Tanulságok az Európai Unió válságkezelésének vizsgálatából

Doktori értekezés

Témavezető:
Dr. Pelle Anita
egyetemi docens
Szegedi Tudományegyetem
Gazdaságtudományi Kar

Készítette:
Végh Marcell Zoltán
Szegedi Tudományegyetem
Közgazdaságtani Doktori Iskola

Szeged, 2020

Köszönetnyilvánítás **3**
1. Bevezetés, a dolgozat felépítése **4**
2. A válságkezelés elmélete és gyakorlata **8**
2.1. A válságkezelés elméleti megközelítése 10
2.1.1 Üzleti ciklusok és válság 10
2.1.2. Keynesista és monetarista válságkezelés 11
2.1.3. Mit jelent a túlzott eladósodottság és hogyan kezelhető? 14
2.2. A 2008-ban kitört globális pénzügyi válság **18**
2.2.1. Piaci vagy szabályozói tévedés-e a válság? 18
2.2.2. További elméleti magyarázatok a válság kialakulására 21
2.3. Az EU válságának előzményei, a belső egyensúlytalanságok felépülése 25
2.3.1. Hogyan segíti a válság megértését az optimális valutaövezetek elmélete? 25
2.3.2. Miképp mélyíthette el a közös intézményrendszer a válságot? 28
2.3.3. Hogyan épültek ki a belső, makrogazdasági egyensúlytalanságok? 31
3. A válság lefolyása az EU-ban **39**
3.1. A bankválság és Az európai gazdasági fellendülés terve 39
3.2. Gazdasági válság és romló költségvetési pozíciók 47
3.3. A megszorítások időszaka és az államadósság-válság 54
3.4. Elhúzódó stagnálás és politikai válság 66
4. Az EU intézményrendszerének változása **74**
4.1. A gazdasági kormányzás fejlődése a válságot követően 74
4.1.1. A stabilitási és növekedési paktum létrejötte 75
4.1.2. A válságra adott reakciók 76
4.1.3. Sikertelen reformkísérletek és távlati célok 84
4.2. Nemzetközi pénzügyi segítség, a közös európai pénzalapok létrejötte 88
4.2.1. Az első nemzetközi pénzügyi kimentések 89
4.2.2. Pénzügyi kimentés az eurózónában 94
4.2.3. A közös európai pénzalapok 96
4.3. Az Európai Központi Bank a válságkezelésben 100
4.3.1. Az európai jegybank létrejötte 101
4.3.2. Első reakciók a válságra 105
4.3.3. Repóügyletek és értékpapír-piaci részvétel 108
4.3.4. Harc az infláció ellen: bankfelügyelet és mennyiségi lazítás 113
5. A válság hatásainak tagállami szintű elemzése **119**
5.1. Alkalmazott módszertan 120
5.2. Mely tagállamok nyertesei és vesztesei a válságidőszaknak? 121
5.2.1. A bruttó hazai jövedelem és a munkanélküliség változásának vizsgálata 121
5.2.2. A maastrichti konvergenciamutatók alakulásának vizsgálata 125
5.3. A makrogazdasági egyensúlytalansági eredménytábla szerepe a válságkezelésben 131
5.3.1. A tagállamok teljesítményének vizsgálata az MIP szerint 131
5.3.2. A makrogazdasági egyensúlytalansági eljárás fegyelmező ereje 134
5.3.3. Az MIP indikátorainak statisztikai vizsgálata 136
5.3.4. Az elemzési keretrendszer egyes tagállamokra vonatkozó tanulságai 142
6. Összegzés, főbb eredmények **153**
Irodalomjegyzék **160**
Ábrajegyzék **173**

Köszönetnyilvánítás

A disszertáció megírását képtelen lettem volna megvalósítani azon személyek nélkül, akik képeztek, oktattak, inspiráltak és esetenként példaképpé váltak számomra az évek során. Kiemelten szeretném megköszönni kiváló oktatóimnak, Máder Attilának, Deák Istvánnak, Bajmóczy Zoltánnak, valamint Imreh Szabolcsnak az éveken át tartó mentorálást és iránymutatást. Emellett hálásan köszönöm a Doktori Iskola inspiráló oktatóinak, kiváltképp Voszka Évának és Kovács Árpádnak a magas szintű szakmai képzést és iránymutatást a gazdaságpolitika területén. Továbbá, hálával tartozom Oláh Jánosnak és Szépkúti Istvánnak, hogy a közgazdász pálya irányába terelt. Természetesen a legnagyobb köszönettel kiváló doktori témavezetőmnek, Pelle Anitának tartozom, a dolgozattal megpróbálva megköszönni a 2010 óta tartó pótolhatatlan támogatást és iránymutatást.

A doktori iskolás hallgatótársaim közül Czékus Ábelnek, Fodor Renátának, Kuruczleki Évának és London Andrásnak tartozom külön elismeréssel. Ezen felül köszönöm a bátorítást Corvinusos oktatótársaimnak: Dudás Leventének, Czakó Erzsébetnek, Kozma Miklósnak, valamint demonstrátoraimnak, Buczi Tamásnak és Fejes Balázsnak, akikkel együtt kíséreltük meg az egyetemi oktatóvá válást. Az írás aligha fejeződött volna be olyan inspiráló irodalmi alakok munkái nélkül, mint Ernest Hemingway, Albert Camus vagy Charles Bukowski.

Köszönettel tartozom Gábor Dórának a végtelen mennyiségű szerkesztési segítségért, támogatásért, türelemért. Végül köszönöm a töretlen biztatást a családomnak és közeli barátaimnak, illetve mindenkinek aki végig hitt bennem, valamint azoknak is, akik nem.

1. Bevezetés, a dolgozat felépítése

A gazdasági válságok vizsgálata évszázadok óta foglalkoztatja a közgazdaságtudományt. A jelenségek minél mélyebb megértése kulcsfontosságú, főként azok teljes társadalmat érintő, esetenként sokkoló nagyságrendű pénzügyi, szociális, társadalmi hatásai miatt. A gazdasági válságok mechanizmusainak ismerete, ok-okozati viszonyainak feltárása, minél pontosabb előrejelzése olyan felelősség, amivel a közgazdaságtudomány „komor tudományként”[1] tartozik a teljes társadalom felé – a dolgozat megírásának ez a gondolat jelentette az elsődleges motivációját. A 2008-ban kezdődött globális pénz- és tőkepiaci válság kapcsán a sokáig példátlan gazdasági visszaesés számos területen érzékeltette hatásait: elsőként a tőzsdei árfolyamok volatilis változásában, később az államkötvény-piaci zavarokban, a gazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzések gyökeres irányváltásában és a hitelminősítő cégek jelentőségének felértékelődésében, majd a regionális és nemzeti szinten megfogalmazott, növekedést helyreállító gazdasági programok, tervek, illetőleg az esetleges, több EU-tagállamot érintő államcsőd-veszélyek és nemzetközi pénzügyi mentőakciók kapcsán, végül az erősödő euroszkepticizmus jelenségén, az újjáéledő tagállami protekcionizmuson keresztül mind vizsgálhatók a gazdasági válság komplex hatásai. A 2008-as válság előtti, Európai Unióra jellemző gazdasági optimizmus, kedvező növekedési környezet több, mint egy évtizeddel később szemlélve nagyon távoli emléknek tűnik, a kézirat leadásakori növekedési kilátások messze elmaradnak az euróbevezetést követő általános kedvező környezettől – mindeközben az EU intézményrendszere is számos reformon, változáson ment keresztül, hogy hatékonyabb intézményi környezetként tudja támogatni tagállamai gazdaságát és ellenállóbban tudjon szembenézni egy következő gazdasági válsággal. A sokféle hatás, benyomás végigkísérte a dolgozat kutatási kérdéseinek megfogalmazását, és érvelésének kibontását.

A 2008-ban kirobbant globális pénz- és tőkepiaci válság sokkszerűen hatott az Európai Unió gazdasági környezetére, mind a visszaesés mértékét, mind a kilábalás hosszúságát tekintve. A dolgozat kérdésfelvetései elsősorban arra irányulnak, hogy részletesen megvizsgálva melyek voltak ezek a hatások, illetve mindez hogyan

[1] a kifejezés Carlyle-tól ered, azonban később eredeti értelmezéséhez képest szélesebb értelemben is használttá vált, ld. Marglin (2008)

kényszerítette változásra az EU intézményrendszerét. A válságot megelőző szűk egy évtized, egészen a közös valuta bevezetésétől kezdődően, kedvező gazdasági környezetet biztosított szinte valamennyi tagállam számára. Az EU történelmi céljai, többek között a gazdasági jólét biztosítása és a tagállamok gazdasági értelemben vett reálkonvergenciája folyamatosan közelebb kerültek – azonban lehetséges-e, hogy ezek a kedvező gazdasági folyamatok hozzávezettek a válságokkal szembeni ellenállóképesség csökkenéséhez? Hogyan reagáltak ebben a környezetben a tagállamok, hogyan reagáltak az EU közös intézményei? Milyen eredményeket hoztak a létrejövő új mechanizmusok, melyek számos területet érintettek a monetáris politikától kezdve a gazdaságpolitikai koordináción át a bankmentési programokig? Mely tagállamok tudtak sikeresen szerepelni a válságkezelésben, melyek sikertelenül, és milyen tényezők indokolják ezt? Osztható-e jól elkülönülő szakaszokra a válság, és milyen szempontok alapján? Maradt-e esetleg kérdés a válságkezelés kapcsán megoldatlanul, ami egy következő válsághelyzet esetén újra intézményrendszeri gyengeségként fokozná a gazdasági visszaesést? Mi várható egy következő válsághelyzet esetén? A fenti kérdések megvilágításán felül a dolgozat célja, hogy a külső-belső válság-okok feltárásával, a krízis különböző szakaszokra való bontásával, az intézményrendszeri változások részletekbe menő bemutatásával, illetve a válságkezelésből eredő tanulságok levonásával részletes elemzéssel illesse az elmúlt évtizedek egyik legmeghatározóbb gazdasági jelenségét, és annak Európai Unióra vonatkozó hatásait. Mindezek hatására a doktori értekezés két kutatási kérdést fogalmaz meg: egyrészt, hogy hogyan változott az EU intézményrendszere a válságmenedzsment folyamata során, másrészt, hogy hogyan vizsgázott válságok kezelésének fő intézményi innovációját jelentő keretrendszer, a makrogazdasági egyensúlytalanságok rendszere?

Felépítését tekintve a dolgozat három fő részre tagolódik. Az első logikai egység a válságkezelés fogalmával, elmélettörténeti hátterével, a gazdaságpolitika szerepének XX. és XXI. századi változásával, illetve a túlzott eladósodottság és a megszorító gazdaságpolitikák elméleti kereteivel kezdődik, majd a 2008-ban kezdődő globális válság okaira koncentrál: nemcsak az EU, hanem a többi fejlett gazdaság problémái, ezen felül a globális tőkepiaci összefüggések is bemutatásra kerülnek, melyek áttekintése kulcsfontosságú az EU gazdasági helyzetének megértése és elemzése érdekében (2. fejezet). A soron következő két fejezet a dolgozat leghangsúlyosabb részeként az EU válságának, válságkezelésének részletes bemutatását tartalmazza: a 3. fejezet a válság

éveinek kronologikus ismertetését teszi meg, azonosítva a válság főbb fázisait, míg az 4. fejezet az Európai Unió intézményrendszeri változásaira koncentrál. A bemutatás tartózkodik a tagállamok helyzetének teljes körű elemzésétől, a speciális tagállami történések bemutatását csak akkor szövi bele az érvelésbe, amikor azok a közös intézményrendszerre való hatása azt indokolttá teszi. Az intézményrendszeri változások, reformok bemutatását kritikai érvek gyűjtése egészíti ki, ami lehetővé teszi a reformok konceptuális hiányosságainak, megoldatlan kérdéseinek azonosítását. Utolsó tartalmi egységként a tagállami szintű vizsgálatok kerülnek fókuszba (5. fejezet): a releváns kutatási kérdések bizonyításához a dolgozat statisztikai elemzési eszközöket is segítségül hívva kísérel meg tanulságokat levonni az egyes tagállamok sikeres vagy sikertelen válságkezelésének okai és következményei kapcsán, leginkább a makrogazdasági egyensúlytalanságok rendszerén keresztül vizsgálódva, értékelve az egyensúlytalansági eredménytábla hasznosságát és hiányosságait. A dolgozatot összegzés zárja, mely a kutatási eredményeket újfent, kivonatolva mutatja be, téziseket megfogalmazva az Európai Unió sajátos gazdasági környezete és válságkezelése kapcsán.

Bizonyítási módszerét tekintve a dolgozat induktív logikát követ, azaz az Európai Unió történelmi, intézményi fejleményeihez, gazdaságpolitikájának alakulásához és eredményeihez kapcsolódóan végez megfigyeléseket, amiből logikai következtetésekkel próbál általános törvényszerűségként konklúziókat levonni. A dolgozat írása számos alkalommal hozta elő a gazdaságpolitikai vizsgálatok nehézségeinek felismerését, mely szerint a példák, bármennyire is meggyőzőek és gondosan kiválogatottak, nem feltétlenül alapoznak meg általános állításokat, ugyanakkor az érvelés mégis megkíséreli az ilyen jellegű következtetések levonását. Az értekezés elemzési keretrendszerében a gazdasági statisztika klasszikus és újszerű mutatóira egyaránt támaszkodik, továbbá az intézményi környezet mélyreható vizsgálatával igyekszik kilépni a főáramú közgazdaságtan keretei közül, konstatálva azt, hogy a főáramú gondolkodásmód és az alternatív közgazdaságtani megközelítések sokszor ellentmondásos következtetésekre jutnak – a két gondolkodásmód között a párbeszédet a 2008-ban kezdődő globális pénzügyi válság sem volt képes megteremteni (Csaba 2018). A dolgozat elméleti kiindulópontja tehát, hogy a társadalmi, gazdasági intézmények evolúció-szerű fejlődése igenis képes az egyéni és társas gazdasági viselkedésre hatni, ezért a változások tudományos vizsgálatra érdemesek. Ezen felül a globális gazdasági válság során a közgazdaság-tudomány is számos új eredményt volt

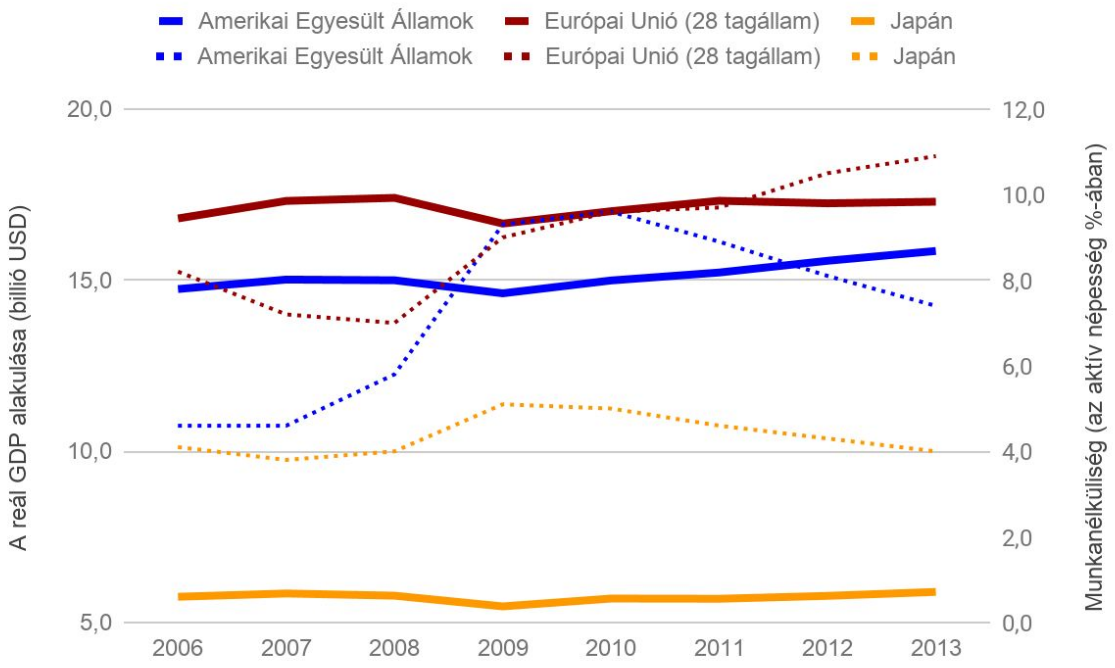
képes felmutatni, melyből a gazdaságpolitika alkotóinak is tanulniuk kell (Voszka 2018). Mindez elengedhetetlen annak érdekében, hogy a múltbéli válságok hatásait mérsékelni tudjuk, és a jövőbeni válságok ellen is felvehessük a küzdelmet. Az értekezés szerzője a dolgozattal az ilyen jellegű diskurzusokhoz kíván új tudásanyagot, következtetéseket szolgáltatni.

2. A válságkezelés elmélete és gyakorlata

Habár az 1990-es évek vége világgazdasági szempontból a globális piacokon is érezhető lokális válságoktól (beleértve az 1997-es ázsiai pénzügyi válságot és az 1999-es dotcom buborék kipukkadását) vált ismertté, a 2000-es évek elejétől kezdődő, szűk egy évtizeden keresztül tartó időszak stabil és kiegyensúlyozott gazdasági növekedést eredményezett. A gyakran „Nagy Mérséklődésnek" („Great Moderation") keresztelt időszakot az üzleti ciklusok volatilitásának csökkenése, a globális pénzügyi intézmények stabil működése, a csökkenő munkanélküliség és a globális bruttó össztermék növekedés jellemezte. Mindebben kulcsszerepet játszottak a fejlett gazdaságok monetáris hatóságai, melyek hatékonyan tudták mérsékelni a gazdasági kilengéseket. A sokak számára véglegesnek remélt időszak azonban lehetővé tette a globális pénzügyi rendszer egyensúlytalanságainak kiépülését, így egy váratlan nagyságrendű válságjelenség, a 2008-as pénz- és tőkepiaci válság hosszú ideig tartó visszaesést, stagnálást és lassú helyreállást vont maga után a fejlett gazdaságokban.

Amíg a 2008-ban kezdődött globális pénzügyi válság kirobbanásának időpontját a közvélemény az egyesült államokbeli Lehman Brothers befektetési bank csődjével azonosítja, a krízist feldolgozó szakirodalom számos szerzője utal arra, hogy a válság okai még mélyebbek, azaz ennél az eseménynél korábbra nyúlnak vissza. Mind a világgazdaságban, mind az OECD országok körében a 2008-as év a reál GDP tekintetében lassulást, a 2009-es év pedig recessziót hozott (ld. 1. ábra), ami azóta állandósult növekedési problémákhoz vezetett. Ugyanakkor számos tényező utal arra, hogy a 2000-es évek első évtizedének végére a fejlett gazdasági térségekben megszaporodtak azok a makrogazdasági egyensúlytalanságok és kockázatok, amiket csupán felszínre hozott az egyesült államokbeli pénzügyi óriás 2008. szeptember 15-én benyújtott csődvédelmi kérelme, és az ez által okozott pánik.

1. ábra: A reálértéken számolt bruttó hazai össztermék (vastag, bal tengely, billió USD) és a munkanélküliség alakulása (szaggatott, jobb tengely, az aktív népesség százalékában) az Amerikai Egyesült Államok, az Európai Unió és Japán gazdaságaiban (2006 – 2013)



Forrás: saját szerkesztés World Bank Open Data és Eurostat alapján

A Lehman Brothers-csődöt követő pénzpiaci zavarokat, és a 2008-tól tartó globális recessziót a Nagy Gazdasági Világválság ideje óta a legnagyobb gazdasági válságként tartják számon[2]. Az első alfejezet célja, hogy a válságjelenség részletes vizsgálata mellett azonosítsa az üzleti ciklusokhoz kapcsolódó főbb fogalmakat és koncepciókat, bemutassa az állam szerepének változását a gazdasági válságok kezelésében, valamint felidézze az államok eladósodásának eredeti okait és folyamatát, mely meghatározó szereppel bírt az olyan vitatott helyességű válságkezelő koncepciók megítélésében, mint a megszorító politikák általi fiskális konszolidáció. Továbbhaladva, a következő alfejezetek pedig kitérnek arra, hogy a válság okait hogyan lehet különböző nézőpontokból megmutatni, illetőleg vannak-e az Európai Unióra vonatkozó különleges előzmények, és ok-okozati viszonyok, amik magyarázzák az államközösség speciális helyzetét a válságmenedzsment évei során.

[2] http://www.reuters.com/article/2009/02/27/idUS193520+27-Feb-2009+BW20090227

2.1. A válságkezelés elméleti megközelítése

2.1.1 Üzleti ciklusok és válság

Mit tekint a közgazdasági szakirodalom válságnak? Számos történelmi példa világít rá, hogy a pénzügyi válságok az újkori gazdasággal és a modern pénzzel egyidősnek tekinthetők. A XIX. és a XX. században a pénzügyi válság fogalmát általában a bankpánikok (olyan események, amikor a betétesek pánikszerűen kívánnak a bankbetéteikhez jutni), a tőzsdepánikok (ami a tőzsdei árfolyamok váratlan és nagymértékű csökkenését jelenti), valutaválságok (váratlanul elértéktelenedő nemzeti fizetőeszközök), az államcsődök (amikor az állam központi költségvetése nem képes kiadásainak teljesítése) és az egyéb túlárazottsági buborékok kipukkanása, azaz fenntarthatatlan árváltozási mintázatok megszűnése alkalmával használták. Ezen jelenségek közös jellemzője, hogy amikor a pénzügyi válság bekövetkezik, valamilyen keresett piaci jószág nominális értéke a valódi gazdasági hasznosságán alapuló fundamentális értékére csökken le, vagy akár a csökkenő kereslet miatt még az alá is. A szóban forgó közgazdasági javakat portfoliójukban birtokló befektetők ezáltal nagy mértékű veszteséget realizálnak, aminek következtében számos esetben azok likvidálására, készpénzzé tételére törekednek. A válságokat azonban a történelem során általában fellendülés követi, és azok a gazdasági hosszú távú növekedési pályájához igazodnak (Aliber és Kindleberger 2015). Történelmi elemzésükben Reinhart és Rogoff (2011) több száz pénzügyi válságot vizsgáltak és osztályoztak. Tipizálásukban elkülönítenek inflációs válságokat, valutaválságokat, árazási buborékok kipukkadását, bankválságokat és államadósság-válságokat. (Utóbbi halmazból külső, illetve belső államadósság-válságot is definiálva, attól függően, hogy az érintett ország törleszthetetlen adósságai belföldi vagy külföldi valutában voltak denominálva.) A gazdasági válság annyiban eltérő fogalom a pénzügyi válságtól, hogy az egy ország bruttó nemzeti jövedelmének csökkenéseként definiálható. Recesszióként az OECD fogalmai szerint a bruttó hazai össztermék (GDP) két egymást követő negyedévben bekövetkező csökkenést tekintjük[3]. Habár minden válság történelmileg egyedi, a közgazdaságtudomány feladatának tekinti a válságok tipizálását, modellezését és megértését annak érdekében,

[3] https://www.gov.uk/government/organisations/hm-treasury

hogy azok kezelésére, enyhítésére javaslatokat tudjon megfogalmazni (Reinhart-Rogoff 2011).

Évszázadok óta a főáramú közgazdaságtan alapfeltevésének számít a folyamatos gazdasági növekedés gondolata, melyet csak az elmúlt évtizedben kezdtek megkérdőjelezni alternatív közgazdasági gondolatok, mint a nemnövekedés („degrowth") elmélete (Demaria, Schneider és Sekulova 2013) vagy a jövedelmi csapda gondolata (Eichengreen, Park és Shin 2013). Az üzleti vagy gazdasági ciklusok különféle modelljei azt fogalmazzák meg, hogy egy adott gazdaság jövedelme milyen pozitív és negatív irányú kilengések mentén illeszkedik annak hosszú távú növekedési trendjéhez (Madhani 2010). A klasszikus közgazdaságtani iskola kialakulása előtt még tagadták az üzleti ciklusok létét, azokat általában exogén körülményekkel (háborúk, járványok) magyarázták, egészen de Sismondi periodikus gazdasági válságokról szóló eszmefuttatásáig (de Sismondi 1991). A kapitalizmus periodikus válságai váltak Marx elméletének is egyik kiinduló pontjává, mely szerint az egyre elmélyülő válságokon keresztül tud az emberiség a kommunizmus eszméjéhez eljutni (Marx 1992). Az üzleti ciklusokat elsőként Juglar bontotta szakaszokra (Lee 1955): azok az expanzió fázisával indulnak (amikor a termelés és az árak emelkednek alacsony kamatok mellett), amit a (tőzsdei árfolyamok zuhanásával és csődökkel jellemezhető) válság, majd a recesszió (csökkenő termelés és árak, magas kamatok mellett) követ, végül a ciklus a fellendülés szakaszával (a tőzsdeárfolyamok felzárkózása az alacsony árak és jövedelmek miatt) zárul. Schumpeter (1954) később pontosította az előző elméletet, és a fellendülés fázisához már a termelékenység, a piaci bizalom és az aggregált kereslet növekedését is társította. Az üzleti ciklusok hosszát pedig a következőképp azonosította: a Juglar-féle befektetési ciklus hossza 7-11 év, a Kuznets-féle infrastrukturális befektetési ciklus 15-25 és alatt, míg a Kondratyev-féle technológiai ciklus 45-60 év alatt képes lezajlani (Schumpeter 1954).

2.1.2. Keynesista és monetarista válságkezelés

A Nagy Gazdasági Világválságot megelőzően általános vélekedés volt, hogy a fellendülések és a visszaesések a gazdasági élet általános kísérői, azaz normális jelenségeknek számítanak, a válságok pedig a társadalom hasznára is válhatnak, hiszen a régi értékláncok és üzleti mechanizmusok felszámolásával új, hatékonyabb gazdasági struktúrák jöhetnek létre. Az állami beavatkozást ennélfogva hatékonytalannak,

szükségtelennek, sőt károsnak is tekintették. A két világháború közötti elhúzódó válságjelenséget követően fogalmazódott meg a gazdaságpolitika új felelősségeként a gazdasági ciklusok kisimítása: a kormányzat új feladatává vált az anticiklikus módon megvalósított kereslet-oldali beavatkozás válság esetén, fellendülés esetén pedig a hitelfelvétel drágítása és a megtakarítások ösztönzése. A válságok mögött az elégtelen aggregált keresletet sejtették, amit a kormány a többletvásárlásaival enyhíteni képes (Benczes 2009). A keynes-i analízis központi tételei közé tartozik a Phillips-görbe, mely a kormányzati beavatkozást átváltásként értelmezi az infláció és a munkanélküliség között (Phillips 1958), a válságról való gondolkodásának meghatározó tétele pedig a Minsky-féle pénzügyi instabilitás hipotézis. Ez utóbbi elmélet a piacokat eredendően instabilnak látja: a nem-kormányzati szektor szereplőit Minsky eladósodási magatartásuk szerint osztályozta azt kifejezve, hogy ha egy felelőtlen befektetési gondolkodás uralkodik a piacon, akkor az eszközárak növekedésének megállásával törvényszerűen tömeges fizetésképtelenség és válság alakul ki (Minsky 1992). Mivel ez természetes folyamat, a befektetések szigorú szabályozása kiemelt fontosságú állami feladatként értelmezhető. Matematizált formát a keynes-i gazdaságpolitika az IS-LM modellel nyert (Hicks 1937): a nem-dinamikus, gazdasági egyensúlyt kereső modell a beruházás-megtakarítás görbe és reálkibocsátás-kamatláb görbe segítségével állapítja meg az egyensúlyi kamatlábat, aminek segítségével a reálgazdasági sokkok mind fiskális, mind monetáris politikai beavatkozásokkal ellensúlyozhatók. Habár a modell azóta többféle kritikát, kiegészítést és interpretációt kapott (ezt foglalja össze: Romer (2000)), hatása a keynes-ista, állami intervenciókat pártoló gazdaságpolitikai gondolkodásra megkerülhetetlen.

Az állam szerepéről, illetve a gazdasági válságok kezeléséről szóló értelmezést azonban nagyban újraírták az 1960-as évek világgazdasági történései: a stagfláció (a gazdasági teljesítmény romlása, tartósan magas inflációval párosulva), a romló vásárlóerő miatt tartóssá váló munkanélküliség, majd a 70-es évek tartóssá váló energiaár-emelkedése egy másfajta, az állami beavatkozásokra másként tekintő gazdaságpolitikai irányzatot, a monetarizmust hívta életre és tette népszerűvé (Benczes 2009). A monetarizmus fő tézise, hogy az infláció minden esetben monetáris jelenség, melyet fiskális beavatkozással nem lehet kezelni, a gazdaságpolitikának ezáltal fő szereplője egy olyan jegybank, amely képes a pénzkeresletet és -kínálatot egyensúlyban tartani, az aggregált kereslet és a termelékenység változásának függvényében (Friedman 1986). A munkanélküliség

természetes rátájának hipotézise pedig arra épít, hogy a potenciális kibocsátás mellett teljesítő gazdaságban is létezhet a tartós munkanélküliség jelensége, az állami beavatkozás pedig csak rövid távon képes erre hatni, a beavatkozás hosszú távon pedig hatástalan marad. Az intervenciót követő átmeneti fellendülés csupán monetáris jelenség, az infláció korábbi szintjére való visszaállásával a munkanélküliség is visszatér a természetes szintjére (Friedman 1970). Az állami beavatkozásoktól való tartózkodást az is indokolja, hogy azok becsapják a munkavállalók adaptív várakozásait: rövid távú politikai sikerek érdekében későbbi inflációra cserélik az azonnali bérszínvonal-növelést. A racionális várakozások modelljében azonban az egyének minden rendelkezésre álló információt felhasználnak a döntéseikben, azaz a gazdasági növekedés gazdaságpolitikai eszközökkel történő előidézése csupán rövid távú, hosszú távon illuzórikus erőfeszítés. A század második felének gazdasági jelenségeit a monetarista értelmezés sokkal pontosabban tudta modellezni, így az a gazdaságpolitikában is primátust nyert, ami egy az állami kereslet-menedzsmenttől tartózkodó, a monetáris politikával a gazdasági ciklusok mesterséges gerjesztését célzó, a gazdaság stabil hátterét fenntartó magatartást írt elő az államok számára (Benczes 2009).

A monetarista gazdaságpolitikai irányzat térnyerésével tehát nemcsak az állami beavatkozások szerepe, de a válságok értelmezése is átalakult: az újklasszikus makroökonómia képviselői a válság okaként jellemzően nem a privát szektor téves döntéseit, hanem a hibás gazdaságpolitikai és szabályozói működést nevezik meg. A keynesizmust felváltó, analitikus megközelítésű modern közgazdaságtani irányzat formalizált matematikai modelleken, a gazdasági szereplők haszonmaximalizáló, mikroökonómiai módon vizsgált viselkedésén és a racionális várakozások elméletén alapul. A modern közgazdasági nézőpont irányadó elméletté tette a pénzsemlegesség elvét (Lucas 1972), ezáltal a jószándékú gazdaságpolitikai beavatkozásokat is feleslegesnek, sőt, károsnak minősíti, hiszen azok csak akadályozzák és elodázzák a piacok rövid távú visszaesésen, vagyis negatív keresleti sokkokon keresztül megvalósuló tisztulását és a gazdaság természetes korrekciós folyamatait. Mindezek hatására az újklasszikus makroökonómia képviselői a válságokat időszakosnak és végső soron jótékonynak bélyegzik (Snowdon és Vane 2005). Ezen felül a politikai jellegű gazdasági beavatkozások kártékonyságát az idő-inkonzisztencia elméletek is bizonyítják, például Barro és Gordon (1983) rámutat arra, hogy a gazdasági szereplők politikai döntéseik meghozatala során

inkonzisztens módon viselkednek, a kinyilvánított rövid és hosszú távú érdekeik pedig képesek ellentmondani egymásnak. Kydland és Prescott (1977) pedig arra világított rá elsőként, hogy a központi bank a kormányzat részéről gyakran nyomásnak lehet kitéve, arra késztetve a monetáris intézményt, hogy a kormány politikai haszonszerzése céljából támogassa a gazdaság ösztönzését, azonban ez a hosszú távú célok veszélyeztetése miatt kártékony lehet – így a monetáris intézmények politikai értelemben való függetlenségének biztosítása és az önálló monetáris politika válik a gazdaság számára hosszú távon kifizetődővé. A gazdaságpolitikai beavatkozásokat (eredendő hatástalanságuk miatt) pedig célszerű olyan politikai korlátokkal megakadályozni, mint a törvényi szinten rögzített szabályok, a nemzetközi megállapodásokon alapuló intézményi korlátozások vagy a jegybanki hitelesség (reputáció) megteremtése (Benczes 2009). Állami támogatások és gazdaságösztönzés híján pedig az állami szektor eladósodása sem jelent kockázatot: az alkotmányos, vagy nemzetközi megállapodáson alapuló adósságfékek rendszere takarékos gazdálkodást ír elő az államok számára és megakadályozza a túlzott eladósodást (Snowdon és Vane 2005). Mindezt összegezve, a fejlett gazdaságok (beleértve a különböző tagállamok gazdaságpolitikáinak koordinációját megvalósító Európai Uniót is) gazdasági kormányzása nagyban épít az újklasszikus makroökonómia gazdaságszervezési konklúzióira, melyeket azonban a későbbiekben bemutatandó gazdasági válság később jelentősen megkérdőjelezett.

2.1.3. Mit jelent a túlzott eladósodottság és hogyan kezelhető?

A modern gazdaságpolitikai elvek ezáltal a stabilitást támogató és szuverén monetáris politikán felül a túlzott költekezésbe és eladósodásba nem bocsátkozó központi költségvetésen alapulnak. Ahogy Konzelmann (2014) kiemeli, az újkori államadósság egy viszonylag fiatal, közel 300 éve létrejött jelenség, mely kezdetben jellemzően valamilyen háborús kiadás finanszírozására jelentett forrást, amit az arisztokrácia vagy más államok biztosítottak, alacsony kamatszint mellett. Az államadósságból finanszírozott földrajzi expanzió sokszor gyarmatok megszerzését célozta meg, amik erőforrásokat és jövedelmet biztosítottak a kölcsönök visszafizetésére, hiszen az általános adózás akkoriban még egyáltalán nem volt elterjedt megoldás. Ennek köszönhetően már az újkori időkben megfogalmazódtak olyan gazdaságpolitikai koncepciók, mint az államcsőd veszélye, a költségvetési prudencia fontossága, az adósságterhek következő generációk által való

visszafizetése vagy a takarékossági célú költségvetési megszorítás. A XIX. századi napóleoni háborúk finanszírozása kapcsán mondta ki 1820-ban Ricardo ekvivalenciaként elhíresült tételét, mely szerint mindegy, hogy az állam a háborús kiadásait kölcsönnel vagy adóztatással finanszírozza, ez nem bír hatással a gazdasági szereplők döntéseire (Ricardo 1888). Valamint azt is kiemelte, hogy a túlzott (az akkori Nagy-Britanniában a GDP 200%-át meghaladó) eladósodottság fenntarthatatlan teher az ország gazdaságára nézve. Ezzel szemben Malthus (1836) az államadósságot inkább jótékonynak ítéli: az adóssági leveleket birtokló gazdasági szereplők jövedelmet realizálnak, melyet végső soron fogyasztásra költenek, ezáltal hozzájárulnak a foglalkoztatás és a nemzeti jövedelem gyarapodásához. A XX. század első felében azonban Nagy-Britanniában a kincstári elmélet (Hawtrey 1925) tézisei váltak uralkodóvá, mely szerint fiskális politika alakulása nem bír hatással a gazdaság működésére és a munkanélküliség szintjére, hiszen a kormányzati költés azonos mennyiségű magánszektorbeli költést vagy beruházást szorít ki, így nincs érdemi ösztönző jelentősége („kiszorítási hatás"). A világháborúk korát követően az államadósság ugyanúgy vált a háborúzó felek között fizetendő jóvátételek, mint az újjáépítési alapok és segítségnyújtások eszközévé (Konzelmann 2014).

Ahogy láthattuk, az államok sokféle célra használják az adósságkibocsátással szerzett forrásokat, azonban annak még sincs egyértelmű képlete, hogy mekkora mértékű eladósodottság az optimális. A legismertebbé vált osztályozást Reinhart és Rogoff (2010) tette meg, akik a 2008-ban kezdődött globális pénz- és tőkepiaci válságra reflektálva bizonyították a túlzott eladósodottság hátrányos mivoltát, ezáltal a megszorító politikák hasznosságára világítottak rá. Számos ország több évszázados eladósodottsági és jövedelmi mutatóira fókuszáló statisztikai vizsgálataik azt a megállapítást tették, hogy a 60%-ot meghaladó GDP-arányos államadósság a gazdaság növekedését mintegy 2 százalékponttal csökkentette, míg a 90%-ot meghaladó arány a potenciális növekedés ütemét tovább felezi. A fenti állítások – a megállapítások kiemelkedő politikai jelentőségére is tekintettel – számos kritikai bírálatot kaptak, legismertebben például Herndon, Ash és Pollin (2013) részéről. Ezen szerzők rávilágítottak arra, hogy a 60 és 90%-os határértékek öncélúan kerültek kijelölésre, és a tényleges növekedési különbségek az eladósodottsági sávokban statisztikailag nem szignifikánsak. A számos közgazdasági fórumon teret nyert vita ráirányította a figyelmet az eladósodottság és a növekedés közötti átváltás („trade-off") témakörére. Maziarz (2016) úgy összegzi a kialakult vitát, hogy a statisztikai eredmények

értelmezési különbségei a makroökonómiai vizsgálatok klasszikus velejárói: a metodológiai választások egyike sem felsőbb- vagy alsóbbrendű a másiknál, és különböző eredményekre, egyúttal különböző interpretációkra vezethetnek – az optimális eladósodottsági ráta tehát ilyen módon aligha megállapítható pontosan.

A fejlett országok körében legismertebb eladósodottsági korlátot az Európai Unióról Szóló Szerződés (közismertebb nevén maastrichti szerződés) fogalmazta meg, 60%-ban definiálva a közös valuta bevezetéséhez szükséges elérendő eladósodottsági rátát (EMI 1995). Azonban ez definiálásakor nem jelentett optimumot, csupán az aláíró országok eladósodottságának medián értékét (Chowdury és Islam 2012), továbbá a kijelölt határérték inkább a monetáris kooperáció sikerességének kritériuma, nem pedig az adott állam növekedési lehetőségeinek maximalizálásáé. A későbbi európai uniós kormányközi megállapodások azonban rendre visszanyúltak ehhez a sarokszámhoz a következő reformlépések és adósságcsökkentési mechanizmusok kiépítése során. Egy IMF kutatás (IMF 2002) az eladósodottsági szintre nem, csupán a külső államadósságra vonatkozóan állapít meg egy 40%-os mérvadó határértéket – kiemelve, hogy a belső adósság pénznyomtatással bármikor elinflálható –, azonban az efeletti külső adósság sem feltétlenül von maga után pénzügyi válságot, csupán nagyobb valószínűséget annak bekövetkeztére. A Világbank és az IMF 2006-os jelentésükben ezzel szemben úgy fogalmaznak (Development Committee 2006), hogy az államadósság és a költségvetési hiány ugyan hasznos indikátorok, de viszonylag kevés hatással bírnak a kormányzati kötelezettségek mérésére, a gazdaság növekedésére és a kormányzati eszközállomány változására vonatkozóan. Ezeknél sokkal fontosabb indikátornak minősül az adósságszolgálat mértéke, a költségvetés elsődleges egyenlege és a költségvetési prudencia szintje.

A fenti megállapítások ismeretében felmerül a kérdés, hogy hogyan váltak népszerűvé a válság évei alatt a költségvetési hiányokat és a GDP-arányos államadósság mértékét mérsékelni kívánó megszorító politikák. Elméleti oldalról az expanzív fiskális konszolidáció elméletének képviselői (például Alesina és Ardagna (1998) vagy Giavazzi és Pagano (1990)) arra szolgáltattak bizonyítékot, hogy a fiskális kontrakció a keynes-i modell tanulságaival ellentétben eredményezheti a gazdaság növekedését, a csökkenő béreken és ezáltal az emelkedő profit-, beruházás- és versenyképesség-szinteken keresztül. Az olasz ordoliberális iskola a sikeres megszorítások mikéntjéről is megfogalmazott következtetéseket: Alesina és Perotti (1993) például a sikeres fiskális konszolidációt

döntően a kormányzati kiadások csökkentésével és csak kis mértékben az adók emelésével látja hatékonynak. Azon EU-s tagállamok számára, melyek a 2010-ben kezdődött szuverén adósságválság során képtelenek voltak államkötvény-kibocsátások formájában a piacról refinanszírozni magukat, az EKB és az IMF a fenti megállapításokra (valamint Reinhart és Rogoff (2010) konklúzióira) támaszkodva kötötte a nemzetközi pénzügyi segítségnyújtást a (z adóemeléseken vagy állami kiadások megvágásán keresztül megvalósuló) fiskális konszolidációhoz, abban bízva, hogy a megszorítások hozzájárulnak a piaci bizalom helyreállításához (Konzelmann 2014). A megszorítások gondolata ekkor vált a közgazdaságtani, majd az általános közbeszéd központi témájává[4]. A megszorítások időszakát követően azonban az IMF prominens közgazdászai is beismerően állapították meg, hogy a fiskális multiplikátorok, ezáltal a konszolidáció által eredményezett gazdasági visszaesés hatásait a refinanszírozási válság kialakulásakor konzekvensen alulbecsülték, azaz a megszorítások a gazdasági növekedés gátjává váltak (Blanchard és Leigh 2013). Bini Smaghi (2013) a túlzott megszorítások fogalmát bevezetve úgy érvel, hogy a gazdasági döntéshozók rendre egészen addig halasztják a fiskális kiigazítás végrehajtását, ameddig már nem marad más gazdaságpolitikai alternatíva: így a megszorítások egyszerre valósulnak meg társadalmilag káros és a gazdasági növekedésre érzékeny módon. Ettől függetlenül az Európai Unió közös intézményei a túlzottdeficit- és túlzott egyensúlytalansági eljárások implementálásával valamennyi túlzottan eladósodott tagállam államadósság-mutatójának a 60%-os rátához való közelítését írta elő, a fiskális konszolidációt a válság sújtotta évtized állandó jelenségévé téve.

Összegzésképpen kijelenthető, hogy a gazdasági növekedésről és az üzleti ciklusokról való gondolkodás folyamatos fejlődésen és átalakuláson megy keresztül mind a főáramú közgazdaságtan, mind az alternatív gazdaságértelmezési irányzatok nézőpontjából tekintve. Habár minden válság egyedi és környezet-specifikus, a közgazdaságtan feladataként értelmezi a válságok tipizálását, okainak feltárását és a válságok enyhítésére, valamint a növekedés helyreállítására vonatkozó javaslattétel megfogalmazását. A múlt században olyan gazdaságpolitikai irányzatok szolgáltattak jól működő magyarázatokat és elméleti keretrendszert erre, mint a keynesizmus vagy a monetarizmus, jóllehet mind alapfeltételezéseikben, mind következtetéseikben a két irányzat jelentősen eltér egymástól.

[4] olyannyira, hogy 2010-ben a Merriam-Webster (angol szótár) az év szavának választotta. https://www.merriam-webster.com/words-at-play/2014-word-of-the-year-retrospective/2010-austerity

A XX. század második felében a monetarizmus modelljének megállapításai váltak főáramú irányzattá, ami jelentősen depolitizálta a gazdaságpolitikát, és a válságkezelést a független jegybank pénzkínálat-szabályozó tevékenységének függvényévé tette. A Nagy Mérséklődés évei alatt azonban mindez súlyos gazdasági egyensúlytalanságok kiépülését tette lehetővé a fejlett gazdaságokban, melyek bizonyos államok túlzott, kritikus méretű és szerkezetű eladósodottságához vezetett. Válsághelyzetben pedig számos ország fizetőképességét csupán nemzetközi pénzügyi segítségnyújtással sikerült helyreállítani, ami a hitelezők részéről előírt túlzott megszorításokat jelentő fiskális konszolidációval vált megvalósíthatóvá.

2.2. A 2008-ban kitört globális pénzügyi válság

2.2.1. Piaci vagy szabályozói tévedés-e a válság?

Ezen alfejezet célja a releváns szakirodalom áttekintésével bemutatni, hogy hogyan alakultak ki a 2008-ban kirobbant globális pénzügyi válság okai, azaz hogyan magyarázható a válság kitörése, továbbterjedése a reálgazdaságba, illetőleg a közpénzügyek területére. Ha a 2008-ra kialakult pénzpiaci elégtelenségek okait kívánjuk feltárni, mind a válság állami kudarcból való eredésére, mind piaci kudarcból származására találunk bizonyítékokat, illetve ezek összefonódásából is eredeztethető számos komplex érvelés. Ugyanakkor évekkel a válság kirobbanása után még mindig nincs konszenzus a világ véleményformáló közgazdászai között a válság okait illetően (Blyth 2013). Az önálló válság-magyarázatok sokszor helytálló narratívák, azonban önmagukban nem feltétlenül magyaráznak meg egy ekkora gazdasági visszaesést. A válság több okú és nemlineáris, azaz a kitörésének megértéséhez számos elméletet, magyarázatot szintetizálni kell. Blyth (2013) érvelése szerint a válság a magánszektorból, egészen pontosan a pénzügyi szektorból indult, és az innen eredő problémák megoldása nélkül nem is állhat vissza a globális gazdasági növekedés korábban tapasztalt trendje. Ezt támasztja alá a hagyományos banki modellt felváltó új pénzintézeti gyakorlat, mely során a bankok forrásszerzése egyre inkább a pénzügyi instrumentumok (főként a repó-ügyletek és az eszközalapú értékpapírok) kibocsátása felé tolódott el, fő tevékenységük, a betétgyűjtés helyett, melynek hatására a jelzálog-piaci befektetések túlértékeltté váltak. Amikor azonban a válság első hónapjaiban (2008 szeptemberét követően) a nemzetközi pénzpiacok

forrásszegénnyé váltak, és eltűnt a bankok által elérhető likviditás, a pénzügyi közvetítők az eszközeik pánikszerű eladásával tudtak csak forráshoz jutni, ami letörte az eszközalapú értékpapírok árait és világossá tette a túlárazottságukat. Mindez azt támasztja alá, hogy az értékpapír-piaci termékek piaci értéke már korábban elszakadt a valós, fundamentális értéküktől.

A pénzügyi innovációk, származtatott pénzügyi termékek térnyerését, többek között a nagy kockázatokat magukban foglaló CDO és CDS termékek szintén további fontos, a válságot magyarázó tényezőként tekinthetők (Blyth 2013). Ezek a termékek lehetővé tették a pénzügyi közvetítők portfolióinak feldarabolását, és azok szeletenkénti értékesítését. Mindez szándékuk szerint minimalizálta volna a befektetők kockázatait, azonban a pánikszerű értékesítési hullámok kezdetekor ez a feltételezés tévesnek bizonyult. Korábban korrelálatlan, diverzifikált befektetések hozamai ugyanis korrelálttá váltak, amikor a kockázatosnak ítélt pénzügyi közvetítők a tőke-áttételeiket egyidejűleg csökkenteni kívánták, ami lehetővé tette, hogy korábban teljesen függetlennek gondolt befektetések értéke párhuzamosan csökkenjen, és a pénzpiaci fertőzések továbbterjedhessenek. Ezen felül a banki kockázatkezelési gyakorlat hiányosságai szintén komoly válság-magyarázó erővel bírnak: a komplex, sztochasztikus számításokon alapuló banki modellek ugyanis rövid távon hatékonyan, de hosszú távon szükségszerűen rosszul kezelik a kockázatokat. Azok ugyanis kizárólag a múltban történt események hozamaiból és valószínűségeiből képesek kockázatokat számolni, melynek következményeként a nem várt események valószínűségeit ezek a modellek konzekvensen alulbecsülik – ezt a jelenséget Taleb (2010) fekete hattyú névvel illette. A téves kockázat-modellezés miatt történnek meg viszonylag gyakran nagyon alacsony elméleti valószínűségű pénzpiaci válságok, hiszen ezen események valószínűsége nem – az általánosságban feltételezett – normál eloszlást követi.

A globális méretű válság kialakulása magyarázható ugyanakkor nem piaci, hanem kormányzati kudarcként is (Lin 2013): egyrészt a globális devizapiaci egyensúlytalanságok ingatlanpiaci buborékokhoz, valamint katalizátorként ható pénzügyi válsághoz vezettek, másrészt az Egyesült Államok és más gazdaságpolitikai nagyhatalmak téves politika-alkotási gyakorlatokat folytattak. Az Egyesült Államok túlzottan sokáig tartotta fenn laza monetáris politikáját, amivel a dotcom-válság hatásait kívánta ellensúlyozni, és ez elősegítette a financializáció túlzott térnyerését, a pénzügyi közvetítésen és derivatívák kereskedésén alapuló gazdasági növekedést (Storm 2018). Mindez óriási folyó fizetési

mérleg hiánnyal párosult, hiszen az amerikai dollár nemzetközi tartalékvaluta státusza lehetővé tette a szinte a korlátlan hitelfelvételt, ezáltal finanszírozva például a költséges, Közel-Keleten vívott háborúkat. A korábban megismert tényezők együttállása pedig irreálisan magas kereskedelmi szinteket és külkereskedelmi többleteket eredményezett. A kínai jüan árfolyamát pedig a pekingi döntéshozók a válság előtti évtizedekben mesterségesen alacsonyan tartották, ezzel az import kárára ösztönözve az exportot, ami által Kína a világ legnagyobb globális hitelezőjévé vált, és óriási valutatartalékokat épített fel külföldi fizetőeszközökből (Lin 2013). Azonban a 2005-2008-as időszakban, amikor a jüan folyamatos erősödése volt megfigyelhető, ezzel párhuzamosan nem csökkent az Egyesült Államok költségvetési hiánya, sem külkereskedelmi deficite – annak ellenére, hogy ezek párhuzamosan épültek fel a kínai valutatartalékok gyarapodásával. Így az egyesült államokbeli politika-alkotói hibák, mint a túlságosan laza monetáris politika, pazarló, háborúkat finanszírozó fiskális politika, a túlzottan támogató lakhatási politika, és az ezekkel járó folyó fizetési mérleg hiányok együttesen felelősek az amerikai fogyasztás, valamint a hitelezés túlpörgéséért.

A globális gazdasági válság tehát egyaránt értelmezhető ugyanakkor egy időben piaci elégtelenségként és szabályozói hibaként is. Ugyanakkor krízis kitörése óta eltelt évek alatt újfent népszerűségre tettek szert a válságokat piaci elégtelenségekkel magyarázó elméletek, melyeknek fő érve, hogy a piacok örökölten instabil módon működnek, a befektetői viselkedés pedig nem mindig racionális, hanem inkább csorda-viselkedést követ, azaz bizonyos időszakokban a befektetők túlzott kockázatvállalásra hajlamosak, máskor pedig a túlzott kockázatkerülésre. Az ezt implementáló elméletek alapján a válság előtti évek monetáris lazításával teremtett „könnyű pénz” a spekulatív pénzpiaci műveletekkel párosulva túlzott kockázatvállalást, felelőtlen befektetői viselkedést ösztönzött. A befektetési termékek piacán ilyenkor eszközár-buborékok alakulnak ki, melyek kidurranását piactisztító defláció és recesszió követi. Az ezt tetéző hibás állami politika-alkotás azonban számos ponton bizonyítható (Hetzel 2014): károsnak bizonyult az Egyesült Államok kormányának túlzott beavatkozása a lakáspiacok működésébe, hiszen a kormányzat indokolatlan mértékben törekedett az ingatlanbirtoklás javítására, valamint a gazdasági növekedés élénkítése érdekében a bankok hitelezési tevékenységét is ösztönözte. A bankok alacsony kamatkörnyezetben sajátos működésük miatt hajlamosak a túlzott hitelezésre, amelynek csupán az állami szabályozás tud külső korlátot állítani. Ennek

fellazulását a ragadozó hitelezés gyakorlata és nem megfelelő fedezettel rendelkező jelzálog-ügyletek terjedése követte, melyek kockázatossága egy bizonyos ideig nem vált feltűnővé a piacok számára, az ingatlanárak folyamatos emelkedése miatt. Továbbá 2008-ban az Egyesült Államokban az ugrásszerűen emelkedő energiaárak miatt apadt az elkölthető jövedelem, ami a fogyasztás nagyméretű csökkenésében, az alkalmazottak százezreinek elbocsátásában és a kiskereskedelmi raktárkészletek felhalmozódásában is tetten érhető volt, a szigorító monetáris politika pedig a mérsékelt piaci korrekciót komoly recesszióvá tette. Az okok ilyenmód történő feltárása választ ad a szükséges válságkezelési lépésekre is: a 2008-ban kezdődő válság a monetáris politika eszköztárával nem kezelhető, hiszen a reálkamatláb nem egyensúlyteremtő tényező többé az árrendszerben. A válságkezelés módszertanát és a monetáris politika szerepét ezáltal szükséges újra végiggondolni úgy, ahogy az 1970-es években is nélkülözhetetlenné vált a fiskális politika szerepének megújítása.

