintük kiterjeszthető az EU összes tagállamára, függetlenül attól, hogy azok eurót használnak-e, vagy sem.

⁸ Lásd erről különösen a német alkotmánybíróság 1993-as döntését, illetve a német kormánynek a válság alkalmával tett különféle állásfoglalásait.

⁹ A 143. cikk alapján jutott EU-hitelhez Magyarország 2008-ban, illetve egy esztendővel később Románia és Lettország is.

A Bruegel Intézet munkatársainak elképzelése részben realitássá is vált, amikor 2010 tavaszán Görögország 110 milliárd euró értékű EU–IMF-csomagban részesült. Csakhogy az nem az idézett 143. cikk módosításával valósult meg, hanem egy másik rendelkezés, az Európai Unió működéséről szóló szerződés 122. cikkének 2. bekezdésére történő hivatkozással. E szerint ugyanis indokolt esetben – ilyennek minősül a természeti csapás vagy a tagország által nem befolyásolható rendkívüli esemény, súlyos nehézség – és szigorú feltételekhez kötötten, európai uniós pénzügyi támogatás folyósítható az érintettnek.¹⁰ A görög helyzetet ilyen „rendkívüli” és „súlyos” eseménynek minősítették a felek, és azt remélték, hogy a segítségnyújtás által helyreáll az ország pénzügyi forrásbevonási képessége.¹¹

A görög államadósság-válság kezelése tehát egyéni, *ad hoc* forgatókönyv szerint zajlott,¹² és csak azután indult meg a gondolkodás a válságrendezés intézményes kereteinek kidolgozásáról, miután a 2010 áprilisában az euróövezet pénzügyminisztereit tömörítő Eurogroup, valamint az IMF által elfogadott 110 milliárd euró értékű görög kimentés hatására sem nyugodtak meg a pénzügyi piacok, sőt Spanyolország és Portugália is kénytelen volt szembesülni a folyamatos leminősítésekkel. A gazdasági és pénzügyminiszterek tanácsa ezért előbb elismerte a fertőzés veszélyét, majd a GMU-tagállamok számára 2010. május 9-én egy *átmenetinek* szánt, (maximálisan lehetséges) 750 milliárd euró értékű, három pillérből álló pénzügyi konstrukció létrehozásáról döntött (*Ecofin* [2010]).

A legkisebb egység – mintegy 60 milliárd eurós hitelkeret – az európai pénzügyi stabilitási mechanizmus (*European Financial Stability Mechanism, EFSM*), amihez az Európai Bizottság biztosít forrást közvetlenül a pénzügyi piacokról felvett hitelek formájában. Fedezetként az EU költségvetése szolgál. Az EFSM kifejezetten azzal a céllal jött létre, hogy megakadályozza a görög államadósságszökést. A csomag legnagyobb eleme az európai pénzügyi stabilitási eszköz (*European Financial Stability Facility, EFSF*), amely hiteleket, illetve hitelgaranciákat tartalmaz. A kötelezettségvállalások maximális értéke 440 milliárd euró. A csomagot luxemburgi székhellyel bejegyzett, az euróövezet tagországai által tulajdonolt és saját apparátussal működő társaság (*special purpose vehicle*) működteti, a pénzügyi piacokon maga bocsát ki adósságpapírokat, és azt hitel formájában a bajba jutott ország rendelkezésére bocsátja. A garanciavállalások visszavonhatatlanok és feltétel nélküliek.¹³ Az előbbi két forrás összesen 500 milliárd eurónyi potenciális tőkét egészít(het) ki a harmadik pillérnek szánt IMF-kötelezettségvállalás további 250 milliárd euró értékben.

A 2010 májusában életre hívott pénzügyi stabilitási konstrukciót a felek kifejezetten *átmenetinek* szánták, mivel a tartós és intézményesített segítségnyújtást (értsd: kimentést) ellentétesnek ítélték az Európai Unió működéséről szóló szerződés 125. cikkével (ki nem mentési záradék). Az elsősorban a német kormány álláspontját tükröző vélemény az EFSF-t létrehozó tanácsi rendeletben is tükröződik, amely kimondja, hogy az alap ebben a

¹⁰ Még a görög kimentési csomag elfogadása előtt, 2010 márciusában *De Grauwe* [2010] is erre a cikkre hivatkozva érvelt az EU szolidaritásának kifejezése mellett, hangsúlyozva, hogy a kimentés tényleges akadályát nem nem jogi (mivel a segítségnyújtás szerinte sem ellentétes a ki nem mentési záradékkal), sem nem anyagi (mivel a kimentés pénzügyi terhe jelentéktelennek minősíthető az EU egészének teherbíró képességéhez viszonyítva), egyedül a politikai elhatározás hiányzik hozzá. *Losoncz* [2010] pedig e cikk kapcsán látja bizonyítottnak, hogy az EU ténylegesen sem engedi az államcsődöt, mivel a 122. cikk 2. bekezdése révén kibúvót biztosít, lehetővé téve a segítségnyújtást anélkül, hogy az a ki nem mentési záradékkal ellentétbe kerülne.

¹¹ Tanácsi rendelet (9606/2010).

¹² Miután a 2009 novemberében hivatalba lépő görög kormány a 2010. évi deficitcél 12,7 százalékra módosította, a hitelminősítők sorra rontották le az ország besorolását. A 2010. februári együttes EU–IMF delegáció a helyzetet már kifejezetten tarthatatlannak ítélte, és kérte a közszektor bérének befagyasztását, valamint az adók emelését. Ennek ellenére áprilisban előbb a deficitcél tovább nőtt (13,6 százalék) és ezzel a hosszú távú hozamok már 10 százalékon jártak, majd Görögország hivatalosan is kérte az EU-t a kimentésre. A 110 milliárd eurós kormányközi kimentési csomagért cserében jelentős megszorításokat kellett vállalnia a görög félnek.

¹³ Az EFSF-ben 16 tagország érdekelt (a GMU legújabb tagja, Észtország még nem). A kötelezettségvállalások súlyozása megegyezik az EKB tőkéjében való részesedés mértékével. Besorolása *AAA*.

formában csak három évre létesül.¹⁴ Az átmeneti jelleg egyben azt is nyomatékosítja, hogy az EFSF mentőcsomag kifejezetten a likviditási problémák kezelésére jött létre.