2.2.2. További elméleti magyarázatok a válság kialakulására

A 2008-as válság és a Nagy Gazdasági Világválság között számos analógia fogalmazható meg, ami a keynesi válságkezelő tradíciókról szóló viták újraindulását is jelenti (Krugman 2012). Az árazási buborékok és a pénzügyi innovációk által okozott problémák mellett a kereskedelmi és beruházási banki tevékenység tradicionális különválasztásának fellazítása is katalizátorként hatott, amivel a politikai döntéshozók felhatalmazást adtak a banki kockázatvállalás elharapózására. A mesterségesen felpumpált aggregált kereslet pedig nem tartható fenn a végtelenségig, azt szükségszerűen az árak összezuhanása követi. A piaci korrekció pedig elhúzódik abban az esetben, ha azt általános adóssságleépítés, tőkeáttétel-csökkentés és kockázatkerülő magatartás kíséri. Amennyiben pedig valamennyi ország magán- és állami szektora adóssságleépítésbe kezd, akkor a jövedelmek tekintetében egy negatív összegű játék feltételei fogalmazódnak meg. Ezt szemlélteti az ún. Fischer-féle deflációs spirál (Fischer 1933), melynek hatására a gazdaság valamennyi szereplőjének jövedelme egyidejűleg zsugorodni kezdhet. Ennek egyetlen ellenszere pedig az, ha az állam a költések ösztönzésébe fog (Krugman 2012): vagy direkt állami beruházásokon keresztül, vagy pedig a szegényebb, de magas fizetési hajlandósággal rendelkező társadalmi rétegek támogatásával, munkahely-teremtéssel, a fogyasztás ösztönzésével. Ennek az is az oka, hogy gazdaságok működését alapvetően a

piaci bizalom irányítja, azaz a befektetők kockázatkerülő magatartása miatt nem valósul meg a gazdaságban elegendő tranzakció. Válság idején a gazdaság szereplői készpénzük tartásával csökkentik a kockázataikat, a beruházási döntéseiket pedig elhalasztják – ezen ellentmondásra pedig a Nagy Gazdasági Világválság idején is csak az állami intervenció volt a gyógyír.

A makroökonómiai elemzés és modellezés alapvető hiányosságai szintén tehetők felelőssé a válság kialakulásáért (Stiglitz 2014), ami a mikroökonómiai alapokra épülő újklasszikus makroökonómia kudarca, hiszen nemcsak a válság eljövetele nem volt előrejelezhető makroökonómiai modellekkel, de egy ilyen elhúzódó krízis meg sem történhetett volna ezen modellek alkalmazói szerint. Például az újklasszikus makroökonómia szigorú alapfeltételezései szerint árazási buborékok tartósan ki sem alakulhatnak, hiszen a hatékony piacok rövid korrekciójával ezek felszívódnak, majd újraindul a gazdasági növekedés. Stiglitz érvelése alapján is a válságot megelőző években a gazdaságok növekedése nem valódi alapokon, hanem gyenge fundamentumokon nyugodott, melyeket a kormányzati hibák felerősítettek, így a kormányzat okozója, vagy legalábbis előidézője volt a válságnak. Az öngyógyító piacok kritikáját, a piaci elégtelenségek tartós fennmaradását újra be kell emelni a közgazdaságtani gondolkodásba, találkozva olyan, Stiglitz által köztudatba vitt közgazdaságtani jelenségekkel, mint a több-egyensúlyos gazdasági modellek (Stiglitz 2002) vagy az információs aszimmetria hatásainak internalizálása (Stiglitz 1993). A jövedelem eloszlásának ugyancsak meghatározó szerepe van a válság évei alatt csökkenő fogyasztásban, mivel a magas fogyasztási hajlandóságú, alacsony jövedelmű rétegek apadása magával vonja a fogyasztás visszaesését, ezáltal a gazdaságok zsugorodását, ami pedig csak fokozza mind a magán, mind az állami adósságterhek súlyosságát (Stiglitz 2013). A gazdasági körforgásba be nem avatkozó gazdasági kormányzás helyett ezért egy aktív, megerősített, újraelosztó szereppel bíró állam válhat szükségessé. A makroökonómiának pedig a válságokra, azok kezelésére kellene fókuszálnia (Stiglitz 2014): arra, hogy hogyan lehetne csökkenti a gyakoriságukat, a nagyságrendjüket, valamint az időtartamukat, hiszen azok időről időre elkerülhetetlenül előfordulnak, és ezeken a tényezőkön múlik, hogy milyen károkat okoznak hosszú távon. A politikaalkotásnak pedig nagy szerepe van a válságok kezelésében, hiszen azok általában nem az adósságok miatt, hanem az újraelosztási problémákból adódnak.

További népszerű válság-magyarázatként tekinthető az elnyúló stagnálás („secular stagnation”) elmélete is, hiszen válság alatt történt piaci korrekció tényleges végbemenetele megkérdőjelezhető (Summers 2014). A válságot megelőző évtizedet stabil gazdasági növekedés és kiszámíthatóság jellemezte: az üzleti ciklusok volatilitása előrejelezhetőbb és kezelhetőbb volt, mint a világháborúk kora óta bármikor, a független jegybank és az alacsony infláció kettősének megléte pedig elég volt a stabil gazdasági növekedés megvalósításához. Ugyanakkor 2009 óta a kockázatok terjedése, az államok nemzetközi pénzügyi segítséggel való kimentése, valamint a kockázati felárak magasan ragadó szintje állandóvá vált, és a növekedés nem talált vissza a korábban tapasztalt szintekre. A konvencionális monetáris politikán keresztül pedig nem érhető el egyidejűleg a gazdasági növekedés, a teljes foglalkoztatottság és a pénzügyi stabilitás hármas célja, aminek az az oka, hogy a teljes foglalkoztatottsághoz és a megtakarítás-beruházás egyensúlyhoz szükséges reálkamatláb szintje 0% alatt állandósult. Ezt a helyzetet pedig csupán a bérek teljes rugalmassága enyhítené, azaz a bérszínvonal nagyütemű csökkenése. Viszont ahol ennek lehetősége nem adott, ott csak deflációval érhető el a reálbérek csökkenése, ami minden esetben pénzügyi rendszer stabilitásának feladásával jár együtt – ezen tényezők pedig feloldhatatlan helyzetet eredményeznek, azaz hosszú éveken át tartó korrekció válhat valósággá, ahol a lassú gazdasági növekedés könnyen magas munkanélküliséggel párosul. Mindezt pedig az tette lehetővé, hogy a fejlett országokban a válság előtti két évtizedben nem valósult meg valódi fundamentumokon nyugvó gazdasági növekedés. A fellendülés évtizedeit az USA-ban ingatlanpiaci buborékok kifejlődése és a hitelezési szabályok fellazulása okozta, valamint a költségvetési hiányok és az államadósság folyamatos emelkedése – ezek nélkül ugyanis valószínűleg elégtelen lett volna az aggregált kereslet. Viszont ezen tényezők együttállása a korábbi évtizedek pénzügyi válságainál (például a 2001-2003 között zajló dotcom-buborék) is súlyosabb válságot és nagyobb piaci korrekciót idézett elő az Egyesült Államokban. A fejlett gazdaságokat érintő bénultság feloldására pedig két alternatíva fogalmazható meg: vagy történik egy olyan külső, (exogén) hatás, amely megemeli a költések szintjét és a fogyasztási hajlandóságot, mint ahogy az előző évszázad legnagyobb válsága idején a második világháború tette ezt, vagy a kínálatnak le kell csökkennie a kereslet szintjére, afféle fordított Say-dogmaként. Az utóbbi lehetőség meglehetősen katasztrofális

következményekkel járhat, hiszen a gazdasági növekedés nulla közeli szintjén való stagnálásának akár egy évtizedig tartó fennállását vetíti előre.

Összegzésként kiemelhető, hogy a makroökonómia eszköztárának, válság-előrejelzési képességeinek kritikája jórészt a 2008-ban kezdődő válság kapcsán megfogalmazott új gondolat, ami a politika-alkotás és a válságkezelés újragondolására, akár paradigmaváltásra is késztetheti a közgazdaságtant (Voszka 2012). A legtöbb bemutatott válság-magyarázat azt sugallja, hogy a krízis által okozott károk nagyságrendje, gyors terjedése, pénzpiaci válságból reálgazdasági válsággá, majd később elhúzódó államadósság-válsággá való továbbfejlődése felkészületlenül érte a közgazdaságtani gondolkodást. Ezt támasztja alá az is, hogy 2008-ban kezdődő pénzügyi válság hatásai soha nem látott módon terjedtek át az államkötvények piacára, azaz a szuverén államok közpénzügyeire is – ami az EU válságának egyik gócpontjává is vált. A közpénzügyek és a bankrendszerek kockázatainak szoros összefüggését, együttmozgását és a lehetséges fertőzés terjedésének sebességét a piac általánosságban alulbecsülte (Pisani-Ferry 2014). Ugyanakkor Reinhart és Rogoff (2011) történeti megközelítésű elemzésében már rámutatott az államadósság-válságok azon sajátosságára, mely szerint az esetek mintegy 80%-ában azokat bankválságok és spekulatív buborékok előzik meg. A 2008-ban kirobbant válságot összegezve, a legnagyobb probléma a gazdasági jelenséggel nem is az, hogy mekkora visszaesést hozott, hanem inkább a kilábalás lassúsága (Hetzel 2014): a GDP növekedési üteme a válság mérséklődése utáni években sokkal alacsonyabb volt, mint a korábbi gazdasági krízisek esetében. Mindez előrevetíti a gazdasági növekedés tartósan alacsony szinten maradásának lehetőségét, és táptalajt adott az elnyúló stagnálás elméleteinek is.

Az Európai Unió intézményrendszeri gyengeségei, kiforratlanságai és politikai válságai súlyosbító tényezőként lépnek fel az európai válságkezelés során, aminek összefüggésrendszere a következő alfejezet témája. A korábban bemutatott elméletekben közös az, hogy a válság okait a piaci működés elégtelenségeiben és az állami szabályozás bankokhoz és más pénzügyi közvetítőkhöz kapcsolódó hiányosságában is egyaránt látják, eltérő hangsúlyok mellett. A monetáris politika lazasága által előidézett spekulatív törekvések szerepének hangsúlyozása az osztrák közgazdaságtani iskola hagyatéka (Holcombe 2008), míg a látszólagos pénzügyi stabilitás túlzott kockázatvállalásra való késztetése, és az ebből adódó eredendő instabilitás pedig Minsky-től eredő, új-keynesista

gondolat (Minsky 1986). Emellett az is elmondható, hogy a legtöbb magyarázatban a válság okai többfélék, és az okok levezetése egyáltalán nem egyértelmű, hiszen a számos párhuzamos magyarázat egymás kiegészítéseként, együttesen is értelmezhető, azaz ilyen komplex jelenségre csak komplex magyarázat adható. Továbbá az is bizonyos, hogy globális világgazdaság kialakulása és a nemzetgazdaságok egymásba ágyazottságának fokozódása elősegítette a válság elmélyülését.

2.3. Az EU válságának előzményei, a belső egyensúlytalanságok felépülése

Míg az előző alfejezet a 2008-ban kezdődött globális pénzügyi válság kiváltó okait mutatta be, ezen alfejezet az Európai Unióra, valamint az eurózónára jellemző specifikus okokra fókuszál. A válság sokkal pusztítóbb és hosszabban tartó hatást fejtett ki az európai államszövetség gazdaságára (tagállamonként és összevontan is), mint más fejlett gazdaságokra, akár a GDP-t, akár a munkanélküliség szintjét tekintjük releváns mutatónak (ld. a korábban bemutatott 1. ábra). Az EU-specifikus okok feltárásában az optimális valutaövezetek elméletének („optimum currency area", későbbiekben: OCA) vizsgálata használható kiindulási alapként. Az OCA-elméletének és következményeinek ismertetése megkerülhetetlen az eurózóna válságának vizsgálatakor, hiszen ez a kiindulópontja számos monetáris integrációval szembeni kritikának (Krugman (2012), Pisani-Ferry (2014), Eichengreen (2018), Hessel (2019)). Ezt követően pedig az EU-ban a válság kitörését megelőzően felépülő belső makrogazdasági egyensúlytalanságok feltárását kísérli meg az alfejezet, hiszen ezen egyensúlytalanságok tették sebezhetővé az eurót használó országok egy jelentős csoportját, megnehezítve ezáltal az eredményes válságkezelés gyakorlatát.

2.3.1. Hogyan segíti a válság megértését az optimális valutaövezetek elmélete?

Az optimális valutaövezetek elmélete az 1960-as években vált közismertté: Mundell (1961) és McKinnon (1963) azt vizsgálták, hogy meghatározott feltételek mellett a lebegő árfolyamrendszer vagy a valuták egymáshoz való fix rögzítése hordoz magában kevesebb kockázatot. A lebegő árfolyamrendszer esetén a gazdaságpolitika eszköztára sokkal bővebb, hiszen valutafelértékeléssel lehet harcolni az infláció, valutaleértékeléssel

pedig a munkanélküliség ellen, míg a rögzített árfolyamrendszer kiszámíthatóságot, és alacsonyabb tranzakciós költségeket jelen. Mundell (1961) az Egyesült Államok és Kanada monetáris együttműködésének lehetőségét modellezte azt vizsgálva, hogy milyen feltételek mellett lehet egy közös valután alapuló gazdasági övezet működése hatékony, amely ezáltal képes ellenállni aszimmetrikus, a tagállamokat eltérő mértékben érintő gazdasági sokkoknak. Az ehhez szükséges három feltétel: (1) az övezet tagjai között fiskális és monetáris politikai koordináció, (2) az övezeten belül a termelési tényezők akadálymentes, szabad és rugalmas mozgása, (3) az övezet a gazdasági problémákat képes költségvetési transzferrel kezelni. Ha a feltételek sérülnek, akkor egy aszimmetrikus sokk esetén a monetáris politika valamely tagállam gazdasági problémáit nem képes enyhíteni (McKinnon 1963). Módszertanilag komoly nehézség, hogy nem alakult ki egységes OCA-teszt, ami értékelné tudná, hogy egy államközösség milyen mértékben, vagyis hány százalékban teljesíti az elmélet kritériumait. és mindez milyen kiemetekhez vezethet (Mongelli 2008).

A gazdasági válságról szóló közgazdaságtani diskurzus során számos alkalommal fogalmazódott meg, hogy miként valósul meg az OCA-elmélet az Európai Unióban. Már az euró bevezetése idején Mundell és Friedman (2001) közös tanulmányában kritikával illették a formálódó európai monetáris integrációt, hiszen a korábbi három feltételből az első (a fiskális és monetáris koordináció) akkor már megvalósult, a második feltétel viszont csak elméleti keretek között működött (hiszen a termelési tényezők áramlása nyilvánvaló akadályokkal rendelkezik), valamint a harmadik feltétel, a nagyméretű gazdasági sokkokat kezelni képes közös költségvetés pedig egyáltalán nem jött létre. A tagállamok közötti szolidaritás ezen felül teljesen hiányzik, így a politikai és valutáris kötelezettségek ilyen mód való eltérése pedig eredendő instabilitást hordoz magában. Az euró által kiváltott általános lelkesedés miatt azonban a kritikák megválaszolatlanok maradtak.

A munkaerő szabad áramlásának hiánya tovább okolható a válság elmélyülése miatt (Krugman 2012): habár 1992 óta lehetősége van minden uniós állampolgárnak arra, hogy munkát vállaljon bárhol az EU területén, a nyelvi és kulturális különbségek ennek tényleges megvalósulását nem teszik nagy tömegek számára valódi lehetőséggé – ezáltal az Egyesült Államok sokkal ellenállóbban viselkedik aszimmetrikus gazdasági sokkok bekövetkezése esetén. Mindez automatikus stabilizátorként működik: ha az egyik állam gazdasági nehézségekbe ütközik, a vállalati csődökkel együtt járó forrásköltség-csökkenés

a másik tagállamokból új vállalatokat képes bevonzani. Egy közös, föderatív költségvetés például gazdasági visszaesés idején kevesebb jövedelmet vonna el adók formájában, viszont szociális transzferekként ugyanannyit, vagy még többet költ az adott régióban (Pisani-Ferry 2014). Az USA föderatív költségvetése viszont történelmi okoknál fogva alakult ki így, az akkor létrejövő, új költségvetési funkciókat delegálták föderatív szintre – ezzel szemben a magas szociális transzferekkel rendelkező EU-tagállamoknak nehezebb dolguk lenne már meglévő költségvetési funkciókat, szociális ellátásokat felsőbb, szupranacionális szintre átadni, még akkor is, ha a közgazdaságtani elmélet ezt tenné indokolttá. Ahogy – a későbbiekben az értekezés részletesen is rámutat – az EU válságot követő intézményi reformjai is csak részlegesen közelítették az intézményrendszert az OCA-kritériumok elérése felé (Losoncz 2019).

Mi magyarázza az monetáris unió ilyen jellegű hiányosságait? Az európai intézmények fejlődése egyet jelent a német, ordoliberális kiindulópontú gazdasági logika kiteljesedésével, melynek lényege (a francia etatizmussal szemben), hogy egy erős állami hatalom rögzíti azokat a gazdasági keretszabályokat, amik között a versengő piacgazdaság érvényesülni tud (Brunnermeier, James és Landau 2016). Németországban az angolszász, liberális kapitalizmus sosem tudott intellektuális gyökeret verni, ezzel szemben az ordoliberalizmus Európa vezető gazdasági erejévé tette a németeket a második világháborút követően, majd a jóléti állam modelljét kiszorítva a XXI. század elején is (Witt 2002). Az európai monetáris integráció alapjaiban ezen német tervrajz szerint készült, hiszen a tagállamok gazdálkodását illetően takarékosságot és fegyelmezett fiskális politikát ír elő (ld. a stabilitási és növekedési paktum előírásait), külkereskedelmi szempontból export-többletre ösztönöz, a gazdaságszervezés legfontosabb két pillérének pedig a versenyszabályozást, és az infláció ellen fellépő független jegybankot tartja (Pelle 2011).

Az európai monetáris integráció korábbi fázisában lényegében a tagállamok saját valutáikat a német márkához akarták valamilyen formában rögzíteni (ECSC 1969), akár a valutakígyót, akár az európai árfolyammechanizmust tekintjük, azaz az integráció többi tagja a márka stabilitását, alacsony inflációját kívánták az integráció intézményi kiépítésének évei alatt megörökölni, átvenni – az euró csupán egy kiteljesítése mindennek, azaz a többi valuta végleges rögzítése a márkával szemben (Blyth 2013). Ugyanakkor, mivel az inflációt elsősorban a non-traded szektor teljesítménye határozza meg, amit pedig

a tagállamok eltérő reálgazdasági alapjai diktálnak, az inflációs különbségek miatt a tagállamok között tartós versenyképességi különbségek alakulnak ki. Az árfolyamok fenntartása és a versenyképesség helyreállítása a korábbi monetáris rezsimekben rövid távon a devizatartalékok felhasználásával volt megvalósítható, azonban a közös valutát bevezetve ez a cél csak fájdalmas belső leértékeléssel érhető el. Továbbá, a takarékosság és a kereskedelmi többlet méltányolható célok lehetnek egy ország gazdálkodásában, ellenben ez a gazdaságpolitikai cél egészen biztosan nem skálázható a végtelenségig, hiszen a külkereskedelmi hiányok és többletek kéz a kézben járnak, zéró-összegű játszmaként viselkedve.

Habár lehetséges, hogy az Európai Unió egészének összességében külkereskedelmi többlete legyen, a belső jövedelemáramlások fenntarthatósága tekintetében nem előnyös az a helyzet, ha a tagállamok külkereskedelmi többlettel és hiánnyal rendelkező országcsoportokra szakadhatnak szét[5]. Továbbá szintén az ordoliberalizmus kritikája, hogy egy ilyen filozófiai gyökerű gazdasági keretrendszerben nincs lehetőség a keynes-i jellegű, keresletösztönző válságkezelésnek, hiszen a gazdaságpolitika csupán a piacgazdaság feletti őrködésre és az árstabilitás megőrzésére koncentrál. Ebből az eszméből adódik az Európai Központi Bank (European Central Bank, a későbbiekben: ECB) függetlenségének primátusa és mandátumának korlátoltsága, valamint válságkezelési módszertanának hiányosságai, ami sok kritikai bírálatban részesült az eurózóna válságának évei alatt. Az ECB szerepének változását, válságkezelési mandátumának bővülését későbbiekben külön fejezet fogja részletesen bemutatni.

2.3.2. Miképp mélyíthette el a közös intézményrendszer a válságot?

Az európai együttműködés merőben más értékeket és célokat képvisel, mint más fejlett gazdasági térségekben: történelmi okokból az együttműködési döntéshozatal az országok konszenzusán, a változatosságból eredő párbeszéden alapult (Bastasin 2012). Az európai tradicionális pénzgazdálkodási értékek, mint a takarékosság és a mértékletesség pedig látszólag meghatározták a közös intézmények kialakulását, szemben az angolszász, Wall Street-i jellegű „kaszinó kapitalizmussal", ami a magas hozamok reményében hajlamos a túlzott kockázatvállalásra. Ez az EU gazdasági szereplői számára a biztonság illúzióját adta, pedig valójában számos tény cáfolja a kontinens kockázatkerülő

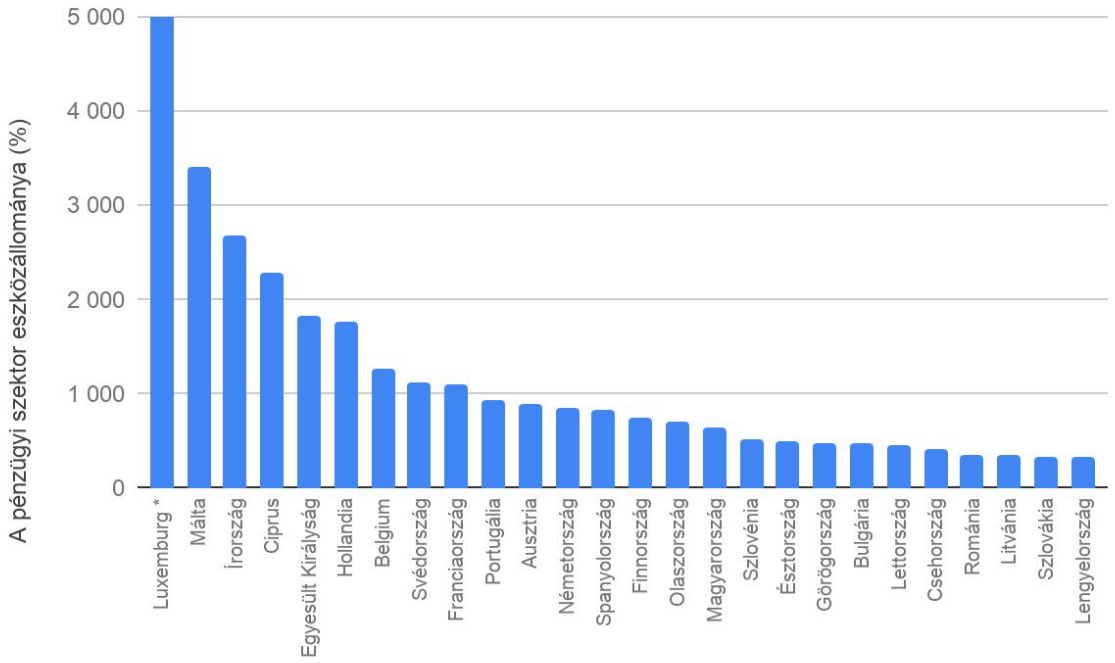
[5] http://www.voxeu.org/article/external-versus-domestic-debt-euro-crisis

magatartását: a válság előtti években az EU befektetőinek arányaiban másfélszer akkora kitettsége volt külföldön, mint az USA befektetőinek, az európai tulajdonba került toxikus pénzpiaci eszközök kétharmada pedig offshore ügyletek kapcsán került Európába: az államszövetség messze nem annyira izolált a pénzpiaci túlkapásoktól, mint azt korábban vélelmezték. Az európai intézményrendszer kialakítása pedig nem ilyen helyzetek megoldására jött létre: a monetáris integráció és a mérsékelt erejű közös politikák elsősorban a békés együttélést, a nemzetek szuverenitását és a választópolgárok többségi akaratának érvényre juttatását szolgálták. Így pedig a gazdasági túlkapások kezelésére, a bankmentésre, valamint az országspecifikus problémák megoldására történelmileg nem alakult ki intézményesített megoldás.

Az angolszász és az európai pénzpiacok közti különbségek másfajta kulturális, gazdaságszervezési tradíciók különbözőségével is alátámaszthatók (Authers 2012): míg az Egyesült Államokban a hagyományosan szigorú bankszabályozási keretek miatt a gazdaság egészéhez képest nagyméretű kereskedelmi bankok nem alakulhattak ki, addig az Európai Unió tagállamai kifejezetten ösztönözték a saját „nemzeti bajnokok", azaz nagy, az országukat külföldön is képviselni képes nagybankok létrejöttét és terjedését. Mindez az állami kimentés és garanciavállalás téves illúzióját nyújtotta a bankok menedzsmentjének, ami pedig a pénzintézetek tőkehelyzetének megrendülésekor aránytalanul magasabb kockázatokat helyezett az egyes országok gazdaságára, betéteseire (ld. 2. ábra). Az EU nagybankjai nemcsak ahhoz túl nagyok, hogy elbukjanak[6], hanem a kimentéshez is – ugyanis egy ekkora méretű nagybank kimentése elképesztő erőforrásokba kerül, főként a tagállamok egyéni méretéhez képest. Az EU-tagállamok bankrendszerének eszközállománya a GDP-jükhöz képest jellemzően több tízszeresen meghaladta azt, míg az Egyesült Államokban ez a mutató jóval alacsonyabb maradt.

[6] a szakirodalom jellemzően ezt a „too-big-to-fail" elnevezéssel illeti

2. ábra: A pénzügyi szektor eszközállománya (a GDP %-ában, 2010 első negyedéve)



Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján. Megjegyzés: Luxemburg: 17 152%

Politikai és intézményi hiányosságok kombinációjaként is megközelíthetők az eurózóna válságának kialakulási okai. A tagállamok egyrészt nem tartották be a fegyelmezett gazdálkodásra vonatkozó közös fiskális szabályokat – ebben alapvetően a déli tagállamok a vétkesek, ugyanakkor megkerülhetetlen a német és a francia politikai szereplők felelőssége is abban, hogy a 2000-es évek elején fellazították a közös fiskális szabályokat (Lamfalussy, Maes és Péters 2013). Közös fiskális politika hiányában a közös valuta alapvetően kivitelezése ezáltal félkészre, felemásra sikerült: az 1990-es évek meghatározó politikusainak (például Jacques Delors, François Mitterrand, Helmut Kohl) egybehangzóan amellett érveltek, hogy a közös valután kívül még további intézkedések szükségesek – ezt esetenként politikai uniónak, máskor gazdasági kormányzásnak nevezték. Azonban a politikusok generációváltásával ezek a szándékok elhalványultak, azaz a pillanatnyi előnyöket igen, de az európai intézményrendszer szükséges továbbfejlesztését nem vállalták, így az intézményi átalakulás befejezetlen feladat maradt.

A közös európai intézményrendszer további hiányosságai, többek között a banki szabályozás és a rossz kockázatkezelés is felelőssé tehetők a válság elmélyüléséért (Sinn 2014). A banki tőkekövetelményeket egységesítő bázeli szabályozás kockázatmentes

értékpapírként kezeli az államkötvényeket, pedig világossá vált, hogy amelyik ország nem rendelkezik önálló monetáris politikával, az nem rendelkezik a végső hitelező („lender of last resort”) intézményével[7]. Ez a nemzetgazdaságok stabilitását nagymértékben elősegíti – az eurózóna válságáig ugyanakkor nem merült fel ennek a szükségessége. Az európai monetáris integráció reformlépései során a közös bankszanálási mechanizmus kiépítése jelent majd erre megoldást, valamint később az ECB is részlegesen felvesz új funkciókat a válságkezelési eszköztárának bővítési folyamata közben, amely a végső hitelezői szerep megerősödéseként értelmezhető.

Az európai integráció egyre szorosabbá vonásának a korábban bemutatott túlzott financializáció volt az egyik hozománya, azaz az 1987-es Egységes Európai Okmány vívmányai, valamint a Lisszaboni Stratégia előírásai teremtették meg a közös, európai pénzügyi piacot, az euró tényleges bevezetését követő években pedig a bankközi követelések állománya a tagállamok között 40%-kal emelkedett. Az árfolyamkockázat eltűnésével könnyebbé vált a pénzpiaci források elérése, ami egységesítette a kamatszinteket a magországok és a periféria országai között, az országok bankrendszerei közötti követelések pedig 2008-ban tetőztek. Mindez azt támasztja alá, hogy a külkereskedelem mellett a folyó fizetési mérleg másik fontos elemében, a tőkeáramlásokban is végbement egy alá- és fölérendeltségi viszony kialakulása. A hitelezés növekedése viszont a gazdasági növekedés gyorsulásával járt együtt: Görögországban az éves GDP-növekedés üteme átlagosan 4%-kot ért ez el az 1997-2007-es időszakban (míg azt megelőzően 1,1% volt ez az érték), Spanyolországban csak 3,8%-kal, Írországban pedig 6,8%-kal bővült éves szinten a gazdaság. A befektetők viszont összetévesztették a makrogazdasági mutatók konvergenciáját a reálkonvergenciával – ezáltal a túlfűtött, hitelezésen alapuló gazdasági növekedés hatására az eszközárak képesek voltak elszakadni a valódi, fundamentális értéküktől (Lin 2013).

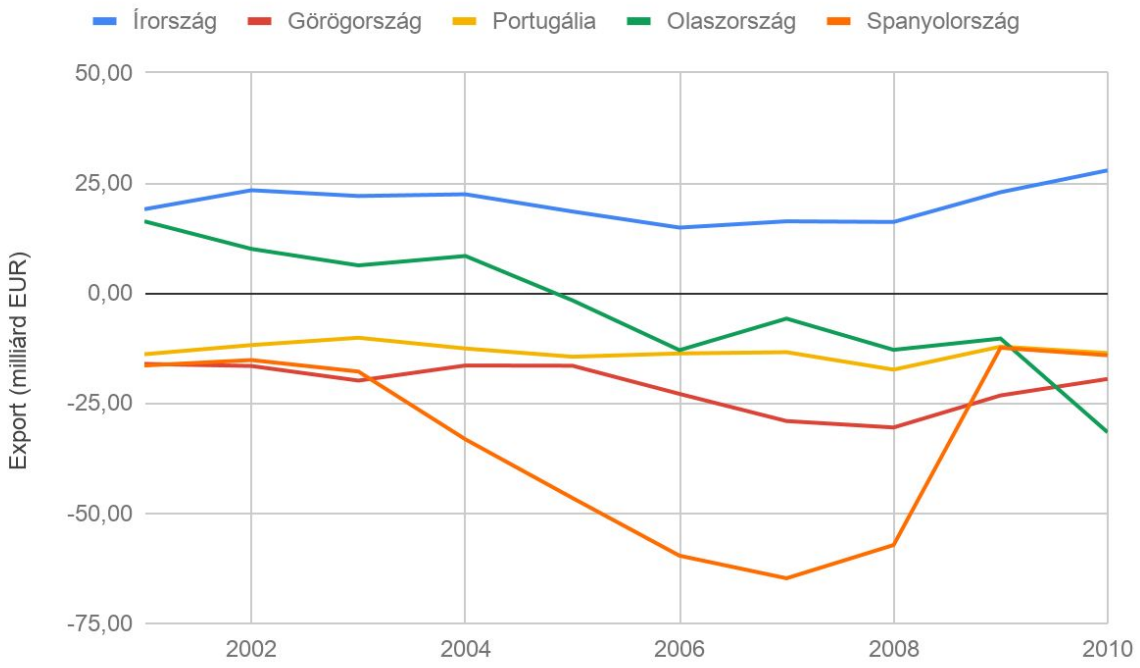
2.3.3. Hogyan épültek ki a belső, makrogazdasági egyensúlytalanságok?

A korábban bemutatott intézményrendszeri környezet számos egyensúlytalanság kialakulásának ágyazott meg, amely által a fizetési mérlegek különbözőségei, és az ebből

[7] ezzel a névvel azt az intézményt szokták jelölni, amely akkor is képes hitelt adni a bajba jutott bankoknak az üzletmenetük folytatásához vagy a betétesei kártalanításához, amikor a piaci hitelezők már elrettennek ettől

adódó gazdaságszerkezeti eltérések kialakultak (Pisani-Ferry 2014). A monetáris integráció létrejöttétől a többi tagállam sajátította el a stabilitáshoz szükséges gazdaságszerkezetet, társadalmi viselkedést, valamint intézményrendszert, azaz nem valósul meg a hasonló gazdaságszerkezetekre vonatkozó OCA-kritérium, ami segíthetne a gazdasági sokkok leküzdésében. A periféria országai az árstabilitásért cserébe folyamatosan veszítettek versenyképességükből, exportáló, traded szektoraik leépültek, a gazdaságok exporthányada csökkent, és ezzel párhuzamosan importhányaduk pedig növekedni kezdett (ld. 3. ábra). Ez a folyamat az országok közötti tőkeáramlásoknak volt köszönhető: az egyes országok nettó hitelezői pozíciót vettek fel, míg mások pedig nettó hitelfelvevő helyzetbe kerültek.

3. ábra: Néhány perifériкus ország külkereskedelmi egyenlege a világ többi országával szemben (milliárd EUR, 2001 – 2010)



Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

A monetáris unió megalkotói számára ismert volt, hogy az optimális valutaövezetek kritériumai csak az integráció centrumában lévő országokra érvényesek, ugyanakkor az 1990-es évek második felében Olaszország, Spanyolország és Görögország egymással versengve próbált az euró alapító országai közé bekerülni (Pisani-Ferry 2014). Mindeközben a tagállamok hasonló gazdasági ciklusok mentén való működéséért felelős

mechanizmus, a stabilitási és növekedési paktum (Stability and Growth Pact, a továbbiakban: SGP – az intézmény részletes bemutatását a 4. fejezet fogja megtenni) is jelentősen fellazult a 2003-as reformát követően. Az SGP szemléletmódja önmagában piaci zavaroktól mentesnek tekintette a magánszektort, a válságok kialakulásának okaként a kormányok hibás gazdálkodását feltételezte. Így azonban az SGP nem volt képes teljes körűen betölteni a válságmegelőző funkcióját, hiszen a válság nem elhanyagolható részben a magánszektorból, főként a pénzügyi közvetítő szektorból érkezett, a magánszektorban létrejövő egyensúlytalanságokat pedig nem észlelte, nem szankcionálta.

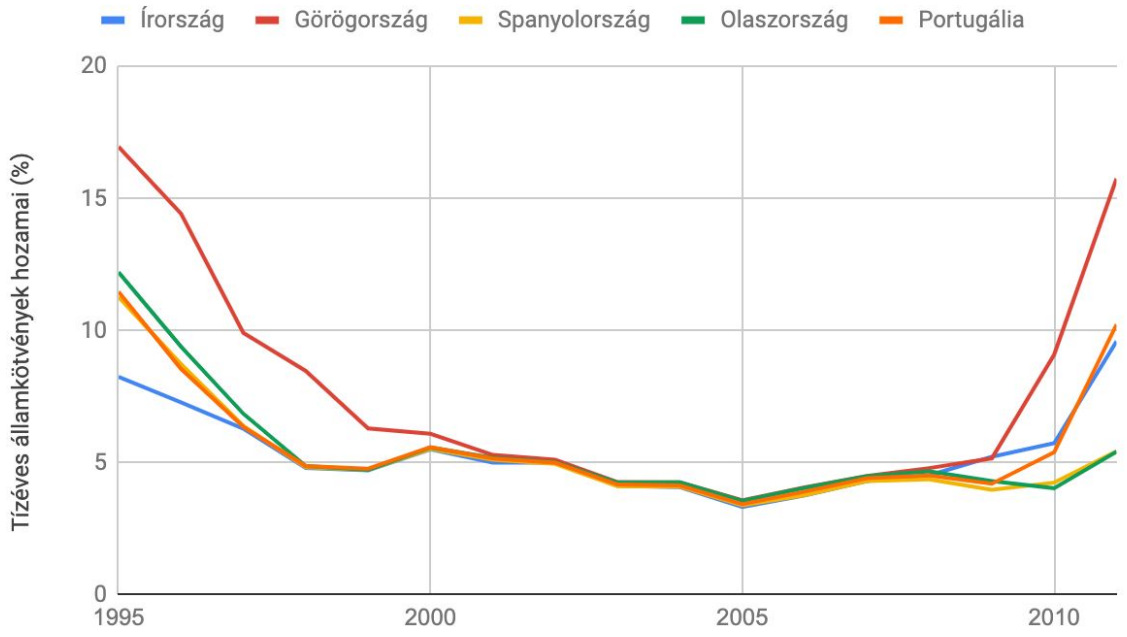
Az EU belső egyensúlytalanságait a pénzügyi közvetítőrendszer elégtelenségei pedig tovább élezték (Marsh 2011): ezek az euró bevezetése óta folyamatosan épültek ki – az ECB kezdetektől a „one-size-fits-all" (azaz „egy méret mindenkinek") jellegű gazdaságpolitikát folytatta, a tagállamok egyéni stabilitását figyelembe nem véve. Mindez akkor vált kritikussá, amikor a bizonyos bankok (a holland Fortis, a francia-belga Dexia, a német Hypo Real Estate) tetemes veszteségeket kényszerültek elkönyvelni az egyesült államokbeli befektetéseiken, 2008-ban. A rossz banki portfoliók kezelése pedig a tagállamokra hárult, mégpedig úgy, hogy a bankmentések módszertanára, finanszírozására nem jött létre egységes gyakorlat. Ezen nagybankok mérlegfőösszegben kifejezett mérete nem bizonyult szignifikánsnak az eurózóna GDP-jéhez képest, de a tagállamok GDP-jéhez képest igen – a bankok feltőkésítésének, a betétesek védelmének feladata azonban a tagállamok kizárólagos kompetenciája maradt.

Ezek a folyamatok akkor váltak kritikussá, amikor a bankmentések kockázatai sokkal jelentősebben megjelentek a periféria országainak államkötvény-piacán is, elsőként Görögországban. Amikor 2010-ben a görög államvezetés feltárta az ország közpénzügyeinek rejtett gyengeségeit (főként, hogy a korábbi kormányok rejtett államháztartási hiányokat halmoztak fel), amit az államkötvény-piaci befektetők meglehetősen érzékenyen fogadtak. Az ország pénzügyei kapcsán egyszerre merült fel a finanszírozókban a bankmentés kérdésének tisztázatlansága és a közpénzügyek ellenőrzésének, transzparenciájának aggálya. A magánszektorbeli kockázatok egész államokat tudtak veszélybe sodorni, ami pedig pénzügyi fertőzésként más kötvénypiacokra is továbbterjedhetett. 2010-re ezáltal a közös valuta olyan fenyegetéssé változott, ami az elvárt szolidaritás és prosperitás helyett annak ellenkezőjét hozta el (Marsh 2011). Az euró

által okozott egyensúlytalanságok a békés piacgazdasági együttműködés összeurópai céljának teljesülését is aláásták.

Mindazonáltal az eurózónát szétfeszítő egyensúlytalanságok, és az ezekből eredő különbségek jócskán a válság kitörése előtt már azonosíthatók voltak (Sinn 2014): a gazdaságszerkezeti különbségek kifejlődése még korábbra, az 1995-ös madridi csúcsig vezethető vissza, amikor először határoztak a közös valuta kialakításáról. Ekkor a gazdasági döntéshozók monetáris integráció legnagyobb hívóerejének egyrészt a tranzakciós költségek csökkenését látták, melyből valamennyi résztvevő fél profitálni tudott, másrészt az egységesen alacsony inflációs környezet miatt az államkötvények kamata is egységesen alacsony szintet kezdett megközelíteni, amit a periféria országainak gazdasági szereplői a konvergencia eszközeként értékeltek, mivel módjukban állt a korábbinál sokkal alacsonyabb kamatkiadások mellett finanszírozni a hiteleiket (ld. 4. ábra). Olaszországban például a GDP-arányos adósságszolgálat mértéke 11,5%-ról 4,5%-ra csökkent 1995 és 2007 között.

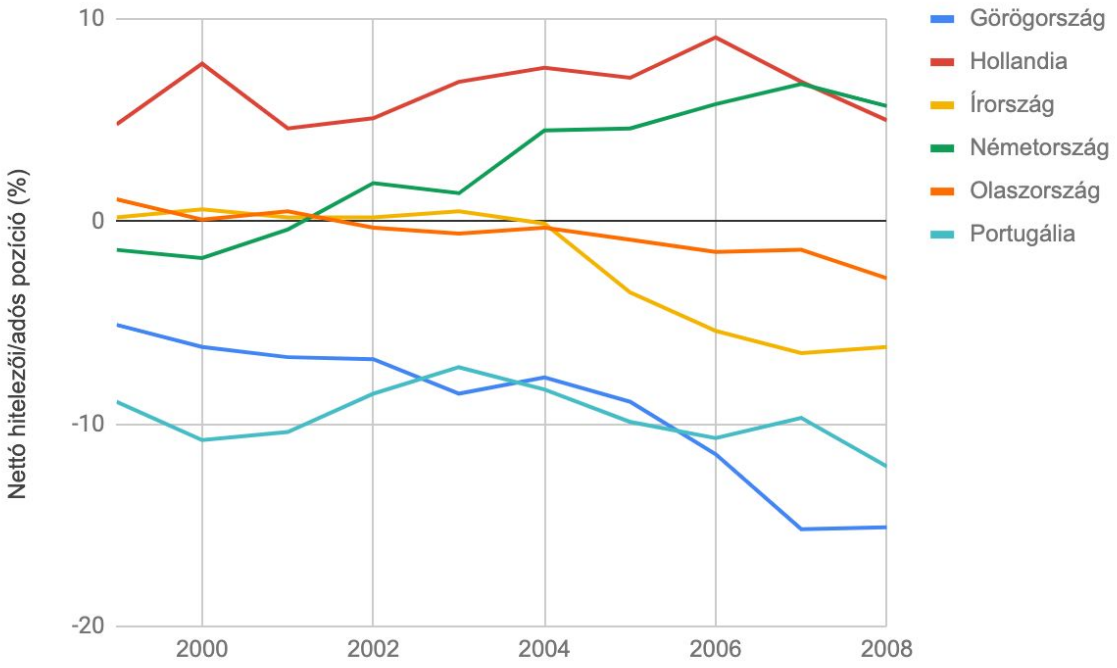
4. ábra: Tízéves államkötvények hozamai néhány perifériku s országban (%, 1995 – 2011)



Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

A kamatszintek konvergenciájának kiváltó okának – határozottan piaci kudarcként – a „kimentés hamis ígérete” tekinthető (Sinn 2014), amely alatt azt a jelenséget értjük, hogy a hitelezők egyszerűen tévesen árazták be a periféria országainak államkötvényeit, azaz rosszul becsülték meg a fennálló kockázatokat. Az Európai Unió Működéséről Szóló Szerződés ugyanis egyértelműen rendelkezik arról, hogy a tagállamok nem felelnek egymás kötelezettségeiért (ez a „ki nem mentési záradék”, azaz „no-bailout-clause”), tehát alapvetően nincs olyan intézmény az európai gazdasági integrációban, amely a bajba jutott országoknak pénzügyi segítséget nyújtana, és gazdaságukat hitelezné aszimmetrikus gazdasági sokkok bekövetkezése esetén. Mégis a válság kitörése előtt a kötvénykamatok nem mutattak nagy mértékű szóródást, vagyis a sokkal kockázatosabb déli országok értékpapírjait a stabil gazdasági háttérrel rendelkező északi országokra jellemző kamatszinten finanszírozták a hitelezők. Mindezt másképpen megfogalmazva: a mediterrán államok államkötvényeinek kamataiba éveken keresztül nem épült be az az egyébként valós kockázati felár, amely a lehetséges állami fizetésképtelenség következményeként fellépő veszteségeket kompenzálni tudná. Azaz a befektetőknek módjukban állt finanszírozni magukat az észak-európai kamatszinten elért forrásokból, és ezeket képesek voltak befektetni magasabb elérhető hozamszintek mellett a periféria országaiban. A válságot megelőzően az országok közötti tőkeáramlások, valamint a külkereskedelmi többletek és hiányok rendszere ugyanezt támasztják alá (ld. 5. ábra). Mint korábban láttuk, a kamatkonvergencia nemcsak a befektetők számára nyújtott lehetőségeket, de a közpénzügyeket is kedvezően érintette, a csökkenő állami kiadásokon keresztül. De ezeket a forrásokat nem a tagállam hosszú távú érdekeinek megfelelő módon használták fel, hanem általában nem megtérülő állami beruházásokat, szociális transzfereket, valamint kormányzati dolgozók béremelését finanszírozták belőle (Sinn 2014), ami szükségszerűen fenntarthatatlanná tette a konvergenciát (Halmai 2019).

5. ábra: Néhány EU-tagállam nettó hitelezői/nettó adós pozíciójának alakulása (a GDP %-ában, 1999 – 2008)

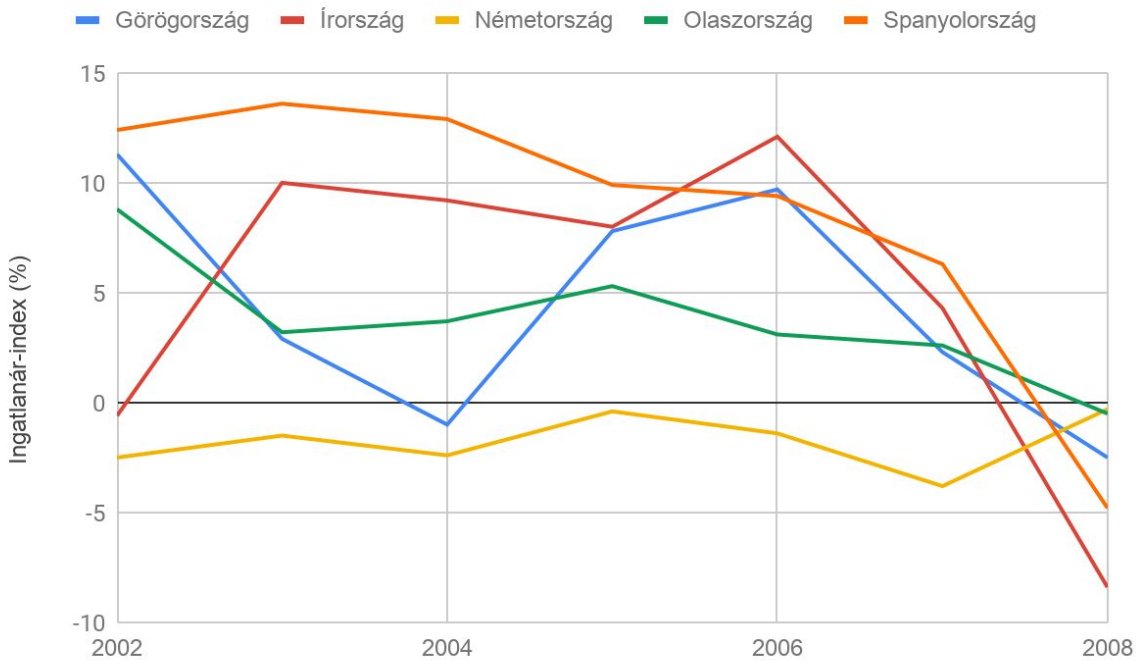


Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

A központi kimentés hamis ígérete egyfajta puha költségvetési korlátként (Kornai és szerzőtársai 2004) is működött, azaz nem szabott gátat a kormányzati és magánszektorbeli eladósodás túlzott folyamatának. Ez pedig direkt módon hatott a tagállami versenyképességre (Sinn 2014): a versenyképességi különbségek a termelési tényezők árának, elsősorban a bérek és a termelékenység változási ütemének különbségéből alakultak ki. A periféria országaiban a gyors gazdasági növekedés, a kamatszintek letöréséből adódó elkölthető jövedelemtöbblet, valamint a magas infláció idézték elő a versenyképesség romlását, amely párhuzamosan ment végbe az eszközár-buborékok kialakulásával. Az ingatlanpiaci buborékok különösen kártékonynak bizonyultak: 1997 és 2007 között Írországban évente átlagosan 12,5%-kal, Görögországban 9%-kal, Spanyolországban pedig 8%-kal nőttek az ingatlanárak, mielőtt a válság kitörésekor mélyrepülésbe kezdtek volna (ld. 6. ábra). A makrogazdasági stabilitást különösképp veszélyeztető tényező, hogy ezen néhány szektorra jellemző túlfűtött gazdasági növekedés finanszírozása külföldi forrásokból valósult meg. A válság előtti évek

német folyó fizetési mérleg-többlete és a periféria országait tömörítő GIPSIC-országok[8] folyó fizetési mérleg-hiánya hozzávetőlegesen megegyező aggregált nagyságrendet tett ki, azaz a magországok külkereskedelmi többlete, és a periféria országainak külkereskedelmi hiánya kéz a kézben járó, egymást kölcsönösen feltételező folyamat (Sinn 2014).

6. ábra: Néhány tagállam ingatlanár-indexe (az előző év %-ában, 2002 – 2008)



Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

Az előbbiek összefoglalásaként elmondható, hogy az 1990-es évek végére létrejött európai monetáris integráció kiépítése számos kívánnivalót hagyott maga után. Az Európai Unióra jellemző speciális okokat leíró szakirodalom nagyban táplálkozik az optimális valutaövezetek elméleteiből, és az ezek hiányos, féloldalú intézményrendszeri implementálásából. A válság kialakulását megelőzően belső egyensúlytalanságok alakultak ki az államszövetség gazdaságán belül, melynek okai az országok közti kulturális különbségekkel, a pénzpiaci működést meghatározó filozófiák különbözőségeivel, vagy alapvető intézményi eltérésekkel is magyarázhatók. Ugyanakkor a narratívákban közös elem, hogy ezek a különbözőségek már a válság kitörését megelőzően eredendő eltéréseket

[8] Görögország, Olaszország, Portugália, Spanyolország, Írország, Ciprus összefoglaló megnevezése. Ezt a mozaikszót használja például Sinn (2014).

generáltak a tagállamok egymás közötti viszonyában, ami tetten érhető a folyó fizetési mérlegek alakulásában, az inflációs szintek változásában és a versenyképességi mutatók tendenciáiban. Ezek a különbségek pedig a gazdasági integráció egészét különösen sérülékennyé tették az aszimmetrikus gazdasági sokkokkal szemben, és megágyaztak egy elhúzódó, a tagállamokat eltérő mértékben érintő, az egész Európai Unió intézményrendszerét komoly kihívás elé állító válságjelenségnek, amely nehézzé tette a közös intézményi kereteken belül megvalósítható válságkezelés kivitelezését.

Habár az eurózóna kiegyensúlyozott működése érdekében a gazdaságszerkezeti reformok és a közös fiskális szolidaritás igénye már jóval korábban is ismertté vált (EC (1989), Mundell és Friedman (2001), Krugman (1993), Padoa-Schioppa (2004), Lamfalussy és szerzőtársai (2013)), a mélyebb integrációhoz és a közös valutához fűződő optimizmus látszólag erősebb volt ezeknél a figyelmeztető hangoknál. A tagállamok bizonyos bankjait kikezdő pénzügyi sokkhatás eredményeként az eurót stabilizáló erőket azonban végül meghaladták a monetáris integrációt destabilizáló erők (Sinn 2014). Ez nem vált volna lehetővé, ha nem alakult volna ki a tagállamok csoportjai között a kölcsönös függés rendszere: a magországok tagállamai nettó hitelezői pozíciót sajátítottak el, versenyképességük növekedett, az exportáló iparágaik felvevőpiacra leltek a déli, perifériks államok képében. Ezen tagállamok pedig leépülő ipari kapacitásaikkal, romló versenyképességükkel nettó adós pozícióba kerültek. Nemcsak hogy sérülékeny alanyaivá váltak a kívülről érkező gazdasági visszaesésnek, de az Európai Unió intézményrendszere nem is rendelkezett olyan mechanizmusokkal, ami ettől megvédte volna őket. Ezáltal közvetve az eurózóna egésze is védtelen maradt, azaz aszimmetrikus gazdasági sokkok esetén nem indult meg semmilyen természetes vagy irányított kiegyenlítődési mechanizmus. Az EU válságának kronologikus, szakaszokra bontott bemutatását és elemzését a következő fejezet fogja részletesen tárgyalni.

3. A válság lefolyása az EU-ban

3.1. A bankválság és Az európai gazdasági fellendülés terve

Az előző fejezetben megismert magyarázatok tanulsága, hogy az Európai Unió gazdasági válságának oka nem jelölhető meg egyetlen eseményként vagy folyamatként: az integráció válságának elmélyülése több, huzamos ideig tartó, párhuzamosan futó politikai és gazdasági jelenség következménye. Ezek közé tartoznak egyrészt Európai Unión kívüli okok (mint a világgazdasági egyensúlytalanságok, kontinenseken átnyúló pénzügyi fertőzések, az Egyesült Államok bankválsága), másrészt pedig az EU strukturális, intézményrendszeri gyengeségeiből adódó okok (ezek közé sorolható a közös monetáris és fiskális politika széttagoltsága, az éveken keresztül kiépülő versenyképességi különbségek, a stabilitási és növekedési paktum 2003-as fellazításának következményeként a tagállamok körében csökkenő fiskális fegyelem, vagy az Európai Központi Bank válságkezelési bénultsága). Ez az alfejezet arra világít rá, hogy milyen események kísérték kronologikusan az Európai Unió gazdasági válságának első szakaszának, a pénzügyi válságnak (2007-2009) elmélyülését, ami megalapozta a tagállamok drasztikus eladósodottságának kialakulását. A következő alfejezetek pedig az EU válságának további fázisainak (gazdasági válság, az államadósság-válság, és a politikai válság) bemutatását fogják megtenni.

Az Európai Unió gazdasági válságának kezdete kronologikusan 2007-re datálható (Pisani-Ferry 2014), ugyanis a bankpánik ebben az évben terjedt át először szignifikáns nagyságrendben az Egyesült Államok pénzügyi piacáról az európai államszövetség bankjaira. Ennek legtipikusabb tünete nem volt más, mint az európai bankközi piacok likviditásának elillanása, aminek következtében a bankközi overnight ügyletek kamatszintjei hirtelen megemelkedtek, így hitelképességi aggályok merültek fel azon európai bankok kapcsán, melyek magas kitettséggel bírtak az USA sok veszteséget elkönyvelni kényszerülő hitelintézeteivel szemben. Ekkor az ECB bankközi likviditás nyújtásával még eredményesen tudta megakadályozni a pénzpiacok összeomlását. Ez egy olyan klasszikus monetáris élénkítést jelentő válságkezelő eszköz, ami az ECB-nek mindig is rendelkezésére állt az árstabilitás megőrzése érdekében, így nem jelent újdonságot a válságkezelés tekintetében. Hatékonyságát tekintve pedig ez a manőver akkor még

sikeresen tudta stabilizálni a kontinens bankrendszerét. Ugyanakkor a bankközi ügyletek piacának teljes befagyása a Lehman Brothers befektetési bank 2008. szeptemberi csődjét követően már nem volt elkerülhető, és az ECB ezzel a módszerrel már nem tudott úrrá lenni a pánikon: 2008. szeptember 30-án Brian Lenihan ír miniszterelnök, az írországi bankok pénzügyi helyzetének megroppanása és megnövekedett fizetésképtelenségi kockázata miatt kihirdette[9], hogy az ír kormány korlátlanul helytáll a hat legnagyobb ír bank és leánybankjai adósságaiért, garantálva a befektetőik biztonságát és kártalanítását.

Az Európai Unió pénzügyi közvetítő rendszerének megingása már 2007-ben megkezdődött: 2007 augusztusában a német kormányzat önkényesen az IKB Deutsche Industriebank kimentése mellett döntött, amikor az a másodlagos jelzálogpiaci ügyletein tetemes veszteségekről számolt be. Napokkal később a BNP Paribas, Franciaország egyik legjelentősebb pénzügyi intézménye három befektetési alapjának felfüggesztésére kényszerült, amit a piaci likviditás teljes elillanásával indokolt. A következő hónapban az írországi Northern Rock volt kénytelen a Bank of England finanszírozását igénybe venni. 2008-ban folytatódtak a bankmentések és feltőkésítések Németországban (Hypo Real Estate), Írországban (Depfa Bank), valamint az Egyesült Királyságban (Royal Bank of Scotland, Lloyds TSB és HBOS). A korai bankmentéseket nehezítette az a tény, hogy egy adott tagállami bankfelügyelet alatt álló pénzügyi intézmény több tagállamban végezhette párhuzamosan a tevékenységét, így számos esetben több bankfelügyelet egyeztetése vált szükségessé, mint például a holland ABN AMRO, az Egyesült Királyságbeli Royal Bank of Scotland, valamint a spanyol Banco Santander bankok által alakított konzorcium kimentése esetében (Hodson és Quaglia 2009).

A banki adósságok tagállami szavatolása számos ponton bizonyult aggályosnak (Bastasin 2012): egyrészt a kormányzati adósságok potenciális megnövekedésének veszélye, másrészt a találgatások, hogy csak belföldi szereplőket, vagy külföldi és belföldi szereplőket egyaránt érint a kártalanítás, továbbá a más EU-tagállamok bankmentési gyakorlatában felvetődő kérdések olyan tényezők voltak, amik fokozták a bizonytalanságot, és lehetővé tették a bankközi pánik továbbterjedését. Ez tekinthető annak a pillanatnak, amikor elkülönült a tagállami szintű és a szupranacionális, EU-szintű válságkezelés, azaz ekkor vált nyilvánvalóvá az a tény, hogy az Unión belül nem létezik egységes, minden tagállamra vonatkozó válságkezelési stratégia. Másként megfogalmazva

[9] http://www.wsj.com/articles/the-great-irish-bank-heist-1415559502

kiderült, hogy nem jöttek létre olyan direktívák a tagállami politikákat illetően, amiket azok önként és hitelesen implementálhattak volna hasonló sokkok esetén. Ezzel szemben a tagállamok önálló válságkezelési stratégiákat alkalmaztak, elsősorban a saját nemzeti érdekeiket szem előtt tartva, és egyben a más tagállamokra való hatásokat ignorálva, ami nagymértékben növelte a piacok és a politika-alkotás kiszámíthatatlanságát. A közös válságkezelési irányelvek hiánya az országokat saját válságkezelési stratégiák kiépítésére késztette (Végh 2013). 2008 októberében az ECB az európai bankok likviditásának ellenőrzésére és szavatolására programot hirdetett, amit ezt követően az erősített meg, hogy az Eurózóna kormányfői is kiálltak az állami garanciavállalások mellett, és úgy nyilatkoztak, hogy szükség esetén tőkét is készek biztosítani a bajba jutott pénzügyi intézményeknek (Pisani-Ferry 2014).

A 2008-as év eseményei következményeként az állami támogatások szabályozási környezete változni kezdett, megengedő irányba. 2005-ben az újraindított lisszaboni stratégia átgondolásával elkezdődött az állami támogatások politikájának megújítása, elsősorban a tagállamok által adható állami támogatások lehatárolása, visszafogása céljából. A törekvések eredményeképp a támogatásokból a vállalatok inkább általánosabb, horizontális célok mentén részesülhettek volna az állami költségvetésből, néhány világos támogatási elv mentén. Azonban 2008 őszére, mikorra az elképzelések a joganyaggá formálódhattak volna, már a gazdasági-pénzügyi válság kihívásainak kezelése jelentette a fő prioritást, így az eredeti célkitűzések megvalósítása helyett más irányba kezdett formálódni a joganyag (Campo 2011). A lisszaboni stratégia fő céljai mint az innováció-orientáltság, a tudásalapú társadalom megteremtése, a zöld gazdaság fejlesztése, a strukturális reformok végrehajtása a válságtól függetlenül is érvényes célok, így a válságkezelés fő pillérei kell, hogy maradjanak, azaz a lisszaboni stratégia alkalmas keretrendszernek volt tekinthető a válság kezelésére is (Pelle 2010).

2008 végén azonban a lisszaboni stratégia rendelkezéseit kiegészítendő módon létrejött a támogatásokra vonatkozó ideiglenes közösségi keretrendszer, amely 2010. december 31-ig maradt hatályban (EC 2008B), melyet később egy évvel tovább hosszabbítottak, a támogatási arányokat finomhangolva, fokozatosan csökkentve (Campo 2011). Ez fogalmazta meg az állami támogatások tiltását lazító elképzeléseket, azaz újra kiemeli a korábban elfogadott általános csoportmentességi rendeleteket, bátorítja az alkalmazottak kedvezményes foglalkoztatásának és a társadalombiztosítási járulékok

halasztásának a lehetőségét, valamint 150%-kal emelte a vállalatoknak maximálisan nyújtható támogatások felső, de minimis korlátját. Ezen felül olyan direkt állami eszközöket is megengedett, mint az állami kezességvállalás, a hitelek állami kamattámogatása, a kockázati tőkeügyletek ösztönzése, valamint exporthitelek nyújtása. A dokumentum azonban azt is kiemelte, hogy az ezen a jogcímen megvalósított támogatásokat az Európai Bizottságnak egyenként engedélyeztetésre be kell nyújtani, hiszen a tagállamok egyéni támogatási céljainak felkarolása nem szerepel a dokumentum céljai között, megelőzendő a valamennyi fél számára káros tagállamok közötti támogatás-háború kialakulását (Pelle 2010). Ugyanakkor, ahogy Voszka (2012) megállapítja, a Bizottság a későbbiekben nagyfokú engedékenységet tanúsított a támogatási kérelmek elbírálásnak folyamata során.

A 2008 szeptemberét követő események komoly terheket róttak számos tagállam bankrendszerére, amiket a továbbgyűrűző hatások (országhatárokon átnyúló bankműveletek, más nemzetiségű betétesek magas aránya) tovább súlyosbítottak (EC 2009). A bankközi pénzpiacok egymásba ágyazottsága miatt elég lehet egyetlen jelentősebb intézmény összeomlása, fizetésképtelensége a bankválság kialakulásához, mely az egész bankrendszerbe vetett bizalmat megrendítheti, ami dominóhatásként szektoron túlmutató következményekkel is járhat. A korábbi válságok és krízishelyzetek rámutattak arra, hogy szükség van a pénzügyi stabilizációt célzó kormányzati és jegybanki intézkedésekre: ilyen forgatókönyv esetén különböző tőkemegfelelési szabályzások és előírások korlátozzák a banki tevékenység bővülését, és csökkentik a hitelezés lehetőségeit, azaz azok tőkeáttétel-csökkentő folyamatokba kezdenek. A pénzügyi közvetítőrendszer azonban ennek következményeként nem látja el hitelezési funkcióját, ami az általános gazdasági válsághoz vezethet. Ezt megakadályozni képes kormányzati beavatkozások egyike a bankmentés, amely nem csak állami kiadást, hanem azon keresztül adófizetői költséget is jelent: míg bankcsőd esetén a veszteséget a bank betétesei állják, azonban bankmentés esetén valamennyi állampolgár. Ennek hatására egy ilyen lépés nemcsak a bank hosszú távú hírnevét kockáztatja, hanem a fogyasztás csökkenéséért is felel (Várhegyi 2010).

Mindezek hatására tagállami kormányoknak és a Bizottságnak fel kellett állítani a bankmentésekhez szükséges állami támogatási keretrendszert is, hiszen a bankrendszerek összefonódása felvetette a teljes európai pénzügyi szektor destabilizálódásának veszélyét.

A célzott állami támogatásoknak kettős célt kellett megvalósítaniuk: egyrészt a pénzügyi stabilitás megteremtését a fizetőképesség fenntartása által, másrészt minimalizálniuk kellett a versenytorzító hatásokat, hiszen különben a tagállamok kihasználhatták volna az állami támogatás lehetőségét, előnyöket biztosítva vállalataiknak a versenytársakkal szemben. A lépést a bizottsági jelentés elégségesnek feltételezte, a monetáris élénkítés alacsony kamatkörnyezetével kiegészítve. Ugyanakkor a 2008. október és 2009. július között a Bizottság rendkívüli nagyságrendű, az EU GDP-jének egyharmadát kitevő állami támogatást hagyott jóvá, melynek 75%-át adták a bankoknak nyújtott különféle garanciák. Habár a garanciáknak átlagosan csupán a harmadát hívták le ténylegesen a bankok, a segítségnyújtás még így is nagyban rontotta a támogatást nyújtó tagállamok költségvetési pozícióját: a legnagyobb támogatásnyújtók (kölcsönöket, tőkeinjekciókat és bankgaranciákat együttvéve) a tagállam GDP-jéhez arányosítva kifejezve Írország (227,3%), Belgium (35,3%), az Egyesült Királyság (30,8%), Hollandia (24,3%) és Luxemburg (18,5%) voltak, de nem elhanyagolható Németország, Spanyolország vagy Franciaország bankmentő tevékenysége sem. A tényleges tőkeinjekciókat tekintve a nyújtott támogatás jóval szerényebb, azonban így is az EU GDP-jének 2,5%-át tette ki, és leginkább később eladható elsőbbségi részvények vásárlása formájában valósult meg. Habár a koordinált bankmentésnek köszönhetően a bankrendszerek mérlege a folyamatos veszteségleírások ellenére stabilizálódott, a lépés tényleges nagyságrendjének megbecsülhetetlen volta egyre inkább felvetette a tagállami költségvetések finanszírozhatóságának kérdését és nehezítette az államkötvény-aukciók lebonyolítását (EC 2009).

A bankrendszeri pánikot látva 2008 novemberében az Európai Bizottság más területen is lépett: az Európai Parlamenttel egyetértésben elfogadta Az európai gazdasági fellendülés tervét (EC 2008A), ami 200 milliárd euró költségvetési kiadást irányzott elő a kezdődő pénzügyi válság reálgazdasági hatásainak megfékezésére. Ez a program tekinthető az EU első közös, válságkezelő intézkedésének, habár ez jórészt nem jelentett önálló forrásallokálást, inkább csupán engedélyt a tagállamok számára a közpénzből való válságkezelésre. A terv összességében az EU GDP-jének 1,5%-át tette akkor ki, azaz jelentős mértékűnek tekinthető az EU közös költségvetésének általában a közös GDP 1%-t jelentő nagyságrendjéhez képest, ugyanakkor csekély nagyságrendűnek minősül a tagállamok önálló költségvetésével összehasonlítva. A terv céljaként azt jelölte meg, hogy

egyszerre növelje a tagállamok vásárlóerejét és munkahelyeket, emellett pedig gazdasági növekedést is generáljon. A program rendelkezésére álló pénzösszeg – tekintve, hogy az EU közös költségvetése számára a pénzpiacokról való forrásszerzés nem megengedett – 85%-ban a tagállami költségvetésekből, és csupán 15%-ban az EU közös költségvetéséből (beleértve az Európai Beruházási Alap által nyújtott forrásokat is) adódott. A terv lépései között találunk:

- moratóriumot az SGP előírásai alól a tagállamok számára, 2 vagy 3 évre abból a célból, hogy lehetővé váljon az állami kiadások általi válságkezelés, illetve ne kelljen adónövelésre késztetni a tagállamokat a költségvetési egyenlegük megőrzése érdekében;
- az ECB kamatcsökkentési politikáját annak érdekében, hogy könnyítse a forrásokhoz való hozzájutást;
- zöld gazdasághoz kapcsolódó célokat, mint például beruházásösztönzés az energiahatékony technológiákhoz kapcsolódóan, adócsökkentés a zöld iparágakban, illetve roncsprémium programok megvalósítását, amivel a régi személygépjárművek újakra, magasabb energiahatékonyságúakra cserélhetők; valamint
- társadalmi intézkedéseket, melyek között találhatunk a munkanélküli segélyek emelésére vonatkozó előírást, társadalombiztosítási hozzájárulások csökkentését, a vállalatoknak nyújtandó hitelgarancia-programokat, magas hozzáadott értékű szolgáltatások forgalmi adójának csökkentését.

A dokumentum céljaként egy tudásalapú, alacsony energiafelhasználású, zöld technológiákon és innováción alapuló európai gazdaság létrehozását jelöli meg. A terv azt is hangsúlyozza, hogy támogatásáról biztosítja a tagállamok élénkítő fiskális politikáit, mivel akkor már hét EU-tagállam (köztük Franciaország, Németország és az Egyesült Királyság) is önálló gazdaságélénkítő csomaggal állt elő. Kiemelt prioritásként kezeli a program a válság által legérzékenyebben érintett társadalmi rétegek biztonságát: azaz azokét, akik elveszítették a munkahelyeiket, és ezáltal a hosszú távú munkanélküliség veszélye fenyegeti őket (EC 2008B).

Intézkedéseit tekintve, a 2008-ban életbe lépett program (EC 2008A) alapvetően a keynes-i gazdaságpolitikai gondolkodásból eredő, stimuláló, anticiklikus gazdasági csomagot jelent. Az európai gazdasági fellendülés terve azokat az előírásokat fogalmazta meg, hogy a fiskális stimulusnak, amire a dokumentum a tagállamoknak felhatalmazást ad,

időszerűnek, időszakosnak, célzottnak és koordináltnak kell lennie. Azaz a csomag alkotóinak szándéka szerint a támogatások nem állandó jellegűek, hosszú távú költségvetési stabilitást nem veszélyeztetők, és csak azon esetekben folyósíthatók, amikor tényleges kereslet-csökkenés megy végbe. A Terv azt javasolja, hogy a tagállamok egyaránt alkalmazzanak bevétel- és kiadásoldali intézkedéseket – azaz teremtsenek fedezetet a rövid távú célok elérése érdekében, nem veszélyeztetve a hosszú távú költségvetési egyensúlyt. Az SGP államadósságra, illetve a költségvetési hiányra vonatkozó előírásai alól való felmentés intézménye pedig lehetőséget ad arra, hogy gazdasági stimulussal, addicionális állami költésekkel lehessen ellensúlyozni a válság kereslet-visszafogó hatását. Ugyanakkor ezt a lépést az is indokolta, hogy az egyes tagállamok bankgarancia-vállalásai már a 2008-as költségvetésre is nagyban egyenlegrontó hatással bírtak, így ezek nem vontak maguk után azonnali túlzottdeficit-eljárást, ahogy például Írország esetében.

A fiskális élénkítés és a fogyasztásösztönző intézkedések hatékonyan tudták volna segíteni ezt a politikát, és enyhíteni a kereslet-visszaesésből adódó jövedelem-csökkenést. Ahogy Farell és Quiggin (2012) kiemelik, a válság kitörését megelőző években már visszakerült a közgazdaságtani gondolkodásba a keynes-i gazdaságélénkítő stimulus gondolata, 2008-tól viszont már egyértelműen érezhetővé váltak az ösztönzéspárti reakciók: 2008-ban Davos-ban az IMF akkori igazgatója, Dominique Strauss-Kahn is az új fiskális politikák igényére és a fiskális deficitek növelésére utalt – ilyen jellegű nyilatkozatot pedig még nem tett vezető IMF-képviselő az elmúlt 25 évben[10]. Ugyancsak agresszív, és koordinált fiskális politikára biztattak a gazdasági sajtóban olyan vezető közgazdászok, mint Krugman[11] vagy Eichengreen[12]. A keynes-i analízis szerint a fiskális stimulus lehet olyan hatékony válságkezelő eszköz, aminek segítségével a gazdaság kitörhet a likviditási csapdából, azaz megszüntetheti a likviditás kiszáradását a pénzpiacokon. Ez a válságkezelési irányzat nem csak a közgazdaságtudomány képviselői és a gazdasági szereplők véleménye szerint bizonyult kedvezőnek (Forte és Pesce 2009), hanem a politikusok számára is, akik alapvetően optimistán látták a válságkezelési kilátásokat, és az ösztönző politika által aktív szerepet vállalhattak a válságkezelésben (Farell és Quiggin 2012).

[10] http://www.ft.com/cms/s/0/106230b0-cd29-11dc-9b2b-000077b07658.html
[11] http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/11/08/new-deal-economics/
[12] http://www.theguardian.com/commentisfree/2008/oct/09/creditcrunch.economy

Ezzel szemben a keynesista fordulat korai kritikusai, például Cochrane (2009) vagy Barro és Redlick[13] a fiskális stimulus eredménytelensége mellett érveltek, elsősorban a ricardói ekvivalenciára és a racionális várakozások elméletére hivatkozva, mely szerint az engedélyezett kormányzati gazdasági élénkítés hatástalan marad, mivel a jövőbeni megemelkedett költségvetési kiadásokat ellensúlyozandó adóemelések szükségszerűen kioltják majd az élénkítés potenciális hatását. Azonban a kritikákra adott ellenválaszok hangosabbá váltak, mint maguk a kritikák – a gazdasági sajtó 2008 és 2009 fordulóján egyértelműen a keynes-i gazdasági stimulus mellett foglalt állást (Farell és Quiggin 2012). A tagállamok válságkezelésében is egyértelmű volt a keynesista gondolatok dominanciája: a válságkezelő-csomagok a tagállamok jelentős többségében is a gazdasági stimulus nyert primátust. Még a német közgazdaságtani elit egy része is a gazdasági élénkítés mellé ált, illetve 2008-2009-ben két élénkítő csomagot is elfogadtak, amelyeknek emblematikus eleme a roncsprémium-rendszer volt: a német gazdasági elit az élénkítő-programok során is a saját húzó-iparágaik helyzetét kívánta elsősorban megerősíteni. Ugyanakkor mindeközben az akkori német kancellár, Angela Merkel, és politikai támogatói köre az állami takarékosság elvei mentén foglaltak állást, ami a következő évek megszorító politikáinak intellektuális táptalaját jelentette.

Az európai válságkezelési folyamat első lépéseit áttekintve megfigyelhető, hogy a válság első tünetei a magas külföldi kitettséggel bíró tagállami bankrendszerekben mutatkoztak meg, a reálgazdasági hatásokat gyorsan maguk után vonva, hiszen a bankmentési politika az EU és az egyes tagállamok GDP-jéhez viszonyítva is drasztikus nagyságrendűnek bizonyult. A pénzpiaci válságra való válaszként valósult meg egyrészt egy jelentősebb nagyságrendű, a Bizottság által koordinált válságkezelő program, másrészt az egységes fellépést meghatározó módszertan sem, így a tagállamok fiskális válságkezelése egyénileg, koordinálatlanul valósult meg, és a megvalósításukhoz szükséges forrásokat jórészt a saját tagállami költségvetésük biztosította. Az is láthatóvá vált, hogy az első válságkezelési lépések a keynesista fordulat szellemében valósultak meg, azaz a fiskális élénkítés létjogosultságot nyert mind a közgazdasági véleményformálók, mind a politika-alkotók körében, Európa-szerte. Ugyanakkor rövidesen ez a tendencia a válság a költségvetési pozíciók jelentős romlásával megkezdődő új szakaszával gyökeres irányváltást vett.

[13] http://www.wsj.com/articles/SB10001424052748704471504574440723298786310

3.2. Gazdasági válság és romló költségvetési pozíciók

Ahogy az előző alfejezet rámutatott, az első válságkezelő lépések a keynes-i gazdaságélénkítő válságkezelés jegyében teltek mind tagállami, mind szupranacionális szinten, azonban ezeknek a lépéseknek a sikere és fenntarthatósága 2009-re már komolyan megkérdőjeleződött (Peet és La Guardia 2014). Az elhúzódó bankválság és a 2008 harmadik negyedévétől kezdődő gazdasági recesszió által okozott költségvetési többletterhek hatása a tagállamok központi költségvetési pozícióinak gyengülését eredményezte. A korábban megismertek szerint az Európai Unió nem rendelkezett ekkor negatív gazdasági sokkok esetén alkalmazható, komoly erőforrásokkal bíró válságkezelő intézményrendszerrel, így a tagállamok önálló, koordinálatlan válságkezelési intézkedései egyrészt enyhítették, másrészt növelték a piaci bizonytalanságot, és a kényszerűnek tartott bankmentésen átesett tagállami bankrendszerek hitelképességi nehézségei összefonódtak az őket kimentő tagállami költségvetések hitelességével. 2009 végére a piacok számára világossá vált, hogy több tagállam költségvetésük fenntarthatósági nehézségeivel küzd, és a bankrendszer válsága a tagállamok közpénzügyeinek, költségvetésének válságával fog folytatódni (Kickert és Randma Liiv 2015). A 2009-es év költségvetési előirányzatainak nem teljesülése a restriktív gazdaságpolitikai lépések bevezetését vonta maga után, évekig tartó vitákat generálva a megszorító politikák reálgazdasági hatásosságáról és fenntarthatóságáról (Lapavitsas és szerzőtársai 2012). A helyzetet kiélezte, hogy a 2009 második felében kezdődő gazdasági válság kezelése számos tagállamban pedig már nemzetközi pénzügyi segítség igénybevételét tette szükségessé az Európai Unió perifériáján.

Milyen mechanizmusok vezettek a gazdasági válság kialakulásához? Ahogy korábban már láthattuk, az EU tagállami nagybankjainak túlzott mérete, kétes szakértelmű menedzsmentje, az alacsony kamatkörnyezet által eredményezett biztosított likviditásbőség és a kimentés hamisnak bizonyuló ígérete mind olyan tényezők voltak, amik túlzott kockázatkeresésre ösztönözték a tagállami nagybankokat. Mindez erkölcsi kockázat kialakulását vonta maga után, ezt pedig tovább erősítette az amerikai, másodlagos jelzálogpiachoz kapcsolódó olyan értékpapírok felvásárlásának európai kedve, melyek árai kétes módon jelenítették meg az eszközök kockázatait. Nem bizonyos, hogy a bankok megrendült helyzete okozta az állami költségvetések összeomlását, vagy éppen fordítva, a

helytelen állami gazdálkodás vezetett a bankválsághoz (Gómez-Puig és szerzőtársai 2015). A kockázatok összefonódása országonként eltérő módon ment végbe: míg Írországban és Spanyolországban a bankrendszer adósságainak garantálása, majd kimentése okozta a közpénzügyek meggyengült helyzetét, addig Görögországban, Portugáliában és Írországban a központi költségvetés egyenlegének megbomlása tekinthető a válsághelyzet kiváltó okának. A közpénzügyek és a bankrendszer hitelképességi helyzete között kölcsönös függőség alakult ki, mégpedig az államadósságot megtestesítő állampapírok miatt. Egyrészről a kereskedelmi és befektetési bankok az állampapírokat portfoliójukban kockázatmentes eszközként tartották, a kockázatok diverzifikációja és csökkentése céljából, ennek hatására a tagállamok államadósság-törlesztési hajlandósága miatti aggályok megkérdőjelezték a bankok tőkehelyzetének stabilitását is. A tagállamok számára pedig az jelentett veszélyt, hogy előrejelezhetetlen volt számukra a jövőbeni bankmentési kötelezettségeik pénzügyi terhe. Mindezt tovább súlyosbította, hogy nem volt ismert, hogy a tagállami költségvetések mennyiben számíthatnak nemzetközi pénzügyi segítségre. Mivel a korreláció erőssége a két gazdasági szereplő hitelképessége között nagyobb volt, mint amire korábban számítani lehetett, a helyzet egy kétoldali függőséget, vagyis egymást erősítő ördögi kört alapozott meg (Gómez-Puig és szerzőtársai 2015).

Az Európai Bizottság 2009-ben publikált jelentése (EC 2009) azt emeli ki, hogy az első válságkezelő lépések helyesnek bizonyultak abból a szempontból, hogy az 1930-as évek nagy gazdasági világválságának legfontosabb tanulságait sikerült alkalmazni az uniós válságkezelésben. A tömeges bankpánikot és a bankok megrohamozását sikerült elkerülni csakúgy, mint a kritikus jelentőségű monetáris politikai hibákat (leginkább a recesszió alatti, hitelezési tevékenységet befagyasztani kívánó pánikszerű kamatemelést), vagy a tagállamok gazdasági protekcionizmushoz való gyors visszatérését. Ezáltal a jelentés az első válságkezelő intézkedéseket, és az ebben koordináló szerepet betöltő európai gazdasági integráció teljesítményét alapvetően pozitívan értékeli. A dokumentum a gazdasági integráción belül az általános piaci bizalmi szint emelését célzó közvetett bankmentő intézkedéseket a következő kategóriákba sorolja: (1) kormányzati bankgaranciák biztosítása, (2) a betétbiztosítás intézményeinek kiterjesztése, (3) a kamatszintek csökkentése az Európai Központi Bank és a nem Eurózóna-tagok tagállami jegybankjai által, valamint (4) a végső hitelező pozíciót betöltő intézmények hatáskörének kiterjesztése. Azonban közvetlen bankmentő intézkedések bevezetésére is szükségessé

vált: ilyenek (5) a pénzügyi intézmények kintlévőségeinek a központi költségvetés általi garantálása, (6) a tagállami bankrendszereknek nyújtott direkt készpénz-injekciók, valamint (7) a rossz, nem teljesítő banki eszközök kivásárlása, állami eszközkezelőnek történő átadásként. A tagállami bankrendszerek kimentése a fenti eszközök kombinációjából alakult ki, mely felől a tagállamok saját hatáskörben dönthettek: például a takarékszövetkezetek konszolidálása lett a legfontosabb lépés Spanyolországban, Németország egy zombi bank létrehozása mellett döntött, ami átveszi a többi bank rosszul teljesítő portfolióit, addig az Egyesült Királyságban és Hollandiában a túlzott kockázatot jelentő bankok államosítása vált bevett megoldássá (Eubanks 2010).

Egy 2008 végén készült reprezentatív felmérés szerint (Forte és Pesce 2009) a megkérdezett közgazdászok jellemzően mindössze 1-2 évre becsülték az EU gazdasági válságának hosszát, hiszen úgy vélték, hogy habár az Egyesült Államokból induló csődhullám súlyosbította a bankrendszer nehézségeit, alapvetően a Fed és az Európai Központi Bank kamatpolitikája és a tagállamok a válságkezelésben mutatott tettrekészsége elegendőnek fog bizonyulni a válság gyors ütemű lezárásához. Azonban a 2009-es visszaesés súlyos terheket rótt mind a reálgazdaságra, mind a tagállamok közpénzügyeire. A korábban idézett bizottsági jelentés (EC 2009) 4%-os zsugorodást becsült 2009-re az Unió egészének GDP-jére nézve, és kiemelte, hogy a bankválság nagy sebességgel gyűrűzik tovább a reálgazdaságra, hiszen a lakossági kereslet csökkenő tendenciákat mutat, a tartós fogyasztási javak fogyasztásának visszaesésének és az ingatlanpiaci forgalom is rohamos csökkenésének következtében. A bankmentések költségei és a reálgazdasági hatások miatt 2009 márciusában az Európai Bizottság már túlzottdeficit-eljárás kezdeményezését indította számos tagállam, köztük Franciaország, Görögország, Írország, Spanyolország és az Egyesült Királyság gazdálkodása kapcsán, valamint ennek lehetőségét kilátásba helyezte Ciprus számára is[14].

A bizottsági jelentés (EC 2009) továbbá rámutatott arra is, hogy a reálgazdasági hatások egyrészt a tagállami költségvetések bevételi oldalaiban is meg fognak jelenni, a csökkenő jövedelmek következményeképp szűkülő adóalapok miatt, továbbá a pénzügyi szektor tőkehelyzetének helyreállítása kapcsán növekvő állami kiadások ugyancsak bizonytalan nagyságrendű terhet rónak a tagállami költségvetésekre – ez a megállapítás már előrevetíti az államadósság-válság veszélyét is. A jelentés azt is megállapítja, hogy

[14] http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/sgp/article14582_en.htm

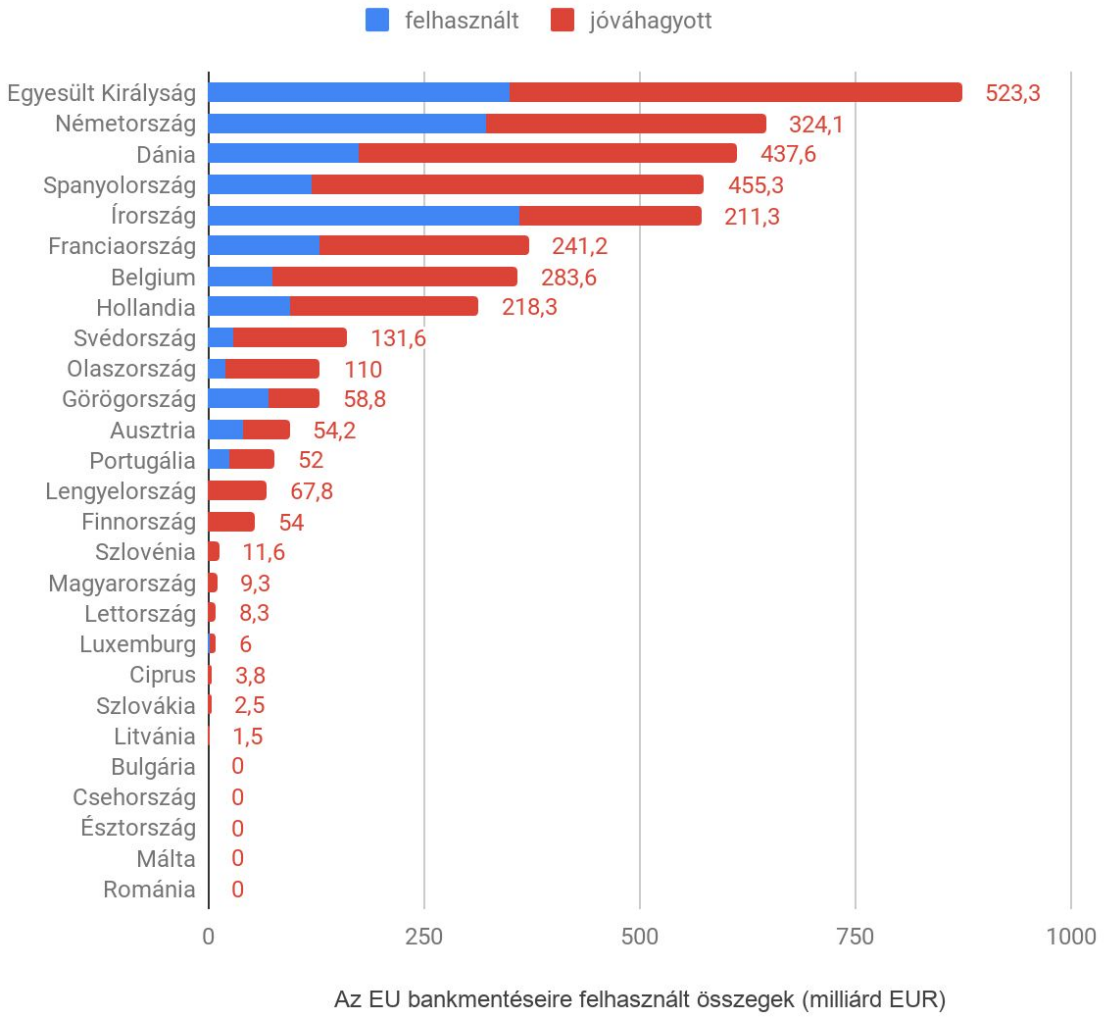
ugyan már a válságot megelőzően is a hosszú távú potenciális GDP-előrejelzések csupán 1% körüli értéket vettek fel a gazdasági integráció egészére nézve. Ennek legfőbb okaként a csökkenő demográfiai tendenciákat jelölte meg, azonban a válság következményeként megjelenő tartós munkanélküliség kialakulása, a munkavégzéshez szükséges képességek amortizációja és a gazdaságilag aktív népesség csökkenése miatt ez hosszú távú versenyképességi hátrányokat is jelent, tovább csökkentve a potenciálisan elérhető GDP szintjeit. Mindezeken felül a Bizottság a költségvetési egyenleg számottevő romlását is előrevetítette: míg 2007-ben a gazdasági integráció egésze 1%-os költségvetési hiánnyal rendelkezett, addig a dokumentum 2010-re 7%-os átlagos hiányt becsült előre. A Bizottság kiemelte azt is, hogy a deficitek eloszlása egyenetlen: a szolid válság előtti költségvetési pozíciókkal rendelkező országok a jelentés várakozásai szerint közel tudtak maradni a 3%-os hiánycélhoz, ezzel szemben kétszámjegyű államháztartási deficit volt várható 2009-re Írországban, az Egyesült Királyságban és Spanyolországban. A költségvetési egyenlegek divergenciájára egy további tényező is magyarázatot ad: azok az országok adóbevételei szenvednek el jelentős visszaesést, ahol a gazdaság vagy a pénzpiacokra, vagy az építőiparra épült, ugyanis ez a kettő szektor reagált a legérzékenyebben a válságra.

Mindeközben a tagállamok egyre bővülő körét sújtotta a stabilitási és növekedési paktum túlzotthiány-eljárása, aminek teljesítése alól csak időszakos felmentést kaptak. 2009-ben 18 tagállam ellen indult eljárás, 2010-ben pedig további 5 ellen, így az év végére az eljárás alatt lévő tagállamok száma elérte a 25-öt: csupán Észtország és Svédország nem került az eljárás alá vont országok közé. Az SGP mint gazdaságpolitikai koordinációs mechanizmus ezáltal látszólag elvesztette a stabil szabályozói szerepét. Azonban az eljárás ideje alatt a Bizottság közvetlen ajánlásokat tudott megfogalmazni a tagállamok számára a költségvetési kiigazításuk megvalósítása érdekében. A tagállamok összesített költségvetési pozíciója 2008-ról 2009-re +0,8%-ról -2,6%-ra romlott, a tagállamok GDP-arányos finanszírozási igénye pedig 1,4%-ról 5,2%-ra emelkedett (Pelle 2010). A legnagyobb terhet a központi költségvetésekre a pénzügyi közvetítőrendszer számára nyújtott készfizető kezességek és egyéb bankmentő intézkedések jelentették: a vonatkozó State Aid jelentés[15] az összességében engedélyezett pénzügyi intézményeknek nyújtott segítségnyújtás az Egyesült Királyságban volt a legmagasabb, elérve a 873 milliárd eurót, amit Németország 646 milliárd euróval, Dánia 612 milliárd euróval, Spanyolország és Írország pedig 573 és

[15] http://ec.europa.eu/competition/state_aid/scoreboard/financial_economic_crisis_aid_en.html

571 milliárd euróval követ (a 2008. október – 2012. október időszakban engedélyezett támogatásokat tekintve). Habár a bankmentésre ténylegesen felhasznált összeg mindennek a töredéke (egyedül Írország esetében haladta meg ez az arány az 50%-ot), ezek a terhek a GDP teljes nagyságrendjéhez viszonyítva rendkívüli tételnek számítanak (ld. 7. ábra).

7. ábra: Az Európai Unió bankmentéseire felhasznált és jóváhagyott összegek (milliárd EUR, 2008. október – 2012. október)



Forrás: saját szerkesztés

http://blog.thomsonreuters.com/index.php/european-bank-bailouts-graphic-of-the-day/

alapján

Míg a bankválság szakaszában a tagállami kormányok és az Unió intézményrendszere a pénzügyi rendszer stabilitásáért, addig a gazdasági válság évei alatt a gazdasági visszaesés minimalizálásáért tettek erőfeszítést. Habár a fiskális (vagy államadósság-) válság szakasza a válság harmadik szakaszaként értelmezhető, már a gazdasági válság időszaka alatt szükségessé vált a válságkezelő intézkedések költségvetési hatásait egyensúlyozó lépések foganatosítása (Kickert és Randma-Liiv 2015). A központi költségvetések helyzetét javító intézkedések három részre bonthatók (OECD 2011): kiadáscsökkentő, bevételnövelő és egyéb intézkedésekre. A kiadáscsökkentésen beül pedig a kategorizálható az (1) operacionális kiadások csökkentése (bérek csökkentése vagy befagyasztása, dolgozói létszámcsökkentés, hatékonyságnövelési intézkedések), a (2) programszerű kiadáscsökkentések (társadalombiztosítás, egészségügy, oktatás, jóléti kiadások) és a (3) tőkeállomány-megőrző kiadáscsökkentések (az államgmegóvó beruházások elhalasztása). A bevételoldali intézkedések közül a (1) fogyasztási adók növelése, a (2) jövedelemadók emelése és a (3) vállalati nyereségek adójának növelése csoportosítás tehető. Az egyéb intézkedések csoportba pedig az (1) adóelkerülés és társadalombiztosítási csalások visszaszorítását, az (2) energiaszektor vagy a (3) pénzügyi közvetítő szektor hatékonyságának növelése tartozik (OECD 2011). A jelentés szerint kiadáscsökkentési intézkedéseknek általánosságban a nyugdíjak, az egészségügy és a jóléti transzferek estek áldozatul elsősorban, az oktatási és a kutatás-fejlesztési kiadások megvágása országonként eltérő nagyságrendet mutat. A bevételnövelő intézkedések pedig jórészt a fogyasztáshoz kapcsolódó adók (általános forgalmi adó, jövedéki díjas termékek adója, környezeti adók) emeléséhez kapcsolható, de ugyancsak gyakran alkalmazott lépésnek tekinthető a magas jövedelmek, banki szektorban kiosztott bónuszok megadóztatásának gyakorlata. Kickert és Randma-Liiv (2015) azt is kiemelik, hogy a fiskális konszolidáció logikája (adók emelése és kiadások csökkentése a költségvetés egyenlegének stabilizálása érdekében) pontosan ellenkezik a válság korábbi, a gazdasági visszaesést mérsékelni kívánó gazdaságpolitikai törekvéseivel, melyek az állami kiadások növelésével és az adók csökkentésével voltak körülírhatók.

Az OECD (2011) jelentés összegzése szerint a 2010. év végére az OECD országok GDP-arányos államadóssága meghaladta a 100%-ot, habár az EU helyzete ebből a szempontból kedvezőbb, csupán 80,2%-os értéket felvéve. Azonban ez az arány még mindig nyilvánvalóan jóval magasabb, mint a stabilitási és növekedési paktum által előírt

60%-os küszöbérték. Mindezek ellenére az OECD országoknak csupán a fele rendelkezett 2010 végére középtávú fiskális konszolidálási programmal, pedig egy ilyen program jelezheti a kormányzati elköteleződést az egyenlegjavító intézkedések mellett, ami szükséges feltétele a piaci bizonytalanságok mérséklésének és a piaci bizalom helyreállításának – főként ha a konszolidálási program törvényi vagy alkotmányos szinten való rögzítése is megvalósul. Azonban egy ilyen törekvés középtávú sikerességének az is feltétele, hogy sikerüljön megteremteni az egyenlegjavító konszolidáció társadalmi támogatottságát is. Azaz nem csupán a kötvénypiacok megnyugtatása, hanem a megszorítások terheit végső soron viselő háztartási és vállalati szektorok bizalmának megnyerése is szükségesnek bizonyul a program mellett. Rannenberg, Schoder és Strasky (2015) a ricardói ekvivalenciára alapozva úgy érvelnek, hogy ilyen speciális környezetben a fiskális konszolidáció igenis bírhat expanzív hatással, azaz a GDP növekedését eredményezheti. Ezen felüli idézik az Európai Bizottság korábbi jelentését is (EC 2012A), mely szerint 2011. és 2013. között 4%-os GDP-bővülést eredményezhet a fiskális konszolidáció az EU egészére. A fiskális konszolidálás igénye egyre inkább a gazdaságpolitika depolitizálásának köszönhető, azaz egyben a technokrata szabályozás térnyerését jelenti a demokratikus önrendelkezés kárára, hiszen egyre általánosabbá vált a tagállamok számára kényszerítő jellegű külső tényezők által előírt gazdaságpolitikai irányvonalak implementálási kényszere. Ilyen tényezőnek számít a kötvénypiacok nyomása, a nemzetközi hitelezők előírásai vagy az európai intézmények ajánlásai (Győrffy 2013).

A fentiek összegzéseként megállapítható, hogy a tagállamok gazdaságélénkítő fókuszú válságkezelése kérészéletűnek bizonyult, méghozzá a koordinálatlan bankmentések és az általános gazdasági visszaesés által okozott költségvetési válság miatt (Rácz 2009). A tagállamok kormányai önálló politikai mechanizmusaik alapján hozták meg azon döntéseiket, hogy mekkora mértékben avatkoznak be a pénzügyi közvetítőrendszerük konszolidációjába, és mennyiben élnek az Gazdasági Újjáépítési Terv által nyújtott kibővített fiskális mozgástérrel. Azonban az európai gazdasági kormányzás intézményrendszere a túlzottdeficit-eljárások általánossá válásával súlytalanná vált, hiszen a takarékosságra és a gazdaságpolitikai koordinációra építő mechanizmus keretszabályait a turbulens és recesszióval sújtott európai gazdasági környezetben a 27 tagállamból mindössze 2 volt képes a hektikus válságkezelési folyamatok közepette tartani. A fiskális

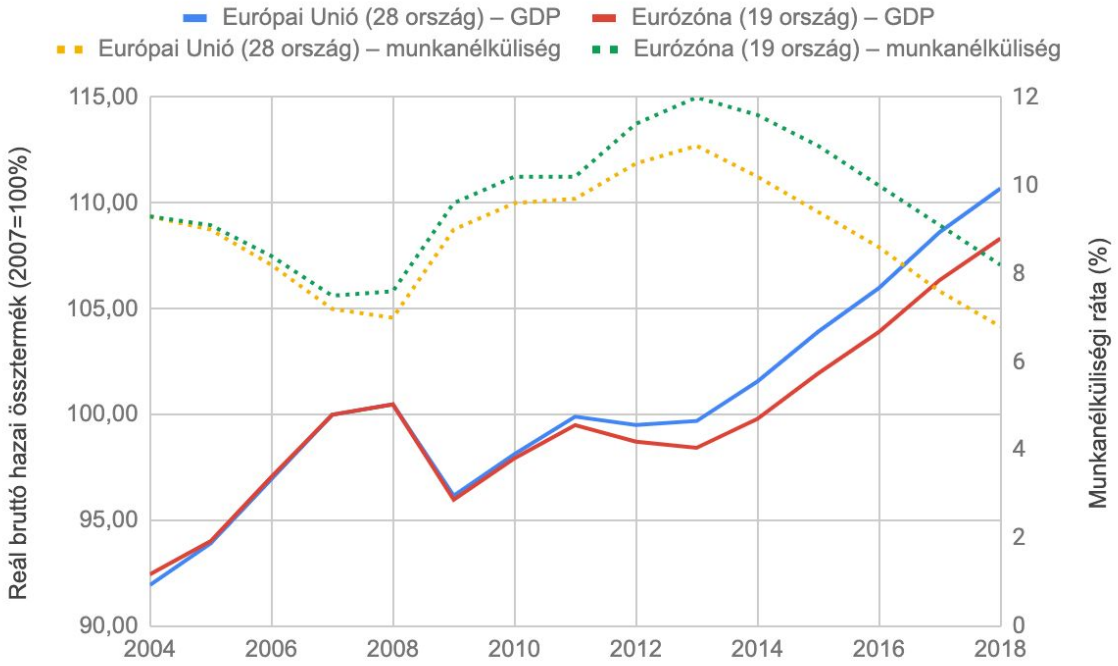
konszolidáció korszakának megkezdődését 2009-ben elsősorban a perifériikus országokra nehezedő piaci nyomás kényszerítette ki, mivel az államkötvényekhez fűződő fizetőképességi kockázatok elkezdtek egyik országról a másikra terjedni. A piaci bizonytalanság, és az ezt leképező módon emelkedő kötvényhozamok és kockázati felárak tetőzése 2010-ben történt meg, ami számos tagállam esetében nemzetközi pénzügyi segítségnyújtás deklarált igényét vonta maga után. 2010-ben tehát az államadósság-válság követte a válság két korábbi szakaszát, a bank- majd gazdasági válságot, hiszen ezután a tagállami költségvetések konszolidációja és a növekedési feltételek helyreállítása jelentette a legnagyobb kihívást az európai gazdaságpolitikai döntéshozók számára.

3.3. A megszorítások időszaka és az államadósság-válság

Az előző alfejezetben bemutatott gazdasági visszaesést visszafogott mérséklődés követte 2011-ben. Óvatos optimizmussal beszélt az Unió gazdasági kilátásairól egy 2011-es keltezésű Európai Bizottsági jelentés (EC 2011A), amely a kilábalás legnagyobb veszélyeként a pénzügyi piacok továbbra is kiszámíthatatlan működését jelölte meg. A gazdasági növekedést és a keresletet illetően 2010-ben az európai államközösség növekedési számai elmaradtak más meghatározó gazdaságok teljesítményéhez képest: a nemzetközi kereskedelem fellendülése mellett mind az Egyesült Államok, mind a fejlődő országok gazdasági növekedése intenzívebbé vált az EU mutatóival összehasonlítva, ahol a Bizottság a gazdaságpolitikai és pénzügyi közvetítőrendszert érintő problémák tartósabb fennmaradását jelezte előre. Mindezek ellenére a jelentés a pénzügyi közvetítőrendszer volatilitásának csökkenésére és a kockázatok enyhülésére számított, amit előre láthatóan a kötvénypiaci kamatok lassú konszolidációja is kísérni fog. Azonban ekkorra a tagállamok központi költségvetései olyan mértékű károkat szenvedtek, amik megakadályozták a fellendülés tartóssá válását: a 2010-2011-es évek mérséklődését a gyenge növekedési lehetőségek és a pénzpiaci elégtelenségek 2012-ra újra recesszióba fordították, W-alakú válságot leírva (ld. 8. ábra), miközben a költségvetések konszolidációja jelentette a legnagyobb kihívást a politika-alkotók számára. A gazdasági teljesítmény alakulására vonatkozó előrejelzések pedig rendre túlságosan optimisták voltak, a tényleges gazdasági teljesítmény a prognózisoktól számos esetben elmaradt – ami a megszorító politikák szükségességét is megteremtette. Mindezek hatására a 2011-2014-ös időszakot illethetjük államadósság-válság (vagy fiskális válság) megnevezéssel, aminek az eurózónára

vonatkozó sajátos mechanizmusait euróválságként (vagy az eurózóna válságaként) is nevezhetünk.

8. ábra: A reálértéken számolt bruttó hazai össztermék (bal tengely, egyenes vonal, 2007=100%), és a munkanélküliség (jobb tengely, az aktív népesség százalékában) az Európai Unió és az eurózóna országaiban (2004 – 2018)



Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

A Bizottság a gazdasági növekedési kilátásokat ennek függvényében a korábbi 1,75%-ról 2%-ra emelte 2012-re nézve, mind az eurózónára, mind a teljes EU-ra vonatkozólag (EC 2011B). A jelentés tanúsága szerint növekedést hátráltató tényezők közé tartozott (1) az ingatlanpiac leépülése, amit számos tagállamban még akkor is zajló folyamatként jellemzett, az ebből is adódó (2) munkanélküliség-emelkedés, ami a gazdasági válságok elmaradhatatlan következménye, a (3) tagállami költségvetési hiányok és az államadósság magas szintje, ami állandó veszélyt jelentett a pénzügyi stabilitásra nézve, valamint az elhúzódó (4) pénzügyi válság hatásai, amik negatívan érintették a potenciális gazdasági kibocsátás szintjeit. Az egyes tagállamokra vonatkozó különbségek kapcsán a következők állapíthatók meg: míg számos tagállam, melyek kisebb gazdasági visszaesést realizáltak a globális pénzügyi válság első éveiben mint Németország vagy más

export-orientált gazdaságú országok (Szlovákia, Svédország és Lengyelország), gyorsan visszataláltak növekedési pályájukra, míg a perifériкus országok ezektől jóval lemaradva próbálták a válság okozta reálgazdasági sokkokat kiheverni.

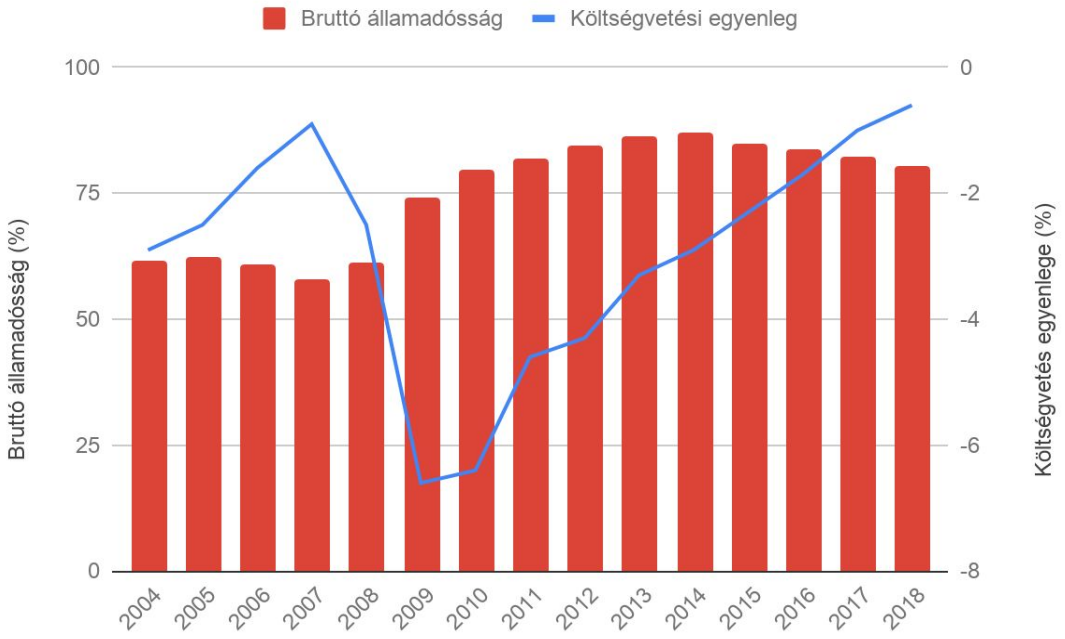
Az euróválság kezdetének a 2011-es év tekinthető (Bini Smaghi 2013): ez az év kiindulópontját jelentette számos olyan folyamatnak, ami megalapozta a válságfolyamatok kibontakozását és tartóssá válását. Véleménye szerint a válság megértésében meghatározó az a körülmény, hogy az eurózóna tagállamai közül csupán néhány specifikus ország válságát érhetjük tetten – nevezhetjük ezeket az eurózóna perifériкus országainak –, a magországok 2010-11-re már konszolidálták gazdaságaikat és helyreállították a gazdasági növekedésüket. A 2011-től kezdődő időszakot a túlzott megszorítás („excessive austerity") időszakának tartja: ekkor vált általánossá a válságállamok pánikszerű, a korábbi államháztartási hibákat nem felismerő, tendenciózusan a lehetséges utolsó pillanatra halogatott válságkezelés korszaka, legalábbis az akkor kritikus helyzetbe kerülő PIIGS országcsoport[16] esetében. Ezen a ponton ugyanis már nem merült fel alternatíva a túlzó, azaz a gazdasági növekedést intenzíven korlátozó, a tagállami GDP-t zsugorító, ezáltal a GDP-arányos államadósságot alig csökkentő kiigazítási programok számára. Az Európai Központi Bank Igazgatóságának egykori tagja úgy látja, hogy nem a GDP-arányos államadósság szintje vált túlzottan magassá – hiszen számos másik tagállam finanszírozhatósága volt a múltban biztosított 100% feletti adósság esetén is –, hanem a válságfolyamatok megindulását és tartóssá válását a piaci bizalom elillanása magyarázza. Ekkor vált nem egyértelműen előrejelezhetővé azt, hogy a pénz- és tőkepiaci szereplők melyik államok adósságát hajlandóak hitelezni, ugyanakkor a görögországi finanszírozási válság 2010-re Írország és Portugália pénzpiacainak összeomlását vonta maga után, 2011-re pedig Spanyolország és Olaszország finanszírozhatóságát is megkérdőjelezte.