A kimentésben kevésbé látványos, de annál sajátosabb szerepet játszik az Európai Központi Bank. Az EKB jelenleg az európai gazdasági kormányzás egyedüli szupranacionális szerve, függetlenségét az EU alapszerződése garantálja. Az intézmény első számú célja az árstabilitás megőrzése. Ennek megfelelően azt is kimondja az Európai Unió működéséről szóló szerződés, hogy tilos az államadósság központi bank általi finanszírozása (123. cikk 1. bekezdés). Az EKB azonban többféle módon is igyekezett segíteni a stabilizációban a válság alatt. Egyrészt a bajba jutott országok kereskedelmi bankjai továbbra is viszonylag olcsón juthatnak forráshoz a monetáris politika biztosította eszközök révén.¹⁵ Másrészt a nemzeti jegybankok is folyósíthatnak likviditási támogatást saját bankjaik számára, ha a körülmények ezt indokolják (*emergency liquidity assistance*). Harmadrészt pedig az EKB maga is vásárolhat államkötvényeket a pénzpiacokon (*securities markets programme*) 2010 májusától. Az államadósság vásárlása az EKB saját felfogásában egyfajta *ultima ratio*, ami nélkül Görögországot nem rendezett államcsőd fenyegette volna (*EKB [2010a]*). Az EKB úgy ítélte meg, hogy a rendkívüli pénzpiaci körülmények egyben a monetáris transzmisszió mechanizmusát is veszélyeztetnék kezelhetetlen köz- és magáncsődök kialakulását okozva, ami általános recesszióban és válságban csapódna le. Mindez pedig a bank első számú feladatát, az árstabilitás biztosítását is veszélyeztetné.¹⁶

Az államcsőd tagadása¹⁷

Bár az Európai Unió által 2010 tavaszán életre hívott pénzügyi kimentési konstrukció csak átmeneti, jelentősége nem vitatható abból a szempontból sem, hogy lényegi változást idézett elő az európai gazdasági kormányzásban. A válságot megelőzően egyáltalán nem voltak sem intézmények, sem pedig előírások arra vonatkozóan, hogy mi a teendő egy-egy állam, illetve az EK válsága esetén. A költségvetési politika közösségi szintű szabályozásáért felelős stabilitási és növekedési egyezmény egyáltalán nem tért ki ennek szabályozására. Meglepő módon még a 2010 tavaszán és nyarán született bizottsági anyagok (lásd *EC [2010a]*, *[2010b]*, *[2010c]*) is csaknem kizárólag a válságmegelőzésre koncentráltak.¹⁸

¹⁴ Írország már ebből az alapból jutott támogatáshoz 2011 januárjában azt követően, hogy 2010 novemberében az ír kormány, valamint az EU–IMF-páros megállapodott a hitelnyújtás feltételeiről.

¹⁵ A válság idején a bankrendszer továbbra is finanszírozhatta magát az 1 százalékos hivatalos rátán. Ez pedig voltaképpen ingyenpénznek tekinthető ahhoz képest, amit például Görögország vagy később Írország és Portugália kormányai kaptak 5,5–6,5 százalékos hitelek formájában. Görögországban a GDP 40 százalékára becsülték 2010-ben a bankok ilyen típusú finanszírozását (*Gros [2011]*). Az EKB normál monetáris politikai gyakorlata csak fokozza magát a problémát *Gros [2011]* szerint, mert végső soron a rossz minőségű bankokat is előbb-utóbb a már amúgy is finanszírozási gondokkal küszködő kormányoknak kell majd átvenniük (azaz kimenteniük).

¹⁶ Az EKB mindazonáltal tagadja, hogy az államkötvény-vásárlási eszköz egyben a bajba jutott országok közadosságának monetizálását szolgálja, így annak inflációs hatásaival sem számol. A folyamatos sterilizáció miatt ezért nem is nevezi azt hivatalosan „mennyiségi könnyítésnek”, lazításnak (*Trichet [2010]*).

¹⁷ A továbbiakban kerüljük a köznyelvben meghonosodott államcsőd kifejezést. Államok ugyanis nem mehetnek csődbe abban az értelemben, ahogyan a vállalatok. Némi túlzással azt mondható, hogy a hitelezők akkor juthatnak pénzükhöz, ha az állam mint adós *hajlandó* fizetni (nem pedig *képes* fizetni). A csőd leginkább amiatt állhat elő, hogy politikailag vállalhatatlanná válik az a megszorítás, ami az adóst a fizetési kötelezettség teljesítése miatt terhelné. Államcsőd helyett adósságrendezést vagy -átütemezést (*debt rescheduling*), illetve adósságátstrukturálást (*debt restructuring*) használunk. Utóbbin érte azt a helyzetet, amikor az adós jövőbeli fizetési kötelezettségeinek jelenértéke is csökken, míg előbbi esetben csak a hitelezési feltételek (futamidő, kamatláb) változnak, de a fizetési kötelezettség jelenértéke nem.

¹⁸ Ezek a dokumentumok elsősorban a fiskális fegyelem erősítését (pontosabban a szankcionálás feltételeinek szigorítását), a fiskális koordinációt (például az európai szemeszter bevezetését), a különféle közpénzügyi (fiskális tanácsok) és egyéb intézmények (statisztikai hivatalok) szerepének tisztázását szolgálták.

A válságrendezés mechanizmusával szemben azonban számos kritika is megfogalmazható (lásd különösen *Kapoor* [2010]): jelenlegi formájában túlkomplikált, és indokolatlanul hosszú ideig tart, amíg a bajba jutott állam forráshoz jut. Előbb ugyanis maga az EFSF mentőcsomagot működtető társaság vesz fel hitelt a pénz- és tőkepiacokról, majd kétoldalú megállapodások megkötésére kerül sor az adós és a hitelező tagországok között. Ráadásul a kiegészítéshez a hitelező államok egyhangú döntése szükséges, ellentétben például az IMF válságkezelő csomagjával, ahol minősített többségi döntés is elegendő. A konstrukció kapcsán az sem egyértelmű, hogy mi történik akkor, ha egy nagyobb tagállam kényszerül az Európai Unióhoz fordulni forrásbevonásért. A 750 milliárd eurós csomag kis országok likviditási problémáira nyilván képes megoldást kínálni, de nem valószínű, hogy elegendőnek bizonyulna például Spanyolország vagy Olaszország kimentésére.¹⁹ Az ír eset ráadásul azt is megmutatta, hogy az EU–IMF-páros hitele viszonylag drága, ezért a fizetéseképtelenség kialakulásához közvetetten maga az EFSF is hozzájárulhat egyfajta önbeteljesítő proféciaaként. Nem tisztázott még az sem, hogy a viszonylag kisméretű pénzügyi csomag ellenére érvényesülhet-e kizorítási hatás a tagországi kötvénykibocsátások rovására az EFSF-mentőcsomag bevonásának hatására.