Mindezekkel párhuzamosan kedvezőtlen folyamatokat azonosított a Bizottság (EC 2011B) egyrészt a munkanélküliség alakulása kapcsán, melyre mindössze fél százalékpontos csökkenést prognosztizált 2011-re, valamint a csak marginálisan változó inflációra vonatkozóan is, amit pedig az emelkedő kőolajárak vezéreltek. Az eurózónát illetően a harmonizált árindex 2,5%-os növekedése volt várható, ami szignifikánsan magasabb, mint az ECB által előirányzott célérték. Ezekben az években a költségvetési

[16]Portugália, Írország, Olaszország, Görögország és Spanyolország összefoglaló megnevezése. Ezt a mozaikszót használja például Bini Smaghi (2013).

pozíciók romlása volt kilátásban (ld. 9. ábra): míg az államháztartási hiányok valamelyest konszolidálódtak (a Bizottság 2010-re 6,5%-ra, 2011-re pedig 4,75%-ra becsülte a 27 EU-ország költségvetési deficitének súlyozott átlagát), az államadósság azonban gyorsan növekvő pályára állt: az előrejelzés szerint 2012-re a teljes EU-ra vetítve 83%-ot, az eurózónára pedig 88%-ot is elérhetett a GDP-re vetített érték. Ennek következményeként a gazdasági integráció pénzügyi stabilitására vonatkozó legnagyobb veszélyt a tagállamok túlzott és rohamosan növekvő ütemű eladósodottsága jelentette. Ami a kötvénykamatokat illeti, 2010 tekinthető annak az évnek, amikor a tagállamok hosszú távú finanszírozási kamatai jelentősen elszakadtak egymástól. 2010 májusában váltak kritikussá a görögországi államkötvényekhez kapcsolódó problémák: a tízéves lejáratú értékpapírok kamata alig pár hónap alatt 6%-ról megduplázódott, amit először a portugál és az ír állampapírok kamatszintjének emelkedése követett, pár hónap késéssel 10%-os szintet is elérve, majd a spanyol és az olasz kötvények árazásában is megjelentek az eurózóna-specifikus kockázatok. Mindeközben a német államkötvények kamatszintje tartós csökkenésbe kezdett: a 2008-ig állandósult 4% körüli kamatszint, 2009-re 3%-ra, 2010-re pedig 2% közelébe esett, ahogy a bankok és a befektetők biztonságosabb befektetési lehetőségek után keresve a német államkötvények felé fordultak (EC 2011B).

9. ábra: Az Európai Unió (28 tagállam) bruttó államadóssága (bal tengely) és költségvetési egyenlege (jobb tengely) (a GDP százalékában, 2004 – 2018)



Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

A periféria tagállamainak ezáltal a költségvetési egyenleget javító intézkedésekre kellett szorítkozniuk, hiszen 2011-ben a ezen tagállamok kormányai kénytelenek voltak vállalni, hogy az államháztartásukat újra fenntartható pályára hozzák (Bini Smaghi 2013). Nem volt mindegy ugyanakkor egyrészt a megszorítás összetétele, azaz hogy milyen arányban tartalmaz a megszorító csomag kiadáscsökkentő és bevételnövelő lépéseket. Továbbá azt is mérlegelni kellett a válságkezelő döntések során, hogy milyen utóbb tévesnek ítélhető, egyenlegrontó intézkedések eredményezték a túlzott államháztartási hiányt a korábbi években. A helyes válságkezelő intézkedés ezáltal kezeli a túlzott hiány kialakulásáért felelős okokat is. Másrészről szintén fontos szempont a megszorító csomag időbeli ütemezése: nyilvánvaló politikai okokból a tagállamok kormányai abban érdekeltek, hogy a válságkezelő intézkedéseket minél később implementálják, a késlekedéssel ugyanakkor veszélyeztetik a kormányok válságkezelő hitelességét, és egészen addig gyengítik a pénzpiaci bizalmat, ameddig a túlzó megszorítás marad az egyetlen megoldási lehetőség. A sajátos politikai helyzet egyre súlyosbodó dinamikáját az is szítja, hogy a tagállami kormányok érdekeltek a felelősséget egyrészt a pénzpiacokra

hárítani – hiszen azok szeszélyességével magyarázhatók és elfedhetők a korábbi hibás államháztartási döntések következményei is –, másrészt pedig az európai közös intézményekre fogni. 2011-ben már elindult a (következő fejezetben bemutatandó) közös európai mentőalapok létrehozása, amik ideiglenes finanszírozást biztosítottak a bajba jutott államoknak, a megfelelőnek ítélt egyenlegjavító intézkedések vállalása esetén. Mindezek által, ebben a kiszolgáltatott helyzetben nem maradt alternatívája a további gazdasági visszaesést okozó belső leértékelésnek, amivel a válságállamok hosszú éveken át tartó, komoly szociális feszültségeket és társadalmi ellenállást kiváltó konszolidálási folyamaton keresztül tudják helyrehozni finanszírozhatóságukat és megjavítani fizetési mérlegüket. Ennek a folyamatnak lebonyolításában pedig aktív szerepet vállalt a Nemzetközi Valutaalap, valamint a közös európai intézmények is.

A megszorító politikák sikeressége abban ragadható meg, hogy helyre tudják-e állítani az érintett tagállamok adósságfinanszírozó képességét. De Grauwe és Ji (2013A) elemzése szerint ez nem valósult meg, hiszen az eladósodott országcsoport (vizsgálatuk tárgya a ugyancsak PIIGS országok) GDP-arányos eladósodottsági rátája a 2008-2013 időszakban tovább emelkedett, azaz a 2010-ben megkezdett megszorítási programok képtelenek voltak az eladósodottság csökkentésére. Ezen felül azt is megjegyzik, hogy magas korreláció állapítható meg a 2009-2012 időszakban a költségvetési megszorítás százalékos nagysága és a GDP-arányos államadósság százalékos változása között, azaz az adósságcsökkentés a jövedelmek csökkenését is maga után vonta, azaz a kumulatív GDP is apadt ezekben a tagállamokban, ebben az időszakban. Ezáltal a Nagy Gazdasági Világválság fő megállapításai, leginkább a Fischer-féle deflációs spirál elmélete igazolódott be, mely szerint a kormányzati költségvetési megszorítás csak felerősíteni tudja a magánszektor adósságleépítését, és az adósságfinanszírozó képesség ezáltal nem, vagy csak nagyon kis mértékben képes javulni. Számításaik (De Grauwe és Ji 2013A) szerint minden 1 százalékpontnyi költségvetési megszorítás összességében 1,4 százalékpontnyi GDP-csökkenését vonhatott maga után, miközben a költségvetési egyenleg csak 0,5 százalékponttal javult. Ugyanakkor azt is elismerik, hogy ezen a ponton a megszorító politikáknak már nem maradt alternatívája, sokkal inkább az a kérdés, hogy tudott-e volna a költségvetési kiigazítás kevesebb áldozattal járni például abban az esetben, ha a hitelező pozícióban lévő magországok szintén kiigazítást hajtanak végre, csak éppen ellenkező előjellel, a gazdaságukat ösztönözve.

Az évtized első felének az egyik legvitatottabb gazdaságpolitikai témájává a megszorító fiskális politikák alkalmazása vált. Olyan megszorítás-párti közgazdászok, mint Gros (2011) úgy érvelnek, hogy a fiskális kiigazítást úgyis mindenképpen meg kell valósítania a magas eladósodottsággal küzdő tagállamnak, azonban ez minél előbb történik meg, annál kisebb gazdasági károkat fog okozni, sőt további halogatás esetén pedig csak fokozódnak az eladósodottság által okozott nehézségek. A megszorító politikák elodázásával tehát csak a problémával való szembenézést lehet elhalasztani. Gros gondolatmenetét arra alapozza, hogy ha egy túlságosan eladósodott tagállam magasan kockázatkerülő piaci hangulattal találkozik, ennek az állapotnak a fenntartása egyik gazdasági szereplőnek sem áll az érdekében. A megszorítások következtében beálló jövedelemcsökkenés ténye azonban bizonyos, azonban csak rövid távon: középtávon, amennyiben visszatér a természetes növekedési ráta, a gazdaság már egy alacsonyabb adósságszint mellett, és alacsonyabb törlesztési terhek mellett tud gyarapodni. A sikeres megszorításnak ezáltal a hitelesség a legfontosabb feltétele, azaz egy politikai és társadalmi támogatottságot élvező, mérsékelt nagyságrendű megszorító csomag véghezvitele számít a kisebbik rossznak, ami mellett a tagállami döntéshozók elkötelezhetik magukat. Mindezt pedig támogathatná egy megengedőbb uniós szintű gazdaságpolitika, mely nem kötelezné a tagállamokat azonnali adósságleépítésre: még egy ilyen feltételek mellett megtervezett megszorító csomag kedvező hatásai is csak középtávon tudnak megjelenni. Ezen gondolatmenet sikeres megvalósulásának legnagyobb gátja azonban a megszorítások társadalmi támogatásának hiánya volt. A fiskális restrikció előírásának felelősségét a tagállami politikusok rendre az uniós intézményrendszerre hárították át, inkább keresve a rövid távú, a valódi kiigazítást elodázó megoldások lehetőségeit (Pinckert és Narayanan 2017).

A megszorításokkal szembeni társadalmi ellenállás egyik kiindulási pontjának a görögországi kiigazítás tekinthető (Vaara 2014), melynek esetében a 2010-t követő években egyidőben folyt le elhúzódó pénzügyi, szociális és politikai válság. Az eszkalálódó helyzetre pedig csak többszörös nemzetközi, a közös intézményekhez fűződő kimentési kísérlet, és az ehhez kapcsolódó kiigazítási előírások tudtak megoldásként szolgálni. Tekintve, hogy a megszorítások támogatottsága gyorsan elillant, és restrikció éveken át tartó társadalmi tiltakozásokat, illetve mérvadó véleményvezér közgazdászok

ellenkezését[17], valamint még az ENSZ emberi jogokhoz fűződő kritikáját[18] is kiváltotta, az eurózóna intézménye maga is egy komoly legitimációs válságon ment keresztül. Társadalmi támogatottság hiányában azonban a megszorítások gazdasági hatása is mérsékeltebb marad egyrészt az alacsony várható jövedelmek és befektetési hozamok, másrészt pedig a megszorításokat támogató politikai pártok legitimáció-vesztése miatt – a közös intézményekből és az általuk diktált megszorításokból kiábrándult választók készek olyan politikai erőt megszavazni, amely ígéretei szerint véget vetne a megszorításoknak. A válságok ezáltal „önbeteljesítővé" válnak: az eurózónán belül képes kialakulni olyan gazdasági egyensúly, ahol a likviditási válság megszorító intézkedésekkel párosítva újra recesszióba taszíthatja a gazdaságot, ezáltal tovább csökkentve a jövőbeni megszorító csomagok hatékonyságát (De Grauwe és Ji 2013B).

Az euróválság és a megszorító politikák legnagyobb vesztesének tekinthető Görögország, amely több, mint 25%-os reál GDP csökkenést realizált a 2007-2017-es időszakban. A mediterrán ország 2008-ban magas (109,4%-os) GDP-arányos államadóssággal lépett be a válság sújtotta időszakba, de a magas kötvénykamatok és a gazdaságot modernizáló strukturális reformok halogatása a válság előtt is komoly problémának számított, ami állandó terhelést jelentett a központi költségvetés számára. 2001 és 2005 között a költségvetés hiánya 5% felett volt (amelyet a 2004-ben rendezett olimpiai játékok fiskális hatása is rontott), miközben a kormányzati túlköltekezés – legalábbis a szándékok szintjén – a gazdasági növekedés beindítását célozta. Habár a költségvetés számait gyakran módosították utólag, a hitelminősítők megbízhatóan értékelték a görög állampapíroknak egészen 2009 elejéig, amikor az ország államkötvényei számos leértékelést szenvedtek el. Mindezt politikai instabilitás, gyakori adóelkerülés, elterjedt korrupció és a közszféra hatékonytalan működése súlyosbította. 2010 áprilisában a görög kormány az IMF pénzügyi segítségét kérte, amit követően 110 milliárd euró értékű kölcsönnyújtásban részesült, melynek 73%-át az eurózóna tagállamok, és 27%-át az IMF nyújtotta – mindez újabb hitelminősítői leértékeléseket eredményezett. A nemzetközi hitelezőket képviselő Troika[19] a rendkívüli nagyságrendű kölcsönösszeg folyósítását, valamint a későbbi csomagokat egyre szigorúbb elvárásokhoz kötötte: a kezdeti, be nem tartott bevételnövelő intézkedéseket felváltotta később a költségvetés egyensúlyának

[17] https://www.thenation.com/article/austerity-has-failed-an-open-letter-from-thomas-piketty-to-angela-merkel/
[18] http://www.un.org/apps/news/story.asp?NewsID=38901&Cr=austerity&Cr1=
[19] az IMF, az ECB és az Európai Bizottság együttes, zsurnalisztikus megnevezése

helyreállítása megszorító intézkedések által, 50 milliárd euró értékű állami vagyon privatizálása, valamint a régóta esedékes strukturális reformok megvalósítása. A feltételként szabott adóemelés és kiadáscsökkentés a lakosság tiltakozását és állandó tüntetéseket váltott ki. Egy évvel később már világossá vált, hogy a görög adórendszer ugyancsak érzékenyen reagált a megszorító intézkedésekre, és a várt adóbevételek közel sem folytak be. Összesen három kiigazítási csomag került elfogadásra 2010 és 2015 között, többek között bérbefagyasztások, nyugdíjakra, munkajövedelmekre és ingatlanokra kivetett adók, egészségügyi és védelmi kiadások csökkentése, valamint minimálbér-csökkentés formájában, azonban a közpénzügyek helyzetének javulása csak részben valósult meg, és további EU/IMF kimentés vált szükségessé, miközben a görög állam többször is fizetésképtelenné vált (Gourinchas, Philippon és Vayanos 2016).

Görögország eurózónából való kilépéséről folyó viták állandóvá váltak a válság évei alatt, hiszen a nemzetközi intézmények által 2012-ben megvalósított 50%-os adósságelengedés sem tudta a közpénzügyeket stabilizálni. A költségvetési kiadások mértéke folyamatosan súlyosbodott, továbbá a folyamatos adóemelések nem eredményeztek növekedést a kormányzat bevételeiben, és mindez a gazdasági élénkítésnek sem hagyott mozgásteret. Mivel a recessziót csupán 2015-ra sikerült megállítani, és megnyugtató megoldás az államadósság-válságra azóta nem született, a beruházások képtelenek voltak emelkedő pályára állni. Az államadósság 2016-ban a GDP 180,8%-án tetőzött, ami háromszorosa a vonatkozó maastrichti kritériumnak. Habár a fiskális konszolidáció folyamatos 2010 óta, kétséges, hogy ekkora államadósság visszafizethető-e, vagy további adósságelengedésre kerülhet sor. A gazdasági növekedés kilátásai folyamatosan kérdésesek maradtak és a munkanélküliség értéke is a legmagasabbnak számított az EU-ban, 2012 óta 24-27%-os szint felett állandósulva (Koutsoukis és Roukanas 2014).

A másik államcsődöt elkönyvelni kényszerülő tagállam ebben az időszakban Ciprus volt. 2012-ben a ciprusi bankrendszer is nemzetközi pénzügyi segítséget kért, és az súlyosbodó pénzügyi válság kezelése egyedi eszközökkel valósult meg. Ennek az az oka, hogy a szigetország gazdasága az euróválságot megelőzően intenzív növekedésen ment keresztül, de ennek fő forrása a pénzügyi szektor expanziója volt, adóparadicsom lévén, a főleg Görögországból és Oroszországból jövő tőkebefektetések által. A szigetország szintén W-alakú válságot szenvedett el, azaz a 2009-es visszaesést újra növekedés követte,

ami 2011-ben újra recesszióba fordult. Hiába rendelkezett a válság éveit megelőzően Ciprus stabil államadóssággal és költségvetési többlettel, a görög államkötvények 2011-es „önkéntes elengedése” és kisebb keresleti sokk (az Evangelos Florakis tengerészeti bázis felrobbanása okozta turisztikai visszaesés) az államkötvények kamatainak elszállását eredményezte. Ez a hitelminősítői értékelések esésével és a visszatérő recesszióval, valamint a további megszorítások elleni tiltakozással párosulva megbénította az ország gazdaságát. Mivel azonban Ciprus gazdasági méretéből adódóan nem minősül túl nagynak, hogy elbukjon (too big to fail), ezért 2012-ban a Troika megtagadta a nemzetközi pénzügyi segítséget. Az államcsőd elkerülése érdekében azonban 2013-ban mégis lehetőséget biztosított az ország kimentésére, azonban szigorú feltételeket támasztva: az adóparadicsom felduzzasztott bankrendszerében lévő bankbetétek 100.000 euró feletti részére a ciprusi kormány 20%-os különadót vetett ki. Habár a lépés (bankbetétek államosítása) ellentmond a szabad piacok alapértékeinek, morális oldalról elvárható, hogy a bajba jutott tagállam és túlburjánzott bankrendszere részt vállaljon a válságkezelés terheiből. Habár a fiskális megszorítás önmagában nem bizonyult elegendő válságkezelő eszköznek, a nemzetközi pénzügyi segítségnyújtás hatására a kötvénykamatok gyors mérséklődésbe és a munkanélküliség szintje is normalizálódásba kezdett, ugyanakkor a gazdasági növekedés ütemének helyreállása a következő években rendre elmaradt (Végh 2013A).

A fentiek hatását vizsgálva kijelenthető, hogy a gazdasági integráción belüli fiskális konszolidáció féloldalas maradt, a tagállamok pedig hitelező és eladósodott országokra különültek. Ennek köszönhetően az Európai Unió gazdasági növekedési kilátásai tartósan alacsonnyá váltak: a 2013-as prognózisok (EC 2013A) a tárgyévre az EU egészét nézve stagnálást, az eurózónára tekintve pedig fél százalékos GDP-csökkenést jelzett elő, miközben 2014-ben már 1% feletti növekedési mutatót becsült mindkét országcsoportot vizsgálva, mindezt arra a feltételezésre építve, hogy a válságkezelő lépések képesek lesznek az államadósság-válság további éleződését megakadályozni. A szerény európai növekedési trendekkel szemben a Bizottság a 2013-as évre már 3%-os gazdasági növekedést jelzett előre a globális gazdaságot tekintve, melyből mind a fejlett gazdaságok (USA és Japán), mind a fejlődő országok kiveszik a részüket. Mindeközben a pénzpiacok működése elkezdte a helyreállás jeleit mutatni (az államkötvények és a bankközi kamatok tekintetében), ugyanakkor a növekedési kilátások alacsonynak, a munkanélküliség pedig

tartósan magasnak mutatkozott. A gazdasági növekedés mérsékelt voltát egyrészt a stagnálás-közeli német és francia GDP-változásnak, valamint a tovább csökkenő holland, olasz és spanyol nemzeti jövedelemnek volt betudható, amit nem tudott kárpótolni az Egyesült Királyság és Lengyelország lassan növekvő gazdasága.

A 2008-ban kezdődött potenciális GDP-növekedési ütemet sújtó tényezők nagymértékben magyarázzák a tárgyévi jövedelmi stagnálást (EC 2013A): a Bizottság 2009-es potenciális kibocsátást előrejelző modellje közel pontos becslést tudott adni a gazdasági növekedés tekintetében, amennyiben input változóként tekintünk a válság során mért reálgazdasági mutatókra. A modell munkanélküliségre vonatkozó becslései szintén pontosnak bizonyultak, ami a következő évek gazdasági növekedését tovább gyengítik. A mutató 11%-osnak bizonyult az EU-t és 12%-osnak az eurózónát tekintve, tovább romló kilátásokkal, melynek oka abban volt kereshető, hogy a munkaerő-szektorok közötti szükséges reallokáció már korábban megvalósult, és a munkaórák számának csökkentése sem volt folytatható tovább, így a munkaerőpiac keresleti és kínálati oldala közti meg-nem-egyezőség továbbra is fennállt. Mindezt a foglalkoztatottság további csökkenése súlyosbította, főként az ipari tevékenységben, az építőiparban és a közszférában. A fenti tényezők hatására az EU gazdasága 2011-től éveken át nem volt képes elegendő új munkahelyet teremteni, a munkanélküliek ellátása pedig folyamatosan újabb és újabb terheket rótt a tagállami költségvetésekre. A gazdasági kilátások alacsony, 2% alatti tartományba kúszó inflációs előrejelzésekkel párosultak, amik segítettek a gazdasági kiszámíthatóság megteremtésében, azonban gátnak bizonyultak mind az adósság infláció általi csökkentésében, mind pedig a beruházásösztönző tevékenységek támogatásában.

2013-ra a megszorító politikák az EU gazdaságán belüli gazdaságzsugorító hatása világossá vált olyan gazdasági szereplők számára is melyek korábban egyértelműen a megszorítások előírása mellett foglaltak állást (IMF 2013, The Bank of England 2011), rámutatva arra, hogy a fiskális konszolidáció munkanélküliségre, fogyasztásra és befektetésre vonatkozó hatásait a gazdaságpolitikai döntéshozók következetesen alulbecsülték. Habár a megszorító politikák gondolatmenete alapvetően logikai úton alátámasztható, az ezt támogató elméletek számos szempontból elérték a határaikat, és a gazdaságpolitika megszorításpárti szereplői közül is sokan feladták korábbi álláspontjukat, amivel párhuzamosan újra felerősödtek a gazdasági növekedést ösztönző, állami szerepvállalást is támogató vélemények (Konzelmann 2014). Azonban – habár a restriktív

gazdaságpolitika sikeresen növekedési pályákat eredményezett néhány országban, többek között Írországban és a balti államokban – 2014-re a periféria megszorításokkal sújtott országai közül számos már komoly gazdasági visszaesést realizált: a 2010-es kibocsátási szinthez képest a 2014-es évre Görögország gazdasága 18,9%-kal, Spanyolországé 4,2%-kal, Olaszországé 3,8%-kal, Portugáliáé 6%-kal esett vissza, melyek közül a görög és a portugál gazdaság még további gyengülés elé nézett. Habár Görögország és az azt hitelező nemzetközi pénzalapok 2011 és 2013 között több lépcsőben kényszerültek adósságátstrukturálásra és részleges adóssági leírásra, a fiskális konszolidációnak is köszönhető, hogy a csődjelenség továbbterjedését sikerült megakadályozni: Portugália, Spanyolország és Olaszország képes maradt a többnyire piaci finanszírozás megtartására, egyedül Ciprus kényszerült részleges bankbetét-államosítás bevetésével is stabilizálni a központi költségvetés likviditását (Végh 2013B).

Összességében elmondható, hogy a 2011-2014 időszak a fiskális kiigazítás jegyében telt: számos, az eurózóna perifériáján elhelyezkedő tagállam kényszerült a közös európai intézmények és a Nemzetközi Valutaalap által diktált megszorító politikák megvalósítására, amit ezzel párhuzamosan nem követett a hitelező országok részéről ellentétes előjelű, a fogyasztás ösztönzésén alapuló kiigazítás, ami ellensúlyozni tudta volna az eladósodott tagállamok fogyasztáscsökkenését. Ebből adódóan a megszorító politikák a szükségesnél nagyobb mértékben eredményeztek csökkenést a periféria tagállamainak jövedelmében, amit később mind az IMF, mind az EU vezető gazdasági döntéshozói beláttak. A fájdalmas fiskális kiigazítás ugyanakkor megakadályozta az államcsőd jelenségének továbbterjedését – mivel az euróspecifikus kockázatok az államkötvények hozamában a válság korai szakaszában képesek voltak megjelenni, ez a kockázat a görög és ciprusi kontrollált államcsődöket követően is valóságos veszélynek bizonyult. Azonban az EU össz-GDP-jéhez képest releváns méretű eladósodott gazdaságok, mint Olaszország és Spanyolország képesek voltak a csődkockázatok elkerülésére és végig fenntartották (a legalább részleges) piaci finanszírozásukat, azonban gazdasági növekedési pályáik évekre meghatározó lemaradásba kerültek a hitelező országokhoz képest – ebben az Európai Központi Bank is kulcsfontosságú szerepet vállalt, amit a következő fejezet fog részletesen bemutatni. A magas eladósodottság és piaci volatilitás pedig megakadályozta a gazdaságélénkítő politikák implementálhatóságát. Mindezekből adódóan az eurózóna tagállamaiban gazdaságoknak az euró első évtizedében

tapasztalt reálkonvergenciája megfordult, ami a közös európai intézmények szerepének újraértékelését, sőt a közös fizetőeszköz szerepének újragondolását is felvetette.

3.4. Elhúzódó stagnálás és politikai válság

Az Európai Unió gazdasági válságának utolsó szakaszát a továbbra is elhúzódó gazdasági kilábalás és a politikai nehézségek megjelenése övezi, előbbit főként a tartósan magas munkanélküliség és az alacsony gazdasági növekedés, utóbbit pedig a politikai integrációban újonnan megjelenő töréspontok (kiváltképp az Egyesült Királyság EU-ból való kilépését jelentő Brexit) jellemzik. A gazdasági növekedési lehetőségeket globálisan is változatos tényezők hátráltatják: valósággá vált a „munkahelyteremtés nélküli növekedés" koncepciója, szoros összefüggésben a negyedik ipari forradalomnak nevezett jelenséggel, ami a gazdasági növekedés motorjának az automatizációt, a robotizációt és a mesterséges intelligenciát tekinti, egyre nehezebb helyzetbe hozva a klasszikus állásokat kereső munkanélküli rétegeket. Ezzel párhuzamosan, habár a túlzott megszorítások időszaka véget ért, és az eurózóna perifériáját jelentő tagországok gazdaságának stabilizálása is sikeresen megvalósult, a növekedési lehetőségek elmaradása, tagállamok közötti gazdasági divergencia és a közös intézmények lecsökkent legitimációja politikai válságba torkollt, a közgazdaságtudományon belüli diskurzus pedig eltolódott konföderatív együttműködési lehetőségek keresésének irányába. A 2014-ben hatalomra kerülő Juncker-Bizottság sem arra kapott politikai felhatalmazást, hogy szorosabbra fogja az együttműködést a tagországok között, és további politikai, illetve gazdasági funkciókat emeljen közös, föderatív szintre. Így mivel a magországok egy szorosabb együttműködési kereteken belül tovább mélyítenék a gazdasági integráció lehetőségét egymás között, egyre közelebb kerülve az optimális valutaövezetek elméleti feltételeinek megvalósításához, a rajtuk kívüli tagországok különféle egyéb, egyedi feltételek mentén megszabott együttműködési kereteket keresnek a közös intézményekkel. Erre a legjobb példa a Brexit jelensége: az Egyesült Királyság lakossága a 2016-ban tartott referendum során az EU elhagyása mellett döntött, ami azonban azóta sem valósult meg, a kilépés tényleges lebonyolítására pedig nem születtek meg konkrét, elfogadott tervek.

Habár az általános közgazdaságtani logika azt diktálja, hogy a nagy méretű gazdasági visszaesést követően azt hasonló intenzitású fellendülés követi, ami a

foglalkoztatás és a kibocsátás szintjeit hamar visszaállítja a válság előtti szintre, ez a jelenség globális léptékkel nézve is elmaradt. Mind az Egyesült Államok 2009 óta tartó agresszív monetáris politikája, mind az ECB negatív kamatrátája, mind valamennyi G7 ország[20] jegybankjának drasztikusan megnövekedett eszközállománya képtelen volt a vezető gazdasági hatalmak növekedésének beindítására, miközben eladósodottságuk folyamatosan emelkedett. A korábban csak vizionált elhúzódó stagnálás és likviditási csapda koncepciók valóságossá váltak, hiszen a monetáris élénkítés korlátosnak és elégtelennek bizonyult a globális GDP növekedésének beindítása érdekében, azaz a gazdasági szereplők készpénztartási magatartása megakadályozza a befektetések növekedését, miközben a kamatszintek nem csökkenthetők tovább (Summers 2016). Mindezt súlyosbítják a negyedik ipari forradalom folyamatai: az új technológiák terjedése munkahelyek milliót számolja fel folyamatosan, elsőként a kiskereskedelem és a közúti szállítás területén, továbbá az új technológiák munkahelyteremtő képessége a munkahely-megszüntető hatásokhoz képest jelentősen elmarad. Az Európai Unió tagországainak is a foglalkoztatás jelentős és folyamatos csökkenésével kell számolniuk (WEF 2016). A globális gazdasági növekedés beindítása érdekében egyik nagy fejlett gazdaság sem vállalta magára a fiskális ösztönzés terheit, ami az elhúzódó stagnálás még további fennmaradásához, sőt, versengő monetáris lazításhoz, vagy akár valutaháborúhoz is vezethet (Summers 2016).

A törékeny gazdasági növekedés jeleit mutatta az EU gazdasága 2015-ben, amit leginkább a fogyasztás lassú felkapaszkodása vezérelt (EC 2016). A 2015-ös év az eurózónára vonatkozóan 1,7%-os, a teljes EU-t tekintve 2,0%-os reál GDP-növekedéssel zárult, ami számos kedvező körülmény együttállásának a következményeként alakult így. Ilyen kedvező feltételek közé tartoznak az alacsony olajárak, a kedvező valutaárfolyamok, a támogató monetáris politika és a menedékkérő bevándorlók támogatását megvalósító, óvatos költségvetési expanzió. Viszont a következő években ezen tényezők újbóli együttállása kevéssé valószínű, ezen felül a fejlődő országok jelentős csoportja (kiemelten Kína) és az Egyesült Államok is lassuló gazdasági növekedéssel néz szembe. Ezért a dokumentum a következő években nem tartja valószínűnek a gazdasági növekedés ilyen magas szinten maradását, hanem alacsonyabb, de pozitív előjelű reál GDP-változást jelez

[20] a fejlett országok pénzügyminisztereinek rendszeres találkozója. Egyesült Államok, Egyesült Királyság, Franciaország, Japán, Kanada, Németország, Olaszország alkotják.

előre, amit a 2015-ben 0%-on stabilizáló, később várhatóan lassan meginduló infláció, és tartósan magas, 9-10% körüli munkanélküliségi ráta kísér. A dokumentum kiemeli, hogy habár a pénzügyi szektor a javulás jeleit mutatja, még mindig jelentősen alulteljesít, hiszen a 2015-ben történt kisebb piaci visszaesésekre a valuta- és tőzsdeárfolyamok nagy volatilitással reagáltak, vélhetően azt feltételezve, hogy a gazdaságpolitikai mechanizmusok képtelenek lennének a megfelelő módon reagálni komolyabb keresleti sokk esetén. Az ECB, a Bank of England és más EU-s jegybankok fenntartották laza monetáris politikájukat, miközben az Egyesült Államok gazdasági szereplői már a monetáris szigorításra készültek fel, ennek eredményeként pedig az európai valuták erősödni tudtak, ami kedvező a háztartások fogyasztására nézve. A költségvetési hiányok pedig képesek voltak stabilizálódni (-2,1%-on az eurózóna, -2,4%-on az EU vonatkozásában), amiből adódóan az államadósság átlagos szintje sem emelkedik meredek ütemben tovább, és vélhetően 2017-ben tetőzik majd (91,1%-on) (EC 2016).

Mi magyarázhatja az eurózóna lassú kilábalását? Kollmann és szerzőtársai (2016) a gazdasági növekedés tényezőit vizsgáló modellje szerint a tartósan alacsony aggregált kereslet, mely rövid, de volatilis kínálati sokkokkal párosult, azonosítható elsősorban a gazdasági növekedés hiányának okaként, másodlagosan pedig az alacsony termelékenység-növekedés, a szintén volatilis tőkeáramlások és a pénzügyi rendszer elégtelenségei tehetők felelőssé. A szerzők modellje szerint a válság második szakaszában megvalósult fiskális megszorítás nem az elsődleges oka a lassú növekedésnek: a reakció helyes és arányos volt az aggregált kínálat és a munkatermelékenység változásának függvényében.

Hasonló megállapításra jutottak Barkbu és szerzőtársai (2016), úgy érvelve, hogy az adósság- és politikai problémák túlzott szerepet kaptak a korábbi válságkezelés során, a gazdaságpolitikai döntéshozók számára a kezdetektől fogva a növekedési nehézségek és a pénzügyi közvetítőrendszer anomáliáinak kezelése kellett volna elsődlegesnek lennie. A lassú növekedési mutatók elsődleges okai az alacsony beruházási szint, az alacsony munkaerőpiaci részvétel és a kedvezőtlen demográfiai trendek. A termelékenység elégtelen alakulása nem csak az egész régió növekedését tekintve hatnak kedvezőtlenül, hanem a tagországok közötti relációban is, hiszen megállt a periféria országainak felzárkózási folyamata. Míg abban egyetértés alakult ki a közgazdasági gondolkodásban, hogy további gazdaságélénkítő lépésekre van szükség, a politikai mozgástere ezeknek a magas

államadósság-szintek és a költségvetési hiányokra érzékenyen reagáló pénzpiacok miatt egyáltalán nem adott. A politikai bénultsághoz képest a pénzügyi közvetítőrendszer problémáira való reagálás könnyebben orvosolhatónak tűnik, hiszen a közös intézményrendszer folyamatos lépéseket tesz a Bankunió koncepciójának megvalósítása felé. A bankunió (EC 2013B) azzal tudja helyreállítani a pénzpiacok hatékony működését, hogy a gazdasági válság időszakát megelőzően megvalósult elégtelenségek (túlzott méretű nemzeti nagybankok, rosszul kontrollált határokon átnyúló kockázatkezelés, tisztázatlan bankmentési folyamatok) kialakulását képes megakadályozni.

Bármelyik magyarázatot is tekintjük elfogadhatónak, az Európai Unió gazdasága növekedési nehézségekkel terhelt évek elé nézett, amit a közös intézményrendszert is folyamatos innovációra késztette. A közös intézmények legitimációvesztése, valamint népszerűségének csökkenése nem új jelenség, azonban a gazdasági divergencia és at előírásszerű túlzott megszorítások következményeként számos esetben felmerült az államszövetség részleges vagy teljes elhagyásának gondolata. Az első közismertté vált ilyen koncepció a görögországi megszorítások eredménytelenségére reflektáló eurózónából való kilépési lehetőség, a Grexit volt: a görög lakosság 2012 júliusában tartott népszavazást a nemzetközi hitelezők kölcsönei visszafizetésének megtagadásáról. Azonban a referendum eredményétől függetlenül egy kevésbé radikális adósságátstrukturálás valósult meg. Ettől függetlenül az eurózónából való kilépés kapcsán számos javaslat fogalmazódott meg, mind a görög, mind más európai közgazdászok oldaláról (Vasilopoulou és Halikiopoulou 2013). A közös valuta elhagyása elméleti szinten mind a tagország eladósodottságnak, mind versenyképességének helyreállítását meg tudta volna valósítani, egy új fizetőeszköz bevezetésén és annak következetes leértékelésén keresztül, azonban ez felbecsülhetetlen társadalmi és befektetői károkkal járt volna együtt amellett, hogy a lépés kivitelezésére intézményileg sem volt adott lehetséges megoldás. Ezáltal a finanszírozás a közös pénzalapok feladata maradt, pedig a tagállam állandó pénzügyi lélegeztetőgépen tartása hosszú távon a hitelező intézmények, ezáltal a többi EU tagország számára is káros lehet (Wodak és Angouri 2014). Mindezek eredményeként a közös fizetőeszköz elhagyására sem került sor, és Görögország kénytelen volt az éveken keresztül tartó fájdalmas belső leértékelést megvalósítani, adósságait pedig euróban törleszteni.

Más jellegű gazdasági-társadalmi töréspont vezetett népszavazáshoz az Egyesült Királyságban: 2016 júniusában a szigetország lakosságának többsége az Európai Unióból

való távozás mellett tette le a voksát. Ez tekinthető az első visszalépésnek az európai gazdasági integráció több, mint 60 éves expanzív történetében. 2013-ben a konzervatív David Cameron miniszterelnök bejelentette, hogy az EU-ban való bentmaradásról népszavazást valósít meg, amennyiben 2015-ben a választópolgárok újraválasztják őt. A konzervatív párt négy ponton követelt változást az EU közös politikáival szemben: ezek az egységes piac védelme a nem eurózóna tagok számára, bürokráciacsökkentés, a britek számára az Unió szorosabbra fogása esetén felmentés és az EU-n belüli migráció korlátozása. Habár 2016 elején a migráció visszafogására és a bevándorlóknak való juttatások korlátozására sikerült megegyezésre jutnia a tagállamnak és a Bizottságnak, a politikus mégis a referendum megvalósítása mellett kötelezte el magát. Az eredmények azonban nem jelentettek azonnali kilépést: egy hosszas kilépési megegyezés előkészítése és tárgyalása kezdődött meg 2016 végén, azzal a kitétellel, hogy a beterjesztett megállapodást a Parlament jóváhagyásával is hitelesíteni kell. Emellett számos politikai hang a népszavazás megismétlése mellett foglalt állást, ami kétségessé teszi, hogy az államszövetségből való kilépés ténylegesen meg fog-e valósulni (MacShane 2016).

A kilépéspárti mozgalom kéz a kézben járt az euroszkepticizmus jelenségével, aminek terjedése szintén nehezen belátható gazdasági és politikai következményekkel járhat együtt. Hobolt (2016) vizsgálata rámutat, hogy a kilépés-bennmaradás kérdésfelvetés jelentősen összefügg a globalizáció nyerteseinek és veszteseinek kérdéskörével: ezek a csoportok elkülönült álláspontttal rendelkeznek olyan ügyekben, mint a nemzetközi együttműködés, európai integráció és bevándorlás, továbbá a kilépés mellett szavazók számára az egyik legkomolyabb aggodalom a nemzeti identitás elvesztése. A bevándorlás és a multikulturalizmus pedig döntően az alacsonyabb végzettségűekből vált ki ellenérzést, akik a legvédtelenebb helyzetben találták magukat a válság évei alatt a munkaerőpiacon.

Akárhogy is alakul az Uniót elhagyni kívánó törekvés folytatása, a lépés gazdasági következményei nem becsülhetők meg pontosan. A szétválással az EU második legnagyobb gazdaságát, harmadik legnépesebb tagállamát veszítené el, ami a világ egyik legjelentősebb pénzügyi központja, továbbá nukleáris hatalom, és az ENSZ Biztonsági Tanácsának is állandó tagja. Ezen felül az EU közös költségvetésének második legnagyobb nettó befizetőjének számít. Továbbá az Egyesült Királyság az EU harmadik legfontosabb exportpiaca, azaz az EU-ban termelt javak harmadik legnagyobb felvásárlója. Egy kemény szétválás forgatókönyvének megvalósulása esetén a WTO által szabályozott vámtarifák

lépnének érvénybe, amely a teljes kivitelre nézve átlagosan 2,4%, de például az autóexportra 9,7%-os visszaesést eredményezne. Ebből adódóan a Németországgal való gazdasági kapcsolatok különösen érzékenyek: a Brexit megvalósulása esetén 750 ezer német munkahely kerülhet veszélybe (Koenig 2016).

Árnyaltabban látja a kockázatokat Kee és Nicita (2017), modelljükben a külkereskedelem árrugalmasságából és a nem-vámjellegű korlátozások nagyságrendjéből kiindulva az Egyesült Királyságban gyártott javak keresletére mindössze 2%-os visszaesést jelez előre, feltételezve, hogy a szigetország hasonló feltételek mentén tud majd az EU-ba exportálni, mint Kínába vagy az USA-ba, a legnagyobb kedvezmény elvének fenntartása mellett. Az egységes piacról való távozás miatt azonban a Brexit hosszú távú következményeit elsősorban az fogja meghatározni, hogy az Egyesült Királyság mennyire lesz képes a jövőben a külföldi működőtőke vonzására és megtartására. Dhingra és szerzőtársainak (2016) modellje viszont már rövid távon is az FDI-beáramlás 22%-os csökkenését vetíti előre, ami a kereskedelemből származó jövedelmek 2,6%-os apadásával és a reáljövedelmek 3,4%-os csökkenésével járna együtt. A modellek eredményéből egyértelműen látszik, hogy a gazdasági hatásokat az új együttműködés intézményi keretei nagyban befolyásolják, valamint az is, hogy a kilépés költségei nem egyértelműen előrejelezhetők – jogosan merül fel a kérdés, hogy a szigetország lakossága számára rendelkezésre áll-e minden információ ahhoz, hogy felelős döntést tudjanak hozni a kilépésről.

Éppen ezért a kemény szétválás helyett más, puhább együttműködési kereteket javasolnak Pisani-Ferry és szerzőtársai (2016). Érvelésüket arra alapozzák, hogy sem az Egyesült Királyság, sem az EU nem érdekelt abban, hogy olyan szétválás valósuljon meg, ami az észak-atlanti hatalmi pólussal szemben a gazdasági és politikai ellenpólus szerepüket veszélyezteti. Ezt megakadályozandó olyan kontinentális partnerség megvalósulását javasolják, amely megőrizné a javak, a szolgáltatások és a tőke szabad áramlását, miközben a munkaerő áramlásának és a szupranacionális döntéshozatal tekintetében megadná a kívánt önállóságot az EK-nak. Mindez fenntartaná az Egységes Európai Piac integritását és megvalósulhatna nagy, piaci sokkokat jelentő átállás nélkül, sőt, mintaként is szolgálhatna más országokkal (Törökország, Ukrajna) való lazább együttműködésre. A kontinentális partnerség intézménye az egységes piachoz való hozzáférést jelentene a közös politikák részleges implementálása mellett, cserébe részvételt

igényelne a kormányközi döntéshozatalban és rendfenntartásban, valamint a közös költségvetéshez való kontribúcióban is. A koncepció tulajdonképpen egy előszobája a kétsebességes Európa gondolatának: a belső körnek megadná a lehetőséget, hogy politikai céljaikat szupranacionális együttműködési keretek között valósítsák meg, míg a kontinentális partnerek számára képes lenne kormányközi együttműködési kereteket biztosítani, az egységes piac részleges előnyeinek fenntartásával, de nem kötelezve őket további intézményi függetlenség feladására. A Brexit és az új kooperációs forma tehát lehetőség is lehet, ami az EU világgazdasági pozíciójának feladása nélkül felszámolhatja az integráció gátjait a belső országcsoport számára, így végső soron az egységes piac és az euró hasznára is válhatna.

A politikai válság következő fejezeteként Olaszország sajátos helyzete azonosítható, melynek gazdasági gyökerei is világosak: 2018 végén, az eurózóna szereplői közül egyedüliként tízéves időtávlatban harmadszor is gazdasági recessziót volt kénytelen elszenvedni. A tagállam újfent kiérdemelte az „Európa beteg embere" megnevezést (Antonin és szerzőtársai 2019). A 130%-ot meghaladó GDP-arányos államadósság és a 20 éve folyamatosan csökkenő termelékenység komoly károkat okoz a mediterrán ország gazdaságának. A két jelenség szorosan kapcsolódik egymáshoz, hiszen a lassú gazdasági kilábalás folyamatosan megkérdőjelezi a központi költségvetés fenntarthatóságát, a csökkenő gazdaságpolitikai mozgástér pedig az állami beruházásokat sújtja. A lehangoló gazdasági teljesítmény az ország politikai rendszerében is szélsőséges helyzetet teremtett: a 2018-tól hivatalban lévő Conte-koalíció olyan erőket is a kormánya tagjaiban tud, mint a 2014 óta nyíltan bevándorlóellenes és euroszkeptikus Matteo Salvini, aki az eurózóna elhagyása mellett kampányol és az eurón kívüli alternatív pénznem, a miniBOT bevezetését szorgalmazza, amennyiben a Bizottság újfent túlzottdeficit-eljárást indít a tagállam ellen[21]. Az ország gazdasági problémái ezúttal az országhatárokon belülről fakadtak, hiszen az állandó politikai instabilitás mellett pedig a fogyasztás és a beruházás is képtelen beindulni, miközben 2018-ben az export-növekedés is 3%-ra csökkent, a korábbi 7,6%-ról. Miközben az Európa-ellenes indulatok forrnak, az olasz kilábalás aligha képzelhető el az EU nélkül (Antonin és szerzőtársai 2019): egyrészt a saját deviza visszavezetése és leértékelése gyakorlatilag visszafizethetetlenné tenné az euróban

[21] https://www.portfolio.hu/gazdasag/parhuzamos-fizetoeszkoz-bevezetesevel-fenyegetozik-az-olasz-kormany.326337.html

denominált államadósságot, másrészt a gazdaság számára létfontosságú növekedés csakis targetált fejlesztési és iparpolitikával indítható be.

Ahogy láthattuk, az Európai Unió válságának az utolsó, 2015-ben kezdődő, negyedik szakaszát az elégtelen növekedési lehetőségek és az ezzel párhuzamosan zajló politikai válság határozzák meg. Habár az eurózóna perifériájának túlzottan eladósodott tagállamai tovább romló gazdasági helyzetét sikerült megállítani, a túlzott megszorítások akár évtizedekig tartó károkat okozhattak a potenciális GDP-növekedés ütemében. A gazdasági növekedés húzóerejét így a válság ezen szakaszában is a magországok és a nem eurózóna-tagországok adták, habár az időszakosan kedvező nemzetközi hatások képesek az eurózóna valamennyi gazdaságát is erősíteni, ezen hatások együttállása esetleges, így növekedésük nem tartós, ráadásul magas munkanélküliséggel is párosul, ami a negyedik ipari forradalom hatásainak is az eredménye. A tartós válsághelyzet az EU egyik legnagyobb gazdaságának kiválásának, a Brexitnek a veszélyét is magával hozta, melynek lakossága 2016-ban a kilépés mellett döntött. Ez az gazdasági integráció folyamatos bővüléssel járó történetének nagy visszalépését jelentheti, azonban a kilépés pontos jogi feltételei és a jövőbeni gazdasági együttműködési lehetőségek még nem tisztázottak. Az EU számára ugyanakkor lehetőség nyílik arra, hogy az integráció mélyítését tovább folytassa, a szoros együttműködésben érdekelt magországok részére. Ezzel szemben a mediterrán államok még messzebb kerülnek a magországok körétől: Olaszország recessziója arra világít rá, hogy az eurózóna még mindig nem bizonyul valamennyi tagállama számára optimális gazdasági környezetnek, ami az egyik alapító országot is egyre távolabb löki a közös intézményrendszertől. Mindezen jelenségek pedig kétségkívül gátolják az integráció szorosabbra vonásának, hibái kiküszöbölésének folyamatát.

4. Az EU intézményrendszerének változása

4.1. A gazdasági kormányzás fejlődése a válságot követően

A 2008-ban kezdődött pénz- és tőkepiaci válság folyományaira és súlyosnak bizonyuló következményeire az Európai Unió intézményrendszerének is reagálnia kellett, hiszen a közös intézmények még nem állták ki a válságok és a komoly gazdasági visszaesések próbáját, és így a tagállamok és a közös intézmények számára nem jött még létre egységes válságkezelő eszköztár. A bankok tőkemegfelelési helyzetének gyors romlása és az ennek következményében általánossá váló hitelezési passzivitás, a lassuló gazdasági növekedés, a megnövekedő államháztartási kiadások és a kezdetben dezinflációs, később deflációs folyamatok közvetve vagy közvetlenül valamennyi tagállamot veszélynek tették ki. Ennek következményeként elhúzódó válságkezelési folyamatok, elégtelen, a válságot megelőző szinthez képest alacsonynak mondható gazdasági növekedés és magas munkanélküliség vált általánossá 2010-től a gazdasági integráció egészét tekintve. Ahogy korábban láthattuk, a válság kitörésének évében létrejövő, gazdaságélénkítésen, munkahelymegőrzésen és -teremtésen, valamint időszakos versenyszabályozási mentességek nyújtásán alapuló első válságkezelő törekvések egyrészt az elvárt gazdaságstabilizáló hatásukat tekintve elégtelennek bizonyultak, másrészről pedig a költségvetési pozíciók romlásának folyamatát is katalizálták. Mindezen történések az EU gazdaságpolitikai koordinációs rendszerét is folyamatos reformkényszer alatt tartották, melynek következtében 2010-re elkerülhetetlenné vált a tagállamok fiskális fegyelmét, a gazdaságpolitikai kooperáció erősítését és a fiskális szabályok harmonizációját szolgáló reformjavaslatok folyamatos, lépésről-lépésre történő megvalósítása. Ezen alfejezet a stabilitási és növekedési paktum rendelkezéseit megújító, valamint az azokon túl is mutató, gazdasági kormányzáshoz kapcsolódó reformokat és egyéb fiskális politikai változásokat mutatja be. A következő alfejezet a közös európai pénzalapok létrejöttének okairól és folyamatairól számol be, míg a harmadik alfejezet pedig az uniós válságkezelésben leginkább meghatározó szupranacionális szerv, az Európai Központi Bank mandátumának, szerepének és eszközeinek változását részletezi.

4.1.1. A stabilitási és növekedési paktum létrejötte

Az európai gazdaságirányítás elsődleges szabályrendszere, a stabilitási és növekedési paktum 1998. július 1-jén lépett érvénybe, az 1996-os dublini csúcs és a 1992-es maastrichti szerződés (hivatalosan: Szerződés az Európai Unióról) folyományaként (CoEC 1992). A megállapodás valamennyi EU-tagállamra érvényes, és feladata a tagállamok fiskális ellenőrzése annak érdekében, hogy azok az SGP céljait meg tudják valósítani közép és hosszú távon. A paktum korlátokat fogalmazott meg a tagállamok államadósság- és költségvetési hiány szintjeinek (60% és 3%-ban rögzítve azokat), ezen felül felügyeleti mechanizmusokat definiált, valamint a normáktól eltérő fiskális magatartás gyakorlása esetén korrekciós mechanizmusokat is megfogalmazott, túlzottdeficit-eljárás (excessive deficit procedure, a továbbiakban: EDP) néven (Horváth és Szalai 2004). A különböző tagállamok gazdasági ciklusait koordináló fiskális szabályrendszer elméleti alapjait Theo Waigel (német pénzügyminiszter) fektette le, méghozzá az infláció ellen való hatékony fellépésnek eszközeként (Artis és Winkler 1998). Ennek szellemében a német közgazdaságtani gondolkodás nagyban pártolta az SGP létrejöttét, és általa a fiskális fegyelem megerősítését, méghozzá az infláció „importálásának", határokon keresztüli terjedésének elkerülése érdekében. Érvelésüket alátámasztja az az állítás, hogy a maastrichti kritériumrendszer teljesítésével és a közös valuta bevezetésével nem szűnik meg adott tagállam fiskális értelemben vett felelőssége az integráció többi államával szemben, hanem az a gazdasági kooperáció további időszakaiban is fennáll (Stone és Gent 2006).

Az SGP első komolyabb reformja 2005-ben, német és francia politikai nyomásra történt meg. Sok szempontból a korábbi előírások és feltételrendszer lazításaként értelmezhetők a változások, ugyanakkor a megújult gazdasági keretrendszer számottevő flexibilitást is adott a tagállamok számára. Az új szabályok értelmében, az SGP megelőző ágára vonatkozóan vezették be az ország-specifikus középtávú költségvetési célok (medium-term budgetary objectives, MTO) rendszerét, ami tekintetbe veszi az adott tagállam aktuális költségvetési pozícióját és fenntarthatósági kockázatait is, és ennek függvényében állapítja meg az egyes tagállamokra vonatkozó minimális éves költségvetési célokat. Ezen felül 2005-től kezdve a korai figyelmeztetési rendszer keretében az Európai Bizottság önállóan is véleményt formálhat, kifejtve azokat a lépéseket, amik teljesítésével a

tagállamok elérhetik a deklarált középtávú költségvetési céljaikat. Másként megfogalmazva, kockázatos, vagy a normáktól eltérő fiskális viselkedés észlelése esetén még abban az esetben is képes az EC nyomást gyakorolni az érintett tagállamra, ha az államadósságra és a költségvetési hiányra vonatkozó sarokszámok teljesülése nem sérül, de a magatartás a többi tagállam fiskális stabilitására kockázatot jelent. Az SGP korrekciós ágát megújító lépések procedurálisan és összegszerűen is pontosították a túlzottdeficit-eljárás során kiszabható büntetések nagyságát (EC 2005). Összességében a reform az egyszerű szabályok irányából az összetett gazdasági szakértelem alkalmazásának irányába fordult, ugyanakkor a részletszabályok számossága az alapvető szabályok megkerülésére is használható, ezért az SGP sikerességét kizárólag a szabályok implementálásának következetessége teremtheti meg (González-Páramo 2005). Mindez a folyamat úgy is tekinthető, hogy a tagállamok részleges felmentést kaptak a túlzottdeficit-eljárás teljesítése alól: a deficitszámok következetes betartása sokkal kevésbé számított a reformcsomag életbe lépését követően fontosnak, azaz a Waigel-féle koncepció kikényszerítő ereje jelentősen csökkent (Bagus 2010).

4.1.2. A válságra adott reakciók

Ahogy az előző fejezetben láthattuk, a fentiekben jellemzett gazdaságpolitikai koordinációs mechanizmus az aszimmetrikus sokkok elnyelésében egyértelműen rosszul szerepelt a 2008-as válságfolyamatok kiéleződése idején. Ezt az támasztja alá, hogy a tagállamokat jelentősen eltérő mértékben érintették a gazdasági válság hatásai, a válságkezelésre fordítható tagállami forrásokban is számottevő különbségek mutatkoztak, és mindezek következményeként a tagállamok egy csoportja olyan tartós recesszióba esett, amit alacsony gazdasági növekedés, romló versenyképesség és magas munkanélküliség hármasa jellemzett. A helyzet orvoslására, a gazdasági növekedés beindítására, valamint a versenyképességi különbségek csökkentésére számos intézményrendszeri változás lépett életbe a válság évei alatt, a fiskális keretrendszer szabályozása csupán az egyike ezeknek. 2011-ben lépett hatályba a stabilitási és növekedési paktum következő reformtervezete is, melynek fő célja a korábbi szabályok helyreállítása volt annak érdekében, hogy a gazdaságpolitikai koordináció visszaszerezze integrációt erősítő hatásait. A reformcsomag céljai közé tartozik a versenyképesség erősítése, a foglalkoztatás bővítése, a közpénzügyek

fenntarthatóságának biztosítása és a pénzügyi stabilitás elérése, illetve ötödik javítandó területként célként tűzi ki az adópolitikák koordinációját is (Holler és Reiss 2011).

Az SGP válságkezelési célú reformjai, kiegészítései több lépésben valósultak meg, ezek közé sorolható az Euró Plusz Paktum (Euro Plus Pact, EPP), a Hatos Csomag (Six-Pack) és a Kettes Csomag (Two-Pack), valamint az Európai Fiskális Megállapodás (European Fiscal Compact, EFC). Ezeket a változásokat számos más intézkedés is kísérte, amivel a korábbi reformcsomagok együttesen fejtik majd ki hatásukat. Ide sorolható az Európai Unió növekedési stratégiáját megfogalmazó Európa 2020 stratégia, vagy a gazdaságpolitikai koordináció színteréül szolgáló koordinációs mechanizmus, az európai szemeszter. A 2011-ben életbe lépett, az SGP működését megreformáló jogszabályok a paktum preventív ágát az európai szemeszter részévé tették annak érdekében, hogy a tagállami költségvetések egymásra való hatásainak monitoringja az Európai Bizottság jogkörébe kerüljön. A reformcsomagnak így kiemelkedő újítása, hogy ezáltal a Bizottság a tagállami költségvetésekre vonatkozóan direkt ajánlásokat tehet a stabilitási és konvergencia programok rendszerén belül. Ezen felül az SGP korrekciós ágának intézkedései tovább szigorodtak, azaz a túlzottdeficit-eljárás automatikussá vált 3%-os meghaladó államháztartási hiány esetén. Abban az esetben, ha valamely tagállam költségvetési hiánya túlzottnak minősül, az ECOFIN azonnali ajánlásokat jogosult megfogalmazni, valamint a célként kitűzött eredményekre vonatkozó határidőket, az esetleges szankciókat definiálhatja (Holler és Reiss 2011).

Szintén 2011-ben lépett hatályba az Euró Plusz Paktum, ami csupán egy kormányközi megállapodást jelöl, azonban azt nem fogadta el az összes tagállam, hiszen Csehország, az Egyesült Királyság, Horvátország, Magyarország és Svédország nem ratifikálta ezt a megállapodást. Ugyanakkor számos, nem a közös valutát használó tagállam (Bulgária, Dánia, Lengyelország és Románia) a ratifikáló országok csoportjába tartozik. A résztvevő tagállamok arról döntöttek, hogy az újonnan lefektetett fiskális keretrendszeren belül megerősítik az együttműködésüket, ezen felül strukturális reformokat hajtanak végre a versenyképesség erősítése, a fiskális stabilitás megőrzése, valamint a foglalkoztatás növelése érdekében. Az aláíró országok továbbá megerősítették azon szándékukat, hogy az SGP adópolitikai koordinációs javaslatait is implementálják. Az Euró Plusz Paktum a fenti területeken ajánlások széles körét fogalmazza meg, amelyből a résztvevő tagállamok kormányai önálló döntési jogkörük alapján ültethették át a közösen elfogadott javaslatokat

saját nemzeti joganyagukba. A teljességre nem törekedve, az Euró Plusz Paktum versenyképességet erősítő megállapításai között találunk: a bérek indexálására vonatkozó előírásokat, iparágak liberalizációját, infrastruktúra- és oktatásfejlesztési javaslatokat, valamint a K+F tevékenységek erősítését. A foglalkoztatást fejlesztő elvek közé tartozik a „flexicurity" modell kiterjesztése, az élethosszig tartó tanulás támogatása és az élőmunka terheinek csökkentése. Ezen felül a pénzügyi stabilitás és a közpénzügyek fenntarthatósága olyan intézkedésekkel biztosítható, mint a nyugdíjkorhatár várható élettartamhoz való igazítása, a korai nyugdíjazási lehetőségek visszaszorítása, vagy az egészségügyi ellátó rendszer költséghatékonyságának javítása. Az adópolitikai koordinációs javaslatok fő fókusza pedig a vállalatok társasági adóalapjának egyeztetése annak érdekében, hogy visszaszorítsák az Unión belüli adóversenyt, továbbá az adóelkerülési gyakorlatok ellen is javaslatokat tesz az Euró Plusz Paktum (EC 2011C).

Az Euró Plusz Paktum részletszabályai jelentősen messzebb kerültek az eredeti, Versenyképességi Paktum néven ismertté vált, elsősorban az európai bérszint általános csökkentésén alapuló versenyképesség-növelő koncepció főbb irányelveitől, hiszen egyrészt nem sikerült egyezségre jutni a tagállamok közötti egységes társasági adóalapról, másrészt a német mintára az alkotmányba rögzített adósságfékek rendszere is kimaradt a megállapodásból csakúgy, mint a bérindexálás teljes eltörlése (Loth 2015). Az Euró Plusz Paktum ugyanakkor csupán látszatintézkedéseket jelent annak érdekében, hogy elterelje a figyelmet a görögországi fiskális katasztrófa kétes kezeléséről[22], hiszen csupán a kívánatos gazdaságpolitikai javaslatokról született megállapodás, de azok tényleges joganyagba való ültetésére a tagállami kormányok részéről mérsékelt fogékonyság mutatkozott. Ezt 2015-ös állásfoglalásában az Európai Bizottság is megerősítette, miszerint az Euró Plusz Paktum alvó, inaktív fázisba került, azaz elveit nem alkalmazzák aktívan a tagállamok. A Euró Plusz Paktum előírásait az állásfoglalás az európai szemeszter részévé célozta volna tenni (EPSC 2015), ez azonban végül nem valósult meg.

Hatos Csomag néven vált ismertté a stabilitási és növekedési paktum következő megújítási kísérlete, ami közel egy éves egyeztetési folyamatot követően, 2011. decemberben került végleges és elfogadott formába. A hat szabályozási pontot összefoglaló Hatos Csomag közös fő célja tagállamok szabálykövető magatartásának erősítése az SGP meglévő előírásainak módosítása nélkül. Ezen felül a Hatos Csomag

[22] http://www.voxeu.org/article/pact-euro-tough-talk-soft-conditions

makrogazdasági egyensúlytalanság eljárások néven egy új gazdaságpolitikai előrejelző- és monitoringrendszer alapjait is lefekteti, ami által ezentúl a közös intézmények a tagállamok fiskális szabálykövetésén kívül a makroökonómiai folyamatok felügyeletét is magába foglalja. Az öt rendeletből és egy direktívából álló Csomag hatályba lépéséről szóló sajtótájékoztató (EC 2011C) kiemeli, hogy 2011. decemberben a 27-ből 23 tagállam állt túlzottdeficit-eljárás alatt, ami mindenképp indokolttá teszi a tagállamok szabálykövető magatartásának erősítését. A Csomag elfogadását követően azonnali szankciók lépnek életbe abban az esetben, ha túlzottdeficit-eljárás esetén valamelyik tagállam nem hoz költségvetési hiányt javító intézkedéseket, vagy nem implementálja az ECOFIN által megfogalmazott előírásokat. A döntéshozók a szankcionálási rendszer szigorításától remélték a fiskális fegyelemre vonatkozó előírások betartatását: a szankciókról és a bírság megállapításáról az ECOFIN és az Európai Bizottság együttesen rendelkezik, és azok automatikusan életbe is lépnek minden esetben, kivéve, ha a tagállamok minősített többsége ez ellen szavaz.

A Hatos Csomagban a költségvetési deficithez kapcsolódó szabályokat az államadósságra vonatkozó előírások követik: ezek legfontosabb eleme, hogy 60% feletti GDP-arányos államadósság esetén a túlzottdeficit-eljárás indítása automatikussá válik abban az esetben, ha a GDP-arányos államadósság 60%-ot meghaladó része évente legalább annak 1/20-ával nem csökken (EC 2011C). Tekintve, hogy a tagállamok többsége a Csomag elfogadásakor is túlzottdeficit-eljárás alatt állt, ez a lépés komoly, azonnali hatályú adósságleépítési program elindítását, azaz széleskörű fiskális konszolidációt írt elő a tagállamok számára, elzárva az utat a tagállami költségvetések által finanszírozott gazdaságösztönző politikák elől. Ugyanakkor elméleti közgazdaságtani nézőpontból nem egyértelmű, hogy az adósságfék intézményből adódó piacnyugtató hatás erősebb-e, mint az állami intervenciók előírásszerű elmaradásának destabilizáló ereje.

Az SGP preventív ágát érintő reformok a Hatos Csomag intézkedésein belül a makrogazdasági egyensúlytalanságok rendszeréhez kapcsolódtak. A korábbi években ugyanis nyilvánvalóvá vált, hogy nem csupán a csapongó fiskális politika képes veszélyeztetni a gazdasági integráció stabilitását, hanem egyéb egyensúlytalanságok is. A fiskális fegyelem megőrzése érdekében a Csomag automatikusan életbe lépő korlátokat definiál az állami kiadások növekedésére vonatkozóan azon tagállamoknak, melyek nem érték el a középtávú költségvetési céljaikat, továbbá az előírások a túlzottdeficit-eljárás

során maximálisan kiszabható büntetést is meghatározzák, méghozzá a GDP 0,2%-ban. Ez az összeg a kiigazítás többszörös elmaradása esetén szabható ki, nem kamatozó betételhelyezés formájában, ami további, sorozatos nem-teljesítés esetén bírsággá alakul át. A makrogazdasági egyensúlytalanságok kapcsán pedig egy új procedúra bevezetését határozza meg a jogszabálycsomag, túlzott egyensúlytalansági eljárás (excessive imbalance procedure, a továbbiakban: EIP) néven (EC 2011C).

A túlzott egyensúlytalansági eljárásnak az a célja, hogy a későbbiekben gazdasági zavarokat, makroökonómiai sokkokat okozó olyan folyamatok, mint az ingatlanárak növekedése, a folyó fizetési mérleg túlzott hiánya vagy többlete, vagy a magánszektor eladósodottságának felgyorsulása esetén azokat a Bizottság és az ECOFIN időben azonosítsa, és preventív intézkedések formájában fel tudjon lépni ellene. Ez a gyakorlatban úgy valósul meg, hogy egy tagállammal szemben az SGP korrekciós ága akkor is életbe tud lépni, ha az uniós intézmények túlzott egyensúlytalansági eljárást indítanak. Ilyen esetekben a Bizottság kötelezi az eljárással sújtott tagállamot egy korrekciós intézkedéstervezet bemutatására, amit annak megfelelősége esetén a Bizottság elfogad, és be is tartat, a korábbiakban bemutatott logika szerint: a tervezet be nem tartása esetén elsőként kisebb összegű (maximálisan a GDP 0,1%-ban meghatározott) nem kamatozó betét elhelyezéséről, vagy később ennek bírsággá való konvertálásáról dönthet az uniós intézmény. Az egyensúlytalanságot jelentő indikátorok közül 14-et definiált a Bizottság, az egyensúlytalanságot meghatározó határértéket is megjelölve, továbbá azt is hozzátéve, hogy az indikátorok köre és összetétele a jövőbeni gazdasági folyamatok függvényében változhat sőt, akár tovább bővülhet. Az indikátorokat és határértékeiket, melyeket a következő fejezet részletesen elemez, az. 1. táblázat mutatja be.

1. táblázat: A makrogazdasági egyensúlytalansági eredménytábla indikátorai és határértékeik

típus	indikátor	rövidítés	határérték
	folyó fizetési mérleg (a GDP százalékában kifejezett, hároméves mozgó átlag)	CAB	6% és -4%
	nettó nemzetközi befektetői pozíció (a GDP százalékában kifejezett)	NIIP	-35%
	az exportpiaci részesedés (ötéves átlagos, százalékban kifejezett változás)	EMS	-6%
	az egységnyi munkaerő-költség (hároméves, százalékban kifejezett változás)	NULC	9% (eurózónán belül), 12% (eurózónán kívül)
külső egyensúlytalanság és versenyképesség	relatív reálkamatlábak változása (hároméves átlagos változás, 35 másik fejlett országhoz képest tekintve)	REER	-/+5% (eurózónán belül), -/+11% (eurózónán kívül)
	a magánszektor eladósodottsága (a GDP százalékában kifejezve)	PSD	160%
	a magánszektorba való hitelkihelyezés változása (a GDP százalékában kifejezve)	PSCF	15%
	az ingatlanár-index éves változása (az Eurostat fogyasztási deflátorához viszonyítva)	HIP	6%
	a központi költségvetés eladósodottsága (a GDP százalékában kifejezve)	GGD	60%
belső egyensúlytalanság	a pénzügyi szektor kötelezettségeinek éves növekedése (százalékban kifejezve)	TFSL	16,5%
	a munkanélküliségi ráta (hároméves mozgó átlag)	UR	10%
	az aktivitási ráta (hároméves mozgó átlag)	AR	-0,2 százalékpont
	a hosszú távú munkanélküliségi ráta (hároméves mozgó átlag)	LTUR	0,5 százalékpont
szociális indikátorok	a fiatalkori munkanélküliségi ráta (hároméves mozgó átlag)	YUR	2 százalékpont

Forrás: saját szerkesztés (EC 2011C) alapján

A Hatos Csomagot 2013-ban egy további kiegészítés, a Kettes Csomag követte, ugyancsak a fiskális fegyelem erősítését célzó fókusszal. Habár a javaslatok már 2011-ben megfogalmazásra kerültek, csupán 2013. május 30-án léptek hatályba. A Kettes Csomag annak érdekében jött létre, hogy további kiegészítést adjon a fiskális fegyelmet támogató

eljárásoknak. A két rendelet csupán az eurót alkalmazó tagállamokra vonatkozik, és elsősorban azt célozzák meg, hogy a tagállami költségvetési döntések átláthatósága 2014-től növekedjen, továbbá erősebbé váljon a tagállamok közötti fiskális koordináció, és növekedjen a gazdaságpolitikai kockázatok és felelősségek megosztása a tagállamok között. A Bizottság sajtótájékoztatója (EC 2013C) szerint továbbá a rendeletek megerősítik azon tagállamok fiskális ellenőrzését, melyek fiskális stabilitásukat tekintve súlyos nehézségekkel néznek szembe, és emiatt pénzügyi asszisztenciában részesülnek.

A Kettes Csomag építette be a tagállamok költségvetéseinek monitoringját az európai szemeszter rendszerébe: valamennyi tagállam minden év április 30-ig stabilitási programokat és nemzeti reformprogramokat köteles közzétenni, bemutatva azt, hogy hogyan tervezik teljesíteni a középtávú költségvetési céljaikat, illetve milyen lépéseket tesznek a gazdasági növekedés és a foglalkoztatás ösztönzése érdekében. A tagállamok ezen felül minden év október 15-ig kötelesek a következő évi költségvetési tervüket benyújtani, ezt pedig december 31-éig kell elfogadniuk. A Bizottságnak ezáltal lehetősége nyílik a költségvetések véleményezésére. Az intézmény ennek a kötelezettségnek pedig november 30-ig tesz eleget, és amennyiben az SGP elvárásaitól súlyosan eltérő költségvetési hatásokat észlel, módosított költségvetési javaslatot kérvényezhet a tagállamoktól. Mindez abból a szempontból tekinthető valódi innovációnak, hogy a tagállami költségvetések először váltak alanyaivá elfogadásuk előtt nemzetközi felülvizsgálati rendszernek, amely nemcsak az SGP céljainak, de a nemzeti fiskális rendszer előírásainak való megfelelésről is megbizonyosodik, továbbá a Bizottság időben képes értesülni a tagállami költségvetéseket érintő valamennyi kockázatról. Ezek kétségkívül olyan kiegészítések, melyek az SGP preventív ágát erősítik tovább anélkül, hogy hatályon kívül helyeznék a korábbi szabályozások előírásait. Végül a Kettes Csomag fontos folyománya, hogy a következő alfejezetben bemutatásra kerülő közös nemzetközi alapokból pénzügyi segítséget kapott tagállamok monitoringját végző felügyeleti rendszer erőforrásait is biztosítja meggyőződve arról, hogy ezek a közös erőforrások az eredeti céljuknak megfelelően, maximális transzparencia és fiskális szakértelem mellett kerülnek felhasználásra (EC 2013C).

Költségvetési Kompakt néven 2013. január 1-jétől lépett hatályba a gazdasági kormányzás soron következő reform-megállapodása (melynek teljes megnevezése: Szerződés a Gazdasági és Monetáris Unió Stabilitásáról, Koordinációjáról és

Kormányzásáról), ami azonban az Euró Plusz Paktumhoz hasonlóan megmaradt kormányközi szerződés szintjén, nem kerülve be az EU elsődleges joganyagába. Aláírói közé tartozik valamennyi eurót használó tagállam, de az eurózónán kívül tagállamok is vállalták a szerződésben foglalt kötelezettségek bizonyos részeinek átvételét (az Egyesült Királyság, Csehország és Horvátország kivételével, melyek egyáltalán nem vették át a joganyagot). Az aláíró eurózónán kívüli tagállamok a közös valuta bevezetésével válnak kötelezettekké a szerződés teljes joganyagának adaptálására. A megállapodás legnagyobb újdonsága volt, hogy eltérő hiánycélokat állapít meg a különböző tagállamoknak: az elérendő strukturális deficitet (amely a ciklikus hatásokat és az egyszeri kiadásokat nem veszi tekintetbe) a GDP 0,5%-ában maximalizálja, de magasabb, 1%-os korlátot állapít meg azon tagállamok számára, melyek GDP-arányos államadósság-szintje tartósan és szignifikánsan 60% alatti értéket vesz fel. A középtávú költségvetési célokat pedig a fenti sarokszámok elérésének érdekében köteles meghatározni a Bizottság. Az SGP korrekciós mechanizmusa abban az esetben lép életbe, ha a makrogazdasági mutatók eltérnek a középtávú költségvetési céloktól – feltéve, hogy az eltéréseket rendkívüli események nem indokolják. A fenti előírásokat a tagállamok a nemzeti joganyagukba kötelesek beépíteni, lehetőleg alkotmányos szintre, ellenkező esetben az Európai Unió Bírósága a GDP 0,1%-át elérő bírság kiszabásáról dönthet. A ténylegesen kiszabott bírságot az Európai Stabilitási Mechanizmus (a továbbiakban: ESM) költségvetésébe kell befizeti. További kitételként fogalmazza meg a Költségvetési Kompakt, hogy az ESM forrásaiból csak azon tagállamok részesülhetnek, melyek már életbe léptették ezt a szigorítást (TSCG 2013).

További szigorításként értelmezhető az, hogy abban az esetben, ha a Költségvetési Kompaktot elfogadó tagállam költségvetése mégis az adósságfék-szabályok ellenében kerülne elfogadásra, a költségvetés ezentúl az Európai Unió Bírósága előtt is támadható. A gazdasági koordináció továbbfejlesztésének fórumaként pedig évente két alkalommal megtartandó euróövezeti csúcstalálkozó tartását jelöli ki a Költségvetési Kompakt. Mindezek által a Hatos Csomag és a Költségvetési Kompakt egymásra épülő, párhuzamosan működő és közös fogalmakat (pl. középtávú költségvetési célok, szignifikáns eltérés, rendkívüli körülmények) használó megállapodás, melyek kölcsönösen kiegészítik egymást. Fabbrini (2013) hozzáteszi, hogy a Kompakt lényegében tagállamoktól a fiskális politika aranyszabályának törvénybe foglalt implementálását várja el, melynek lényege, hogy a tagállamok csak abban az esetben élnek új kölcsönök

felvételével, ha az így szerzett források olyan befektetési tevékenységeket finanszíroznak, melyből a jelen és a jövő generációk egyaránt profitálnak, nem pedig folyó működésüket és az esedékes kiadásaikat finanszírozzák vele. Ez akkor tud megvalósulni, ha a költségvetés elsődleges egyenlege kiegyensúlyozottan, vagy többlettel működik, és az ezt lehetővé tevő adósságfék-szabályok fixen rögzítésre kerülnek, lehetőleg alkotmányos szinten. Utóbbi Németországban már 2009-ben, Franciaországban, Olaszországban és Spanyolországban 2011-ben történt meg, azonban valamennyi rendelkezés csak egy közeli jövőben meghatározott hatálytól kezdve alkalmazza az adósságfék-rendelkezéseket.

4.1.3. Sikertelen reformkísérletek és távlati célok

A gazdasági kormányzáshoz tartozó intézményrendszer reformkísérletei közé nem csak sikeres törekvések tartoznak. 2011 novemberében kapott formális tervezetet az eurókötvény, más néven stabilitási kötvény nevet viselő koncepció (EC 2011D). Ekkor az Európai Bizottság egy Zöld Könyvet (EC 2011E) bocsátott ki, felvetve az eurókötvények lehetőségét, és felvázolva bevezetésük esetleges módjait, ezen felül nyilvános konzultációt indítva a pénzügyi eszköz ötletének támogatottságáról. A kötvények lényegi újdonsága abban állt volna, hogy teljesítésükért valamennyi eurózóna-tagállam együttesen felel. Bár a tagállamok csak részben élhettek volna ilyen kötvények kibocsátásával, azaz a koncepció nem váltotta volna ki teljesen azon nemzeti kötvényeket, amelyek iránt a tagállamok kizárólagos felelősséget vállalnak (EC 2011D). Egy ilyen eszköz nyilvánvalóan hozzájárult volna a kockázatok tagállamok közötti terítéséhez és az átlagos kamatszint csökkentéséhez, ugyanakkor jogosan vetette fel annak aggályát is, hogy az államadósság-finanszírozás egyik fontos szabályozó elemét, a kötvénykamatok alakulásának fiskális fegyelemre való késztetését venné ki a rendszerből, az eladósodás morális veszélyéről (moral hazard) nem is beszélve (Claessens, Mody és Vallée 2012).

Az eurókötvény koncepciójának egyik változata vörös és kék adósság néven vált ismertté (Delpla és von Weizsäcker 2011), amely úgy választotta volna az államadósságot két részre, hogy a 60%-os maastrichti korlát alatt a tagállamok számára közös, „kék” adósság jött volna létre, azon felül pedig egyéni, „vörös” adósság, amiért az érintett tagállam önállóan felel. Ezáltal a nemzeti felelősség is megmaradt volna, késztetve a tagállamokat a közös szabályokat tiszteletben tartó gazdálkodásra, mégis elejét lehetett volna vetni annak az államadósság-válságnak, ami 2010-ben kezdődve jelentős

refinanszírozási kockázatokat rótt a válságállamokra. A fenti államadósság-finanszírozási gyakorlatokat közös irányba mozdító javaslatok azonban nem voltak képesek elegendő politikai támogatottságot szerezni: a lisszaboni szerződés más tagállamok finanszírozási tilalmára vonatkozó pontja (a már említett „no-bailout-clause”) egyértelműen akadályt gördített a koncepciók elfogadása elé, amit csak egy új alkotmányozási folyamat, vagy akár új EU-s alapokmány meghozatala tett volna lehetővé. Ezt pedig az alacsony kamatkörnyezet kedvezményezettjei, főként Németország politikai döntéshozói, egyértelműen nem támogatták (Lauk 2012). A fentiekből látható, hogy az államközösség döntéshozói az államkötvénypiac uniformizálásának kérdését is a fiskális fegyelem fenntartásának szolgálatába állították, még akkor is, ha ez vélhetően az EU egészére nézve pozitív hatást jelentett volna, így viszont elhúzódó adósságválsággal sújtotta a periféria tagállamainak többségét (Beetsma és Mavromatis 2014).

Az Európai Unió intézményrendszeri fejlődésének kilátásait legjobban az Öt elnök jelentése (mely Az Európai Gazdasági és Monetáris Unió megerősítésének ütemterve címet kapta) foglalja össze, melyet 2015-ben hozott nyilvánosságra az Európai Bizottság, az Európai Parlament, az Európai Tanács, az Eurócsoport és az ECB elnökeiből álló csoport (EC 2015). A dokumentum három fázisban foglalja össze az EU jogalkotása előtt álló feladatokat azzal a céllal, hogy a három szakasz teljesítésével helyreállítsa a monetáris unió kiegyensúlyozott működését, és lehetővé tegye azt, hogy a tagállamok nagyobb felkészültséggel tudjanak szembenézni a globális kihívásokkal. A három szakaszban konkrét, végrehajtandó intézkedésekre tettek javaslatot: az első, elmélyítési szakaszt 2015. július 1. és 2017. június 30. közötti időszakra jelölték ki, és olyan célokat fogalmazott meg a jelentés, mint a bankunió kiterjesztése (melyet részletesen az ECB-ról szóló alfejezet tárgyal), az egységes bankbiztosítási rendszer bevezetése, a megvalósítás előtt álló tőkepiaci unió. Szintén az első szakaszban elérendő célként jelölte meg a jelentés a tagállamok közötti konvergencia tovább erősítését, az Európai Fiskális Tanács felállítását, az Eurócsoport szerepének erősítésével az európai szemeszter jelentőségének emelését, valamint az eurózóna nemzetközi képviseletének pontosítását is.

A második szakaszt a jelentés (EC 2015) – melynek záró dátumát előre nem definiálta – a gazdasági és monetáris unió megvalósítása néven illeti, melynek két legfontosabb elvárása a konvergencia-folyamat kötelező jellegűvé tétele, előre meghatározott konvergencia-mutatók tagállamok általi teljesítésével, valamint az

euróövezeti kincstár bevezetése. Ezen felül az ESM működését automatikussá tenné azáltal, hogy elsődleges uniós joganyag részévé tenné, és működésébe beépítene egy gazdasági sokkokat kezelő mechanizmust is. A harmadik szakasznak csupán a záró dátumát, 2025-öt jelöli meg a jelentés: ekkorra kellene végbemennie a gazdasági és monetáris unió elmélyítési folyamatának, megvalósítva valamennyi, az elsődleges joganyagot és az alapító szerződéseket érintő változásokat. Az intézményrendszeri reform akkor fog sikert elérni, ha a változásoknak az integrációt érintő mind a négy (intézményrendszeri unióként definiált) dimenzió mentén megvalósulnak. Azaz a reformoknak létre kell hozniuk a jólétet, szociális kohéziót és konvergenciát biztosító gazdasági uniót, a közös bankrendszerre és tőkepiacra épülő pénzügyi uniót, a költségvetések összehangolt és integrált működését biztosító fiskális uniót és a demokratikusan elszámolható, legitim és megerősített intézményekkel bíró politikai uniót is.

A korábbiak összegzéseként elmondható, hogy az Európai Unió gazdasági koordinációja a 2008-ban kitört globális gazdaság válság kezdete óta nagy léptékben fejlődött, ugyanakkor a válságkezelő keretrendszer csak részlegesen és lassan reagált. A reformok legnagyobb nyertese egyértelműen az Európai Bizottság lett abban az értelemben, hogy számos új hatáskör került hozzá: felértékelődött a szerepe a tagállami költségvetések elfogadásában, az adósságfékek létrehozatalában és a fiskális koordináció egyéb módozataiban. Ugyanakkor a 2015-ben hivatalba lépett Juncker-Bizottság inkább a lassú intézményi változások mentén alakítja működését és nem növelte a közös költségvetés nagyságrendjét és gazdaságpolitikai relevanciáját. Az intézményrendszer változásának fő jellemzője, hogy a gazdasági növekedést beindító, inflációs veszélyek terjedését mérséklő, valamint a versenyképességi különbségeket csökkentő reformlépések nem tudták megakadályozni a válság elhúzódását. Mindezek mellett az ambiciózus reformtervezetek nagyrészt veszítettek kezdeti lendületükből, egy részük csak jóval szűkebb tartalommal valósult meg (mint a SGP reformja vagy a Versenyképességi Paktum), más részük pedig megrekedt kormányközi megállapodás szintjén (mint az Euró Plusz Paktum vagy a Költségvetési Kompakt). Továbbá azonosíthatunk olyan változástervezeteket is, aminek a megvalósítása kudarcba fulladt (ahogy az eurókötvények példájára mutatja), illetve olyanokat, amik nem voltak képesek valamennyi tagállam támogatását elnyerni (ahogy ezt legjobban az Euró Plusz Paktum elfogadási nehézségei

példázzák). Az intézményrendszer reakcióidejét tekintve alapvetően gyorsan reagált a válságjelenségre (ld. 10. ábra), ugyanakkor reformlendülete 2015-öt követően lelassult, azaz a válság hatására felerősödött reformkényszer a gazdasági növekedés normalizálódásával mérséklődött.

10. ábra: Az Európai Bizottság válsággal kapcsolatos sajtóközleményeinek és jogalkotásainak száma (db, 2004 –2018)

Forrás: saját szerkesztés EUR-LEX és az European Commission Press Release Database alapján

További kritikaként fogalmazható meg az intézményrendszeri reformokkal szemben, hogy a fiskális szabálykövető magatartás továbbra sem kikényszeríthető a tagállamok részéről: bár egyre több lehetőség nyílik a közös szabályokat figyelembe nem vevő tagállamok szankcionálására, ezen lépések konkrét megvalósulására és a szabálykövető magatartás visszaállítására még nincs markáns precedens. Ezen felül a tagállamok közötti konvergenciában továbbra is mély különbségek vannak, melyek a tagállami kormányzás minőségéből erednek – az ilyen jellegű különbségeket pedig nem tudták a reformok célba venni (Benczes és Rezessy 2013). Truger (2015) elemzésében az intézkedések helyességét nem vitatja, ugyanakkor leginkább csak időnyerésnek minősíti –

a gazdasági növekedés helyreállításához további expanzióra van szükség, a megszorítások felfüggesztése és az elkölthető jövedelmek növekedése által. Afflatet (2016) pedig úgy látja, hogy a Költségvetési Kompakt csupán a stabilitási és növekedési paktum folytatása maradt abban a tekintetben is, hogy meghatározó tagállamok (mint Olaszország és Franciaország) költségvetési pályái továbbra is folyamatosan feszegetik a megállapodás határait. Ezáltal a közös intézmények ereje továbbra is csak addig terjed, ameddig a közösséget alkotó nemzetállamok hajlandóak saját szuverenitásuk feladására és a szabálykövető magatartás követésére. A szükséges reformkészség látszólagos hiánya az EU teljes döntéhozatai mechanizmusának fogyatékosságát is felveti (Joles, Kelemen és Meunier 2015). Továbbá sokatmondó ellentmondás, hogy a miközben a 2015-ben hatályos költségvetési szabályok csupán -0,5% GDP-arányos elsődleges egyenleget engedtek meg, ezzel egyidejűleg jött létre a fizetésképtelenségi csapdába esett tagállamokat kimentő mentőalap intézménye – ez az inkonzisztencia pedig egyértelműen feltételezi, hogy a fiskális szabálykövetésre való hajlandóság továbbra is mérsékelt maradt. A következő alfejezet az intézményrendszeri változásokat a nemzetközi fiskális kooperáció új módozatainak, valamint a közös európai pénzalapok létrejöttének bemutatásával folytatja.

4.2. Nemzetközi pénzügyi segítség, a közös európai pénzalapok létrejötte

Ahogy az előző fejezet rámutatott, a válság 2008-ban kezdődő elmélyülésével a tagállami közpénzügyek is fokozatosan válságba kerültek, amit csak késve és részleteiben tudtak az új, Európai Unió szintű intézményrendszeri változások lekövetni, így a rendkívüli finanszírozási feladatok megoldásához folyamatosan más, olykor ad hoc jellegű megoldások megvalósítása vált szükségessé. Az előzmények ismeretében elmondható, hogy a tagállamok eltérő kezdeti költségvetési pozícióik és válságkezelésük eltérő finanszírozási igényei miatt különböző mozgástérrel rendelkeztek a válságkezelő intézkedéseik megvalósítására, így 2009 végére már számos tagállam kormánya számolt be komoly finanszírozási nehézségekről. A válságos helyzetbe került tagállamok refinanszírozási költségeinek emelkedése az államkötvények kamatszintjének megugrásában nyilvánult meg, a kötvénypiaci hozamszintek emelkedése ezt követően kikényszerítette a tagállamok központi költségvetéseinek konszolidációját. 2009 végére az

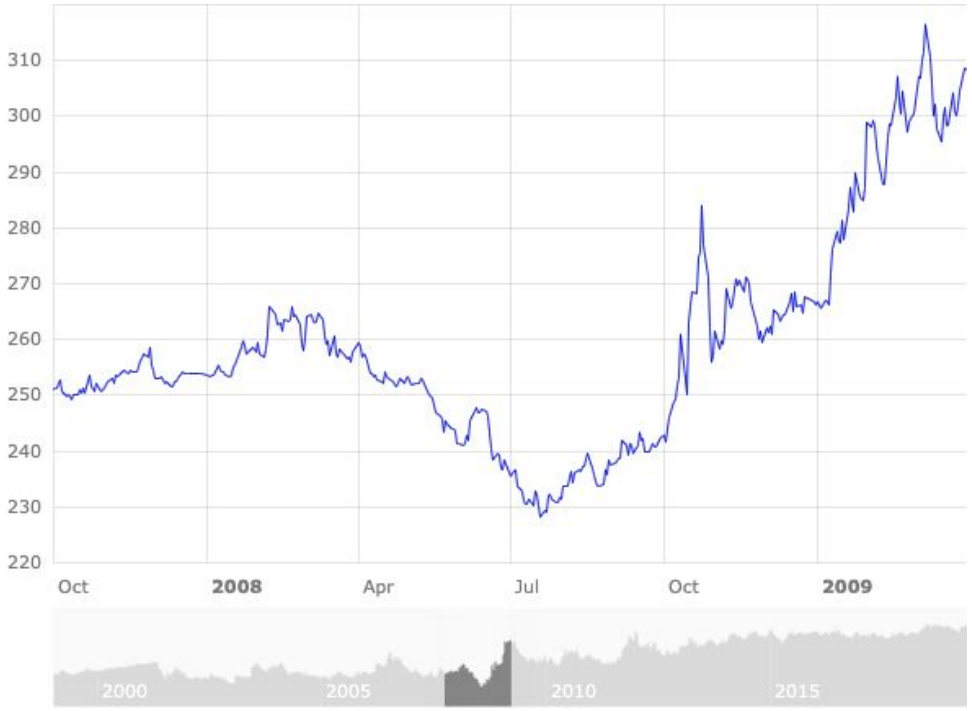
is világossá vált, hogy az Európai Unió nem rendelkezik olyan intézménnyel, ami végső hitelezőként képes és jogilag kötelezhető lenne tagállamok teljes kimentésére, azaz a tagállami költségvetési problémákra nem létezik automatikus megoldási, kimentési mechanizmus, vagy önálló intézményi segítség. Mindazonáltal az eurózóna szétesésének veszélye mégis bizonyos tagállamok nemzetközi kimentését tette szükségessé. Ezt a folyamatot az kísérte, hogy 2009 és 2010 fordulójára mind az európai gazdaságpolitikában, mind a közgazdaságtudományban egyre inkább teret nyertek a fegyelmezett gazdálkodásra, a piaci bizalom helyreállítására és a restriktív, megszorító gazdaságpolitikára épülő elméletek, kiszorítva a kezdeti keynes-i megközelítésű válságkezelést. Ezen alfejezet a nemzetközi pénzügyi segítség igényét, és azt ezt kiszolgálni hivatott közös európai pénzalapok létrejöttének folyamatát mutatja be.

4.2.1. Az első nemzetközi pénzügyi kimentések

Habár számos mérvadó közgazdász a gazdasági integráció problémáit a közös valutához köti, Hodson és Quaglia (2009) tanulmányukban kiemelik, hogy az első nemzetközi kimentésre szoruló EU-s ország egy saját valutával rendelkező ország, Magyarország volt. 2008. októberben a tagország az államkötvény-aukciókon a kamatszintek megemelkedését és a valutájának intenzív gyengülését szenvedte el (ld. 11. ábra), elsőként rávilágítva a közép-kelet-európai országok nagyfokú sérülékenységére a globális válsághelyzet kapcsán. Az ország kitettségét olyan tényezők növelték, mint a magas államadósság, a folyó fizetési mérleg tartós hiánya és a háztartások külföldi devizában (főként svájci frankban és euróban) denominált eladósodottsága (Darvas és Szapáry 2008). Győrffy (2014) értelmezése jórészt a demokráciával való elégedetlenségben látja a válság okát: a közös és a nemzeti intézményrendszerrel való elégedetlenség és bizalmatlanság vezetett számos olyan, rövid távú politikai döntéshez, többek között adócsökkentésekhez, felelőtlen állami költekezéshez, valamint a gyenge pénzügyi szabályozás fenntartásához, ami a kialakult pénzügyi instabilitás elmélyülését is magával vonta. Mivel a 2008 kora őszén tetőző pénzpiaci pánik elsődleges kezelése, a likviditás kiszáradásának bankközi piacokon nyújtott kölcsönökkel való stabilizálása nem bizonyult elégségesnek, 2008 októberében a Nemzetközi Valutaalap, a Világbank és az EU 20 milliárd eurós mentőcsomag közös folyósítása mellett döntött (IMF 2008). Ezt követően két további tagállam, 2008. decemberben Lettország, 2009. májusban Románia kötött

megállapodást a három intézménnyel a külső finanszírozás biztosítására, a pénzpiacok normalizálása és pénzpiaci fertőzések továbbterjedésének megállítása érdekében.

11. ábra: A magyar forint gyengülése az euróval szemben (HUF/EUR, 2007Q4 – 2009Q1)



Forrás:
https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-huf.en.html

Magyarország nemzetközi kisegítése kapcsán Martorano (2014) azt emeli ki, hogy a fiskális kiigazítás – melyre azért is szükség volt, mert Magyarország az EU-csatlakozása óta folyamatosan a túlzottdeficit-eljárás alatt állt – első lépése a költségvetési fegyelem helyreállítása volt, a kormányzati kiadások megvágásával, adóreformokkal és költségvetési tanács felállításával. A kiadáscsökkentő intézkedések a közalkalmazotti bérek befagyasztásával, a munkanélküli juttatások csökkentésével, nyugdíjrendszeri reformokkal és veszélyeztetett csoportok (például fiatal munkavállalók) juttatásainak megvágásával kezdődtek, valamint az állam a veszélyesnek bizonyult hiteltermékek visszafizetését is támogatta. Az első, Magyarországhoz kapcsolódó, 2009. márciusi programjelentés (IMF 2009) megállapítja, hogy a nemzetközi pénzügyi beavatkozás hatására egyrészt a forint árfolyama gyors korrekcióba, majd lassú stabilizálódásba kezdett (ami szintén jól

megfigyelhető a 11. ábrán), valamint az állampapír-piaci hozamok csökkentek, és az kötvényaukciók menete is normalizálódott. Ugyanakkor a bankok hitelezési tevékenysége nem mutatta a helyreállás jeleit, a folyó fizetési mérleg egyenlege sem mozdult el még a kedvező irányba, valamint a gazdaság növekedési üteme folyamatosan lassult. Azonban 2009. novemberben a javuló gazdasági kilátások eredményeként a magyar kormány a hitelkeret következő részletét nem hívta le, így az ügylet inkább biztonsági hitelkeretként funkcionált, 2011. áprilisban pedig a lehívott összeg teljes törlesztését is megvalósította a nemzetközi hitelezők felé (Neményi és Oblath 2012). A 2010-ben hivatalba lépett új kormány mindezt a folyamatot a fogyasztási adók (általános forgalmi adó, jövedéki adók) emelésével, valamint egykulcsos jövedelemadó kialakításával biztosította, ami nagyban hozzájárult egy regresszív, az alacsony jövedelműeket kedvezőtlenül érintő adórendszer kialakításához. Mindezek a hatások pedig a társadalmi különbségek tartós növekedését is maguk után vonták (Martorano 2014).

A nemzetközi hitelezők valamelyest komolyabb kihívás elé állították Romániát: a tagország 2009. májusban Magyarország helyzetéhez hasonlatosan 20 milliárd euróhoz kapott hozzáférést, ugyanakkor 2011. júniusban EU/IMF közös elővigyázatossági hitelkeret formájában újabb hitelfelvételre kényszerült, hiába teljesítette 2010-re a költségvetési deficit-csökkentési kötelezettségét (EC 2011F), majd 2013-ban újfent szükséges volt megújítani a megállapodást. Zaman és Georgescu (2009) összefoglalójukban kiemelik, hogy a kiigazító csomag részévé vált a költségvetési hiány csökkentése és a közszféra béreinek befagyasztása is – holott ezek az IMF előírásai között nem szerepeltek, inkább egyfajta lokális neoliberalizmus hatására tűntek fel (Ban 2016). A román költségvetési pozíció egyensúlyát azonban olyan makroökonómiai egyensúlytalanságok fenyegették, mint a lej árfolyamának gyengülése, a külkereskedelmi mérleg sok éven át tartó hiánya, valamint megtakarítás-beruházás egyensúly felbomlása. A készenléti megállapodás lehetővé tette a szükséges kiigazító monetáris és fiskális lépések alkalmazását és a makroökonómiai egyensúly helyreállításának esélyét. Ezen felül a hitelezés újraéledésének feltételei is adottak voltak, mind a lakosság, mind a vállalatok irányába. A megállapodás hátrányai között említhető a beavatkozás tényének negatív üzenete, a kormányzat csökkentett mozgástere vagy a drasztikus megszorítások kereslet-visszafogó hatása, ami főként a szociális juttatásokat érintette (Zaman és Georgescu 2009). Egy 2012-es IMF jelentés (IMF 2012) azonban kiemeli, hogy habár a

nemzetközi pénzügyi segítség hatására 2011-re a gazdasági növekedés visszatért az országba, az Unió egészének gazdasági pangása később visszafordította ezt a folyamatot, így az ország nem volt képes tartós növekedési pályára állni. A dokumentum azt is hangsúlyozza, hogy szükséges Románia elköteleződése a fiskális fegyelem és a strukturális reformok véghezvitele irányába, hogy fenntartható növekedési pályára állhasson. Azonban mindenképpen pozitív eredménynek tekinthető a folyó fizetési mérleg deficitjének normalizálódása, az infláció mérséklődése és a pénzügyi szektor reformja; ezek a tényezők képesek alapjául szolgálni a következő évek gazdasági növekedésének (IMF 2012).

A harmadik külső pénzügyi segítségre szoruló kelet-közép-európai ország Lettország volt, melynek helyzete még Romániáénál is összetettebbnek bizonyult: a 2009. januárban véglegesített hároméves IMF-programot szintén jórészt a költségvetési kiadások nagyméretű megvágása kísérte. Klyvienė és Rasmussen (2010) a lettországi válságnak – és általánosságban a balti országok válságának – legfőbb okaiként a 2000-2007 közötti időszakban világviszonylatban is kirívóan magas gazdasági növekedést, a túlhevült ingatlanpiacot és a külföld felé fennálló tartozások expanzióját jelöli meg. Az olcsó hitelek és a túlzott banki hitelezési aktivitás ingatlanpiaci buborékokat eredményezett, ami a belföldi kereslet erősödésével és a munkaerő-költségek emelkedésével inflációs nyomást támasztott. Mindezen tényezők hatására pedig a 2008-as válság különösképpen sérülékeny állapotban érte az országot. Lettország konszolidációja nagyon költségesnek bizonyult: a kiigazítás a GDP kiemelten nagy visszaesésével (-19,1% 2009 harmadik negyedévében), magas munkanélküliséggel (7,2%), és a munkaerő jelentős elvándorlásával járt együtt.

A makrogazdasági egyensúlytalanságok szokatlanul nagymértékű gazdasági bénultságot és a gyors nemzetközi pénzügyi segítségnyújtás igényét vonták maguk után. Blanchard, Griffiths és Gruss (2013) azt emelik ki, hogy Lettország azért számít különleges esetnek, mert a fizetési mérleg válságát a valutarögzítés fenntartásával (tudniillik Lettország 2005 óta tagja az ERM-II rendszernek, egészen a 2014-es euróbevezetésig), azaz nem a saját valutájának gyengítésével valósította meg, hanem belső leértékeléssel kezelte. Az IMF (2010) jelentés szerint a végrehajtott kiigazítási csomag a GDP 13%-át érte el, a nominális bérek 4%-os (beleértve a közalkalmazottak bérének átlagosan 30%-os) csökkentésével, a nyugdíjak 10%-os megvágásával, a jövedelemadó-kulcsok 2 és 3 százalékpontos emelésével és az adókedvezmények jelentős visszavágásával. Blanchard, Griffiths és Gruss (2013) szerint a gazdasági mutatók tekintetében utólag mégiscsak

sikeresnek tekinthető a kiigazítás. A munkaerőpiac radikális átalakítása és a bérek csökkentése következményeként a munka-termelékenység 2010-től rövid idő alatt gyors ütemben javult, azaz a fiskális konszolidáció a belső leértékeléssel párosulva alkalmas eszköznek bizonyult a versenyképesség helyreállítására. Továbbá ebből a szempontból a 2014-es euróbevezetés is igazolást nyer: ha a tagország elkötelezett a valutaárfolyamok fenntartása mellett azért, hogy megakadályozza a korábban az országba érkezett külföldi tőke kiáramlását, akkor az árfolyamok stabilitását a közös valuta bevezetésével lehet véglegesíteni, és ezáltal hozzáférni az európai végső hitelezői intézmények által nyújtott segítséghez. Ugyanakkor a rendkívül magas társadalmi áldozatok árnyalják a sikerességét gazdaság növekedési pályájának, így Lettország szerepeltetése bizonyítékként a megszorító politikák sikerességére további vitákat generált (Gros és szerzőtársai 2014, Hilmarsson 2013).

Mindhárom fenti példa azt támasztja alá, hogy a saját valutával rendelkező, kis és nyitott gazdaságok esetében a pénzügyi közvetítő rendszer válsága könnyedén valutaválságot vonhat maga után, ami a gazdasági visszaeséssel egybeesve a gyors korrekció és a nemzetközi pénzügyi segítség igényét teremtheti meg. A fenti három példa tudott mintaként szolgálni a jövőbeli eurózónán belüli gazdasági kimentésekhez, az intervenció gyakorlata pedig precedenst teremtett a nemzetközi hitelezők egyoldalú előírás-gyakorlatának kialakulására, az egyenlegjavító feltételek önkéntes kijelölésére (Pelle 2013). Ezen javaslatok elsődleges célja az államkötvény-piaci helyzet normalizálása, ezáltal a tagállami költségvetések fizetőképességének fenntartása volt, ami a nemzetközi hitelezők gazdasági logikája alapján az általános üzleti környezet helyreállításának és a gazdaságok önálló konszolidációjának elsődleges feltételét jelentette. Azonban a nemzetközi hitelezők körének javaslatai kötelező jelleget öltöttek abból a szempontból, hogy a piaci folyamatok a megállapodások ideje alatt minden késlekedést az államkötvények hozamelvárásainak emelkedésével és a valutaárfolyamok gyors gyengülésével büntettek (Szőke és Végh 2012). Az eurózónán belüli strukturális veszélyeket 2009-ben még kevesen azonosították – a 2008-ban nemzetközi segítségre szorult közép-kelet-európai tagállamok válsága elterelte a figyelmet az eurózónán belüli, a közös valutát használó perifériikus országok lassan kibontakozó válságáról, melyek 2009 végére kezdték a sérülékenység jeleit mutatni.

4.2.2. Pénzügyi kimentés az eurózónában

A közép-kelet-európai tagállamok válságának elmélyülésével az Európai Unió korábban csatlakozott országainak körében is emelkedtek a gazdasági kockázatok. A szikra, amely kirobbantotta az eurózóna refinanszírozási válságát, a 2009. októberben lezajlott görögországi választások és ezek belpolitikai következményei voltak (Authers 2012). Az erőteljesen megrendült fiskális lehetőségekkel és magas államadósság-szinttel rendelkező mediterrán ország költségvetési pozíciója valójában a korábban ismertnél sokkal borúsabb képet festett: ahogy korábban láthattuk, az akkori kormány az előző kabinetre nézve terhelő információk (eltitkolt közbeszerzések, meghamisított költségvetési adatok) kiszivárogtatásával az ország jövőbeli fizetőképessége kapcsán is komoly veszélyhelyzetet okozott. Görögország mindezidáig marginális szerepet töltött be az Unió válság-forgatókönyvében (lévén, hogy GDP-jének alig 1%-át adja), azonban 2010-re a görög válsághelyzet meghatározó tényezővé vált, hiszen a továbbfertőzés veszélyével a többi perifériku tagország finanszírozhatóságát is fenyegette. A 2010 elején induló refinanszírozási nehézségek hatására pedig az EU intézményei rövidesen olyan helyzetben találták magukat, ahol a tagállamok irányított mentőcsomagokon keresztüli kimentése az egyetlen elérhető lehetőség, ha meg akarták akadályozni az eurózóna szétesését. Görögország kisegítése precedenst teremtett a bajba jutott tagállamok nemzetközi segítséggel történő kimentésére, ami ezt követően felvetette a pénzügyi segítségnyújtás kereteinek intézményesítését is.

Mindeközben a tagállamok gazdaságpolitikája a megszorító politikák irányába kényszerült fordulni. 2010 és 2013 között az eurózóna-tagok fiskális politikája restriktívvé vált: az Európai Bizottság vonatkozó jelentése (EC 2012B) szerint a költségvetési kiadáscsökkentő lépések és adóemelések együttes hatása 2011 és 2013 között a tagországok éves GDP-jének 4%-át tette ki. Ezt a restrikciót az állami kiadások megvágása, azon belül pedig az állami transzferek csökkentése dominálta (utóbbi a GDP 1,5%-át tette ki), aminek következményeként elsőként a háztartások vásárlóereje csökkent (Rannenberg, Schoder és Strasky 2015). Ezen folyamatot katalizálta a növekvő reálkamatlábak politikája, hiszen a nominális kamatlábak nulla körüli értéket vettek fel az alacsony inflációs környezetben, ami szintén visszafogta a háztartások fogyasztását és a beruházásokat. Mindezek hatására a 2011-2013-ben a fiskális multiplikátor értéke 0,7 és

1,0 körüli értékkel emelkedhetett (EC 2012B, Lewis és Pain 2015). A gazdaságösztönzést váltó megszorító gazdaságpolitikát általában a recesszió visszatértével azonosítják, azonban a fiskális konszolidáció szerepe a gazdasági pangásban vitatott. Ugyanakkor a Nemzetközi Valutaalap vezető közgazdászai tanulmányukban (Blanchard és Leigh 2013) amellett érvelnek, hogy az IMF és az Európai Bizottság előrejelzéseikben rendre alulbecsülték a fiskális multiplikátorok hatását, ezáltal eltúlozták a megszorító politikák eredményességét.