Az Európai Unió számára azonban a legnagyobb kihívás az volt, hogy az EFSF létrejöttével sem mérséklődtek érdemben a periféria országainak hozamfelárai, a pénzügyi kimentési konstrukcióra tehát a nemzetközi tőke- és pénzpiacok sem úgy tekintettek, mint a válságkezelés hiteles és végleges megoldására.²⁰ Annyiban ez nem is lehet meglepő, hogy maga a konstrukció is csak kifejezetten átmeneti időre jött létre, és mint ilyen, a likviditási gondok enyhítését vállalja. Az EFSF forrásai ezért nem is szolgálhatják a tartós szerkezeti és fenntarthatósági problémákkal küzdő országok finanszírozását.²¹ A szabályozás e sarkalatos pontja azonban legalább annyira a politikai, mint a gazdasági racionalitást követi. Fizetéseképtelenségi problémák európai uniós szintű kezelése (vagyis a bajba jutott kimentése) esetén ugyanis az euróvezet *adófitörő*nek pénzét kockáztatná a tagállamok, ahelyett, hogy az állampapírtulajdonosok, vagyis a magánszektor *hitelezői* fizetnék egy esetleges csőd költségeit.

A GMU létrejöttékor a tagállamok nem rendelkeztek arról, hogy mi a teendő államadósság-válságkor. Ezért – feltételezve, hogy az EFSF által biztosított mentőcsomag valóban csak átmeneti, és 2013-ban megszűnik – a kérdés egyenesen úgy vethető fel, hogy nem teljesítés esetén az államcsőd rendezett formában történik-e (*orderly defaults*), lehetővé téve az adósság átstrukturálását, vagy – megfelelő intézmények és mechanizmusok hiányában – az adós önkényesen és egyoldalúan mondja fel fizetési kötelezettségét (*disorderly defaults*). Utóbbi esetben – vagyis amikor az adós egyszerűen megtagadja a fizetést – azonban nemcsak a hitelező, de az adós is rosszul járhat. A hitelezők ugyanis várhatóan a jövőben sem fognak kölcsönadni az adós számára (vagy csak rendkívül drágán), mert félnek a fizetési kötelezettség újbóli egyoldalú és meglepetésszerű megtagadásától.²²

¹⁹ Spanyolországra az eurózóna államadósság-állományának mintegy 8,1 százaléka, Olaszországra 23,4 százaléka jutott 2010 végén (*EC* [2011]).

²⁰ Portugáliában 5,5 százalék, Spanyolországban 4,4 százalék, míg Írországbán 5,3 százalék volt a 10 éves államkötvények hozama 2010 nyarán (*EC* [2011]).

²¹ Szemben a vállalatokkal, illetve pénzügyi intézetekkel, az állam esetében soha sem egyértelmű annak meghatározása, hogy hol húzódik a határ a likviditási és fizetéseképtelenségi problémák között. Még ha maga az ország *ex ante* fizetőképességű is, a likviditási gondok akár maguk indukálhatnak teljes fizetéseképtelenséget. Ez az eshetőség ráadásul egy monetáris unióban hatványozottan van jelen, mivel az érintett országok elveszítik ellenőrzésüket saját valutájuk felett, nem rendelkeznek végső hitelezői intézménnyel, ezért egy esetleges likviditási krízis sokkal könnyebben csap át fizetéseképtelenségbe (*De Grauwe* [2010]).

²² Intézményesített államadósság-rendezés híján 2013 után akár az is előfordulhat, hogy az eurózóna valamely tagállama kényszerül egyoldalú, nem rendezett csőd bejelentésére. A megegyezés hiánya azért is veszélyes, mert e nélkül a kötvénytulajdonosok már az EFSF 2013. évi kifutása előtt igyekeznek megszabadulni adósságpapírjaiktól, ami arra kényszeríti az EKB-t, hogy végső mentőként ő vásárolja fel a rossz követeléseket (*De Grauwe* [2010]).

Természetesen államcsődökre korábban is volt példa, és nem csak a fejlődő, illetve felzárkózó országokban. A közép- és újkori Európa legismertebb nem fizetője Spanyolország és Franciaország volt, de a háborúk, járványok stb. miatt szinte minden európai ország kénytelen volt egyszer-egyszer államcsődöt jelenteni (*Reinhart és szerzőtársai* [2003]). A 19. századtól mindazonáltal fordulat állt be a csődtörténelemben abban az értelemben, hogy a bajba jutott adós országok megpróbálták adósságrende-zéssel megoldani a kényszerhelyzetet. A gyakorta a globalizáció első nagy hullámaként emlegetett és bizonyos megszorításokkal a GMU-hoz is hasonlítható aranystandard-rendszerben még az olyan nagy és meghatározó államok is a csődöt választották, mint Németország vagy Ausztria. E két ország az adósságátstrukturálást gyakorlatilag az árfolyamrezsimből való kilépés és a túlzott pénzkibocsátás alternatívájaként választotta. (Európai csődök és átstrukturálások történelmi visszatekintését mutatja az *1. táblázat*.) Az 1980-as években elsősorban Latin-Amerika neve forrott össze a szuverén adósságválsággal, de a „nagy mérséklet” két évtizede alatt is számos felzárkózó ország – köztük Mexikó 1995-ben vagy Oroszország 1998-ban – volt kénytelen csődöt jelenteni (*Lámfalussy* [2008]).

1. táblázat

Államadósságszűkítések és adósságátstrukturálások, 1824–2004
(magánszektor kötvényei és hitelei)

Ausztria	1868, 1914, 1932
Bulgária	1915, 1932
Görögország	1824, 1893
Németország	1932
Olaszország	1940
Moldova	2002
Lengyelország	1936, 1981
Portugália	1834, 1892
Románia	1915, 1933, 1981
Oroszország	1917, 1998
Szerbia/Jugoszlávia	1895, 1933, 1983
Spanyolország	1831, 1867, 1882
Törökország	1876, 1915, 1940, 1978
Ukrajna	1998, 2000

Forrás: Sturzenegger–Zettelmeyer [2007].

A csőd – még ha az a gyakorlatban a fizetési kötelezettség megtagadását vagy a fizetési feltételek könnyítését is jelenti – költséges. Ha ugyanis nem volna az, akkor senkinek nem érné meg visszafizetnie a felvett hitelt. A legtipikusabb költség a nemzetközi pénzpiacokhoz való hozzáférés lehetetlensége vagy a forrásbevonás megdrágulása. A nem fizetőt konkrét szankció is érheti abban az esetben, ha a csőd nem valamiféle külső sokk következménye, hanem egyszerűen a fizetés megtagadásáé (*Grossmann–Van Huyck* [1988]). *Rose* [2005] pedig a negatív kereskedelmi hatásokat hangsúlyozza.

Sturzenegger–Zettelmeyer [2007] a felzárkózó világ 1998 és 2007 közötti tucatnyi államcsődjét vizsgálva arra a következtetésre jutott, hogy az adósságrende-zés az esetek többségében sikeresnek bizonyult: csökkent az adósságráta, és széles körű támogatást élvezett az átalakítás.²³

²³ A vizsgált esetek a következők voltak: Oroszország (1998–2000), Ukrajna (1998–2000), Pakisztán (1999), Ecuador (1999–2000), Argentína (2001–2005), Gabon (1999, 2002), Seychelles (2002), Moldova (2002), Uruguay

Darvas [2011] hasonló állásponton van, kiemelve, hogy elsősorban a bizonytalanság mérséklődése az, ami jótékony hatással lehet a gazdaság egészére.