Miért volt akkor szükség a nemzetközi pénzügyi segítségnyújtás intézményesítésére? 2010-ben az EU egészére vonatkozóan a makrogazdasági mutatók más fejlett gazdasági régiókhoz képest kedvezőbbnek bizonyultak (Authers 2013): a GDP-arányos költségvetési hiány feleakkora volt, mint az Egyesült Királyságban, vagy az USA-ban. Az önálló monetáris politikával rendelkező tagállamok (Csehország, Lengyelország, etc.) tudtak élni a valutaleértékelés lehetőségével, így ezek el tudták kerülni a súlyos gazdasági visszaesést, azonban azokban a tagállamokban, ahol ez a lehetőség nem állt rendelkezésre, stabilabb makroökonómiai mutatók mellett is könnyen fenntarthatatlanná vált az államadósság. Ennek okai között szerepelnek egyrészt az államok közötti pénzügyi fertőzések, másrészt a reálgazdasági és a közpénzügyi szektor összefonódása is. A számos alkalommal felvetődött lehetőség, az eurózóna ideiglenes vagy végleges elhagyása nem bizonyult reális alternatívának – habár a visszaállított tagállami valutával könnyen megvalósítható lett volna a leértékelődés, és ezáltal a versenyképesség helyreállítása, azonban a tőkebefektetések elértéktelenedésének veszélye miatt ez sem a belföldi, sem a külföldi szereplőknek nem állt az érdekében, a kivitelezhetőségi korlátokról és a továbbterjedő politikai következményekről nem is beszélve. Így csak a bajba jutott országok számára nyújtott nemzetközi pénzügyi segítség számított az egyetlen számításba jövő megoldásnak. Azonban az IMF nem volt képes beavatkozni az eurózóna-tagállamok, mint nem teljesen önálló gazdaságirányítású országok gazdaságpolitikájába. Az EU-tagországoknak továbbá olyan megoldási javaslatokat volt szükséges mérlegelni, melyek nemcsak Görögország, hanem több bajba jutott tagország nemzetközi pénzügyi kisegítésére is alkalmasak – 2010 elejére már több tagállam mutatta a kötvénypiaci nehézségek tüneteit, leginkább a PIIGS országok körében.

4.2.3. A közös európai pénzalapok

A nemzetközi hitelezők doktrínaszerűen előírt gazdaságirányítási gyakorlata, az államkötvények refinanszírozási problémáinak fertőzésszerű terjedése és a megszorító politikák eredménytelensége az európai gazdaságirányítást új, közös európai mentőalapok kialakításának irányába késztette. Az első ilyen mentőalap 2010. májusban jött létre Európai Pénzügyi Stabilitási Eszköz (European Financial Stability Facility, EFSF) néven, amely szigorú feltételek teljesítése mellett biztosított a tagországok számára forrásokat a pénzügyi nehézségek áthidalásának érdekében (Győrffy 2013). Az alap céljaként jelölte meg, hogy fenntartsa a pénzügyi stabilitást a monetáris unióban ideiglenes támogatások nyújtásával (EFSF 2015). Ennek elérése érdekében 440 milliárd euró hitelezésére kapott jogosultságot, melyre a tagállamok az ECB-tartalékokban való részesedésük arányában vállaltak garanciát. Az elérhető intézkedések közé tartozik az országoknak nyújtott kölcsönökön felül a pénzügyi intézmények feltőkésítése (a kormánynak nyújtott hiteleken keresztül), elővigyázatossági hitelkeret nyújtása, valamint kötvényvásárlás mind az elsődleges, mind a másodlagos piacon. A pénzalap forrásait a piacról is bővíthette, kötvénykibocsátással, hitelminősítői értékelése pedig a kibocsátást követően az elérhető legmagasabb volt a kötvénypiaci értékelő ügynökségeknél (EFSF 2015). Ennek az is az oka, hogy az alap nem jelent csődöt akkor sem, ha valamelyik általa hitelezett országnál következik be csődesemény – ilyen esetben az alap mögött álló tagországok arányosan állnak helyt a kötelezettségek teljesítésében. Az alap forrásainak túlnyomó része, 250 milliárd euró Írország és Portugália bankjainak feltőkésítése után is rendelkezésre állt, így ezen eszköz be tudott kapcsolódni Görögország folyamatos, többkörös kimentési folyamataiba.

Szintén 2010 májusában jött létre az előbbitől teljesen különálló intézmény, az Európai Pénzügyi Stabilitási Mechanizmus (European Financial Stability Mechanism, EFSM) nevet viselő alap, amely annyiban más, mint az előzőekben megismert intézmény, hogy valamennyi EU-tagállam részesülhetett a forrásaiból, ennek megfelelően az alap tartozásaiért mind a 28 tagállam készfizető kezességet vállalt. Ezáltal az EFSM a tevékenysége finanszírozása érdekében szintén vonhatott be külső forrásokat, és az általa kibocsátott kötvények ugyancsak az elérhető legmagasabb hitelminősítői besorolással bírtak. Ennek következményeként 60 milliárd euró forrás felett rendelkezhetett, ami szintén

az ír és portugál kimentés finanszírozására fordítódott. Az EFSM a pénzügyi segítségnyújtás folyamatát úgy valósította meg, hogy első lépésként a bajba jutott tagállam jelentkezési kérvényét befogadta, melyben az kifejtette a pénzügyi szükségleteit, valamint a makrogazdasági stabilitása megteremtése érdekében gazdasági és pénzügyi kiigazítási programot is megfogalmazott. Ezt követően az Európai Tanács és az Európai Bizottság együttesen döntött a támogatási kérelem elbírálásáról, a kifizetések rendjéről és idejéről, valamint a közpénzügyek kiigazításának további feltételeiről is (Official Journal of The European Union 2010A). Bár az ír és a portugál kimentéssel az alap forrásai még 2010-ben kimerültek, 2015. júliusban az Európai Bizottság az alap felélesztését vetette fel, hogy Görögország tudja biztosítani az IMF-fel és a Bizottsággal szembeni további kötelezettségei kiegyenlítését[23].

A harmadik, közös európai pénzalap, az Európai Stabilitási Mechanizmus (European Stability Mechanism, ESM) az előző kettő, időszakosnak indult alapot célozta felváltani, egységes keretekbe foglalva a tagországoknak nyújtott pénzügyi segítségnyújtás folyamatát szabályozó eljárásokat. Alapító országai az eurózóna tagállamokból tevődnek össze, így az alap azonnali pénzügyi asszisztenciát képes nyújtani az alapító tagállamok számára, 500 milliárd eurós kölcsönzési keret mellett. Azonban az ESM nem a tőkéjéből végzi az esetleges kimentéseket, hanem az alap által kibocsátott kötvények ellenértékét kölcsönözte ki. Alapítása 2012. szeptemberre tehető, azonban ratifikálási nehézségek és néhány nem eurózóna-tagállam (főként Csehország) tiltakozása miatt az intézmény létrejötte csak 2013 májusában emelkedett jogerőre. A szervezet eredeti koncepciója szerint a továbbiakban az ESM folyósítana minden nehéz helyzetbe kerülő tagállamnak nyújtandó pénzügyi segítséget, a korábban bemutatott két intézmény, az EFSF és az EFSM csak a korábbi (Görögország, Írország és Portugália számára nyújtott) kölcsönök kezelésében és további részleteinek folyósításában venne részt. Az ESM által biztosított programok között megtalálhatók: 1. tagállamok számára nyújtott források arra az esetre, ha a kötvénypiacokról már nem képesek forrásokat bevonni, 2. bank-újratőkésítési programok, 3. elővigyázatossági hitelkeret nyújtása, 4. direkt kötvényvásárlási programok az elsődleges kötvénypiacokon, valamint ugyanez a 5. másodlagos kötvénypiacokon (ESM 2015). Az alap elsősorban a spanyol bankrendszer feltőkésítésében és kimentésében, a Görögországnak juttatott harmadik mentőcsomag finanszírozásában, valamint a ciprusi

[23] http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/efsm/index_en.htm

válságkezelésben vállalt szerepet – utóbbi esetben a hitelt olyan korábban is bemutatott feltételekhez kötve, mint a tagállam bankrendszerében elhelyezett betétek részlegesen tőkévé való konvertálása.

Az ESM működésével kapcsolatban azonban széleskörű kritikai vélemények is megfogalmazódtak. Tabellini (2015) kiindulópontja az eurózóna működésének trilemmája (Obstfeld 2013), ami szerint a globális pénzügyi rendszerben az EU monetáris integrációja nem rendelkezhet egyszerre a teljes pénzügyi integrációval, a pénzügyi stabilitással és a tagállami szintű, nem integrált fiskális politikával. Ebből a hármas célból csupán kettő valósulhat meg, a harmadikat pedig fel kell áldozni – ez a válság évei alatt a pénzügyi stabilitás feláldozását jelentette. Az Európai Stabilitási Mechanizmust Tabellini (2015) úgy értékeli, mint a trilemma feloldásában egy lépést a helyes irányba. Azonban véleménye szerint ez az intézmény önmagában nem elég, hiszen egy teljesen elszabaduló államadósság-válságot nem tudna kezelni a forrásai limitáltsága, valamint a különféle döntéshozatali korlátai miatt, például tagállami vétókkal egy mentőcsomag nyújtása megakadályozható. Továbbá azt is kiemeli, hogy csakis a teljes pénzügyi integrációval kiegészítve érhető el olyan államkötvény-piaci stabilitás, ami hatásossá teheti a közös európai pénzalap működését, azonban ehhez szükségesnek bizonyul az Egységes Bankszanálási Mechanizmusnak, a bankok feltőkésítési rendszerének, valamint a betétbiztosítási intézmények további erősítése is (Tabellini 2016).

Szintén skálázódási, valamint spekulációs szempontból azonosíthatók további kockázatok[24]: az alap pénzügyi korlátossága lehetővé teszi a spekulációt ellene, azaz kellő tőkeáttétellel a közös pénzügyi intézmények kötvényei bedönthetők. Továbbá minél több tagállam kisegítése válik szükségessé, annál kevesebbnek kell állnia a kimentés költségeit, így az alap működési kockázatai válsághelyzetben könnyen drasztikusan megemelkedhetnek. Ennek következményeként 2012-ben a Moody's hitelminősítő rontotta Németország kötvényeinek értékelését, hiszen a teljes eurózóna kimentésének kockázatai a legnagyobb EU-s gazdaságra hárulnak egy ilyen mechanizmuson keresztül, ami egy szélsőségesen negatív forgatókönyv esetén képtelenné válna az egész eurózóna kimentésére (Győrffy 2013). Rosiak (2015) elemzésében továbbá azt hangsúlyozza, hogy az ESM csak rövid távon képes a pénzügyi sokkok elkerülésére. Ebben azonban kulcsfontosságú szerepet játszik, hiszen a jövőben potenciálisan létrejövő fiskális unió

[24] http://www.voxeu.com/article/why-eu-summit-decisions-may-destabilise-government-bond-markets

néhány újraelosztási funkcióját képes megvalósítani, azaz képes transzferek nyújtására, míg a korábbi válságkezelő intézkedések mint a Hatos Csomag vagy az Euró Plusz Paktum csupán korlátozó intézkedések megfogalmazására szorítkozott. Azonban az ő érvelésében is az ESM csupán egy szükségszerű lépés a fiskális unió felé vezető úton.

Az előbbiek összegzéseként az vonható le, hogy az EU válságának harmadik szakaszát a tagállamok államadósságaival kapcsolatos finanszírozási nehézségek határozták meg, ami megteremtette a nemzetközi pénzügyi kimentés igényét az eurózóna-tagállamok számára is. Ennek első tünetei 2009 év végén Görögországban, majd 2010-től már számos uniós tagállamban megfigyelhetők voltak. A kötvénypiaci bizonytalanságok a reálgazdaság erőtlen teljesítményével párosultak, amit felerősítettek a piaci bizalmat helyreállítani kívánó, azonban a gazdaságból jövedelmet kivonó tagállami megszorító politikák. A közép-kelet-európai térség finanszírozási nehézségekkel küzdő tagállamai már 2009-ben nemzetközi segítségre szorultak, és a pénzügyi piacaik megnyugtatásának, az üzleti bizalom helyreállításának érdekében kénytelenek voltak az IMF által előírt, kölcsönökhöz kapcsolódó feltételeket minél előbb megvalósítani. Az eurózóna bajba jutott államait 2010-ben már PIIGS-országok megnevezéssel illették, ezzel is utalva arra, hogy az egyedi országkockázatok nem tagállam-specifikusak többé, hanem akár országról országra is képesek terjedni. A pénzügyi fertőzések kezelése érdekében rögtönzött uniós, illetve eurózóna-tagok által finanszírozott pénzalapok felállítására volt szükség, amelyek, habár számos kritika megfogalmazódott velük kapcsolatban, alapvetően tudtak elegendő forrást kölcsönözni a kisegítésre szoruló perifférikus államok számára és megállítani a pénzpiaci fertőzés továbbterjedését. A nehéz finanszírozási helyzetben lévő tagállamok kimentését szolgáló alapok kulcsszerepet töltöttek be az EU intézményrendszeri reformjában (ld. 12. ábra).

12. ábra: Az Európai Unió főbb reformlépéseinek osztályozása, azok fókusza szerint

évszám	intézményrendszeri változás	tagállami válságkezelés	államkötvény-piacok stabilizálása	versenyképe-sség erősítése	makrogazda-sági felügyelet	költségvetési egyensúly megteremtése	termelési tényezők szabad áramlása
2008	Európai gazdasági fellendülés terve	X					
2010	Európai stabilitási alapok (EFSF, EFSM)		X				
2011	Euró Plusz Paktum			X			X
2011	Hatos Csomag				X		
2012	Európai Stabilitási Mechanizmus		X				
2013	Fiskális Kompakt					X	
2013	Kettes Csomag				X		
2014	Bankunió (egységes bankfelügyeleti mechanizmus)						X

Forrás: saját szerkesztés

Azonban a közös európai pénzalapok valamennyi, az Európai Unió tagországaihoz kapcsolódó válságkezelési igényt nem tudták ellátni – a bajba jutott tagállamok kimentésében és a piaci bizalom helyreállításában nélkülözhetetlen szerepet vállalt az Európai Központi Bank fejlődő eszközrendszere és bővülő válságkezelő szerepe. A következő alfejezet az ECB válságkezelő tevékenységét és újonnan létrejött válságkezelő eszközeit mutatja be, melyek nagyban megújították a monetáris hatóság intézményi kereteit.

4.3. Az Európai Központi Bank a válságkezelésben

Ahogy az előző fejezet rámutatott, az Európai Unió tagállamai számára a gazdasági visszaesés utáni lassú konszolidáció 2010-re a visszájára fordult, és 2011-re az integráció tagállamainak többsége újra recesszióba esett. Ezzel párhuzamosan több meghatározó folyamat ment végbe: míg számos tagállamban a bankrendszer konszolidációja lezajlott és a bankok tőkehelyzetének helyreállítása sikeressé vált, addig más tagállamokban a bankválság még ezt követően jelentkezett. Ezt jól mutatja Spanyolország esete: ebben a tagállamban csupán 2011-től vált igazán kritikussá a hitelintézetek, főként a takarékpénztárak tőkemegfelelési helyzete. Ugyanakkor a 2011-ben visszatérő recessziót már nem a bankválsággal, hanem a közös valutát használó tagállamok refinanszírozási

válságával szokták azonosítani, mely a kötvénypiaci hozamok, kockázatok és a tagállamokhoz kapcsolódó CDS-felárak[25] emelkedésével járt együtt, egyik tagállamról a másikra terjedve. Mindezt az is kísérte, hogy az első, gazdasági stimulusra épülő válságkezelési stratégiák forrásai kiapadtak: az uniós gazdasági kormányzás által nyújtott támogatási mentességek időkerete lejárt, az államadósságok növekvő pályája és drágulló finanszírozása megnehezítette a további forráshoz jutást, a nemzetközi intézmények bankmentő és tagállamokat kisegítő gyakorlata pedig jellemzően restriktív gazdaságpolitikát, fenntartható költségvetési pályákat és strukturális reformokat írt elő. Ezen tényezők hatására mind a közgazdaságtani gondolkodás, mind a gazdaságpolitikai döntéshozók a megszorító politikák és a monetarista válságkezelés elveinek alkalmazása irányába léptek. Ez a megközelítés a direkt állami beavatkozások és állami keresletösztönzés helyett az állami beavatkozás hiányában, a piacok öngyógyító erejében és a stabil monetáris politikában látta az eredményes válságkezelés eszközeit. Mindezen folyamatokban kezdetektől fogva meghatározó, és évről évre fontosabb szerepet vállalt az eurózóna közös monetáris politikáját irányító intézménye, az Európai Központi Bank. Ez az alfejezet az ECB válságkezelésben játszott szerepét, intézményének és eszköztárának fejlődését mutatja be, megmagyarázva azt is, hogyan vált az ECB az unió legfontosabb válságkezelő szervévé, intézményi kereteit folyamatosan bővítve, olykor esetlegesen átlépve eredeti hatáskörét és mandátumát is.

4.3.1. Az európai jegybank létrejötte

A nemzetközi integrációk pénzügyeit tekintve Obstfeld (2001) trilemma-formában fejezte ki Mundell (1963) korábban bemutatott elméletét, mely szerint egy gazdasági integráció tagállamai vagy az (1) önálló monetáris politikáról, vagy (2) a szabad tőkeáramlásról, vagy a (3) fix árfolyamokról mondanak le. A közös valuta, az euró létrehozásával az európai integráció arról döntött, hogy egyértelműen az első pontban megjelölt tényezőről való lemondást választja. Az ECB intézménye az Európai Gazdasági és Monetáris Unió legfontosabb szerve. Alapokmányáról az 1992-ben született maastrichti szerződés rendelkezett csakúgy, mint a Központi Bankok Európai Rendszere és az Európai Monetáris Intézet alapító szerződéseiről. Elsőként, 1994. január 1-jén az Európai Monetáris Intézet lépett hatályba, mely fő feladatául a közös valuta bevezetésének előkészítését és a

[25] credit default swap, csődkockázathoz kapcsolódó származtatott termék

tagállamok monetáris politikáinak koordinálását kapta[26]. Ez volt az első európai szupranacionális monetáris intézmény, amely a Gazdasági és Monetáris Unió harmadik szakaszának előkészítésében számos úttörő szerepet vállalt: részt vett a tagállamok kamatláb-politikáinak összehangolásában, kamatszintjeinek konvergenciájában, az árfolyam-politikáik szinkronizálásában (az Exchange Rate Mechanism II rendszeren keresztül), továbbá a tagállamok jegybanki tartalék-kezelési politikáinak összehangolásában, valamint az euróra való váltási arányok folyamatos kalkulációjában is szerepet vállalt. Mindezen folyamatok kulcsfontosságúak voltak a piaci szereplők számára annak érdekében, hogy a valutaváltás költségei folyamatosan ismertek legyenek, és ezáltal a határokon átívelő pénzügyi kapcsolatok tovább mélyüljenek. Ezen felül a nemzetközi elszámoló rendszerek, a banki könyvelési eljárások és a bankfelügyeleti eljárások tekintetében is úttörő szereppel bírt az intézmény (EMI 1998).

Azonban az ECB létrejöttekor is megfogalmazódott számos kritika az intézménnyel kapcsolatban. Alesina és Grilli (1991) korai kritikájukban azt a megállapítást tették, hogy a formálódó európai monetáris rendszer politikai függetlensége biztosított, azaz az intézményrendszer kialakításában sikerült megvalósítani, hogy egy-egy tagállamnak ne legyen meghatározó szerepe a döntéshozatalban. Ezen felül szintén pozitívnak ítélték, hogy a monetáris hatóság a Bundesbank modelljéből átörökítette a többi politikai intézménytől való függetlenség gyakorlatát is. Ugyanakkor később az Európai Gazdasági Közösség tagállamai eltérő elvárásokkal rendelkezhetnek a közös monetáris politika felé – Görögország, Írország vagy Portugália vélhetően magasabb árat fizet a közös monetáris politikáért, mint más tagállamok, hiszen számukra több kockázatot jelent a monetáris függetlenség feladása. Azonban ezen országok csoportja nem feltétlenül esik egybe azon országok csoportjával, akik a közös valutából eredő legnagyobb előnyöket fogják realizálni, az alacsony infláció és csökkenő kötvényhozamok révén. Végül az ECB döntéshozatali mechanizmusa eredményezhet olyan döntéseket, melyek az európai medián szavazó véleményétől lényegesen különböznek. Azaz a szupranacionális szervezet által hozott monetáris rendelkezések – melyek meghozatalában az Európai Parlament nem vesz részt – nem feltétlenül fognak a választóktól politikai legitimációt kapni. A közös monetáris politika csupán olyan optimumot képes megvalósítani, ami nem feltétlenül

[26] az intézmény első elnöke Lámfalussy Sándor volt, aki élete legfőbb eredményének az Európai Monetáris Intézményt tekintette (Lamfalussy, Maes és Péters, 2013)

kedvező valamennyi résztvevő szereplő számára, így szükségszerűen születnek szuboptimális, legkisebb közös nevezőt jelentő döntések (Horváth és Szalai 2004, Joles, Kelemen és Meunier 2015). A közös monetáris politika eredményességét nagyban meghatározza majd az Unió jövőbeni politikai struktúrája (Alesina és Grilli 1991). Mindezek számos tanulsággal bírnak az eurózóna válsága és válságkezelése kapcsán is.

Az EMI mandátumát 1998. július 1-jén vette át az Európai Központi Bank. Az új intézmény az 1999. január 1-jén bevezetett közös fizetőeszköz, az euró központi bankjává vált, melynek alaptőkéjét a tagállamok jegybankjai adták. Az intézmény elsődleges, minden további feladat előtt álló küldetése az árstabilitás fenntartása, ezen felül pedig felelőssége még a közös monetáris politika megvalósítása, a tagállamok devizatartalékainak kezelése, a nemzetközi fizetési rendszerek üzemeltetése, valamint pedig konzultatív szerepet tölt be a tagállamokat, valamint más uniós intézményeket érintő monetáris kérdésekben. Az ECB-nek kizárólagos jogosultsága van az euró bankjegyek és érmék kibocsátásának engedélyezésére, pénzügyi felügyelet gyakorlására a tagállamok felett és az eurót érintő monetáris statisztikák összeállítására, továbbá küldetése az eurózóna tagok alkotta pénzügyi rendszer stabilitásának fenntartása és megőrzése is (Official Journal of the European Union 2008). A közgazdaságtudományon belül széleskörű konszenzus alakult ki arra, hogy mind a defláció, mind a túlzott infláció káros az általános gazdasági teljesítmény és jólét szempontjából (Barro 1997). Ennek következményeképp az ECB árstabilitást kitűző célja az infláció 2% alatti, de ahhoz közel lévő értékét jelöli meg kívánatosnak (Official Journal of the European Union 2008).

Az Európai Központi Bankkal szemben megfogalmazott legfontosabb elvárássá tehát az vált, hogy az integrációban résztvevő országok számára monetáris stabilitást biztosítson. Dornbusch, Favero és Giavazzi (1998) úgy értékelik, hogy leginkább az volt a jellemző az eurót megelőző monetáris rezsimekre, hogy amíg a Bundesbank megbízhatóan érvényesítette a német gazdaságpolitikai igények hatékony támogatását, addig a többi tagállami jegybank erre reagálva próbálta érvényesíteni saját tagállamai monetáris igényeit. Az ECB-nek a monetáris integráció szorosabbá válásakor három szempont szerint kell a fenti helyzeten változtatnia: elsőként folytatnia kell a német monetáris politikai tradíciókat a jegybanki prudencia és az inflációellenes hatékonyság tekintetében, hiszen minden ettől való elhajlást az egységessé váló európai tőkepiac azonnal szankcionálna. Másodsorban a monetáris hatóságnak az új európai intézményi keretekhez is igazodnia kell, mivel

ellenkező esetben el fog illanni az intézmény politikai legitimációja, a tagállamok csökkenő támogatása miatt. Ezen felül az ECB-nek el kell köteleződnie aziránt, hogy nem helyi, tagállami problémákat old meg, hanem a gazdasági integráció összevont mutatóira és monetáris stabilitására fókuszál annak érdekében, hogy politikai legitimációja megerősödjön. A harmadik ECB előtt álló kihívás pedig, hogy ki kell egészülnie egyfajta gazdasági kormányzással, hiszen a tagállamok pénzügyi struktúrája, monetáris folyamatai és ár-bér spirál folyamatai merőben eltérőek. Egy másik értelmezés szerint (Issing 2000) a közös valutából származó előnyök csupán középtávon fognak megtérülni. Az euró működésének első évében 17%-ot gyengült az amerikai dollárral szemben, ugyanakkor egyértelműen optimista kilátások fogalmazódtak meg annak kapcsán, hogy sikerrel fog járni az ECB árstabilitásra vonatkozó célja. 1999. április 8-án az ECB Kormányzó Tanácsa 2,5%-ra csökkentette a fő refinanszírozás rátát, hogy a pénzkibocsátás üteme összhangban maradjon a reálgazdaság igényeivel, és lehetővé váljon az euróövezet gazdasági növekedési potenciáljának minél teljesebb kihasználtsága. Ennek köszönhetően az euró ellenállónak bizonyult az 1998-as oroszországi válság elhúzódó hatásaival, valamint az ázsiai pénzügyi válság keltette sokkal szemben is. 1999-ben az euró monetáris bővülése mindössze 1% volt, ami összhangban maradt a közös valutát használó országok többi makroökonómiai mutatójával (Issing 2000).

A közös monetáris politika hatékonysága azonban kétségbe vonható maradt fiskális koordináció nélkül (Benczes és Kutasi 2010). Az eurót használó tagállamok nem nyúlhatnak a valutaleértékelés eszközéhez csakúgy, mint a pótlólagos pénzkibocsátáshoz sem, ugyanakkor a tagállami költségvetési politika irányítása a kormányok kezében maradt. Ez azonban maga után vonta a költségvetési koordináció igényét, hiszen a tagállamokkal szembeni elvárás a kiegyensúlyozott, inflációval nem kísért gazdasági növekedés lett. A tagállamok fiskális stabilitása kapcsán az vált kérdésessé, hogy az esetlegesen bajba jutó országokat sújtó magas kockázati felárak és kamatszintek elégséges szankcióként viselkednek-e, azaz megakadályozzák-e a tagállamokat a felelőtlen gazdaságpolitika folytatásában, a teljes monetáris unió stabilitásának veszélyeztetése nélkül. Azonban a tagállamok valódi kockázata nem biztos, hogy teljes egészében kimutatható – például egy kockázatosabb politikát folytató tagállam adósságait más tagállamok is tarthatják portfoliójukban, egyfajta országok közötti segítségnyújtásként – ebben az esetben pedig a piac helytelenül árazhat. Az ilyen jellegű kockázatok kezelésére

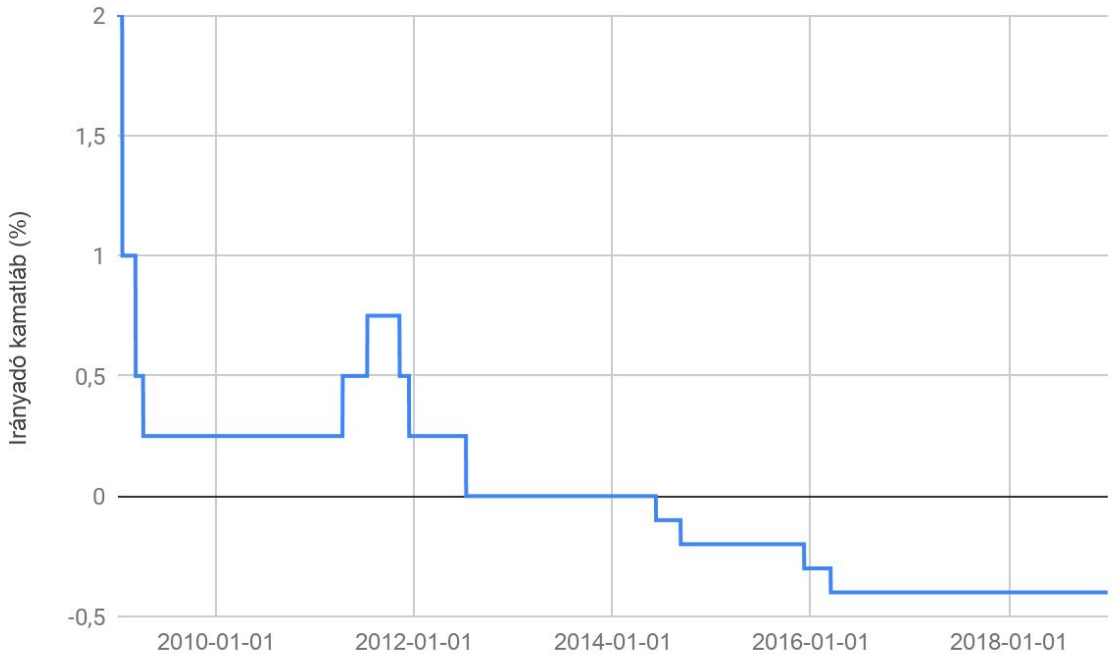
az 1997-ben létrehozott stabilitás és növekedési paktum szolgált, amely egyrészt a korábbi alfejezetben bemutatott módon formalizálta a maastrichti szerződés számszerűsített sarokszámait, másrészt a deviáns fiskális viselkedést szankcionáló mechanizmusokat léptetett életbe. Habár az SGP előírásait a későbbi reformjai fellazították, a szankciók elrettentő ereje kiegészítésként szolgált a maastrichti szerződés „ki nem segítési" záradékának, ami végső soron azt szögezi le, hogy a súlyosan eladósodott tagállamoknak is meg kell birkózniuk a saját fiskális problémáikkal, nem segíthet rajtuk más tagállam vagy uniós intézmény. A fenti logika szigorúan tiltja az ECB számára a tagállamok direkt finanszírozását, így annak mandátuma szerint a válságkezelésben betöltött szerepe is az eurózóna aggregált mutatóira és árstabilitásának megőrzésére korlátozódik, a tagállami válságkezelés támogatása pedig nem az ECB feladata.

4.3.2. Első reakciók a válságra

A korábbiakban látottak függvényében kijelenthető, hogy a stabilitási és növekedési paktum szabályozó ereje ellenére is 2007-től a tagállamok rohamosan romló költségvetési pozíciókat vettek fel, a túlzottdeficit-eljárások pedig 2009-ben általánossá váltak. Nyilvánvalóvá vált egyrészt, hogy az európai gazdasági kormányzás nem gazdasági válságok kezelésére jött létre, továbbá az is, hogy a gazdaságpolitikai koordináció félkész megvalósítása csupán általános növekedési környezetben működik elégségesen, gazdasági visszaesés idején nem. Indokolttá vált ezáltal, hogy a gazdasági kormányzás szabályai, így az ECB szerepköre is újragondolásra kerüljön a közös valuta történetének első komoly gazdasági válsága idején. Az ECB az európai bankrendszer csökkenő likviditási helyzetére már a válság kitörése előtt is hozott likviditásbővítő intézkedéseket, például 2007. decemberben az eurózónán belüli dollárlikviditás megőrzése érdekében az Egyesült Államokbeli Feddel kezdett együttműködésbe (Term Auction Facility), ezzel biztosította a piaci szereplők számára az amerikai fizetőeszközhöz való hozzáférést kedvező feltételek mellett, az euró árfolyamára nyomást gyakorolva (ECB 2008). Azonban Sinn (2014) értelmezésében az első, ECB-hez fűződő válságkezelő eszköz az alacsony kamatlábak politikájának bevezetése volt. Ez a válságkezelési program még egyáltalán nem nyúlt tovább az intézmény bevett eszközeinek körén: ez a 2008. októberben kezdődő kamatcsökkentési program keretében az ECB irányadó kamatlábait 3,25%-ról 2009 áprilisáig agresszíven, 0,25%-ig csökkentette. (Az ECB 2011-ben próbálkozott kétlépcsős

kamatnöveléssel, ami miatt erős kritikákkal szembesült, mert 2011 végétől az euroövezet újra recesszióba került[27].) A kamatszint 2012. júliusban érte el a 0%-ot, és 2014-ben pedig átlépett negatív tartományba: először -0,1%-ra, 2015. decemberre pedig már -0,3%-ra csökkent tovább (ld. 13. ábra). Az alacsony kamatok politikája lehetővé tette, hogy a kereskedelmi bankok visszafogott költségek mellett tudjanak bankközi kölcsönökhöz jutni a tagállami jegybankoktól, ezáltal mérséklődjenek a likviditási nehézségeik.

13. ábra: Az Európai Központi Bank irányadó kamatlába (napi betéti kamat, %, 2009 – 2018)



Forrás: saját szerkesztés https://www.ecb.europa.eu/ alapján

Az ECB kezdetben a bankok helyzetét az overnight ügyletekre vonatkozóan korlátlan likviditás nyújtásával erősítette meg, továbbá a fedezetként befogadható eszközök körét is bővítette. Azonban a kereskedelmi bankok a hirtelen jött likviditás-injekciót nem a reálgazdaság hitelezésére használták fel, hanem a bedőlő hitelezési tevékenység közepette realizált nagymértékű veszteségeik kompenzálására – a bankközi kölcsönzést tehát az olcsó jegybanki hitelezés váltotta fel. A zéró, majd negatív kamatlábak politikája új és feltérképezetlen terepnek bizonyult az európai monetáris politika számára (Cœuré 2013):

[27] https://www.theguardian.com/business/2011/jul/07/ebc-raise-interest-rates-debt-crisis

egy ilyen horderejű gazdasági válság idején a monetáris lazítás lehetett az egyetlen lehetséges megoldás, amivel a tagállamok gazdasága fenntartható növekedési pályára állítható az árstabilitás megőrzése mellett. A lépést az is indokolta, hogy az európai tőkepiacok töredezettségük miatt nem működtek hatékonyan, ezért a válság első éveiben olyan kamatkörnyezet alakult ki, melyben a tőkeáramlás iránya megfordult, és az a perifériikus országok felől a magországok felé indult, fokozva a periféria országainak kiszolgáltatottságát és válságnak való kitettségét. A rendkívül alacsony, akár negatív kamatkörnyezet tehát olyan nem szokványos válságkezelési eszköz, ami hatására egyszerre képesek javítani helyzetükön a magukat olcsóbban refinanszírozni képes adósok a válság által nagyobb mértékben sújtott államokból, valamint a magországokban lévő hitelezők finanszírozási helyzete is javul, hiszen azok motiváltabbá válnak lekötni a megtakarításaikat a nem biztonságos, nem kockázatmentes eszközökben (mint a perifériikus országok részvényei és államkötvényei). Ugyanakkor az is a válsághelyzet következményévé vált, hogy a tőkepiacokon kontrollálatlan folyamatok tovább mélyítették a perifériikus országok válságát. Az ilyen jellegű, monetáris stabilizációt szolgáló intervenciók reálgazdasági hatása nem célja, hanem következménye az ECB árstabilitást célzó munkájának (Cœuré 2013). A nem szokványos monetáris politika reálgazdasági hozadékai (köztük a tagállamok különböző mértékű visszaeséséből adódó különbségek esetleges kompenzációja) csupán időszakosak, hiszen hosszú távon a reálkamatlábakat a termelékenység és a piaci intézmények minősége határozza meg.

Az eurózóna közös monetáris politikájának első, időszakos eszközvásárlási programja 2010. májusban kezdődött értékpapír-piaci program (Securities Market Programme, SMP) néven. A program célja az volt, hogy működésének ideje alatt helyreállítsa a monetáris kibocsátási mechanizmusok normál működését, méghozzá olyan módon, hogy jogosultságot adott az ECB és más jegybankok számára, hogy az államkötvények és a privát szektor kötvényeinek piacán, direkt módon, a keresleti oldalon beavatkozhassanak, és így elháríthassák azokat a likviditási problémákat, melyek a tradicionális monetáris politika hatásmechanizmusát veszélyeztették. A programot megelőzően egyes tagállamok hosszú lejáratú államkötvényeinek kamatszintje folyamatos emelkedésbe kezdett, ami a tagállamok államadósságainak hosszú távú finanszírozhatóságát veszélyeztette. Az SMP program keretében az eszközvásárlások nagyságrendjéről az ECB Kormányzótanácsa hozhatott döntést, méghozzá a monetáris

politika klasszikus eszköztárának működtetése érdekében, azaz az ECB tehát nem a tagállamok államadósság-terheinek csökkentését tűzte ki ezzel céljául. Így államadósságot csupán a másodlagos piacon vásárolhatott – magánadósságot ugyanakkor az elsődleges kibocsátású papírok közül is (Official Journal of the European Union 2010B).

Továbbá az SMP program során az ECB a pénzmennyiség állandóságát sterilizációval biztosította, azaz amennyi likviditást teremtett a kötvényvásárlással, az ezzel azonos pénzmennyiséget más területen kivonta a pénzforgalomból – ha nem így tenne, akkor az eszközvásárlási folyamat adósság-finanszírozást és mennyiségi lazítást jelentene. A program első két évében az ECB 212 milliárd eurónyi államadósságot vásárolt fel, ami az eurózóna GDP-je 2,2%-ának felelt meg. Az SMP programban elkölthető pénzmennyiségnek nem szabtak elméleti korlátot, ugyanakkor az eszközvásárlási hullám nem tudta megállítani a növekvő államkötvényhozam-elvárásokat. Mindezek ellenére az ECB mérlegfőösszege az eurózóna GDP-jének 30%-ára hízott, ami ezáltal elérte a 3 billiárd eurót. Ez az arányszám magasabb, mint a Fed és a Bank of England mérlegfőösszege, ugyanakkor az ECB mérlege magasabb arányban tartalmazott olyan biztonságos eszközöket, mint az arany vagy külföldi fizetőeszközök: ezeket leszámítva a GDP-hez viszonyított arány nagyjából 25%-ot vett fel, ami egyezik a többi nagy jegybank hasonló mutatójával (Commonwealth Bank 2012). Gros és Mayer (2011) korai értékelése szerint azonban az SMP nem hatékony eszköz az hozamcsökkentésre, ehelyett inkább az újonnan induló – már korábban bemutatott – EFSF kezdeményezést pártolta a tagállami adósságproblémák megoldására, hiszen annak közvetlen ereje van a tagállami strukturális reformok kikényszerítésére is, amivel a valódi versenyképességi hátrányok orvosolhatók. Továbbá az európai kötvényalap számára bővebb demokratikus legitimáció is adható lett volna, mint egy monetáris szervnek – az ECB megoldása ebben a tekintetben túlzottan technokrata, így a piaci feszültségeket leszorító ereje sem bizonyulhatott elégségesnek.

4.3.3. Repóügyletek és értékpapír-piaci részvétel

Az Európai Központi Bank bővülő, a konvencionalitástól egyre távolabb kerülő válságkezelő eszköztárának következőként bevezetett elemei a hosszú távú refinanszírozási ügyletek különféle fajtái voltak. Az ECB még 2008. áprilisban a szokásos kétheti lejáratú refinanszírozási ügyleteit három-, majd hathavi, hosszú távú repóügyletekkel (long term refinancing operations, LTRO) egészítette ki, ami iránt óriásinak bizonyult a kereslet,

hiszen ez az ügylet közvetlenül tette lehetővé a bankok kockázati szintjének mérséklését, problémás eszközeiket időszakosan kivezetve könyveikből, a kockázatokat pedig áthelyezve az ECB mérlegébe. 2008. áprilisban 25 milliárd eurónyi LTRO ügyletre írtak ki tendert, ezt pedig jelentős túljegyzés kísérte: összesen 177 bank jegyzett le LTRO tranzakciót, 103 milliárd euró értékben. A 2011. decemberi aukción pedig már 489 milliárd eurónyi LTRO ügylet kelt el. Később a LTRO lehetőségek köre tovább bővült: 2011. decemberben bekerült a 36 havi lejáratú, targetált repóügylet (TLTRO) az ECB kínálatába, csupán 1%-os kamatszint mellett. Ezt az eszközt az euró központi bankja jórészt a spanyol, görög, olasz és ír bankok számára tette elérhetővé, így ezen országok ezáltal még tovább tudták csökkenteni finanszírozási költségeiket. Emellett állampapírok vásárlására is fedezetük keletkezett, amivel egyrészt arbitrázst realizálva szintén saját jövedelmezőségüket javították, másrészt keresleti nyomást gyakoroltak az állampapírok piacára, lenyomva a tagállami költségvetések refinanszírozási költségeit (Fahr és szerzőtársai 2011). A legnagyobb nagyságrendű LTRO-aukció 2012. februárban történt, ahol 529 milliárd eurónyi repóügylet lejegyzése valósult meg 800 bank részvételével. 2014-ben a targetált LTRO-csomagok köre tovább bővült: bizonyos bankok 2014 áprilisától 0%-os kamat mellett férhettek hozzá a repóügyletekhez (ECB 2014). Az LTRO-ügyletek ezáltal egy uniós szintű, szupranacionális szerv általi közös, európai kockázatvállalást jelentettek. Az eszközzel kezdetben valamennyi tagállam élhetett, később azonban már célzottan, néhány bajba jutott válságállam bankjai számára biztosított a tőkehelyzet javításának lehetőségét.

Az ECB következő válságkezelő innovációjának előzménye volt, hogy 2012 nyarán felerősödtek a spekulatív folyamatok, amik a legsúlyosabb helyzetben lévő tagállam, Görögország eurózónából való kilépéshez kapcsolódtak. Azonban ezek a kockázatok nemcsak az ekkor már pénzügyi segítséggel működtetett mediterrán ország kötvénypiacain jelentkeztek – a spekulánsok az azonnali és határidős piacokon végzett adásvételeikkel már a következő válságállam bedőlését találgatták, vagy végső soron az eurózóna szétesésére spekuláltak. A mediterrán országok esetleges kiválása a monetáris unióból nagyfokú tőkemenekülést, a tőkepiacok országhatárok mentén való fragmentálódását vonnák maguk után, romboló hatást gyakorolva a gazdasági outputra, a munkanélküliségre és a bankrendszerek mérlegeire (Darvas 2012). 2012 nyarán az ECB-nek a bajba jutott tagállamokat sújtó pénzpiaci spekuláció ellen kellett lépnie, ennek első, előkészítő lépése

pedig a megváltozó, nyílt és intervencióktól sem tartózkodó monetáris politika felvállalása és kommunikálása volt. 2012. július 26-án tartotta meg Mario Draghi, az ECB 2011 novembere óta hivatalban lévő elnöke a londoni Global Investment konferencián híres, „whatever it takes" mottójával elhíresült beszédét (Draghi 2012), melyben kiállt az euró sikeressége mellett, kiemelve, hogy az unió közös valutája reálgazdasági mutatókban, inflációban, termelékenységben, foglalkoztatásban nagyobb fejlődést tett lehetővé a használói számára, mint amit más fejlett gazdasági térségek elértek. Mindezek mellett az eurózóna sokkal alacsonyabb államadóssággal, költségvetési deficittel és kiegyensúlyozottabb folyó fizetési mérleggel rendelkezett, mint Japán vagy az Amerikai Egyesült Államok. A felgyülemlett rendszerkockázatok a belső különbségekből adódnak, és Draghi kiemelte, hogy az ECB hatékonyan lesz képes fellépni ezek ellen. Az intézmény elnöke ennek szolgálatába állította az euróhoz kapcsolódó intézményrendszer gyors ütemű változását és fejlődését, azt is kifejezve, hogy az ECB minden eszközt kész bevetni a közös valuta megmentése érdekében. A beszédet követő új, a korábbiaknál még célzottabb válságkezelő beavatkozást jelentő monetáris eszköz a végleges értékpapír-adásvételi műveleteket („outright monetary transactions", OMT) életre hívó, 2012. augusztusban bejelentett ECB-program lett.

Az OMT olyan eszközvásárlási programként jött létre, melynek a keretében az ECB ugyancsak másodlagos piaci államkötvény-vásárlásokba kezdett, azonban az – egyben le is záruló – SMP-vel ellentétben ez nem egy időszakos művelet volt, hanem időbeli és pénzbeli korlátozás nélküli felvásárlást tett lehetővé, ezáltal a bajba jutott eurózóna tagállamoknak korlátlan likviditásbővítés lehetőségét nyújtotta. Az OMT programban való részvétel feltételeként az ECB azt kötötte ki, hogy a segítségnyújtásra szorult tagállam pénzügyi asszisztenciát kérjen az előző alfejezetben részletezett EFSF vagy ESM alapoktól, majd azoktól direkt pénzügyi támogatást vagy elővigyázatossági hitelkeretet kapjon, továbbá hajlandó legyen beleszólást engedni a gazdaságpolitikájába, a kölcsönös megfelelés („conditionality") jegyében. Az ilyen jellegű gazdaságpolitikai kooperáció tovább képes fokozni a támogatás piac-stabilizáló erejét, ugyanakkor egyben a szuverén fiskális politikai mozgástér csökkenését is jelenti, hiszen az OMT megállapodás csupán addig érvényes, amíg az érintett tagállam vállalja az EFSF/ESM által diktált kiigazítási feltételeket (Wilkinson 2015). Megállapodás esetén az ECB az OMT program keretében a másodlagos piacon 1-3 éves lejáratú államkötvényeket vásárolt, segítve a tagállamok

forráshoz jutását. A beavatkozás célja ugyanakkor a tagállamok államadósságainak piaci alapon való finanszírozásra visszaállítása volt, melynek teljesülése akkor következik be, ha az adott tagállam kormányzata képes megvalósítani a tízéves államkötvények sikeres piaci kibocsátását. A források korlátlan rendelkezésre állása ellenére az OMT is megkövetelte a sterilizációt, azaz – az árstabilitás megőrzése érdekében – a kötvényvásárlással teremtett likviditást az ECB automatikusan azonnal felszívta (ECB 2012).

Az OMT programot létrejöttének évében Darvas (2012) „az ECB varázspálcájának" nevezte annak okán, hogy már csupán a bejelentésének ténye jelentős változásokat eredményezett a válságállamok kötvénypiacain. A kétéves lejáratú spanyol államkötvények 2012. júliusban 6,9%-os kamattal keltek el, ami 15 éves csúcsot jelentett – a program bejelentésének hatására ennek az eszköznek a kamata kora szeptemberre 3% alá esett. Az állampapírok kamat- és kockázati szintje hasonlóképpen mérséklődött csakúgy, mint más tagállamok államkötvényei, például az olasz, vagy a portugál állampapírok (Altavilla, Giannone és Lenza 2014). A helyzet kezelésére az OMT bevezetése számottevően megnyugtatta a piacokat – hatékonyabb volt tehát, mint a zavaros konkrétumok mentén, pontatlanul definiált SMP – és sikeresen meghonosított egy mesterségesen alacsony kamatkörnyezetet anélkül, hogy inflációs nyomás alá helyezte volna az eurózónát (Darvas 2012). Azonban az OMT mégsem tekinthető teljes megoldásnak: a program nem tudja önmagában semlegesíteni az eurózóna elhagyásához fűződő valamennyi kockázatot, hiszen azok fennmaradhattak, amíg a fenntartható gazdasági növekedés és a munkahelyteremtés helyre nem áll. Ezen felül az OMT nem volt képes sem a belső versenyképességi különbségeket, sem a strukturális problémákat orvosolni, ahogy a többi közös monetáris politikai eszköz sem. Mindazonáltal az ECB 2011. novembertől szolgálatban lévő elnöke, Mario Draghi hatását tekintve a 2013-at megelőző évek legsikeresebb monetáris politikai intervenciójának nevezte az OMT programot: a kötvénypiaci helyzet stabilizálása mellett a korábbi évek deflációs veszélyeit is elhárította, amivel egyidejűleg a válságállamokban kedvezőbb befektetési környezetet teremtve pozitív fordulatot volt képes venni a részvénypiaci indexek értéke is. Ráadásul, míg a program a válságállamok kötvényhozamait letörte, a német államkötvények hozamai emelkedni tudtak – ennek pedig a német megtakarítók, biztosítók, nyugdíjalapok elsősorban voltak a haszonélvezői (ECB 2013).

Mi árnyalja az OMT sikerét? A program kritikái közé tartozik, hogy az redisztribúciót jelentett a tagállamok között, ami nem tartozik alapvetően a monetáris hatóság mandátumához, továbbá az ECB a tagállami kormányok működésére vonatkozóan is sorsfordító döntéseket hozhatott. A program felvetette annak lehetőségét, hogy az a forrás-átcsoportosítással elmoshatta a határokat a fiskális és a monetáris politika között, másként megfogalmazva tagállami finanszírozást valósított meg, ami természetesen inflációgerjesztő hatású is egyben (Darvas 2012). Ezen kritikák – főként az inflációhoz és az intézményi mandátum túllépéséhez kapcsolódók – uniós alkotmányjogi aggályokat is felvetettek: a Német Alkotmánybíróság az Európai Bírósághoz fordult állásfoglalásért, hogy vajon az OMT nem jelent-e tiltott monetáris finanszírozást[28]. Számos álláspont ütköztethető azzal kapcsolatban, hogy a bajba jutott tagállamok kisegítése jogi szempontból az eurózóna stabilitását szolgáló feladatnak, vagy tagállamnak nyújtott direkt finanszírozásnak minősül, márpedig utóbbit a maastrichti szerződés egyértelműen tiltja (Siekmann 2014).

Az OMT programjának adaptálásával az ECB végső soron magára vállalta az eurózóna végső hitelezőjének szerepét[29], hiszen korlátlan mértékben vállalta a válságállamok finanszírozását, amennyiben erre igény merülne fel. Ezzel a lépéssel az euró központi bankja az Európai Stabilitási Mechanizmus egyik komoly korlátját haladta meg, hiszen annak forrásai – pénzteremtő képesség híján – limitáltak. Hátrány ugyanakkor, hogy a korábbiakkal egyetemben felmerül annak is a veszélye, hogy azon tagállamok, amik élnek az OMT programban való részvétel lehetőségével, a versenyképességet helyreállító strukturális reformok halogatásába kezdhetnek, morális kockázatot jelentve az unió egészére nézve. Az ECB végső hitelezői szerepét tovább erősítette a rendkívüli likviditási segítség (Emergeny Liquidity Assistance, ELA) nevű intézkedés, amely arra szolgál, hogy az eurózóna pénzügyi intézményei, melyek szolvensek, azonban illikvidek (azaz nem tudnak fedezetet felajánlani a tagállami jegybankok számára a forrásokért cserébe), közvetlen likviditás-injekciókat kaphassanak a tagállami jegybankoktól, az ECB felügyeletével (ECB 2015A). Ebben az esetben a tagállami jegybank a saját kockázatára tud forrást kínálni, magasabb kamat mellett, azonban ezt a (vétójoggal bíró) közös monetáris hatóság felé jeleznie kell. Ha egy ország bankjai túlzottan rászorulnak az

[28] https://www.bundesverfassungsgericht.de/entscheidungen/rs20140114_2bvr272813en.html
[29] http://www.voxeu.org/article/how-limit-ecb-s-omt

ELA-finanszírozásra, az rendszerszintű kockázatok megjelenését vonhatja maga után – így történt 2013-ban Ciprusban, vagy 2015 elején Görögországban. Ilyen esetben szükségessé válik valamilyen más, formális likviditásnövelő eszköz igénybevétele a tagállamok részéről, ami sokszor megoldatlan maradt.

Azonban a végső hitelezői szerep felvállalása sikeresnek bizonyult, továbbá sikerült kordában tartani a helyzetből adódó erkölcsi kockázatokat is. Az OMT összességében kedvezőnek értékelhető, azonban a programnak sem szabadna korlátlannak lennie, a kisegítés mértékének meg kellene találnia az egyensúlyi állapotot, ami egyrészt lehetővé teszi a kötvényhozamok kiegyenlítését, másrészt a morális kockázatot is kizárja. Így ugyanis megőrizhető lenne a kötvénypiacok fegyelme és a strukturális reformok megvalósításának késztetése is. A válság rámutatott arra, hogy a monetáris hatóságoknak ténylegesen fel kell vállalniuk a árstabilitás megőrzésének feladatát (De Grauwe 2013). Éppen ezért amennyiben az ECB az OMT bevezetésével és fenntartásával valóban felvállalja a végső hitelezői szerepet, a kedvezőtlen egyensúlyú gazdasági pályák (amik a versenyképességi hátrányokat alacsony gazdasági növekedéssel, emelkedő államadóssággal és tartósan magas munkanélküliséggel párosítják) megelőzhetővé válhatnának csakúgy, mint az ezek következményeként fellépő likviditási válságok, ráadásul tényleges kötvénypiaci beavatkozás nélkül. 2015-ig bezárólag csupán két tagállam, Írország és Portugália részesült tényleges OMT-támogatásban, azaz a program túlzott alkalmazásához kapcsolódó félelmek túlnyomóan alaptalanok maradtak, ellenben a program piaci bizalmat helyreállító hatást tudott gyakorolni valamennyi válságállamra vonatkozóan.

4.3.4. Harc az infláció ellen: bankfelügyelet és mennyiségi lazítás

2014-ben az ECB pénzpiaci folyamatokat stabilizáló célkitűzései közül újabb valósult meg: 2014. november 4-én lépett életbe az egységes bankfelügyeleti mechanizmus (Single Supervisory Mechanism, rövidítve SSM), melynek rendszerével létrejött az Európai Központi Bank bankfelügyeleti jogköre a mechanizmusban részt vevő tagállami bankokra vonatkozóan. Az SSM a bankunió koncepciójának első lépése, és az egységes bankszanálási mechanizmussal (Single Resolution Mechanism, SRM) kiegészítve kezdte el a működését. Az Európai Bizottság 2012-ben fogalmazott meg javaslatot az ECB bankfelügyeleti szerepének kibővítéséről (EC 2012C), azzal a céllal, hogy a pénzügyi

szektor szereplőinek kockázatait egyetlen intézmény monitorozza, beleértve a bankok egymáshoz fűződő, összekapcsolódó kockázatait is. Ezáltal tud megvalósulni az, hogy a közös monetáris intézmény fel tud lépni a komplex kockázatokból adódó jövőbeni bankválságok ellen, hiszen ezek pénzpiaci anomáliák a gazdasági növekedésre is veszélyt jelentenek. A dokumentum két további fontos megállapítást tesz: egyrészt, hogy az eurózónán belül egyedi, a közös valutához kapcsolódó specifikus kockázatok léte bizonyításra került, másrészt, hogy a 2012-ben általánossá vált dezintegrálódási folyamatok ártalmasnak bizonyulnak az európai integráció elsődleges céljainak megvalósulására vonatkozóan is. Ezek alapján elmondható, hogy az egységes bankfelügyeleti mechanizmus a nemzeti bankfelügyeletek és az ECB együttműködését jelentik olyan formában, hogy az európai jegybanké a végső felügyeleti jogkör, a nemzeti felügyeleti hatóságok pedig támogató szereppel bírnak a komplex válságok elkerülése érdekében.