Az EU azonban az államadósságok kapcsán is újfajta kihívás elé állítja az érintetteket, mivel a bizonytalanságnak egyszerre három szintje is érvényesül a Közösségben (*Gianviti és szerzőtársai* [2010]):

1. A bajba jutott kormány hajlandósága és képessége a kötelezettségek maradéktalan rendezésére.

2. A többi kötvénytulajdonos magatartása, reakciója.

3. Az euróövezet többi tagországának, az EU egészének és az EKB pénzügyi támogatásának hajlandósága.

Az első esetben a fizetési hajlandóság – ahogyan arra a korábbiakban már utaltunk – végső soron politikai megítélés kérdése. Ha a regnáló kormány úgy véli, hogy a fizetéssel együtt járó megszorítások politikailag nem tarthatók, akkor vállalhatja a nemfizetést is, kényszerhelyzetbe hozva a hitelezőket. A második esetben egyfelől bizonytalanságot jelent az, hogy baj esetén a többi hitelező kivár-e, vagy már az első rossz hír érkezésekor megszabadul kétes befektetéseitől, és így ellehetetleníti az adóst, akinek nincsen új forrásbevonásra lehetősége. Ez tipikus esete annak, amikor egy likviditási válságból alakul ki a fizetéseképtelenségi válság. Másfelől pedig – már a csőd bejelentése után – kérdés, hogy a kötvénytulajdonosok képesek-e megegyezni az adósságrendezés feltételeiről. A kisebbség ugyanis – megfelelő szabályozás híján – fogságban tarthatja az adós és hitelezők közötti megegyezésre hajlandó többséget. Az 1990-es éveket megelőzően az adósságrendezés ezért abban az értelemben egyszerűbbnek volt tekinthető, hogy a hitelezői oldalon az államok (párizsi klub), illetve nagy befektetési bankok (londoni klub) álltak. A jelenlegi válságban azonban egy csődeljárás nagyszámú és viszonylag kisméretű kötvénytulajdonosokat találna a hitelezői oldalon, akikkel, illetve akik között a megegyezés lehetősége is jóval nehezebb.

Amiben a szokásostól eltérő modellt kínál az EU, az egy új, harmadik bizonytalansági tényező. A bizonytalanság itt az euróövezet sajátos (vagy másként hiányos) intézményrendszeréből következik: sem a bajba jutott, sem a többi tagország, sem pedig a pénzügyi piacok nem lehetnek biztosak abban, hogy a politikai szolidaritás (segítségnyújtás) vagy inkább a kimentés tilalma (és egyben a segítségnyújtás megtagadása) bizonyul erősebbnek. A tisztánlátást nehezíti, hogy a döntést a kormányköziség elvének megfelelően az Európai Tanácsban a kormány- és államfők rendre politikai alkukban formálják, ezért a döntések nem is függetleníthetők a rövid távú politikai céloktól.

Nem véletlen, hogy már magának a görög államadósság-válságnak a kezelése is rögtönzésekre épült, és hogy további fél esztendőre volt szükség ahhoz, hogy az EU vezetői belássák: ha már egyszer szükség van a gazdasági kormányzás rendszerének átalakítására egy esetleges csőd lehetősége (illetve annak externális hatásai) miatt, akkor az rendezett formában valósuljon meg. Az állam- és kormányfők belátták, hogy bár az EFSF-mentőcsomag hasznos lehet az átmeneti likviditási gondok orvosolásában, de a tartós, szerkezeti problémák kezelésére olyan államszűkítési eljárásra van szükség, ami rendezett formában, előre rögzített szabályokhoz kötötten teszi lehetővé az adósságrendezést. Német kérésre és francia támogatással a tagállamok vezetői 2010 októberében arról állapodtak meg, hogy 2013-tól egy állandó (államadósság)válság-rendezési mechanizmust hoznak létre, megteremtve ezzel az euróövezet jövőbeli pénzügyi stabilitását (*European Council* [2010a]).²⁴

(2003), Paraguay (2003), Dominika (2004), Dominikai Köztársaság (2005), Grenada (2005), Belize (2006–2007), Antigua (2006–2007).

²⁴ A Herman van Rampuy európai tanácsi elnök vezette munkabizottság 2010. október 21-i jelentésében már egyértelműen a fertőzés veszélyének elismeréséről beszélt, és hangsúlyozta, hogy még ha csak egyetlen országban is jelentkeznek pénzügyi problémák, az az EU egészét fenyegeti (*Strengthening economic...* [2010]). A je-

A megoldás egy olyan kétpilléres mechanizmus (európai stabilitási mechanizmus) lett, ami egyfelől lehetővé teszi a közvetlen pénzügyi segítségnyújtást,²⁵ valamint – indokolt esetben – biztosítja a rendezett adósságátstrukturálás lehetőségét is.²⁶ Az invenciónak azonban szigorú feltételeket is szabtak: csak minimális mértékű alapszerződés-módosítás lehetséges, továbbra sem sérthető meg a ki nem mentési záradék, valamint a szerződés-módosítás szükséges ratifikálását 2013 közepéig le kell zárni.²⁷

A „minimális mértékű” módosítás azt jelentené, hogy a csak euróövezet tagországokra vonatkozó 136. cikk oly módon változik, hogy kiegészül a következőkkel:

„Azok a tagállamok, amelyek eurót használnak, létrehozhatnak egy stabilitási mechanizmust, amelynek aktiválására csak elkerülhetetlen esetben kerülne sor azért, hogy megőrizhető legyen az euróövezet egészének stabilitása. Bármilyen pénzügyi segítségnyújtásra csak szigorú feltételek mellett kerülhet sor.” (*European Council* [2011]).

A szövegben tehát egyértelművé válik, hogy 1. csak akkor alkalmazható az állandó mechanizmus, ha a tagállamot elérő államadósság-válság az övezet egészét is veszélyezteti, azaz reális a fertőzés kockázata, valamint 2. ha a támogatásért cserébe az adós szigorú feltételeknek tesz eleget. Csak e két kikötés esetén biztosítható ugyanis, hogy a módosítás nem ellentétes a ki nem mentési klauzulával.²⁸

Egy állandó válságrendezési mechanizmus életbeléptetése azonban újabb kihívás elé állítja az Európai Uniót. Olyan megoldásra van ugyanis szükség, ami nem erősíti tovább a rendszerben meglévő erkölcsi kockázatot. A GMU indulása előtti időszakban az adósságrendezési mechanizmus bevezetése elleni egyik legfőbb érv éppen az volt, hogy az egyre nagyobb mértékű eladósodásra ösztönözheti a tagállamokat. A kamatláb-konvergencia miatt olcsóbbá vált finanszírozási lehetőségek már amúgy is többletköltekezésre készítettek, amit Görögország esete igazol. Félő, hogy egy rendezett formában megvalósuló adósságrendezés mindezt csak tovább erősítené. Egy ilyen mechanizmusnak ezért egyszerre kell támogatnia, segítenie a bajba jutottat, de kellőképpen elrettentenie is az alkalmazástól.

Kérdés természetesen, hogy mitől lehet egy csődeljárás az adós számára elrettentő. A gyakorlatban ezt a kimentéshez csatolt szigorú (elrettentő) feltételek teremthetik meg, ami az Európai Unió esetében egyfelől egy szigorú közadósság-fenntarthatóság vizsgálatot,

lentés voltaképpen annak a beismerése, hogy a hatályos alapszerződés gazdaságpolitikai fejezete és a stabilitási és növekedési egyezmény sem volt képes meggyőződen elejét venni az euró-fogolydilemma kialakulásának és a potyázás beágyazódásának (lásd bővebben *Benczes* [2011]). Felhívta a tagállamok figyelmét arra, hogy kezelni kell a GMU-ban fellépő erkölcsi kockázatot, és úgy kell erősíteni a különféle ösztönzőket, hogy a tagok felelős gazdaságpolitikát folytassanak, a pénzügyi szereplők pedig felelősségteljes módon hitelezzenek. A német–francia tandem voltaképpen erre rímelve vetette fel egy héttel később, október 28-án az adósságrendezés mint lehetőség intézményesítését. A német kormány gyakorlatilag csak azzal a feltétellel volt hajlandó támogatni az EFSF-mentőcsomag (vagy utóda) állandóvá tételét, ha azt kiegészíti, támogatja egy államcsőd-eljárási mechanizmus.

²⁵ *Gros–Mayer* [2010] már a válság indulásakor is egy ilyen európai monetáris alap felállítása mellett érvelt.

²⁶ Az európai stabilitási mechanizmusról 2010. november 28-án állapotok meg először a pénzügyminiszterek (*Eurogroup* [2010]). December 16-án pedig arról is megállapodás született, hogy milyen szövegszerű változtatásokra lenne szükség az alapszerződésben (*European Council* [2010b]). A módosítást lehetővé tevő formális döntés pedig a márciusi európai tanácsi csúcson született meg (*European Council* [2011]).

²⁷ Az alapszerződés módosítására az Európai Unióról szóló szerződés 48. cikkének 6. bekezdése alapján nyílik lehetőség, amely úgy rendelkezik, hogy az Európai Tanács egyhangú állásfoglalása esetén – konzultálva az Európai Parlamenttel, a Bizottsággal és bizonyos esetekben az EKB-val – kezdeményezhető az alapszerződés megváltoztatása. Az ilyen döntés azonban nem növelheti az EU hatáskörét a tagok rovására, és feltétele a nemzeti elfogadás összhangban azok alkotmányával.

²⁸ A kiegészítés révén létrejövő állandó stabilitási mechanizmus elvben már 2013 közepétől működne, a szerződés-módosítás pedig már 2013. január 1-jétől életbe lépne. Ehhez azonban arra is szükség van, hogy 2011 tavaszán meginduljanak a tárgyalások az érintett felekkel, majd pedig beinduljon a nemzeti ratifikáció folyamata. A módosítás egyszerűen szükségletlenné teszi a korábban már hivatkozott és jelenleg is alkalmazott, az Európai Unió működéséről szóló szerződés 122. cikkének 2. bekezdésére történő, vagyis a rendkívüli helyzetekre történő hivatkozást.

másfelől pedig szigorú kiigazítási programot jelent majd.²⁹ A hangsúly azon lesz, hogy megpróbálják kideríteni: likviditási vagy fizetőképességi válság fenyegeti-e az érintett tagállamot. Ezt úgynevezett adósság-fenntarthatósági elemzésekkel fogják vizsgálni, bevonva az Európai Bizottságot, az EKB-t és az IMF-et.

A közadósság fenntarthatósági vizsgálata azért válik különösen fontossá, mert ez alapján dől el az is, hogy konkrétan milyen formában kerülhet sor a magánszektor bevonására. A bevonásnak ugyanis kétféle módja lehetséges. Ha a vizsgálatok azt mutatják, hogy a vállalt kiigazítási programmal biztosítható a fenntarthatóság, akkor az érintett országnak arra kell törekednie, hogy a magánbefektetők továbbra is jelen legyenek az országban, és a finanszírozásban ők játsszák a meghatározó szerepet.³⁰ Ha azonban a fenntarthatósági vizsgálatok azt mutatják, hogy nem képzelhető el a fenntartható pályára való visszatérés (vagyis nem likviditási, hanem fizetőképességi válság fenyeget),³¹ akkor az érintett államnak csak akkor lehet esélye pénzhez jutni az európai stabilitási mechanizmusból, ha hiteles tervvel áll elő a magánszektor bevonására. Ez gyakorlatilag az adósság átütendezését jelenti.³²

A fizetőképességi válság esetén elvben két, egymást kizáró csődeljárási mechanizmus alkalmazására is lehetőség lenne. Az egyik egy kötelező és centralizált rendszerben működő konstrukció, élén egy adósságrendezési hatósággal. Erre kínált példát korábban az IMF, de a kezdeményezés nem talált érdemi visszhangra (*Krueger* [2002]). A másik lehetőség egy decentralizált, a piaci szereplők aktív közreműködésére építő megoldás. Az EU e második változat – az átfogó adósságrendezés a magánszektor bevonásával – irányába indult el. Eszerint 2013 júniusától minden új állampapír-kibocsátásba kollektív fellépési záradékot (*collective action clause*) építenek be, azonos feltételekkel. A hitelezők e szerint minősített többséggel megállapodhatnak az adóssal a feltételek megváltoztatásáról, ami a futamidő meghosszabbításától vagy a kamatlábak mérséklésétől akár a fizetési moratóriumig is terjedhet. A szabályozás lehetővé teszi, hogy ne jöhessen létre zsaroló kisebbség, a többség megállapodása ugyanis a hitelezők összességét arra kötelezi, hogy elfogadják az új törlesztési feltételeket.

Az általános érvelés szerint a magánszektor bevonásával elérhető, hogy a befektetői döntésekben erőteljesebben érvényesüljön a fenntarthatóság követelménye. Az erősödő pénzpiaci szigor pedig közvetlenül is megjelenik: az emelkedő kamatlábak miatt a kormányok jobban meggondolják, hogy érdemes-e nem fenntartható közpénzügyeket vinni. Mindez azonban paradox helyzetet teremthet. A konstrukció ugyanis egyfelől azt várja a piacoktól, hogy szigorú értékítéletüknél fogva stabilizáló szerepet játszanak. Másfelől azonban arra kényszerítené őket, hogy baj esetén maguk is részesedjenek a költségek-ből, destabilizálva ezzel a pénz- és tőkepiacokat, mert ilyen feltételek mellett valószínűleg az érintettek inkább szabadulni kívánnak majd a kockázatosnak ítélt állampapíroktól. *De*

²⁹ Lásd részleteiben *European Council* [2011].