A mechanizmus életbe lépésétől kezdődően a jelentős nagyságrendű bankokat az ECB ezentúl közvetlenül felügyelni tudja. A jelentős minősítés három esetben ítélhető oda valamely banknak, ha (1) mérlegfőösszege meghaladja a 30 milliárd eurót, ha (2) adott bank meghatározó szerepet tölt be egy tagállam bankrendszerében, vagy ha (3) adott bank pénzügyi intézmény asszisztenciáért folyamodott az ESM vagy az EFSF alapokhoz. Az ECB a banki eszközök hirtelen romlására vonatkozó stressztesztek lefolytatásával, eszközminősítési jelentésekkel vizsgálja a jelentős bankok működését annak érdekében, hogy az úgynevezett rendszerkockázatokat feltárja (ECB 2014). A rendszerkockázatok abban különböznek az eddig ismert banki kockázatoktól, hogy nem csak egyedi pénzpiaci szereplőkhöz kapcsolódnak, hanem a teljes pénzügyi rendszer működésére veszélyt jelentenek, hiszen ezen szereplők csődjükkel az egész pénzügyi rendszert összeomlását idézhetnék elő (Kaufman 2000). Az SSM bevezetésével az ECB további jogosultságot szerzett különféle helyszíni vizsgálatok lebonyolítására, banki jogosultságok megvonására és kiadására, banki akvizíciók vizsgálatára, a közös prudenciális szabályok direkt betartatására, valamint esetlegesen magasabb tőkekövetelmények előírására a bankok számára. A „nem jelentős” bankok felügyelete továbbra is a tagállami bankfelügyelet feladata marad, de ez az ECB-val szoros kooperációban valósul meg. Az eurózónán kívüli tagállamok számára opcionális az SSM-ben való részvétel, ugyanakkor – ahogy Darvas és Wolff (2013) rávilágítanak – közös bankfelügyeletben való mielőbbi részvétel érdekében

állhat valamennyi tagállamnak, hiszen olyan meggyőző előnyökkel járhat, mint a felgyorsuló pénzügyi integráció, a határon átnyúló banki tevékenységek ellenőrizhetősége, valamint a versenytorzító hatások elkerülése. Gren, Howarth és Quaglia (2015) azt emelik ki, hogy az SSM kredibilitását, kockázatmenedzselő szerepének sikerességét empirikus eredmények függvényében lehet majd megállapítani, hiszen az ECB szabálykövetésre kényszerítő mechanizmusai elégtelenek maradtak, így a nemzeti bankfelügyelő hatóságok ereje továbbra is meghatározó tényezőként fog működni, valamint az SSM közvetlen látókörén kívül eső pénzügyi intézmények még így is jelentősek maradtak.

2015-re világossá vált, hogy az OMT és az SSM együttesen elegendőek voltak arra, hogy megállítsák a kötvénypiaci helyzet romlását, és elejét vegyék a tagállami államadósságok további szaporodásának. Azonban ebben az évben az ECB-nek már egy új veszélyre, a deflációra kellett reagálnia, a tagállamok szerény, vagy kérdéses, stagnálásba fulladó gazdasági növekedése mellett. 2014-re mind a maginfláció, mind a harmonizált fogyasztói árindex 2% alá esett, az inflációs várakozások pedig a 0% körüli szintet, vagy negatív tartományba tartozó értéket is felvettek (De Grauwe és Ji 2015). Az ECB által megvalósítható utolsó válságkezelési eszköz és esély a pénzügyi stabilizáció elérésére a mennyiségi lazítás (quantitative easing, QE), amely ugyancsak a monetáris politika klasszikus eszköztárától eltérő eszköz, ugyanakkor számos más jelentős jegybank, mint az Egyesült Államokbeli Fed vagy a Bank of Japan akkor már évek óta éltek ezzel a monetáris lehetőséggel[30]. A mennyiségi lazítás alatt olyan monetáris politikát értünk, ami a pénzmennyiség bővítésével való gazdaságélénkítést jelent olyankor, amikor a sztenderd monetáris politika eszköztára már nem hatékony többé (Bullard 2010). Az Egyesült Államok 2008-ban kezdte meg mindezt olyan formában, hogy a pénzpiaci válság tetőpontja alatt sterilizáció nélküli eszközvásárlásba kezdett annak érdekében, hogy az overnight kamatlábak zuhanását megállítsa, mielőtt azok a 0%-os értéket elérnék – ennek következtében a forgalomban lévő pénz mennyisége egy év alatt majdnem a háromszorosára emelkedett. A Bank of England 2009. márciusban kezdett hasonló, a pénzügyi piacokat stabilizáló programba, a Bank of Japan pedig 2010. októberben, a Shinzō Abe miniszterelnök válságkezelő, Abenomics néven elhíresült programjának egyik pillérjeként (Hausman és Wieland 2014). Habár az SMP és az OMT révén az ECB is rendelkezett eszközvásárlási programmal, azok nem irányultak a pénzmennyiség

[30] http://www.voxeu.org/article/effective-eurozone-qe-size-matters-more-risk-sharing

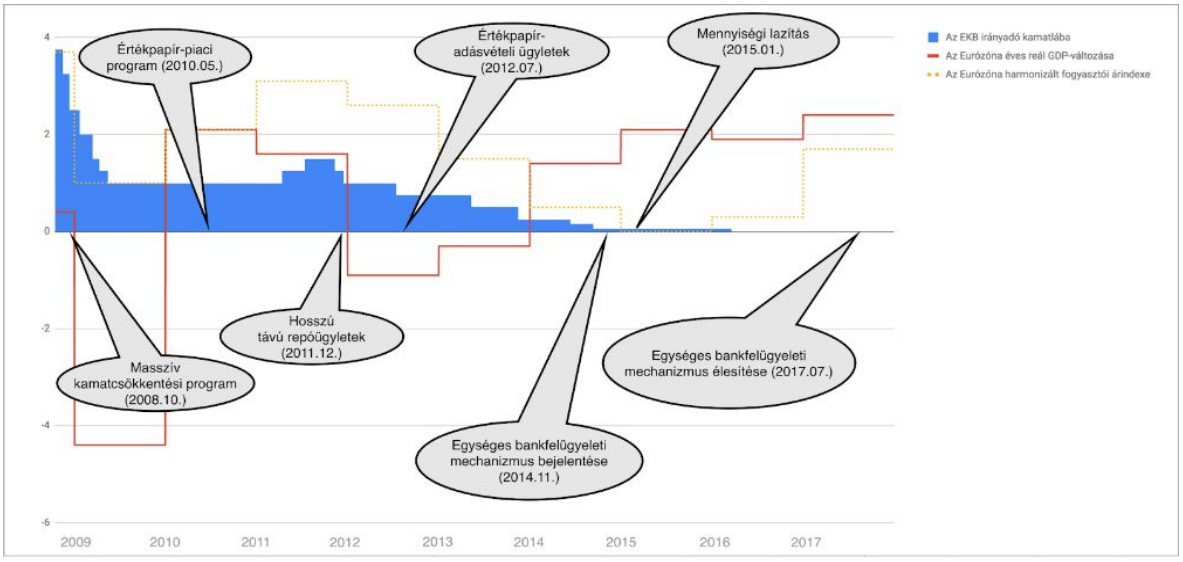
növelésére. A jegybankok mérlegének megnövelése egyáltalán nem szokatlan jelenség a modern monetáris politikában, ugyanakkor az eszközvásárlási programoknak kinyilvánítottan időszakosnak, nem permanensnek kell lenniük (Bullard 2010). Az inflációs szint normalizálódása esetén pedig a központi banknak fokozatosan fel kell adnia eszközfinanszírozó működését, ráadásul a megfelelő ütemben, hiszen a túlzott tempójú eszközkivonás letörné az árakat, a túl lassú pedig az inflációs kockázatok halmozódásával és pénzügyi buborékképződéssel járna.

Az eurózóna mennyiségi lazítási programját nagy várakozás előzte meg, mire 2015. januárban az ECB-elnök Mario Draghi bejelentette azt (ECB 2015B). A március hónapban kezdődő program az európai jegybank elsődleges célját, az árstabilitást olyan módon igyekezett megteremteni, hogy a piaci eszközvásárlás keretét havi 60 milliárd euróra növelte legalább 2016. szeptemberig, vagy még tovább, amíg az inflációs cél teljesülése helyre nem áll. Draghi szerint az alacsony kamatkörnyezet és az olajárak tartós esése segítette az európai gazdaságokat a felépülésben, azonban a deflációs környezet stabilizálódása a háztartásokat a vásárlások elhalasztására sarkallná, ezt pedig további csapást sújtana a gazdasági növekedésre. Mindezt az ECB a bankközi kamatok további, 0,3%-ról 0,2%-re való csökkentésével egészítette ki, ezzel ösztönözve a bankokat, hogy a frissen keletkezett pénzt a gazdaságba csatornázzák, hitelkihelyezés formájában. A QE program kockázatmegosztást, azaz országok közti szolidaritásvállalást is jelent, hiszen egyrészt a tagállami kockázatokat megjelenítő államkötvények az ECB mérlegében jelennek meg, másrészt pedig a QE-felvásárlások a szupranacionális európai intézmények kötvényeit is érintik, melyek jellemzően a válságállamok adóssági leveleit birtokolják. De Grauwe és Ji (2015) vizsgálatai azt támasztják alá, hogy lehetséges a QE-program végrehajtása inflációs veszélyek és adófizetői pénz kockáztatásának nélkül, hiszen csődhelyzet esetén az ECB mérlegében lévő kötvények nem fizetnének kamatot többé, azonban ugyanennyivel csökkennének a központi bank kiadásai is. Ezzel szemben Saraceno és Tamborini (2015) úgy érvel, hogy a QE sikere elsősorban a fiskális politikák koordinációján múlik, különben egy lehetséges aszimmetrikus gazdasági sokk kialakulása esetén a negatív hatások különböző mértékben sújthatják a tagállamokat. Ilyen esetben pedig a QE az eurózóna egészét stabilizálná, az egyéni tagállamokat viszont nem, azaz az „egy méret mindenkinek” probléma újfent fennállna. Ezért a QE nem elégséges, ha további, elsősorban fiskális irányú reformok nem egészítik ki annak stabilizáló erejét.

Mindennek hiányában azonban az euró fenntarthatóságával kapcsolatos aggályok is felmerülhetnek (Orphanides 2017).

Az Európai Központi Bank tevékenységét elemezve elmondható, hogy ez az intézmény lépett elő az eurózóna válságának legfontosabb válságkezelő szervévé, az eredeti mandátumát megtartva, de eszközrendszerét meghaladva és továbbfejlesztve, valamint részben felvéve a végső hitelezői szerepet is. Az intézmény célrendszere a következőképpen egészült ki: mivel a piaci szereplők az eurózóna szétesésére kezdtek spekulálni, az ECB-nak elsőként a bankok likviditási problémáival és tőkemegfelelési nehézségeivel, ezt követően a tagállamok refinanszírozási gondjaival és az elszálló államkötvény-kamatokkal, végül pedig az egész eurózónát veszélyeztető deflációval kellett foglalkoznia, a monetáris politika egyre szélesedő eszköztárát használva. A politikai eszköztár mind a bankválság, mind az államadósság-válság megoldása érdekében végül hatásosnak bizonyult, melyet a tagállamok, az Európai Unió közös intézményei, a nemzetközi pénzügyi alapok és az ECB együttesen biztosítottak, azonban ez az együttes válságkezelés nem akadályozta meg, hogy az európai integráció gazdasági növekedése alacsony szinten stabilizálódjon, ami – egyéb, globális tényezőkkel párosítva – 2014-re a tagállamok számára újfent deflációs veszélyeket vetett fel. Az ECB válságkezelésben betöltött szerepének alakulását a 14. ábra mutatja be.

14. ábra: Az Európai Központi Bank működése a válságkezelésben



Forrás: Végh-Pelle (2019)

Mindezeken felül az európai monetáris hatóság válságkezelő működése kapcsán kijelenthető, hogy mivel az integráció gazdasági kormányzása féloldalas maradt, így az ECB-nek egyedi országproblémákra is kellett reagálnia a közös valuta árstabilitásának megőrzése érdekében, ami politikai funkcióként is értelmezhető, hiszen a tagállamok közötti redisztribúció nem jegybankári, hanem politikusi feladat. A defláció mérséklésére az alkotmányos és intézményi kereteken belül pedig a mennyiségi lazítás tekinthető az utolsó eszköznek, amely az ECB rendelkezésére áll – a sterilizáció nélküli, elviekben korlátlan likviditásbővítés tovább mérsékelheti a válságállamok nehézségeit, azonban a tagállamok közötti versenyképességi különbségek enyhítésében önmagában nem elegendő. Továbbá a mennyiségi lazításnak komoly elméleti korlátja, hogy az ECB mérlegében felhalmozott eszközöktől az inflációs folyamatok visszatérésekor meg kell szabadulnia, ráadásul a megfelelő ütemben, azaz az eszközárak letörése nélkül és inflációs kockázatok minimalizálásával. Ezekből adódóan az ECB-nek számottevő szerepe maradt az eurózóna válságának, annak utóhatásainak kezelésében. Ezen felül kibővült hatáskörével a gazdasági növekedés feltételeinek megteremtésében, biztosításában is kulcsszerepet vállalt az intézmény a válságkezelést követő időszakban.

5. A válság hatásainak tagállami szintű elemzése

A korábbi fejezetek átfogó képet adtak arról, hogy a 2008-ban kezdődött globális gazdasági válság hogyan hatott komplex jelenségként az Európai Unió gazdaságára. Számos, már a krízis előtti években megkezdődő folyamat katalizálta az EU válságának elmélyülését és tartóssá válását, melyek megállították, majd visszájára fordították a tagállamok közti konvergenciát és élesebbé tették a versenyképességi különbségeket is. Mindeközben a gazdasági kormányzás folyamatos fejlődésen ment keresztül, elsősorban a gazdasági ciklusok koordinálására és a közös monetáris politika eszköztárának bővítésére koncentrálva, valamint a válság kezelésében az EU a korábbiaknál szélesebb mozgásteret és nagyobb szabadságot biztosított a tagállamok számára is. A bankválság jelensége különböző időpontokban tetőző hullámban érte a különböző tagállamokat, így a válságkezelés a bankmentések terén is más-más kihívások elé állította a tagállami kormányokat. Azonban az ezt követő, egyre elmélyülő gazdasági válság és keresleti visszaesés valamennyi tagállamot érintette, nagymértékben egymásba fonódó gazdaságaik miatt. Mindez a romló költségvetési pozíciókon keresztül a tagállamok finanszírozását is veszélyeztette, és az általános eladósodottsági szintet is emelte. Mindeközben az eurózóna-specifikus kockázatok számos perifériks tagállam esetében külön válságjelenségként, az úgynevezett euróválságként kezdtek el megjelenni, fizetésképtelenné téve azokat, továbbá a pénzügyi fertőzés terjedésével veszélyeztetve a többi tagállamot is. Az államadósság-finanszírozási problémákra megkésett, alternatíva hiányában szükségszerű válaszként léptek életbe a fiskális konszolidációt jelentő megszorító politikák, melyek az érintett tagállamok versenyképességi és szociális helyzetét tovább sújtották. A válság lezárulásának és az eredményes válságkezelésnek legszemléletesebb indikátoraként a bruttó hazai össztermék a válság kitörése előtti szintjének visszaállását tekinthetjük: ezen mutató vonatkozásában a tagállamok egymáshoz képest szignifikáns eltéréseket mutatnak. Jelen fejezet célja egyrészt, hogy statisztikai módszertan segítségével, makrogazdasági mutatókra fókuszálva feltárja a tagállamok válságkezelési sikerességét, eredményességi különbségeit, másrészt, hogy értékelje az EU intézményrendszeri fejlődését és annak válság-előrejelző képességét.

5.1. Alkalmazott módszertan

A dolgozat a korábban bemutatott kutatási kérdések vizsgálatához az Európai Unió tagállamainak fő makrogazdasági mutatóira és a makrogazdasági egyensúlytalansági eredménytábla indikátoraira támaszkodik. A vizsgálat alapegysége a tagállam, a vizsgált sokaság elemszáma a 2004-2006 időszakban 25, a 2007-2012 időszakban 27, a 2013-2017 időszakban 28. Alapvetően minden statisztikai vizsgálatnál a 28 tagállam aggregált értékeivel való számítással biztosítható az azonos összehasonlítási alap, azaz bizonyos tagállamok csatlakozási dátumai a vizsgálatban nincsenek befolyással az összesített mutatók alakulására. Mivel valamennyi tagállamhoz kapcsolódó adat az Eurostat adatforrásaiból elérhető, mintavétel végzése nem szükséges, ugyanakkor a sokaságból számos alkalommal eltávolításra kerülnek a miniállamok (Ciprus, Málta és Luxemburg) adatai, amennyiben azok kiugró értékekkel (outlier) torzítják a mérési eredményeket. A vizsgálat időegysége az év, az állítások alapját statisztikai bizonyításának a 2004-2017-es időszak éves makrogazdasági mutatóinak adatai és egyensúlytalansági indikátorai képezik. A dolgozat módszertanában az idősorok elemzésére[31], a korrelációszámításra[32] és a bináris logisztikus regresszióra támaszkodik, ezen felül alkalmaz az Eurostat adatbázisból átvett indikátorokból képezett úgynevezett származtatott indikátorokat is.

Logisztikus regressziónak olyan eljárást tekintünk, amely megbecsüli egy bizonyos esemény (a függő változó) bekövetkezésének valószínűségét. Ennek egyik fajtája a bináris logisztikus regresszió, ahol a megfigyelt eseménynek csak kétféle állapota van (logikai változó), melyek egymást kölcsönösen kizárják és kimerítik, a független változók viszont mennyiségi vagy kategoriális változók. A statisztikai eljárás előfeltételei közé tartozik, hogy a független változók között nincs multikollinearitás (azaz nincs köztük függőségi

[31] Definícióját tekintve idősorelemzésnek olyan statisztikai megfigyelést nevezünk, melynek elemeit az egymást követő időszakokban regisztrálták, és az időbeliség az adatok fontos tulajdonságát jelenti. Az Eurostat által szolgáltatott adatok megfelelnek a szabályos időközönként megvalósuló mintavételezés szabályainak, hiszen az intervallumok egyenletesek és azonosak. Az idősoroknak egyaránt számítható az átlaga, a szórása, azonban csoportképzés esetén – a tagállamok eltérő mérete és strukturális felépítése miatt – az országcsoporton belül az átlag- és a szórásszámítás nem feltétlenül értelmezhető, így ettől a módszertől a dolgozat tartózkodik. Idősorelemzés során (saját) prognózis megállapítására nem kerül sor.

[32] Két tetszőleges érték közötti lineáris kapcsolat nagyságát és irányát nevezzük korrelációnak, azaz a nullától eltérő korrelációs együttható azt jelenti, hogy két érték statisztikai értelemben nem független egymástól. A korreláció csak lineáris kapcsolat kifejezésére alkalmas, azaz oksági összefüggések feltárására nem használható. A korrelációs értékek a [-1,1] intervallumba esnek, értékük 1, ha a két változó rangsora ugyanaz, 0, ha a két rangsor egymástól független, és -1, ha egymás megfordításai. Ezen felül a korreláció irányától függetlenül megkülönböztetünk gyenge ($0 < R < 0,3$), közepesen erős ($0,3 < R < 0,7$) és erős ($0,7 < R < 1$) korrelációt. A korrelációs együttható szignifikanciájának vizsgálatához H_0: = ρ nullhipotézist fogalmazzuk meg, a korrelációt pedig szingifikánsnak ítéljük, amennyiben $\rho<0,05$ (Myers-Well 2003).

kapcsolat), és hogy a független változók lineárisan kell utaljanak a függő változóra. Ugyanakkor a modell nem követeli meg a normális eloszlást. Az eljárás a következő függvénnyel írható fel:

$$\frac{P}{1-P} = e^{b_0+b_1x_1+...+b_nx_n}, \text{ ahol}$$

P az esemény előfordulási valószínűségét jelöli, e a természetes logaritmus alapja, bn pedig n változó regressziós koefficiense. Azaz, ha xn-t eggyel növeljük, az esemény bekövetkezésének valószínűsége e^{b_n}-szeresére fog emelkedni (Field 2017). A regressziós koefficiensek szignifikanciájának vizsgálatához $H_0 : \rho = 0$ hipotézist fogalmazzuk meg, a koefficienst pedig akkor ítéljük szingifikánsnak, ha $\rho < 0,05$. A modell erősségei közé tartozik, hogy alkalmas események valószínűségének becslésére, ezért – a szükséges logikai, értelmezési korlátokról nem megfeledkezve – alkalmazható akár gazdasági válságok bekövetkeztének megbecsülésére.

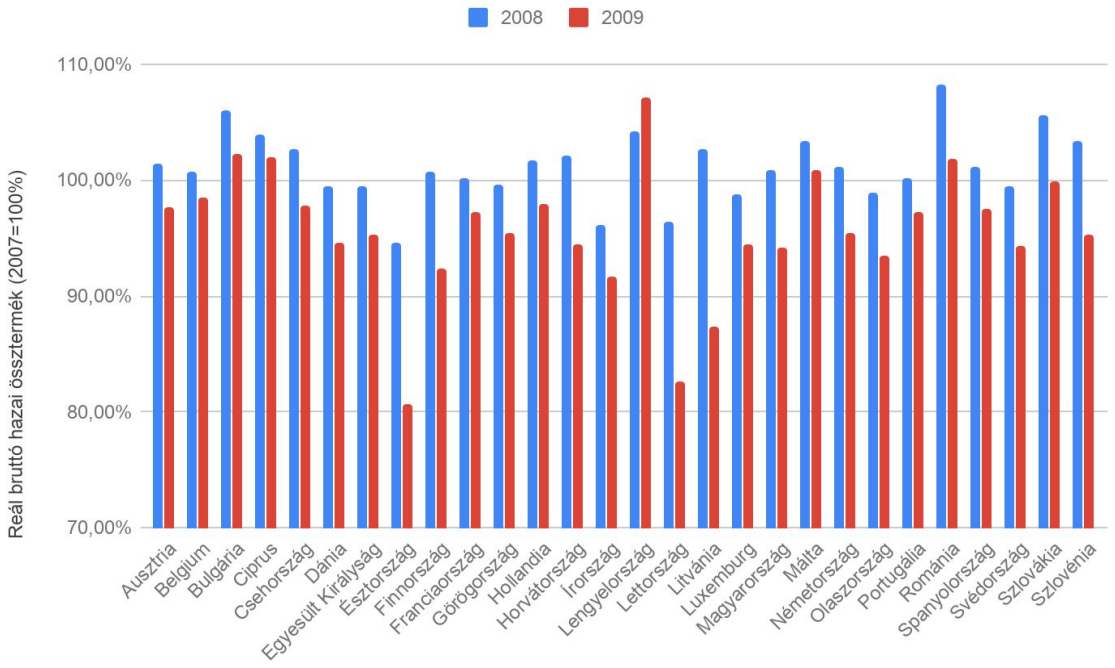
5.2. Mely tagállamok nyertesei és vesztesei a válságidőszaknak?

5.2.1. A bruttó hazai jövedelem és a munkanélküliség változásának vizsgálata

Ahogy a korábbiakban láthattuk, a 2008 második felében kibontakozó globális válság a tárgyévben lassulást, majd azt követően visszaesést eredményezett az Európai Unió egészére, valamint az eurózónára nézve is. Míg a korábbi évek (2004-től tekintve) nem hoztak jövedelmi csökkenést, 2008-ban már 9 tagállam hazai jövedelme változott negatívan. Ebben az évben a legnagyobb visszaesést elszenvedő államok – a válság első áldozataiként – Észtország (-5,42%), Írország (-3,94%) és Lettország (-3,55%) voltak, a pozitív eredménnyel záró országok között Románia (+8,26%), Bulgária (+6,02%) és Szlovákia (+5,63%) teljesített az élen. 2009-re azonban a tagállamok döntő többsége, azaz csupán Lengyelország (+2,82%) kivételével valamennyi tagállam negatív egyenleggel zárt az előző évi teljesítményéhez képest: a legnagyobb visszaesők között a balti régió országait (Litvánia: -14,81%, Észtország: -14,72%, Lettország: -14,40%) találjuk, azonban szintén súlyos visszaesést realizált Finnország (-8,27%), a korábbi években rendre jól teljesítő Szlovénia (-7,80%) és (az akkor még nem tagállam) Horvátország (-7,38%) is. Az EU alapító, nagy gazdaságai is visszaesést szenvedtek el: Németország -5,62%-os, Olaszország

-5,48%-os, Franciaország -2,94%-os jövedelemváltozást könyvelhetett el a válság legsúlyosabb évében (ld. 15. ábra).

15. ábra: Az egyes tagállamok reál GDP-jének alakulása (2007=100%, 2008 – 2009)

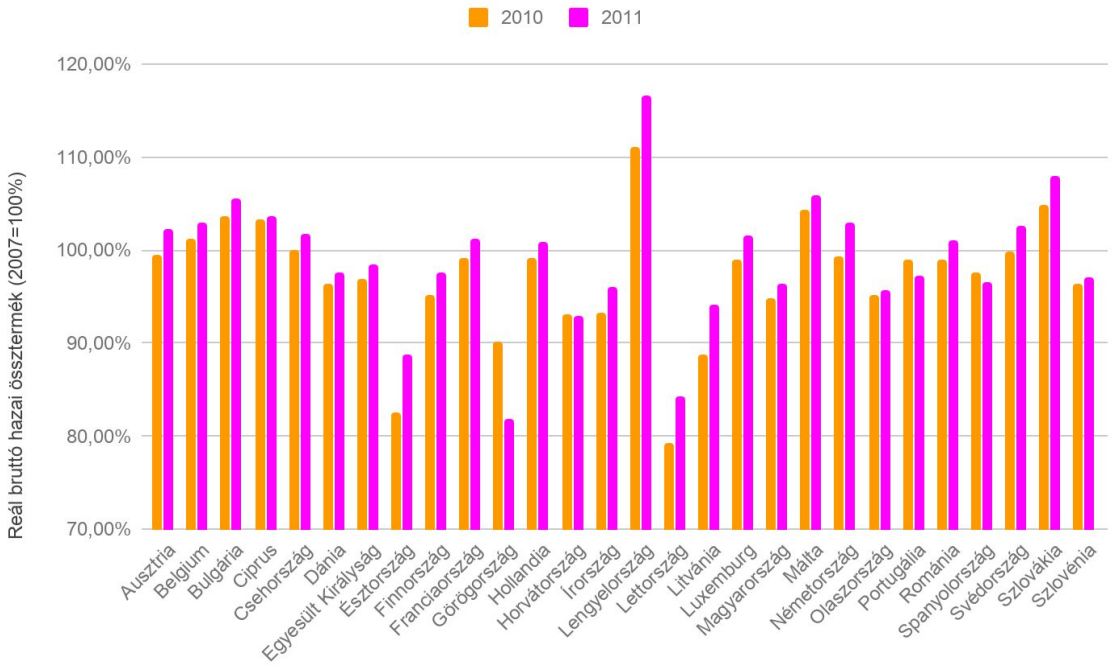


Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

A 2010-2011-es időszak azonban a visszaesés mérséklődését hozta: 2010-ben csupán négy ország szenvedett el jövedelem-zsugorodást (Görögország: -5,48%, Lettország: -3,94%, Románia: -2,81%, Horvátország: -1,42%), kimagasló teljesítményt ért el Svédország (+5,99%), Szlovákia (+5,04%) és Luxemburg (4,86%). 2011-ben a visszaesők száma nem, de köre változott: Görögország jövedelmi helyzete kiváltképp aggasztóvá vált (-9,13%), ugyanakkor Portugália (-1,83%), Spanyolország (-1,00%) és Horvátország (-0,33%) is zsugorodást könyvelt el. A kumulált GDP vizsgálatával ekkor már kirajzolódik, hogy mely tagállamok tekinthetők a válság legnagyobb veszteseinek. Élen zártak reál GDP-változást tekintetében (a korábban nagy jövedelem-esést elszenvedő) balti országok, azaz Észtország (+7,60%), Lettország (+6,38%) és Litvánia (+6,04%), és az EU-s növekedés húzóerejének bizonyult Németország is (+3,66%). Azonban ez a kétéves időszak csupán köztes fellendülésnek bizonyult: a 2012-es év újfent visszaesést, azaz egy W-alakkal leírható válság második jövedelmi esését eredményezte. Azonban láthatjuk,

hogy a válságjelenség által kiemelten kedvezőtlenül érintett országcsoport egy része már a köztes, fellendülés-jellemezte időszakból sem vette ki a részét, és tartósan csökkenő gazdasági pályára állt (ld. 16. ábra). Az ábráról az is leolvasható, hogy 2011-re mindössze 9 tagállam volt képes elérnie a válság előtti, 2007-es kibocsátási szintjét.

16. ábra: Az egyes tagállamok reál GDP-jének alakulása (2007=100%, 2010 – 2011)



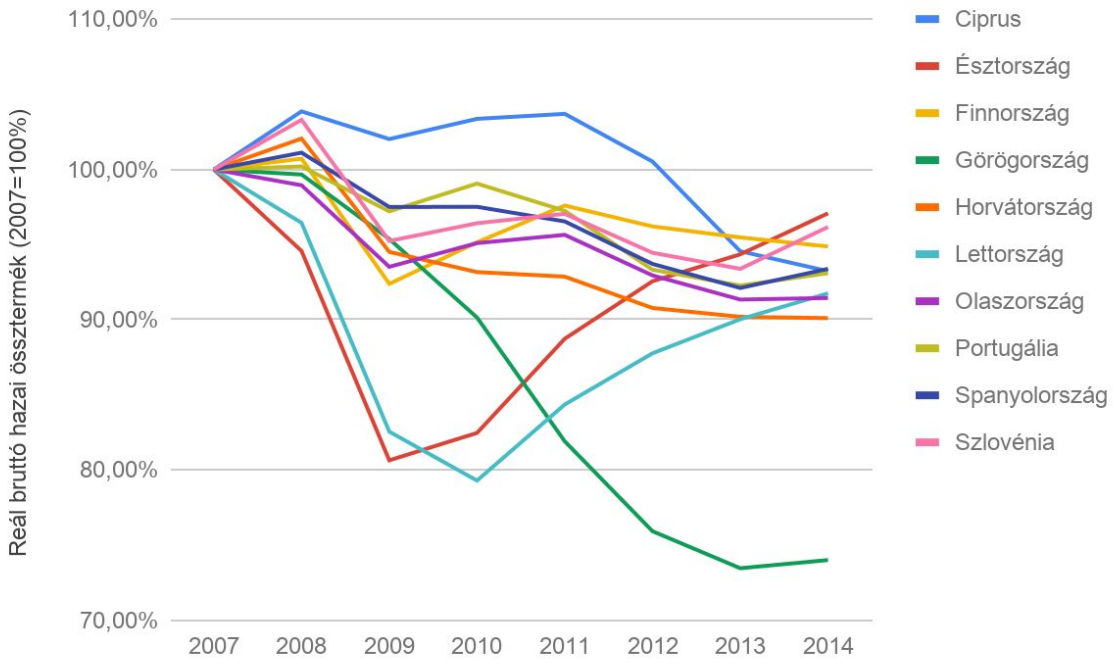
Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

2012-ben a tagállamoknak újfent a többsége (összesen 15 közülük) szenvedett el visszaesést az előző évi reál GDP szintjükhöz képest. Ezen országok közül is csupán három (Magyarország, Luxemburg, Svédország) tudta ebben az évben lezárni a recessziós periódust, és 2013-ban növekedésre fordítani GDP-változásának állását. A 2012-es év legnagyobb visszaesői közé Görögország (-7,30%), Portugália (-4,03%) és Ciprus (-3,06%) tartoztak, míg a pozitív teljesítők ugyancsak a balti országok (Észtország: +4,31%, Lettország: +4,03%, ill. Litvánia +3,83%) számítottak. 2013-ban pedig a legnagyobb visszaesést a részleges államcsődöt elkönyvelni kényszerült Ciprus (-5,93%), a korábban is súlyos helyzetben lévő Görögország (-3,24%) és a szintén gyengélkedő Olaszország (-1,73%) könyvelt el, míg a növekedést elérők közül Málta (+4,60%), Luxemburg (+3,65%) és Románia (+3,53%) emelkednek ki. A 2014-2016 időszakot mérsékelt, 2%

körüli GDP-növekedés jellemezte, ahol az eurózónán kívüli országok valamelyest jobban teljesítettek a közös valutát használóknál. Továbbá 2014-ben már csupán 3 ország gazdasága (Horvátország, Ciprus és Csehország) regisztrált reál GDP-csökkenést, míg 2015-2016-ban pedig egyedül Görögországnak kellett csökkenést elszenvednie. Lengyelország az egyetlen ország, mely a vizsgált, 2008-2017 időszakban nem könyvelt el egyetlen évben sem GDP-visszaesést.

Szintén beszédesek a kumulált, reálértéken számított GDP-re vonatkozó értékek: az utolsó egyértelműen válság előtti, 2007-es év adatait 100%-osnak tekintve megvizsgálhatjuk, hogy hogyan reagált a válság kitörése óta az EU, illetve a tagállamok reál GDP szintje. Mint láthattuk, 2008-ban 9 tagállam szenvedett el GDP-visszaesést, 2009-ben azonban már csupán 5 tagállam teljesített jobban a 2007-es kibocsátási szintjénél (Bulgária, Ciprus, Málta, Lengyelország és Románia – ezen országok közül csupán Románia süllyedt a 2007-es kibocsátási szintje alá, egy évvel később, 2010-ben; valamint Ciprus 2013-ban, részleges államcsődje idején). 2010-re csupán 6 tagállam volt képes meghaladni a válság előtti kibocsátási szintjét, miközben a teljes EU is 1,9%-ot vesztett a 2007-es GDP-szintjéből. A W-alakú válságfolyamat lezárultát követően, 2014-re (amikor az EU egésze elérte a válság előtti kibocsátási szintjét) egyértelműen kialakul a válságból nehezen kilábaló országok csoportja (ld. 17. ábra): erre az évre Görögország 25,98%-ot, Horvátország 9,89%-ot, Olaszország 8,55%-ot, Lettország 8,24%-ot, Portugália 6,90%-ot, Ciprus 6,76%-ot, Spanyolország 6,61%-ot, Finnország 5,12%-ot, Szlovénia 3,83%-ot, Észtország pedig 2,92%-ot veszített a válság előtti GDP-jéből, melyek közül a vizsgálat utolsó évében, 2017-ben is negatív egyenleggel állt Horvátország, Görögország, Olaszország és Portugália. Az adatok mögött megsejthetjük a perifférikus országok tartósan gyenge kilátásait és hosszú kilábalását, a balti országok fellendülésének kétarcúságát, valamint a frissen csatlakozott poszt-szocialista tagállamok vegyes teljesítményét.

17. ábra: A tartósan visszaeső országok reál GDP-jének alakulása (2007=100%, 2007 – 2014)



Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

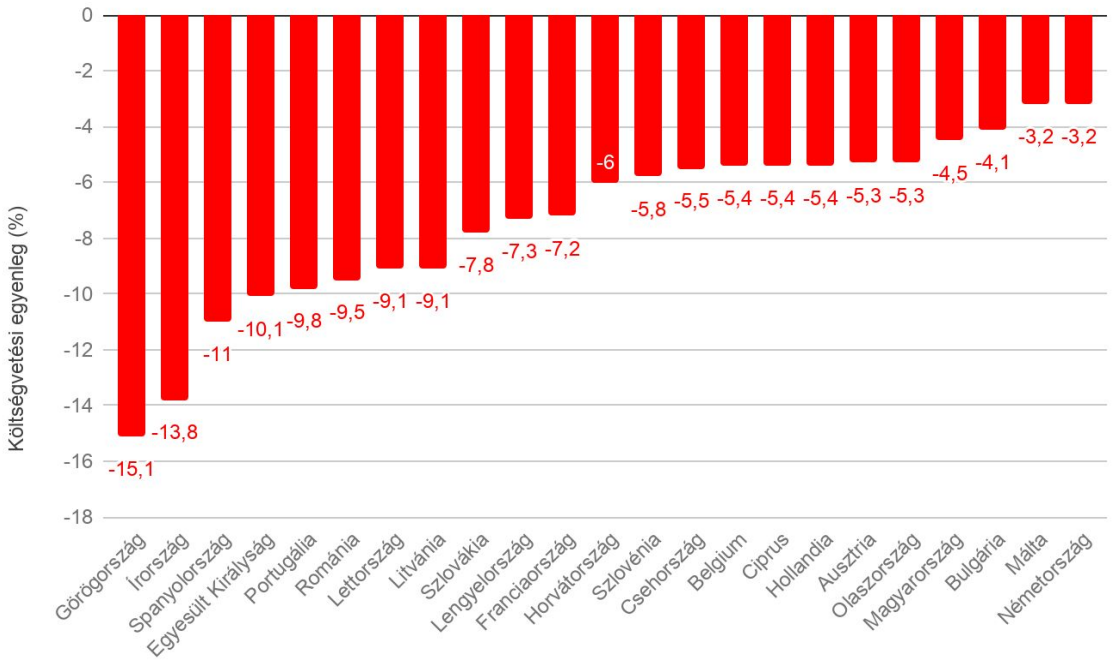
A munkanélküliségi ráta alakulását a 2007-2017 intervallumban megvizsgálva azt tapasztalhatjuk, hogy a legnagyobb emelkedést elszenvedő országok köre részben egybeesik a tartós reál GDP-csökkenést elszenvedő országok körével: kiemelten magasnak számít a (z aktív népesség százalékában kifejezett) munkanélküliségi mutató emelkedése Spanyolországban (11,3%-ról 26,1%-ig kúszott), Görögországban (7,8%-ról 27,5%-ig emelkedett), valamint Horvátországban (8,6%-ról 17,4%-ig nőtt), de tartósan kétszámjegyű értéket vett fel a munkanélküliségi ráta Cipruson, Írországban, Olaszországban, Lettországban, Litvániában, Portugáliában és Szlovákiában is. Összességében elmondható, hogy a tartós GDP-visszaesést elszenvedő tagállamok általánosságban magas, 10%-t meghaladó értékű munkanélküliséggel párosultak.

5.2.2. A maastrichti konvergenciamutatók alakulásának vizsgálata

A gazdasági teljesítmény vizsgálatát kiterjeszthetjük a maastrichti szerződés mutatórendszerével (melyek közül csupán kettőt követ nyomon a stabilitási és növekedési paktum). Elsőként a harmonizált árindex évről-évre történő változását megvizsgálva

megállapítható, hogy mind a nagy ütemű gazdasági visszaesést, mind az elhúzódó stagnálást alacsony inflációs értékek kísérik. Az eurózóna tagállamainak inflációs mutatói a vizsgált időszakban végig valamelyest alacsonyabbnak számítanak, mint a teljes Európai Unió aggregált értékei. Az elhúzódó recessziós időszak deflációs veszélyével szemben azonban – ahogy korábban láthattuk – az Európai Központi Bank képes volt hatékonyan felvenni a küzdelmet. Magas inflációs veszélyekkel csupán a balti államoknak és a nem eurót használó közép-kelet-európai tagállamoknak kellett szembenézniük, leginkább gazdasági visszaeséssel terhelt években. A költségvetési deficit és a GDP-arányos államadósság mutatói azonban már nem csak aggregált, hanem tagállami szinten is beszédesek: míg 2007-ben csupán 3 tagállam (Görögország: -6,7%, Magyarország: -5%, Portugália: -3%) rendelkezett 3%-ot meghaladó költségvetési deficittel, ez a kör 2008-ban 9 további országgal (Egyesült Királyság, Franciaország, Írország, Lengyelország, Lettország, Litvánia, Málta, Románia, Spanyolország) bővült, amihez 2009-ben újfent 11 ország csatlakozott – ebben az évben csupán Dánia, Észtország, Finnország, Luxemburg és Svédország volt képes teljesíteni a hiánycélokat (ld. 18. ábra). Az uniós költségvetési hiány egészen 2014-ig meghaladta a 3%-os szintet, amikor még mindig 15 tagállam realizált az előírtnál magasabb hiányt (ekkor az eurózóna-országok összességében -2,6%-os GDP-arányos egyenleget teljesítettek). 2015-re még mindig a célértéknél magasabb deficittel rendelkezett Horvátország, Franciaország, Görögország, Portugália, Spanyolország és az Egyesült Királyság, miközben az EU egésze -2,4%-os, az eurózóna -2,1%-os hiánnyal zárt. 2016-ra a lassú mérséklődés folytatódott. Összességében elmondható, hogy a tartós visszaesést elkönyvelő országcsoportra jellemző volt a több éven keresztül fennálló magas költségvetési hiány, azaz a növekedési problémák feltehetően ellehetetlenítették a kiegyensúlyozott költségvetési tervezést.

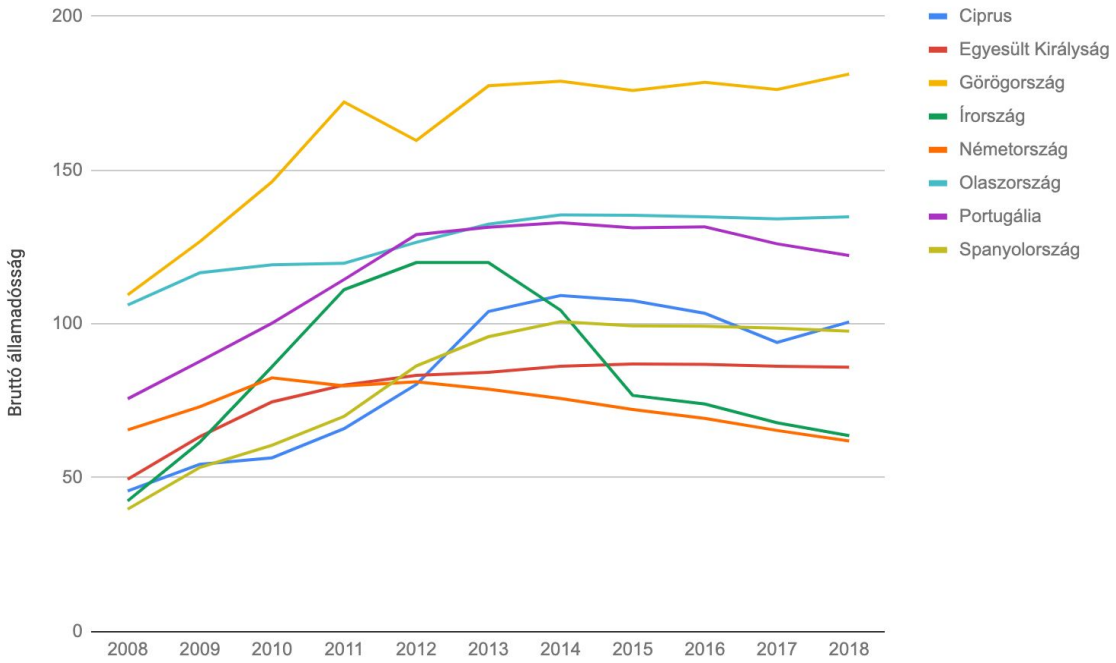
18. ábra: Az SGP-előírásnál (3%) magasabb költségvetési hiánnyal rendelkező tagállamok költségvetési egyenlege (a GDP százalékában, 2009)



Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

A magas költségvetési hiányok pedig előkészítették a központi költségvetés adósságának emelkedését, tagállami szinten is. 2008-ben 9 tagállam minősült az SGP-kritérium 60%-os korlátjához képest eladósodottnak (Ausztria, Belgium, Franciaország, Görögország, Magyarország, Málta, Németország, Olaszország, valamint Portugália), ez a kör folyamatosan 17 tagállamig (2015) bővült, amikor a központi költségvetések lassú adóssságleépítésének megkezdődése figyelhető meg. A vizsgált periódus végén kiváltképp magas államadóssággal rendelkezett Görögország (180,8%), Olaszország (132%), Portugália (130,1%), Ciprus (107,1%), Belgium (105,7%), Spanyolország (99%), valamint Franciaország is (96,5%). Ahogy a 19. ábrán is látható, (Írország kivételével) a legkritikusabb eladósodottsági helyzetben lévő tagállamok államadóssága lassan épül le, ezáltal az EU összességében kedvező tendenciái kétarcúságról árulkodnak.

19. ábra: Az SGP-előírásnál (60%) tartósan magasabb bruttó államadóssággal rendelkező tagállamok bruttó államadóssága (a GDP százalékában, 2008 – 2018)

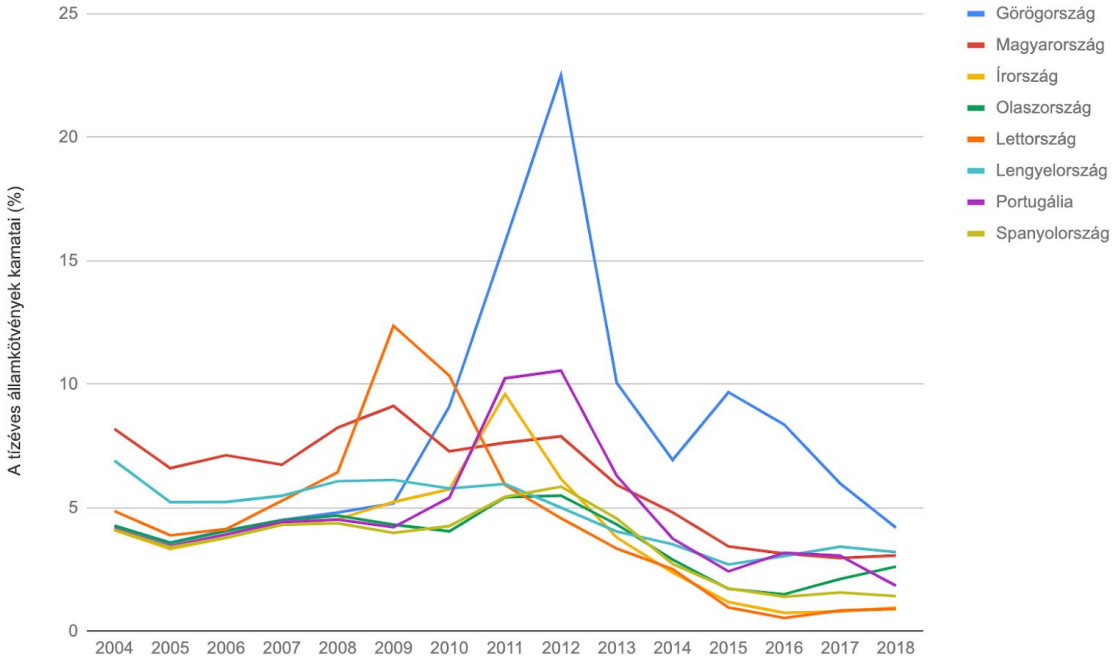


Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

Az elemzés utolsó lépéseként pedig a refinanszírozási terheket jól leképező hosszú távú kötvénykamatok mutatóinak alakulását érdemes beemelni a vizsgálatba. 2008-ban az EU egésze 4,55%-os, az eurózóna országai átlagosan 4,31%-os hosszú távú refinanszírozási rátával rendelkeztek. A tagállamok körében kimagasló értéket vett fel Magyarország (8,24%), Románia (7,7%) és Lettország (6,43%), míg a svéd (3,89%), a német (3,98%), a francia és a holland (egyaránt 4,23%) gazdaságok tudták a legalacsonyabb kamatlábak mellett refinanszírozni államadósságukat. 2009-ben polarizálódás figyelhető meg: míg az átlagos refinanszírozási szintek csökkentek (4,12% az EU tagállamokat, 3,82% az eurózóna tagállamokat illetően), addig a kritikus, 5% feletti refinanszírozási kamatlábú országok halmaza kettő további elemmel (Görögország, Írország) bővült, az eddig is nehezen finanszírozható országok kamatterhei pedig tovább nőttek (például Lettországban 6,43%-ról 12,36%-ra, Romániában 7,7%-ról 9,69%-ra, Magyarországon 8,24%-ról, 9,12%-ra). A drágán refinanszírozható országok köre 2010-ben Portugáliával (5,4%), 2011-ben Ciprussal (5,79%), Spanyolországgal (5,44%) és Olaszországgal (5,42%) bővült, miközben szintén 2011-ben ismerhető fel egy váratlan

mintázat: ebben az évben az eurózóna átlagos refinanszírozási rátája magasabb, 4,34%-os értéket vett fel, mint az EU-28 országcsoport (4,27%). Azaz a válságot megelőző időszak gyakran hangoztatott érve, mely szerint a közös valuta bevezetése mérsékli a gazdaságpolitikai kockázatokat, és ezáltal olcsóbb finanszírozhatóságot teremt, megdőlni látszott: a tendencia, mely szerint az eurót használó országok magasabb refinanszírozási kamatlábbal bírtak, mint az EU-tagállamok, egészen 2014-ig tartott. 2014-ben stabilizálódott olyan tagállamok refinanszírozási helyzete, mint Ciprus (6%), Magyarország (4,81%), Románia (4,49%) vagy Horvátország (4,05%). Szintén ebben az évben a kamatlábak tartós mérséklődésnek indultak, EU-28 szinten 2,2%-os átlagértéket felvéve, ami 2016-ra már 1% közelébe (1,11%) esett tovább. Egyedül Görögország refinanszírozási kamatlába maradt tartósan magas: a 10 éves államkötvények kamatlába 2012-en 22,5%-on tetőzött, mely 2013-ban mérséklődött 10,05%-ra, azonban 2016-ban még mindig 8% felettinek bizonyult (8,36%). A tartósan kritikusnak bizonyuló hosszú távú kötvénykamat-szinteket a 20. ábra mutatja be.

20. ábra: Tartósan magas kötvényhozamok (tíz éves lejáratú államkötvény) bizonyos EU-tagállamokban (%, 2004 – 2018)



Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

A fentieket összegezve elmondható, hogy az Európai Unió válságkezelése tagállamonként jelentős eltéréseket eredményezett. A bruttó hazai össztermék tekintetében összesen 8 tagállam volt, mely nem érte el a válság előtti, 2007-es kibocsátási szintjét 2016-ig – ekkorra már a 28 tagállam együttesen 5%-kal haladta meg a válság előtti kibocsátási szintjét. A tartós visszaesést elszenvedő országok közül a vizsgált periódus során legnagyobb veszteségeket elkönyvelni Görögország kényszerült, mely a válság előtti GDP-jének több, mint 26%-át elvesztette, amit rendre magas munkanélküliség, refinanszírozási nehézségek, állandósult költségvetési hiány és fenntarthatatlan szintre növekvő államadósság kísért. Közel 7%-os vesztett reálértéken számolt GDP-jéből Olaszország, amely ugyan sikeresen elkerülte a fizetésképtelenséget, de a magas államadósság az euróválság idején magas kötvényhozamokkal párosulva növekedési nehézségeket, kétszámjegyű munkanélküliségi rátát, kedvezőtlen gazdasági kilátásokat és politikai válságot eredményezett. GDP-jének közel 5%-át veszítette el Horvátország, mely a 2009-es nagymértékű visszaesés után 2015-ig csak minimális gazdasági növekedést produkált, és képtelenné vált költségvetése rendezésére, ami a válság előtti mérsékelt eladósodottsági szintet azóta kritikus szintre emelte. 4% körüli GDP-veszteséget könyvelhetett el a 2007-2016 időszakban Portugália, mely az euróválság idején problémássá vált finanszírozási környezetben épített fel nagymértékű, a GDP 100%-át meghaladó adósságot, és Lettország, mely az egyetlen a balti országok közül, ahol az intenzív visszaesést és fellendülést követően is a 2007-es kibocsátási szintje alatt teljesített 2016-ban. A válság előtti kibocsátásához képes összességében negatívan változott Finnország jövedelme (közel 3% elmaradással), mely végig szerény gazdasági növekedésével, és Ciprus (2% elmaradással), mely túlfűtött pénzügyi szektorával és részleges államcsődjével magyarázhatja a lassú kilábalást. Minimálisan (0,2%-kal) alulteljesített Spanyolország is 2016-ban a válság előtti szintjéhez képest: ez főként az euróválság idején megdrágult finanszírozással, a tetemessé váló (100%-ot meghaladó) államadóssággal és a 20% felé kúszó munkanélküliségi rátával magyarázható.