³⁰ Ez az úgynevezett bécsi kezdeményezés (*Vienna Initiative*). A közép-kelet-európai régiót megrengető válság idején kérdés volt, hogy a régióban jelen lévő külföldi tulajdonú bankok meddig hajlandók hitelezni a bajba jutott országokat, megjelenítve a *Gianviti és szerzőtársai* [2010] alapján korábban modellezett (a hitelezők reakciói alapján fellépő) bizonytalanságot. Az IMF ezért mint koordinátor lépett fel, egy asztalhoz ültetve a külföldi befektetőket. A nemzetközi pénzügyi sikerrel győzte meg a befektetőket arról, hogy ha egyikük sem hagyja el a régiót, akkor a végén nem kell számolni fizetéseképtelenségi válsággal és indokolatlan veszteségekkel sem. A megállapodás eredményeként az érintettek az IMF hiteleit banki feltőkésítésre nem, hanem a folyó fizetési mérlegnek, illetve az államháztartás hiányának mérséklésére fordíthatták.

³¹ A 2012-ben várható bruttó adósságállományok a válsággal sújtott országokban (a GDP arányában): 161,1 százalék Görögországban, 119,8 százalék Olaszországban, 117,9 százalék Írországban, 107,4 százalék Spanyolországban és 71 százalék Portugáliában. *Reinhart–Rogoff* [2010] nagymintás becslései alapján a perifériális (fel-emelkedő) államokban a GDP 80–90 százalékára rúgó adósságállomány már egyértelműen veszélyzónára utal. A GMU bajba jutott tagállamai esetében ezért indokolt felvetni, hogy azok nem likviditási válságban vannak, hanem – megfelelő lépések hiányában – gyakorlatilag nem fizetőképesek.

³² Az adósság nettó jelenértékének csökkentésére csak mint utolsó lehetőség van mód, a feleknek előbb a feltételek (futamidő, kamatláb) módosításáról kell tárgyalniuk.

Grauwe [2010] szerint ezért sem működött eddig még globális szinten a rendezett csőd-eljárás mechanizmusa.

Nyilvánvalóan politikai döntés született akkor, amikor az állam- és kormányfők egyben azt is kikötötték, hogy mivel a rendezett csőd-eljárás esetében végső soron megmentésről van szó, ezért kitéüntetett hitelezői státust élvez az európai stabilitási mechanizmus a többi hitelezővel szemben (kivéve az IMF-hitelt, amihez képest az európai stabilitási mechanizmus alárendelt lesz). A magánszektor államkötvény-vásárlásai tehát másodrendűek lesznek az európai stabilitási mechanizmus hitelekhez képest, jelezve, hogy a kimentés nem veszélyeztetheti az európai uniós adófizetők pénzét: a csőd kockázatának költségeit az egyéb (magán) befektetőknek kell vállalniuk. Bár az elvi álláspont itt sem feltétlenül vitatható, kérdéses azonban, hogy ilyen feltételek mellett milyen költséggel lesznek képesek a bajba jutott államok finanszírozni magukat a piacról (ha erre egyáltalán módjuk lesz). Ha ugyanis csak a magánhitelezőknek kell kockáztatniuk befektetéseiket, akkor nyilván a kockázati felárak is e szerint fognak alakulni.

Ráadásul a válságot megelőző években az európai gazdasági kormányzási rendszer egyik legnagyobb gyengesége éppen az volt, hogy a túlzottdeficit-eljárás megindításáról, illetve a szankcionálásról való döntés olyan politikai alkukban érlelődött, amelyek rendre megakadályozták – különösen a nagy országokra vonatkozóan – az elmarasztaló ítéleteket. A „bűnelkövetők” nem voltak hajlandók más „bűnelkövetők” ellen szavazni a tanácsi döntések során (*Csaba* [2006]). A büntetésre vonatkozó döntésekben ráadásul maga a vétkes tagállam is részt vett, ami nyilván nem szolgálta a stabilitási és növekedési egyezmény hitelességét.³³ Minden bizonnyal a 2013-ban induló új stabilitási mechanizmus döntéseit sem könnyíti meg, hogy az európai stabilitási mechanizmus egyfajta kormányközi intézmény, így az irányítására létrehozandó kormányzótanács tagjai is ugyanúgy a GMU-tagállamok pénzügyminiszterei lesznek, akik a hiteltelelné vált túlzottdeficit-eljárásban is illetékesek voltak.³⁴ További hitelességi problémát okozhat, hogy a tagoknak teljes egyetértésben kell dönteniük a pénzügyi támogatás megítéléséről, a támogatás feltételeinek meghatározásáról, az európai stabilitási mechanizmus hitelezési kapacitásának meghatározásáról és a felhasználható instrumentumok körének esetleges megváltoztatásáról.³⁵

Dilemmák, kihívások

A közgazdaság-tudomány „lehetetlen hármasai” esetében a konfliktust az okozza, hogy a megjelölt három cél egy időben való követése nem megoldható. Ahhoz, hogy a háromból kettő elérhetővé váljék, az egyiket szükségszerűen fel kell áldozni. A politikai döntéshozók felelőssége abban áll, hogy megtalálják azt a kombinációt, ami a közösség jólétét növeli. Az Európai Unió két évtizeddel ezelőtt már szembesült ilyen választási kényszerrel. Akkor a felek a nemzeti monetáris politika autonómiájának feladása mellett döntöttek a tőke szabad áramlásának, valamint az árfolyamok végleges rögzítésének és az egységes

³³ A hitelesség megőrzése érdekében az Európai Bizottság 2003-ban egészen odáig ment el, hogy beperelte az Európai Bíróságnál az EU gazdasági és pénzügyminisztereit tömörítő Ecofint (lásd bővebben *Rácz* [2004]).

³⁴ A szavazati joggal rendelkező Ecofin tanácsi tagok mellett helyet kap a Bizottság (Ecfín) vezetője és az EKB elnöke, ám nekik csak megfigyelői státusuk lesz.

³⁵ A 700 milliárd eurós tőkével felállítandó európai stabilitási mechanizmus a legmagasabb besorolást célozza meg a hitelminősítőknél. Körülbelül 500 milliárd euró effektív hitelezési kapacitásából 80 milliárd lesz a tényleges befizetés (öt egyenlő részletben teljesítve azokat), a többről pedig a felek folyamatos egyeztetések során, egyszerű többséggel határozhatnak, valamint garanciát vállalhatnak. A hitelezési kapacitást azonban legalább ötévente felülvizsgálják. A forrásokból az európai stabilitási mechanizmus alapesetben hitelt nyújt a bajba jutottnak (*ESM stability support*), de kivételes esetben államkötvény-vásárlást is kezdeményezhet az elsődleges piacon (*primary market support facility*). (Lásd részletesen *European Council* [2011].)

valutára történő átállásnak megteremtésével. Az akkori lépés egyben az európai integráció mélyülését is jelentette.

A 2008-ban Európát is elérő pénzügyi és adósságválság most újabb kényszerhelyzetet teremtett. Világossá vált, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió azon három elvi pillére, amelyek a kilépés, a kimentés és az államcsőd lehetőségeinek együttes tagadására épültek, nem tartható. A görög kimentéssel, majd az ír és portugál válságrendezést lehetővé tevő Európai Pénzügyi Stabilitási Mechanizmus felállításával a tagok már elismerték, hogy a GMU korábban megálmodott struktúrája hibás, nem fenntartható, ezért azt újra kell tervezni. Mindez azonban csak úgy lehetséges, ha véglegesen feloldják a hármas tiltás tarthatatlanságát. Változás hiányában ugyanis tartóssá válna a rendszer instabilitása, ami az új európai pénzügyi konstrukció létjogosultságát is megkérdőjelezné.

A megoldás azonban most sem nevezhető szokványosnak. Ahelyett, hogy a Közösség feláldozná az egyik elvi pillért a másik kettő teljes értékű érvényre jutása érdekében, mind a kimentés, mind pedig az államcsőd tagadásán igyekezik enyhíteni. A 2013 nyarától működő sajátos, hibrid rendszerben (azaz kimentés) annak jár majd segítség, aki – szükség esetén – hajlandó akár az adósságrendezésnek is alávetni magát.³⁶ A hazai választók felhatalmazásával hatalomra jutott politikusok tehát láthatóan csak akkor hajlandók saját polgáraik adóbefizetéseit kimentésre fordítani, ha garantálható a teljes visszafizetés. Ez azonban csak úgy lehetséges, ha egy esetleges adósságátütemezés költségeit az a magánszektor állja majd, amelytől Európa egyszerre várja az állampapírpiacon stabilizálását, a túlzott költekezésbe menekülő tagállamok megfegyelmezését és baj esetén az adósságrendezésben való részvételt.

Kérdés azonban, hogy a konstrukció valóban megnyugtatóan rendezi-e a GMU kormányzásának eddigi hibáit, és helyreállítja-e a monetáris unió hitelességét, illetve az euró iránti bizalmat. Írországon vagy Spanyolországban szigorú fiskális politika érvényesült a válságot megelőzően. Ami ma tehát az állam adósságválsága, az korábban jellemzően a magánszektor (megtározóan a bank- és az ingatlansector) válsága volt ezekben az országokban. Ha Európa vezető politikusai már a Lehmann Brothers 2008. őszi csődjénél nem úgy foglalnak állást, hogy minden ország maga köteles helyt állni saját bankjai feltőkésítéséért, akkor ma valószínűleg nem is volna a periféria országaiban ilyen nagyságrendű államadósság-válság. A banki portfóliók tisztítása történhetett volna egy közös mentési alaptól, sőt a magánszektor bevonására is mód nyílhatott volna egy európai szintű banki adósságrendezés (csődeljárás) keretében.³⁷ Mindaz, amit Európa politikusai 2008 őszen feleslegesnek, sőt a pénzügyi rendszer egésze szempontjából egyenesen veszélyesnek tartottak, most kényszerre vált az állameladósodás miatt.³⁸

Monetáris unió nélkül a kimentésben természetesen jelentős szerepet vállalhatnának a központi bankok is. A GMU-ban azonban nem léteznek nemzeti jegybankok, azaz nincsen olyan végső hitelező, amely a likviditási problémák enyhítését vállalhatná. A végső ments-

³⁶ Valójában már a 2011. júliusi európai tanácsi csúcson megszavazott újabb görög mentőcsomag is egy ilyen hibrid megoldásnak tekinthető. Az állam- és kormányfők az EFSF-mentőcsomagon keresztül nyújtandó újabb hitelről állapodtak meg, meghosszabbítva a futamidőt, illetve jelentősen mérsékelve a hitelkamatot. Az adósság feltételeinek könnyítésén túl a megállapodás a magánszektor bevonásáról is határozott: 2011 és 2019 között a magánszektor mintegy 106 milliárd euró értékben járul hozzá a kimentéshez (*Ecofin* [2011]). A felek ugyan hangsúlyozták, hogy mindez nem tekinthető államcsődnek, ugyanakkor a korábbiakban használt definíció szerint ez legalábbis részleges adósságrendezésnek tekinthető.

³⁷ *Darvas* [2011] a görög államcsőd lehetőségét elemezve kiemeli, hogy sokan éppen azért nem tartják vállalhatónak a görög államcsődöt, mert ezáltal a görög bankrendszer is megroppanna. Véleménye szerint pusztán ezen az alapon azonban nem szabadna elutasítani a görög államadósság átstrukturálását, hanem célszerű volna megerősíteni a görög bankrendszert, akár úgy is, hogy erősebb európai intézetek veszik át azokat.

³⁸ Ez egyben azt a korábbiakban megfogalmazott tételt is bizonyítja, miszerint az EU egész fejlődése a különféle külső sokkokra történő reagálási kényszerek sora. Jelen helyzetben a legnagyobb – már rövid távon is jelentkező – kihívást a szabályozási rendszer átalakítása jelenheti.

vár szerepét – helyesen – az EKB sem játszhatja el a Gazdasági és Monetáris Unióban, annak ugyanis a GMU egészének biztonságát kell szem előtt tartania. Ha az EU döntéshozói idővel mégis úgy döntenének, hogy az EKB-nak jóval nagyobb szerepet kell vállalnia a kimentésben, akkor ennek feltételül kellene szabni a mostaninál jóval szigorúbb költségvetési politikai gyakorlatot is. Akár egy európai szintű fiskális tanács mint nemzetek feletti intézmény segíthetné az EKB munkáját, elsősorban azzal az igénnyel, hogy utóbbi a kimentések ellenére is hiteles maradjon.³⁹

A legnagyobb kihívást azonban az „alacsony növekedés–magas államadósság” párosa okozza, ami nem független a versenyképességi torzulásoktól.⁴⁰ Még ha az adósságdinamikát képesek is időlegesen megtörni az érintett államok, kérdés, hogy a versenyképességben is sikerül-e javulást elérniük, vagy pedig már középtávon is újratermelődik a nem fenntartható adósságszint. Az európai uniós elképzelések szerint ugyan a fiskális kiigazítás mellett kimentés esetén átfogó makrogazdasági programról is megállapodás születik, ám a közelmúlt tapasztalatai azt mutatják, hogy ezek hitelessége azon múlik, hogy a gazdaság átszervezése a politikai ciklusokon átívelő, a társadalom széles rétegei által támogatott konszenzust élvez-e.

Hivatkozások

- BENCZES ISTVÁN [2011]: Fiskális fegyelem. Válság előtt – válság után. Megjelent: *Muraközy László* (szerk.): 20 év múlva. Akadémiai Kiadó, Budapest, 150–184. o.
- CSABA LÁSZLÓ [2000]: A rendszerváltozás gazdaságtana. Új lehetetlenségi tétel felé? *Külgazdaság*, 44. évf. 6. sz. 4–19. o.
- CSABA LÁSZLÓ [2006]: A stabilitási és növekedési egyezmény új politikai gazdaságtanáról. *Közgazdasági Szemle*, 53. évf. 1. sz. 1–30. o.
- DARVAS ZSOLT [2011]: Debt Default by EU Government? Messy, but Probably Not the End of the Eurozone. *European Affairs*, The European Institute, április.
- DE GRAUWE, P. [2010]: The Greek Crisis and the Future of the Eurozone. *Euro Intelligence*, március 11.
- DE GRAUWE, P. [2011]: The Governance of a Fragile Eurozone. University of Leuven–CEPS, április.
- EC [2010a]: Commission Communication of 12 May 2010 on Reinforcing Economic Policy Coordination. Európai Bizottság, május 12.
- EC [2010b]: Commission Communication of 30 June 2010 on Enhancing Economic Policy Coordination for Stability, Growth and Jobs – Tools for Stronger EU Economic Governance. Európai Bizottság, június 30.
- EC [2010c]: A New EU Economic Governance – A Comprehensive Commission Package of Proposals. Európai Bizottság, szeptember 29.
- EC [2011]: Statistical Annex. *European Economy*. Európai Bizottság, tavasz, Brüsszel.
- ECOFIN [2010]: Council of the European Union. Council conclusions. Ecofin Extraordinary Meeting, május 9–10., Brüsszel.
- ECOFIN [2011]: Statment by the Heads of State or Government of the Euro Area and EU Institutions, július 21., Brüsszel.
- EKB [2010a]: Decision of the European Central Bank of 14 May 2010 establishing a securities markets programme. *Official Journal of the European Union*, ECB/2010/5, 2010/281/EU.
- EKB [2010b]: Reinforcing Economic Governance in the Euro Area. *European Central Bank*, június 10.
- EUMSZ [2010]: Az Európai Unió működéséről szóló szerződés egységes szerkezetbe foglalt változata. HL C 83/47. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:0047:0200:hu:PDF>.

³⁹ Hasonló igénnyel lép fel maga az EKB [2010b] is.

⁴⁰ Ezen összefüggésekről kínál részletes áttekintést *Török* [2010].

- EUROGROUP [2010]: Statement by the Eurogroup. Brüsszel, november 28.
- EUROPEAN COUNCIL [2010a]: European Council conclusions, október 28–29.
- EUROPEAN COUNCIL [2010b]: European Council conclusions, december 16–17.
- EUROPEAN COUNCIL [2011]: European Council conclusions, március 24–25.
- GIANVITI, F.–KRUEGER, A. O.–PISANY-FERRY, J.–SAPIR, A.–VON HAGEN, J. [2010]: A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal. Bruegel Blueprint Series, X.
- GROS, D. [2011]: Neither a Borrower, Nor a Lender Be. CEPS Commentary, március 18.
- GROS, D.–MAYER, T. [2010]: Towards a Euro(pan) Monetary Fund. CEPS Policy Brief 202.
- GROSSMAN, H. I.–VAN HUYCK, J. B. [1988]: Sovereign Debt as a Contingent Claim: Excusable Default, Repudiation, and Reputation. *American Economic Review*, Vol. 78. No. 5. 1088–1097. o.
- JUNCKER, J.–C.–TERMONTI, G. [2010]: E-Bonds Would End the Crisis. *Financial Times*, december 5.
- KAPOOR, S. [2010]: Building a Crisis-Management Framework. *Euro Area Governance: Ideas for Crisis Management Reform*. European Parliament – Policy Department A: Economic and Scientific Policy.
- KRUEGER, A. O. [2002]: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring. IMF Washington D.C. április 16.
- KUTASI GÁBOR [2010]: Monetáris hatásosság közösségi szinten. *Közgazdaság*, 5. évf. 4. sz. 105–116. o.
- LÁMFALUSSY SÁNDOR [2008]: Pénzügyi válságok a fejlődő országokban. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- LOSONCZ MIKLÓS [2010]: A globális pénzügyi válság és az Európai Unió. *Pénzügyi Szemle*, 55. évf. 4. sz. 765–780. o.
- MARZINOTTO, B.–PISANY-FERRY–J. SAPIR, A. [2010]: Two Crises, Two Responses. Bruegel Policy Brief, 1. <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/392-two-crises-two-responses/>.
- MUNDELL, R. A. [1968]: *International Economics*. MacMillan, New York.
- RÁCZ MARGIT [2004]: A stabilitási és növekedési paktum érvényesítésének problémái és a lehetséges megoldás körvonalai. *Közgazdasági Szemle*, 54. évf. 10. sz. 970–986. o.
- REINHART, C.–ROGOFF, K. [2010]: *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.
- REINHART, C.–ROGOFF, K.–SAVASTANO, M. [2003]: Debt Intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity*. Vol. 1. No. 1. 1–174. o.
- RODRIG, D. [2002]: Feasible Globalizations. NBER Working Paper, 9129.
- ROSE, A. K. [2005]: The Foreign Service and Foreign Trade. *World Economy*, Vol. 30. No. 1. 22–38. o.
- SCHÄUBLE, W. [2010]: Why Europe's Monetary Union Faces Its Biggest Crisis? *Financial Times*, március 11.
- STURZENEGGER, F.–ZETTELMEYER, J. [2007]: *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crisis*. MIT Press, Cambridge MA.
- SUMMERS, L. [1999]: Reflections on Managing Global Integration. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13. No. 2. 3–18. o.
- STRENGTHENING ECONOMIC... [2010]: Strengthening economic governance in the EU. Report of Task Force to the European Council, Brüsszel, október 21.
- TÖRÖK ÁDÁM [2010]: Költségvetési politika a fenntartható növekedés szolgálatában. *Pénzügyi Szemle*, 55. évf. 4. sz. 720–726. o.
- TRICHET, J.-C. [2010]: Interview with Jean-Claude Trichet, President of the ECB, and *Handelsblatt*. Készítette: *Kurm-Engels M.–Hoffbauer, A.* május 12. <http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100514.en.html>.
- VIGVÁRI GÁBOR [2011]: Governance in the European Union. Applying the Trilemma of Global Politics. B&ESI konferencia, Split, július 6–9. kézirat.