A gazdasági növekedésben jól teljesítő tagállamok között (az egyszerűség kedvéért a válság előtti GDP-jüket 2016-re több, mint 10%-kal növelni képes tagállamként) főként közép-kelet-európai, nem eurózóna-tag tagállamokat találunk (Bulgária, Csehország, Lengyelország, Románia), szintén a térségbeli, de eurót használó tagállamot (Szlovákia), skandináv államot (Svédország), és miniállamokat (Málta, Luxemburg) is ide sorolhatunk,

de a gazdasági válság kezdeti vesztesének tartott Írország is ebbe a halmazba tartozik. A tagállamok gazdasági teljesítménye tehát a vizsgált időszakban jelentősen eltérő mintázatokat mutat, aminek értelmezésére a maastrichti kritériumrendszer nem biztosít egységes keretrendszert. Indokolt lehet ezáltal a tagállamok gazdasági teljesítményét egy bővebb mutatórendszer segítségével vizsgálni, amelyre a következő alfejezet tesz kísérletet.

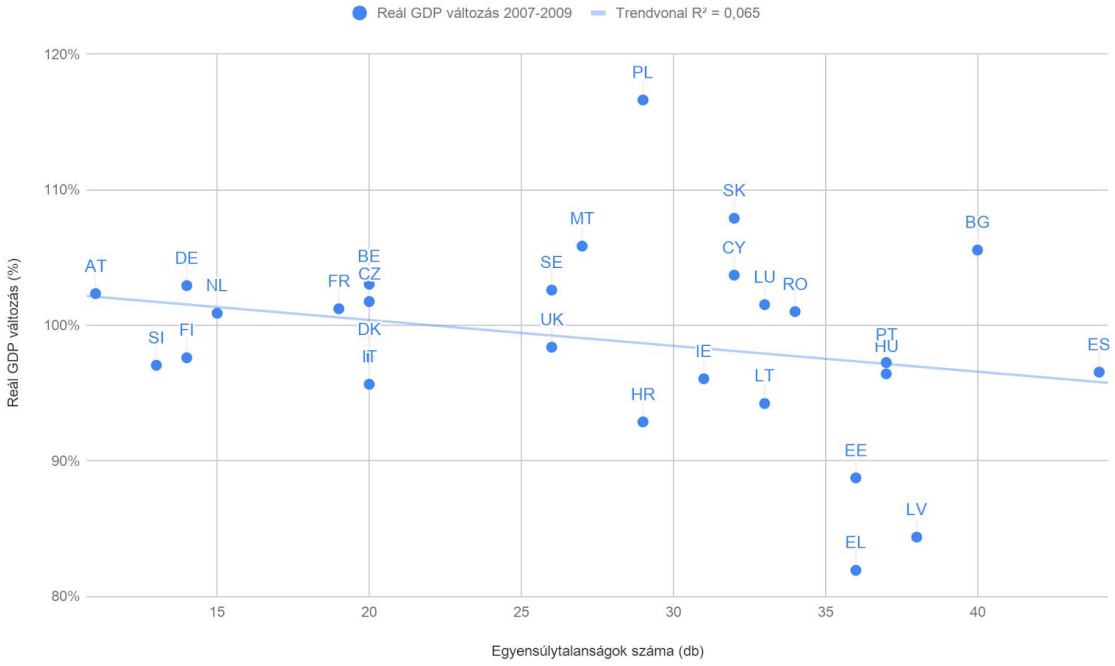
5.3. A makrogazdasági egyensúlytalansági eredménytábla szerepe a válságkezelésben

5.3.1. A tagállamok teljesítményének vizsgálata az MIP szerint

A fiskális fegyelmet erősíteni célzó új eljárásrendek lehetővé teszik annak vizsgálatát is, hogy a válságidőszakot megelőzően milyen egyensúlytalanságok épültek ki a tagállamokban. Az újonnan létrejövő gazdasági kormányzás logikájának egyik alapfeltevését jelenti, hogy globális válságból adódó visszaesés nagyságrendjéért az EU belső egyensúlytalanságai a felelősek (ahogy ezt alátámasztja Pisani-Ferry (2014) és Sinn (2014) érvelése is), azonban megfigyelhetők-e ezek az egyensúlytalanságok tagállami szinten is? Habár lehetőség nyílik a tagállami egyensúlytalanságok kompozit indikátor-szerű összegzésére is (például így tesz Bobeva és Atanasov (2017)), a különböző egyensúlytalansági indikátorok eltérő mértékegységei miatt lényegi információk veszhetnek el így. Vizsgálatunkban ezért arra keressük a választ, hogy a tartós visszaesést elszenvedő perifériku tagállamok a válságot megelőzően több makrogazdasági egyensúlytalansággal rendelkeztek-e, mint a magtérség tagállamai. Az eredményeket a 21. ábra mutatja be: a számsorok között ugyan csak kifejezetten gyenge, (szignifikáns) negatív irányú korreláció fejezhető ki, a grafikonon megmutatható, hogy számos válságállam az átlagos értéknél több makrogazdasági egyensúlytalansággal bírt a válság kitörését megelőző években. Ilyen tagállamnak számít Ciprus, Görögország, Horvátország, Lettország, Portugália és Spanyolország is. A tartós visszaesést elszenvedő tagállamok közül Finnország és Olaszország viszont arányaiban kevés egyensúlytalansággal rendelkezett. Nem meglepő módon, a makrogazdasági egyensúlytalanságok sérülékennyé tették a tagállamok pénzügyi piacait, ezáltal fokozták a perifériku államok kitettségét a globális pénzpiaci válság kitörését követően (Dufrénot, Gente és Monsia 2016). Ezzel

szemben a magtérség tagállamai, melyek szerényebb gazdasági visszaesést realizáltak a válság első hullámában, ezáltal jobb ellenálló-képességről bizonyosodnak meg, arányaiban kevesebb egyensúlytalanságot építettek fel a válságot megelőzően. Ebben a tendenciában talán az is megfigyelhető, hogy a magországok politikai helyzete a közös intézményekben válságot követően megerősödött (ahogy ezt Krugman (2012) is állítja), ezért a politikaalkotás folyamata során elsősorban a válság évei alatt rosszul teljesítő perifériku államokat szankcionálták.

21. ábra: Az EU tagállamai reálértéken számított GDP-jének változása (Y tengely, %, 2007 – 2009) és válság előtti egyensúlytalanságainak száma (X tengely, db, 2004 – 2007)

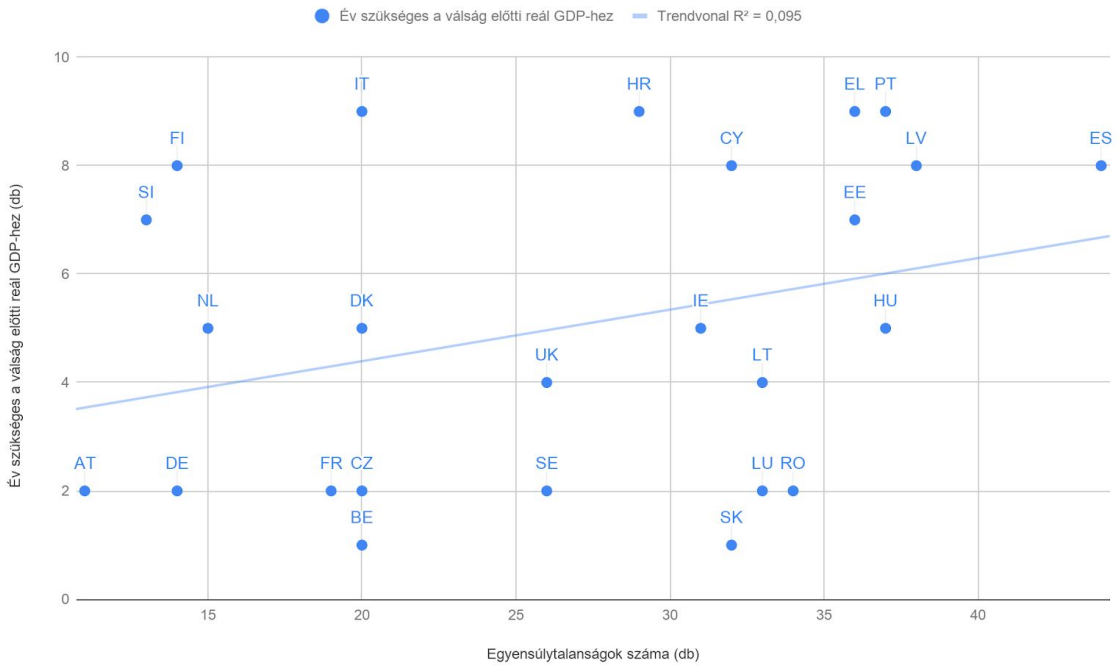


Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

Hasonló következtetésekre juthatunk, ha a válság előtti egyensúlytalanságok számát és a 2007-es reálértéken számított GDP elérésének években mért idejét (mint a válságból való kilábalás idejét) hasonlítjuk össze (ld. 22. ábra). A két indikátor között ugyancsak (szignifikáns) gyenge, pozitív irányú korreláció állapítható meg. Ugyan a válság előtti kibocsátási szintjüket viszonylag gyorsan elérő tagállamok válság előtti egyensúlytalanságai vegyes képet mutatnak, a tartós visszaesést elszenvedő tagállamok jellemzően számos egyensúlytalanságot halmoztak fel a válság előtti évek során (kivételt

képez újfent Finnország és Olaszország tagállama). Ez az összehasonlítás abból a szempontból is többet mond, hogy az egyensúlytalansági eredménytábla felállításakor a tartósan leszakadó országok köre még nem volt ismert, a fokozott egyensúlytalanság összességében mégis tartós lemaradásra utal, legalábbis a tagállamok egy körében. A szabályozási reform és a gazdasági teljesítményhez kapcsolódó fejlemények együttesen irányították a figyelmet az egyensúlytalanságok fontosságára, melyek hatása látszólag hosszú távon fennmarad. Azt, hogy a megerősített fiskális fegyelem hogyan teljesít a gazdasági növekedés helyreállításának területén, a következő alfejezet fogja megvizsgálni.

22. ábra: Az EU tagállamai számára a 2007-es reál GDP-jük eléréséhez szükséges évek száma (Y tengely, db, 2007 – 2009) és válság előtti egyensúlytalanságainak száma (X tengely, db, 2004 – 2007)

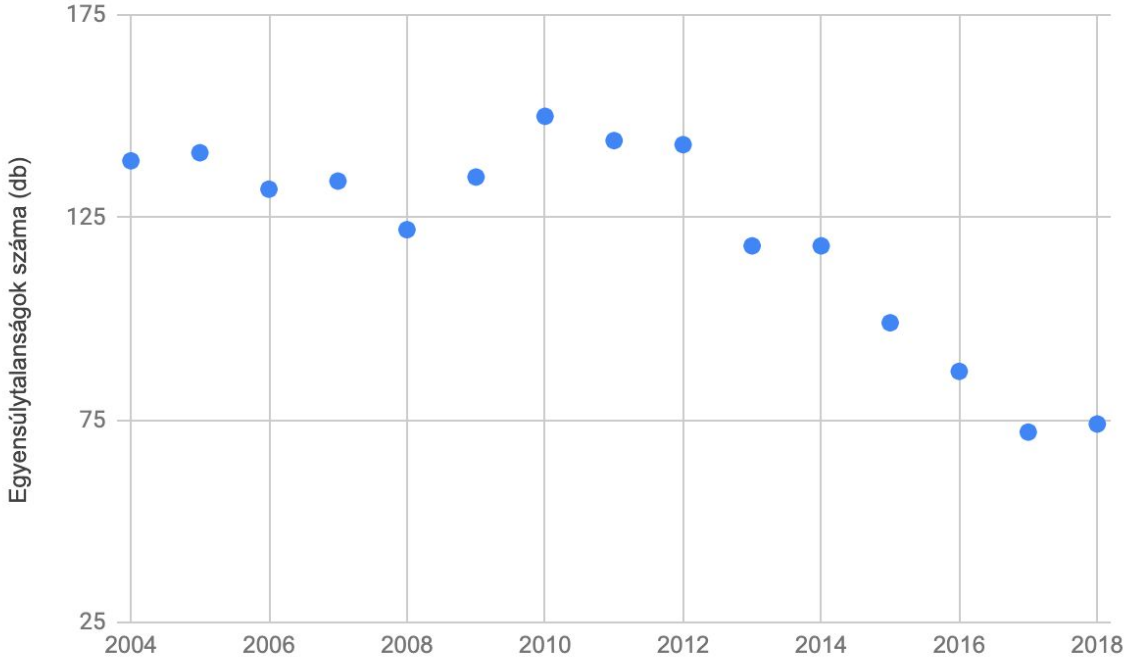


Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján. Megjegyzés: az Y tengelyen a 2007-es reálértéken számított GDP-jüket 2017-ig el nem érő tagállamokat a maximális értékkel (9) jelöltük, a visszaesést el nem szenvedőket nem tüntettük fel.

5.3.2. A makrogazdasági egyensúlytalansági eljárás fegyelmező ereje

A válság kitörését megelőző egyensúlytalanságokat követően azt is érdemes vizsgálni, hogy hogyan képes a gazdasági kormányzás új eszközrendszere a fiskális fegyelem megtartására. Ahogy a dolgozat korábban kiemelte, 2009-2010-ben a túlzottdeficit-eljárás általánossá vált, így az azt 2011-ben kiegészítő makrogazdasági egyensúlytalansági mutatórendszer egészítette ki, amely képes volt beépíteni a gazdasági válság által felszínre hozott tanulságokat is. Az új eredménytáblával a Bizottság képessé vált azonosítani, valamint szankcionálni a veszélyes, túlfűtött (a potenciális GDP-kibocsátást nagyban meghaladó) gazdasági növekedést, és az esetlegesen más tagállamokra is veszélyes gazdasági tendenciákat. A gazdasági kormányzás működését tekintve látványos (rész)siker, hogy az észlelt egyensúlytalanságok számát a Hatos Csomag bevezetését követően sikerült fokozatosan, a válság előtti évek szintje alá csökkenteni (ld. 23. ábra). A grafikonról az is leolvasható, hogy az egyensúlytalanságok száma 2010-ben tetőzött, azóta azok száma 2017-ig folyamatosan csökkenő tendenciát vett.

23. ábra: A 28 tagállam makrogazdasági egyensúlytalanságainak összesített értéke (db, 2004 – 2018)



Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

Mi figyelhető meg ezen tendencia mögött? A gazdasági kormányzás eszközrendszere a flow-jellegű egyensúlytalanságokkal szemben tudta eredményesen felvenni a harcot, a stock-jellegű mutatók (bruttó államadósság, a magánszektor eladósodottsága, a pénzügyi szektori kintlévőségei vagy az aktivitási ráta) olyan problémák, melyek az MIP eredménytábla bevezetését követően is tartósan fennállnak (Perluigi és Sondermann 2018) – erre utalhat az is, hogy 2018-ban az egyensúlytalanságok számát már nem sikerült tovább csökkenteni. Az is elmondható, hogy 2014-t követően a strukturális reformok implementálása (mind uniós, mind tagállami szinten) lassulni kezdett. Azaz a gazdasági kormányzás képessé vált az akut gazdasági tendenciák azonosítására és szankcionálására, azonban a versenyképességet és a gazdasági növekedést helyreállító reformok implementálása továbbra is tagállami felelősség maradt. Ezen felül az egyensúlytalansági és túlzott egyensúlytalansági eljárások által sújtott országok és a válságot megelőző túlzottdeficit-eljárások által érintett országok között jelentős átfedés tapasztalható: azon tagállamokat, melyeknél egyensúlytalanság nem lépett fel az MIP-eljárások vizsgálatai szerint, a válság kitörését megelőzően átlagosan csupán 36,81%-ban sújtotta a túlzottdeficit-eljárás, a valamiféle egyensúlytalansággal rendelkező tagállamok esetén ez az arányszám 54,91% (Végh 2019). Azaz a mutatórendszer alkalmazása – habár képes a túlfűtött gazdasági növekedés és a tartós egyensúlytalanságok kiépülésének megakadályozására – a fiskális fegyelem kultúráját a tagállamok körében csak inkább indikátor-követési oldalról tudta erősíteni.

Ezzel párhuzamosan megfigyelhető az a tendencia, hogy az egyensúlytalanságok számának és nagyságrendjének – gyakran éveken át tartó megszorító politikák alkalmazásán keresztüli – csökkentése szükséges, de nem elégséges feltételnek bizonyul a gazdasági növekedés helyreállítása tekintetében. A tartós visszaesést elszenvedő tagállamok közül a dolgozat már bemutatta Olaszország gyenge növekedési kilátásainak az okát; ezt a folyamatot az egyensúlytalanságok megszűnése kísérte, csupán a bruttó államadósságra és a munkanélküliségi ráta alakulására vonatkozó egyensúlytalanságok tudtak tartósan fennmaradni. Spanyolország is felszámolta a folyó fizetési mérlegre, az exportpiacok elvesztésére és az ingatlanárakra vonatkozó egyensúlytalanságokat, azonban a növekedési kilátásokat tovább gátolják a beruházások és a magánszektor fogyasztásának hiányosságai (Carbonell és Werner 2018). Ezzel szemben a növekedési kilátások

kedvezőbbek, mint Olaszország esetében (, ahol csupán 0,7%-os növekedést jelez előre a Bizottság 2020-ra), Spanyolországban ugyanebben az évben 1,9%-os GDP-emelkedés prognosztizálható (EC 2019). Portugália esetében a munkaerőpiaci egyensúlytalanságok megszűnése a gazdasági növekedés helyreállásának elsődleges motorja, azonban a növekedési pályát veszélyeztetik a stock- jellegű mutatók (magánszektor eladósodottsága, bruttó államadósság) tartósan magas szintje, és újonnan formálódó egyensúlytalanságok is (az ingatlanárak gyors emelkedése miatt). Görögország is képes volt egyensúlytalanságai számát a korábbi (2013-ban mért) nyolcról háromra csökkenteni 2017-re: ebben az évben csupán a nettó befektetői pozíció, a bruttó államadósság és a munkanélküliségi ráta haladták meg az MIP-határértéket. Habár a bizottsági előrejelzés optimista a gazdasági növekedést illetően (2020-ban 2,2%-ra becsülve azt), a munkaerőköltségek drágulása, és az ebből adódó versenyképesség-vesztés veszélyezteti a tendencia tartóssá válását. A magas eladósodottság pedig még évtizedekig fejthet ki negatív hatást a potenciális növekedés ütemére az országban (Pegkas 2018).

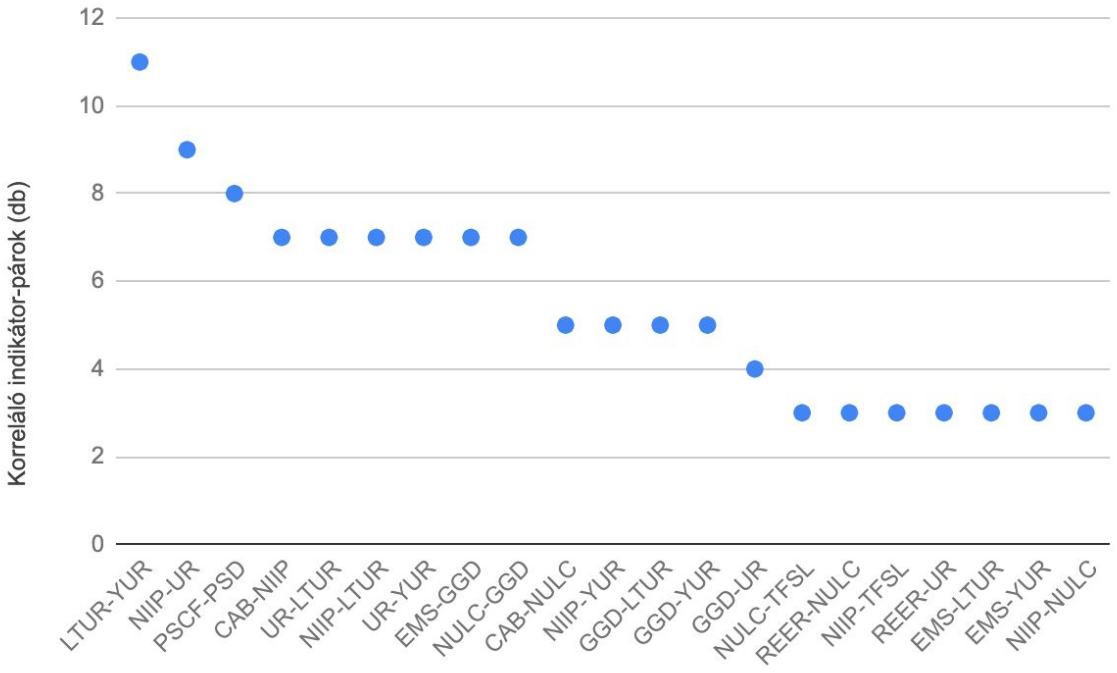
Pozitívumként kiemelhető azonban, hogy most már a Bizottság árnyaltabban tudja nyomon követni a makroökonómiai egyensúlytalanságokat, mint 2011-t megelőzően, továbbá az Európai Szemeszteren és az Európai Stabilitási Mechanizmuson keresztül pedig közvetett, ill. közvetlen hatással bír a tagállami költségvetésekre. Mindez azonban csak árnyalja a tényt, hogy a válságot megelőzően, ill. a válságot követően a fiskális fegyelmezetlenségre hajlamos tagállamok között kimutatható átfedés van, a szabálykövetési magatartás tehát elsősorban továbbra is a tagállami hajlandóságon múlik. Az eredménytábla indikátorai ugyanakkor önmagukban nem járulnak hozzá a gazdasági növekedés támogatásához, és az ehhez szükséges strukturális reformok implementálásához.

5.3.3. Az MIP indikátorainak statisztikai vizsgálata

Az MIP adatsorok további vizsgálata előtt érdemes tisztázni, hogy vajon mind a 14 indikátor releváns-e a statisztikai vizsgálatok során. Ennek érdekében az MIP indikátorok (2004 és 2018 közötti) értékeit Pearson-korreláció számításnak vethetők alá annak érdekében, hogy megállapítható legyen bármilyen (pozitív vagy negatív) keresztmetszeti korreláció az adatsorok között. A fent jelzett teljes időintervallumban 187 korreláló indikátor-pár azonosítható 5%-os szignifikancia-szint mellett (míg az 1%-os szignifikancia-szinten való vizsgálat 110 korreláló indikátor-párt mutat). A korreláló

indikátor-párok gyakoriságát a 24. ábra mutatja be. Nem meglepő módon, a munkanélküliség különböző fajtáit mérő mutatók gyakran korrelálnak egymással, ami azt jelenti, hogy az indikátorok statisztikai értelemben nem függetlenek egymástól. A nominális munkaerőköltség is szignifikáns korrelációt mutat a munkanélküliségi ráták alakulásával, ami közgazdasági összefüggéssel is magyarázható: a munkanélküliség emelkedésével gyakran együtt jár a munkaerő csökkenő fajlagos költsége. A nettó nemzetközi befektetési pozíció is gyakran szerepel a korreláló mutatópárok között, leggyakrabban a folyó fizetési mérleggel korrelálva. A fenti eredmények alapján – statisztikai és közgazdaságtani megfontolásokat egyaránt figyelembe véve – 4 indikátort zártunk ki az adattáblából: a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a hosszú távú munkanélküliség (LTUR), a fiatalkori munkanélküliségi ráta (YUR) és a nominális munkaerőköltség (NULC) mutatóit. Ezt követően a vizsgálatok tovább folytathatók a fennmaradó mindössze 10 indikátorral, melyek a korábban bemutatott feltételrendszer szerint alapját képezhetik egy regressziós modellnek.

24. ábra: Korreláló MIP indikátor-párok (Pearson-korreláció) (db, 2004 – 2018)



Forrás: saját szerkesztés SPSS 25 alkalmazás segítségével. Megjegyzés: a korreláció 5%-os szinten szignifikáns.

A keresztmetszeti korreláció segítségével 14-ről 10-re csökkentett indikátorszámú eredménytábla változóit ezt követően stacionaritás tesztnek vetettük alá: az adatsorokon Augmented Dickey-Fuller (ADF) tesztet futtattunk, melynek nullhipotézise, hogy az adatsoron belül jelen van egységgyök, azaz az adatsor stacionárius. Az egységgyök jelenléte kiszámíthatatlan eredményeket okozhat idősoros vizsgálatok esetén. 25 és 50 közötti elemszám esetén, 1%-os szignifikancia-szint mellett az ADF-teszt értékének -3,58-nál magasabb értéket kell felvennie, hogy a nullhipotézis teljesüljön (Greene 2002). Az indikátorok ADF-tesztjeinek értékeit (1%-os szignifikancia-szint mellett) a 2. táblázat tartalmazza. A kapott eredmények alapján egyik adatsor sem stacionárius, azaz az idősorok alakulásában nem tapasztalható egységgyök.

2. táblázat: Az MIP indikátorok ADF-tesztjeinek értékei

	01CAB	03REER	04EMS	06HIP	07PSCF	08PSD	09GGD	10UR	11TFSL	12AR
ADF-teszt értéke	-24,555	-19,680	-18,279	-15,271	-17,905	-32,461	-18,851	-23,567	-18,651	-22,429

Forrás: saját szerkesztés R alkalmazás segítségével. Megjegyzés: az eredmények 1%-os szignifikancia-szint mellett értelmezhetők.

A fennmaradt indikátorok ezáltal megfelelnek a bináris logisztikus regresszió alapfeltevéseinek – ezt a regressziós modellt használ többek között a Goldman Sachs GS-WATCH előrejelző modellje, illetve a Credit Suisse EMRI nevet viselő modellje. Az ilyen eljárással felépített modell alkalmas lehet arra, hogy megbecsülje egy bizonyos, logikai változóként definiált kimenet bekövetkezésének valószínűségét – habár a módszerek korlátoltsága a válságot megelőzően is ismert volt (Berg, Borensztein és Pattillo 2004). A dolgozatban bemutatott modell független változóként a fennmaradó 10 MIP indikátor adatsorait használja (azaz a legtöbb esetben korreláló indikátoroktól eltekint, Domonkos és szerzőtársai (2017) modelljéhez hasonlóan), a 2014-2018 időintervallumban vizsgálódva. A modell függő változóként pedig a potenciális GDP és a tényleges GDP közötti különbség alakulását (kibocsátási rés, azaz „output gap”) használja, olyan módon, hogy amikor a (negatív irányú) output gap magasabb, mint az EU-28 országcsoport együttes, súlyozottan átlagolt értéke, azt „válságként”, ahol az output gap alacsonyabb, azt „nem válságként” definiálja – Csortos-Szalai (2014) eljárásával hasonlatos módon. Ilyen

vizsgálat során a kibocsátási rés a reálértéken számolt GDP évről évre vizsgált változásánál hasznosabb mutatónak bizonyul, hiszen ahogy korábban láthattuk, a gazdasági ciklusok váltakozásával a tagállamok halmazának túlnyomó többségére vált jellemzővé a visszaesés bizonyos években, majd a fellendülés ezt követően – a kibocsátási rés ezzel szemben vegyesebb képet ad, ami lehetővé teszi a bináris regresszió alkalmazását. A vizsgálat többféle időhorizonton (azonnali, 1-2-3 éves csúsztatás) is elvégezhető, azonban az azonnali idősíkon (azaz az egyensúlytalanságok és a válság-események egyidejű fennállása esetén – melyet a „t=0" megnevezéssel jelölünk) vált felírhatóvá statisztikai értelemben is értelmezhető, beszédes regressziós modell, mely az esetek 73,6%-ában tudta pontosan megbecsülni a válság bekövetkezésének valószínűségét a teljes idősoron vizsgálva (3. táblázat).

3. táblázat: A bináris logisztikus regressziós modell (t=0) előrejelző ereje (osztályozási tábla)

Osztályozási tábla (cut value: 0,500)					
	Megfigyelés		Előrejelzés		
			Válság/nem válság (t=0)		Pontos előrejelzés százalék
			0,00	1,00	
Első lépés	Válság/nem válság (t=0)	0,00	179	41	81,4
		1,00	60	103	63,2
	Összesített százalék				73,6

Forrás: saját számítás SPSS 25. alkalmazás segítségével

A végeredményként kapott logisztikus regressziós modell a következő képlet segítségével írható fel:

$$P\ (válság) = 0,098 + 1,135\ \beta_{CAB} + 0,903\ \beta_{HIP} + 1,004\ \beta_{PSD} + \\ + 1,200\ \beta_{UR} + 0,806\ \beta_{AR} + \varepsilon$$

A regressziós függvény béta-koefficienseit részletesen az 4. táblázat tartalmazza. A táblázat sorai csak abban az esetben illeszthetők be a regressziós függvénybe, ha a változók

szignifikancia-szintje az 5%-os érték alatt marad. Mivel számos indikátor, így az effektív reálárfolyam (REER), az exportpiaci részesedés (EMS), a magánszektorba való hitelkihelyezés változása (PSCF), a kormányzati eladósodottság (GGD) és a pénzügyi szektor kötelezettségei (TFSL) ennek a kritériumnak nem felelnek meg, ezért nem részei a végső regressziós függvényünknek. A többi indikátor eredményei a következő értelmezésben használhatók:

- a folyó fizetési mérleg (CAB) egy százalékpontos határértéken felüli romlásával a válságesemény bekövetkezésének valószínűsége 13,5%-kal növekszik;
- a magánszektor GDP-arányos eladósodottsága (PSD) mutató egy százalékpontos határértéken felüli romlásával a válságesemény bekövetkezésének valószínűsége 0,4%-kal növekszik;
- a munkanélküliségi ráta (UR) mutató egy százalékpontos határértéken felüli romlásával a válságesemény bekövetkezésének valószínűsége 20,0%-kal nő meg.

Természetesen a modell értelmezése statisztikai keretekhez kötött, azaz az ingatlanár-index éves változása (HIP) mutató kedvezőtlen határértéken felüli alakulása gazdasági értelemben nyilvánvalóan nem csökkenti a válságok bekövetkeztének esélyét. Statisztikai értelemben viszont igen, amely arra utal, hogy ez a mutató, illetőleg a szintén 0 és 1 közötti értéket felvevő aktivitási ráta (AR) – kevésbé jelzi előre (a legjobban illeszkedő regressziós modell szerint) a gazdasági válságokat az azonnali idősíkon vizsgálva, mint az 1 feletti béta-koefficiensű indikátorok.

4. táblázat: A bináris logisztikus regressziós függvény (t=0) változói

Változók az egyenletben							
		B	S.E.	Wald	df	szignifikancia	Exp(B)
Step 1a	01CAB	0,126	0,03	17,202	1	0	1,135
	03REER	0,001	0,023	0,003	1	0,955	1,001
	04EMS	-0,006	0,007	0,561	1	0,454	0,994
	06HIP	-0,102	0,023	20,332	1	0	0,903
	07PSCF	-0,024	0,016	2,157	1	0,142	0,976
	08PSD	0,004	0,002	4,788	1	0,029	1,004
	09GGD	0,002	0,005	0,139	1	0,709	1,002
	10UR	0,183	0,042	18,505	1	0	1,2
	11TFSL	0,029	0,018	2,634	1	0,105	1,03
	12AR	-0,216	0,101	4,585	1	0,032	0,806
	konstans	-2,327	0,583	15,935	1	0	0,098

Forrás: saját számítás SPSS 25 alkalmazás segítségével

A vizsgálatot az idősorok eltolásának módszerével több időtávon is elvégeztük, bár – nem meglepő módon – az egyensúlytalansági indikátorok és a válság együttállásának valószínűsége az időtáv növekedésével csökkenő tendenciát mutat, hiszen a válságjelenség bekövetkeztekor a makrogazdasági mutatók romlása általánosan megfigyelhető jelenség. Ettől függetlenül az egy éves időhorizonton (mely az egyensúlytalansági mutatókat az egy évvel későbbi válságjelenség bekövetkeztével veti össze – ezt a modellben a „t=1" jelöléssel illettük) a modell előrejelzése szerény mértékben, 74,4%-ra emelkedett. Ezen az időtávon a folyó fizetési mérleg romlása csupán 6,2%-kal növeli a válság bekövetkezésének valószínűségét, a magánszektor eladósodottságának mutatója 0,5%-os növekedést, a munkanélküliségi ráta 10,1%-os emelkedést jelez a válság bekövetkeztére vonatkozóan. A „t=2" és „t=3" időtávokat is bevonva a vizsgálatba, a modell előrejelző ereje 73,4, illetőleg 66,9%-on teljesített, azonban az egyes egyensúlytalansági indikátorokhoz tartozó értékei egyre kevésbé minősülnek szignifikánsnak. Mindezek (illetve a konstans változó emelkedő szintje) arra utalhatnak, hogy a tagállami válságjelenségek okai az idő előrehaladtával egyre komplexebbé, összetettebbé válhatnak. Egyedül a magánszektor eladósodottságának mutatója vett fel pozitív, szignifikáns értéket a válság bekövetkeztére vonatkozóan 2, illetve 3 éves időhorizonton vizsgálva. Összegezve a modell eredményeit arra a következtetésre juthatunk, hogy a magánszektor

eladósodottsága kis mértékben, de tartósan, évekkel előre képes a válság bekövetkezésének valószínűségét növelni, melyet rövid (egy éves, vagy annál rövidebb) távon a folyó fizetési mérleg egyensúlytalansága és a munkanélküliségi ráta romlása egészít ki. Természetesen ezt az állítást példákkal és ellenpéldákkal is lehet illetni, azonban az adatbázisban szereplő adatokat alapul véve, statisztikai értelemben ez a modell becsüli meg legjobban a válságesemény bekövetkezését. Az erre vonatkozó konkrét példák bemutatását, az egyes tagállamok pályáinak értelmezését a következő alfejezetben fogjuk megtenni. A logisztikus regressziós modell többféle időhorizonton értelmezett eredményeit (amelyekből a regressziós függvények is eredeztethetők) az 5. táblázat mutatja be.

5. táblázat: A bináris logisztikus regressziós függvények tényezői többféle időhorizonton

A regressziós függvények főbb tényezői								
	t=0		t=1		t=2		t=3	
	szig.	Exp(B)	szig.	Exp(B)	szig.	Exp(B)	szig.	Exp(B)
01CAB	0	1,135	0,034	1,062	0,245	0,969	0,005	0,927
03REER	0,955	1,001	0,915	1,003	0,986	1	0,461	1,017
04EMS	0,454	0,994	0,758	0,998	0,318	0,992	0,047	0,984
06HIP	0	0,903	0	0,878	0	0,92	0,029	0,962
07PSCF	0,142	0,976	0,435	0,99	0,995	1	0,69	1,005
08PSD	0,029	1,004	0,015	1,005	0,012	1,005	0,038	1,005
09GGD	0,709	1,002	0,714	1,002	0,844	0,999	0,871	0,999
10UR	0	1,2	0,012	1,101	0,465	1,026	0,849	0,993
11TFSL	0,105	1,03	0,197	1,024	0,658	1,008	0,173	1,025
12AR	0,032	0,806	0,049	0,82	0,059	0,835	0,027	0,816
konstans	0	0,098	0,002	0,176	0,048	0,346	0,106	0,411

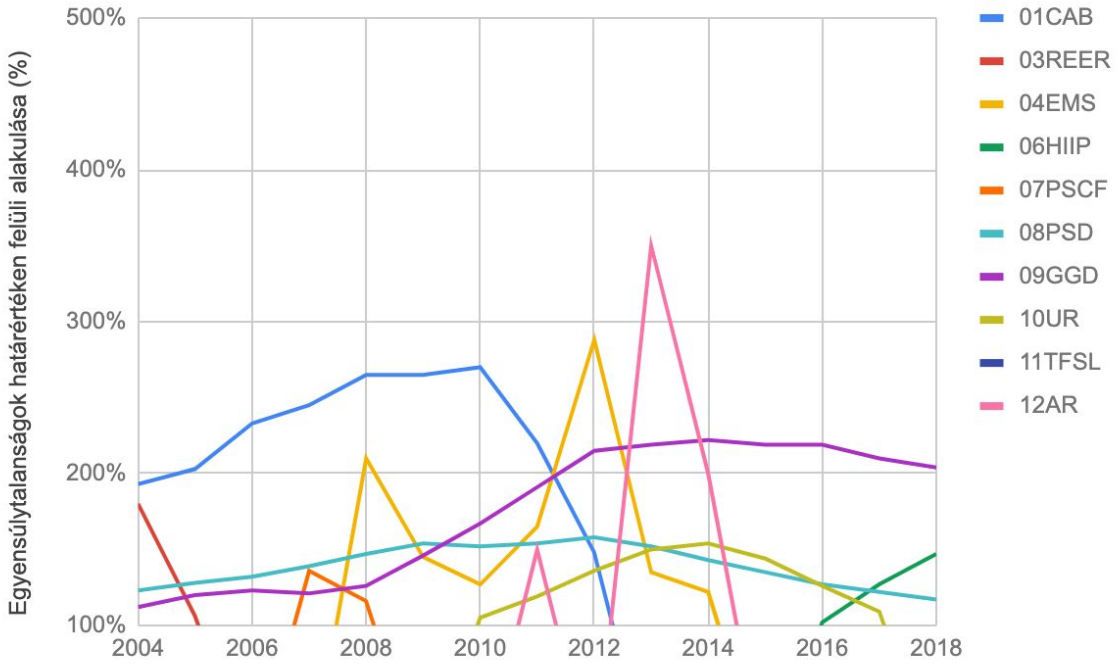
Forrás: saját számítás SPSS 25 alkalmazás segítségével. Megjegyzés: a szürke háttérrel jelölt értékek minősülnek statisztikailag szignifikánsnak (5%-os szint mellett).

5.3.4. Az elemzési keretrendszer egyes tagállamokra vonatkozó tanulságai

A modell valószínűség-becslő ereje tehát nem abszolút, ezért érdemes megvizsgálni, hogy hogyan teljesít a (6.2. fejezetben definiált, azaz 2014-re még a válságot megelőző reálértéken számolt kibocsátási szint alatt teljesítő) tartós visszaesést elszenvedni kényszerülő országcsoport körében. A modell alkalmas pl. Portugália válságának

előrejelzésére: a folyó fizetési mérleggel kapcsolatos egyensúlytalanságok a 2004-2012 időszakban folyamatosak voltak csakúgy, mint a magánszektor eladósodottsága, ugyanakkor a munkanélküliség szintje csak 2010-et követően jelez egyensúlytalanságot. A magánszektor adósságai a teljes vizsgált időtartamban (2004-2018) a határértéknél magasabbnak bizonyultak, azaz itt a mutatók alapján leolvasható, hogy a magánszektor eladósodottsága a folyó fizetési mérleg problémákkal kombinálva élezte ki a válság második hullámát, amely tartós munkanélküliségi probléma kialakulásával járt együtt. Az aktivitási ráta megjavulásával egyidejűleg a munkanélküliségi mutatók is javultak, így a válságjelenség 2017-re véget ért, azonban a megszűnő egyensúlytalanságok új problémáknak adták át a helyüket: az ingatlanárak emelkedése lépett fel új egyensúlytalanságként, ami (továbbra is) magas kormányzati- és magánszektorbeli eladósodottsággal párosulva piaci buborékok kialakulásának és szociális problémáknak ágyazhat meg. Összességében a legkritikusabb évnek bizonyuló 2011-ben 9 indikátor jelzett egyensúlytalanságot a 14-ből, melynek száma az utóbbi években (2017-2018) 4-5-re szorult vissza, de a kiegyensúlyozott növekedés feltételei még mindig nem feltétlenül adottak. Portugália különféle egyensúlytalanságainak alakulását a 25. ábra mutatja meg.

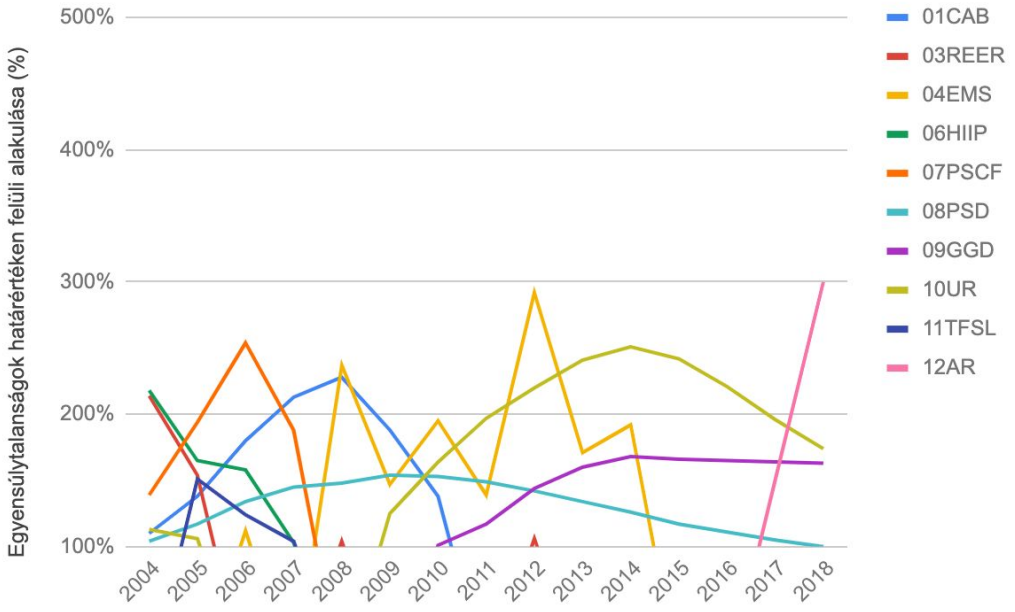
25. ábra: Portugália határértéken felüli egyensúlytalanságának mértéke (%, 2004 – 2018)



Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

Hasonlóképpen jó előrejelző értékekkel bír a 6.3.3. alfejezetben bemutatott modell Spanyolországban, ahol a képletben foglalt egyensúlytalanságok közül a folyó fizetési mérleg hiánya bizonyult túlzottnak, azonban 2010-et követően normalizálódott a mutató alakulása. Ezzel szemben 2004-től kezdve folyamatosan a határértéken felül alakult a magánszektor eladósodottsága, és 2009-től a munkanélküliségi ráta alakulása is. A válság kitörését követően az exportpiacok csökkenése volt tetten érhető, amihez később a válság második szakaszában kritikussá vált kormányzati eladósodottság egyensúlytalansága is csatlakozott – míg az első egyensúlytalanságot sikerült visszaszorítani, addig a második tartósan fennmaradt. Legkevesebb egyensúlytalanság a 2015-16 években volt megfigyelhető, amikor a nettó befektetői pozíció, a magánszektor eladósodottsága, a kormányzati adósságok és a munkanélküliségi ráta alakult a határértéknél magasabb szinten – ezek az egyensúlytalanságok azóta sem tűntek el, ellenben ötödikként az aktivitási ráta alakulása is csatlakozott a többi mutatóhoz 2017-től kezdve, ahogy ez a 26. ábrán is látható. Az ország egyensúlytalansági statisztikái jól példázzák a flow jellegű mutatók és a stock jellegű mutatók közötti átváltás, trade-off kialakulását.

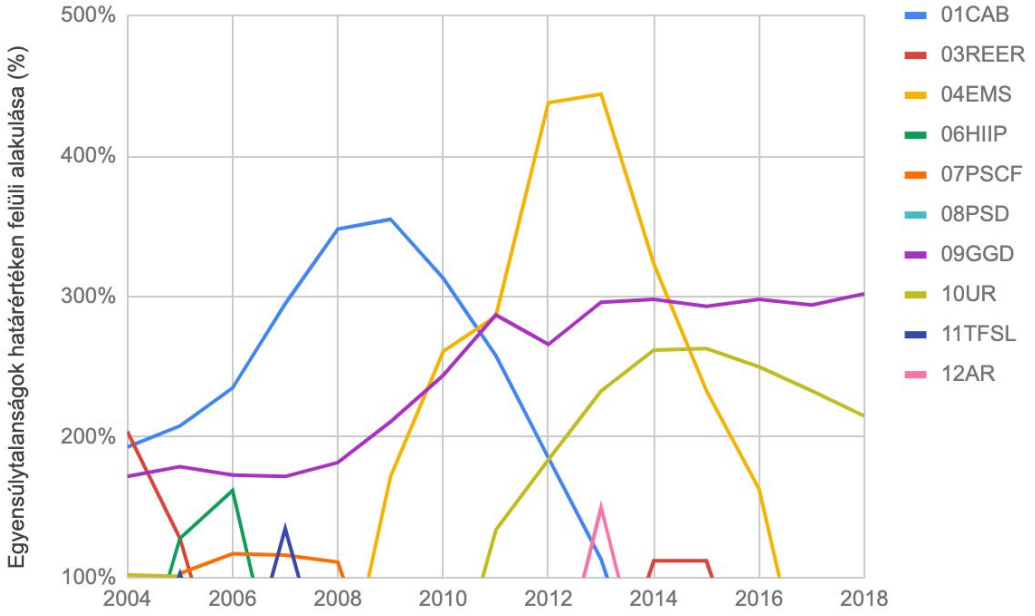
26. ábra: Spanyolország határértéken felüli egyensúlytalanságának mértéke (%, 2004 – 2018)



Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

Görögország teljesítménye a modell függvényében a következők szerint ítélhető meg: a vizsgált időszakban a folyó fizetési mérleg problémái állandósultak voltak, egészen 2013-ig, amikor sikerült a mutató értékét az egyensúlytalansági határérték alá vinni. A munkanélküliség szintje azonban csak a 2004-2005 periódusban, valamint a válság elmélyülését követően (2011-től kezdve) jelzett egyensúlytalanságot. A magánszektor eladósodottsága ugyanakkor ennél a tagállamnál nem utalt egyensúlytalanságra – ez az érték végig a határérték alatt maradt. Az egyéb indikátorok közül az exportpiacok változása mutatott kritikus értéket (nem meglepő módon a 2009-2016 időszakban), valamint a kormányzati eladósodottság mutatója, mely végig magasabb maradt a határértéknél a vizsgált periódusban (ld. 27. ábra). Habár az egyensúlytalansági indikátorok száma 2013-ban 9 db-nál tetőzött, melyet 2017-ben 3-ra sikerült leszorítani, a statisztikai modell meghatározásai szerint a tagállam 2010. óta folyamatosan válságos állapotban van, azaz a potenciális GDP kibocsátási rése az EU átlagánál rosszabbul alakul. Az ország jól példázza, hogy az egyensúlytalanságok visszaszorítása nem feltétlenül jár együtt a gazdasági növekedés helyreállásával. A modell által legjobban magyarázó tagállamok egyensúlytalanságának mértékét az 6. táblázat mutatja be.

27. ábra: Görögország határértéken felüli egyensúlytalanságának mértéke (%, 2004 – 2018)



Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

6. táblázat: Néhány tartós visszaesést elszenvedő tagállam a regressziós egyenletben szereplő egyensúlytalanságainak aránya (a határértékhez képest kifejezve, %, 2004 – 2018)

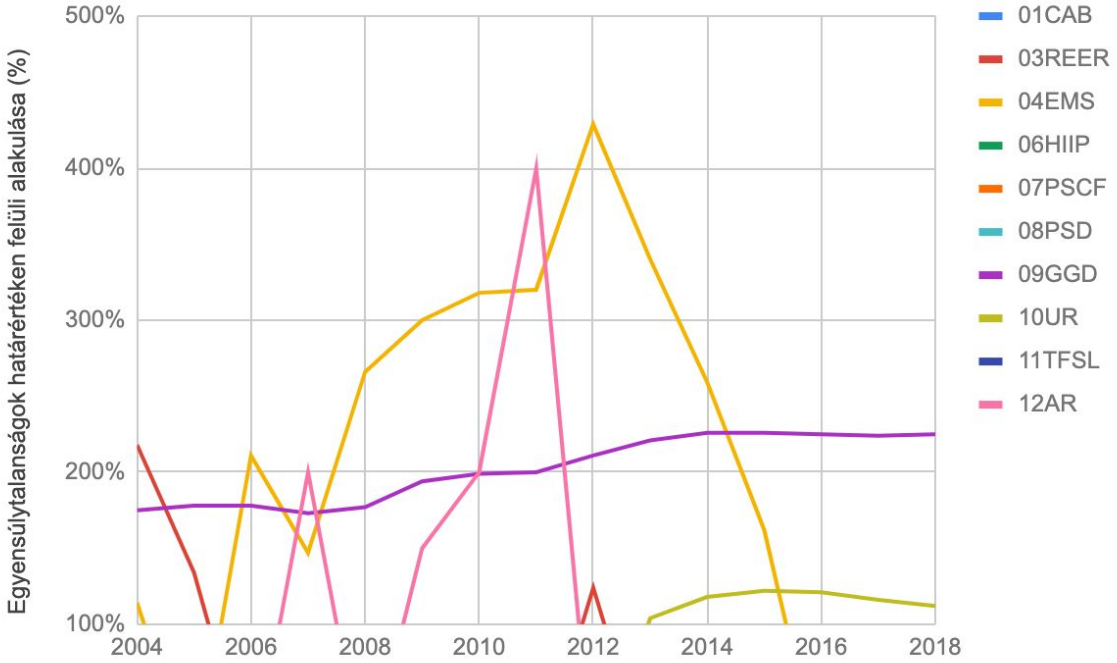
	Görögország			Portugália			Spanyolország		
	01CAB	08PSD	10UR	01CAB	08PSD	10UR	01CAB	08PSD	10UR
2004	192,50%	nincs	102,00%	200,00%	124,66%	nincs	110,00%	103,46%	113,00%
2005	207,50%	nincs	101,00%	212,50%	128,87%	nincs	142,50%	116,24%	106,00%
2006	235,00%	nincs	nincs	240,00%	132,71%	nincs	185,00%	133,53%	nincs
2007	295,00%	nincs	nincs	252,50%	139,10%	nincs	217,50%	143,98%	nincs
2008	347,50%	nincs	nincs	270,00%	147,52%	nincs	232,50%	147,29%	nincs
2009	355,00%	nincs	nincs	270,00%	153,53%	nincs	192,50%	151,58%	125,00%
2010	322,50%	nincs	nincs	272,50%	151,50%	105,00%	145,00%	150,83%	164,00%
2011	280,00%	nincs	134,00%	222,50%	153,46%	119,00%	nincs	147,67%	197,00%
2012	210,00%	nincs	184,00%	150,00%	158,12%	136,00%	nincs	141,35%	220,00%
2013	132,50%	nincs	233,00%	nincs	152,18%	150,00%	nincs	133,23%	241,00%
2014	nincs	nincs	262,00%	nincs	143,23%	154,00%	nincs	124,89%	251,00%
2015	nincs	nincs	263,00%	nincs	134,89%	144,00%	nincs	116,62%	242,00%
2016	nincs	nincs	250,00%	nincs	127,29%	126,00%	nincs	110,60%	221,00%
2017	nincs	nincs	233,00%	nincs	121,95%	109,00%	nincs	104,74%	196,00%
2018	nincs	nincs	215,00%	nincs	117,00%	nincs	nincs	100,00%	174,00%

Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján. Megjegyzés: ahol az MIP szerint nincs egyensúlytalanság, azt a táblázat „nincs” megjelöléssel jelzi

A többi, tartós jövedelmi lemaradást realizáló tagállam vizsgálatából is levonható néhány következtetés. Olaszország vizsgálata egyensúlytalansági szempontból is egyedi eset, hiszen a tagállam egészen 2012-ig nem regisztrált az EU-28 átlagánál magasabb kibocsátási rést, onnantól kezdve viszont folyamatosan: mind a folyó fizetési mérleg, mind a magánszektor eladósodottsága mutatók a vizsgált periódusban végig egyensúlytalanságoktól mentesen alakultak, a válságjelenség 2012-es elmélyülését viszont a munkanélküliségi mutatók határértéken felüli alakulása követte 2013-tól kezdve (ld. 28. ábra). Az egyensúlytalanságok száma a vizsgált periódus egészét tekintve egyik évben sem volt magasabb ötnél, és a számot 2013-ról 2017-re sikerült csupán kettőre leszorítani (az említett munkanélküliségi ráta és a kormányzati eladósodottság alakult határértéken felül – utóbbi viszont tartósan magasan állandósult, a vizsgált periódus egészét tekintve is). Habár az exportpiacok alakulására és az aktivitási rátára vonatkozó egyensúlytalanságok

megszűntek, az ország növekedési problémái jól ismertek és részletesen dokumentáltak: a gazdasági növekedést eredményező környezetet nem sikerült helyreállítani az egyensúlytalanságok elleni fellépéssel, ami logikusan a többi tagállam gazdasági teljesítményére is kihat. Modellünkben Olaszország tehát kivételt képez, másként megfogalmazva: a makrogazdasági egyensúlytalansági eljárás nem képes az olyan jellegű tagállami válságok ellen eredményesen fellépni, mint amilyet a válság kései szakaszában Olaszország szenved el.

28. ábra: Olaszország határértéken felüli egyensúlytalanságának mértéke (%, 2004 – 2018)



Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

Finnország helyzetét sem elsősorban a kedvezőtlen munkanélküliségi és fizetési mérlegbeli tendenciák alakították, ugyanakkor a magánszektor eladósodottsága kritikus nagyságrendet öltött, főként a válság kitörése után. A finn gazdaság már a válságot megelőzően, a 2004-2006 időszakban is a potenciális kibocsátása alatt teljesített, ebben az időszakban pedig jellemzővé váltak a fizetési mérleg problémák. A válság korai szakaszai alatt az egyensúlytalanságok száma 6-ra nőtt, melyek közül a magánszektor eladósodottsága maradt fenn tartósan (2015-2017 között a kormányzati eladósodottsággal kiegészítve), amivel egyidejűleg 2014 óta Finnország output gap-je az EU átlagához képest

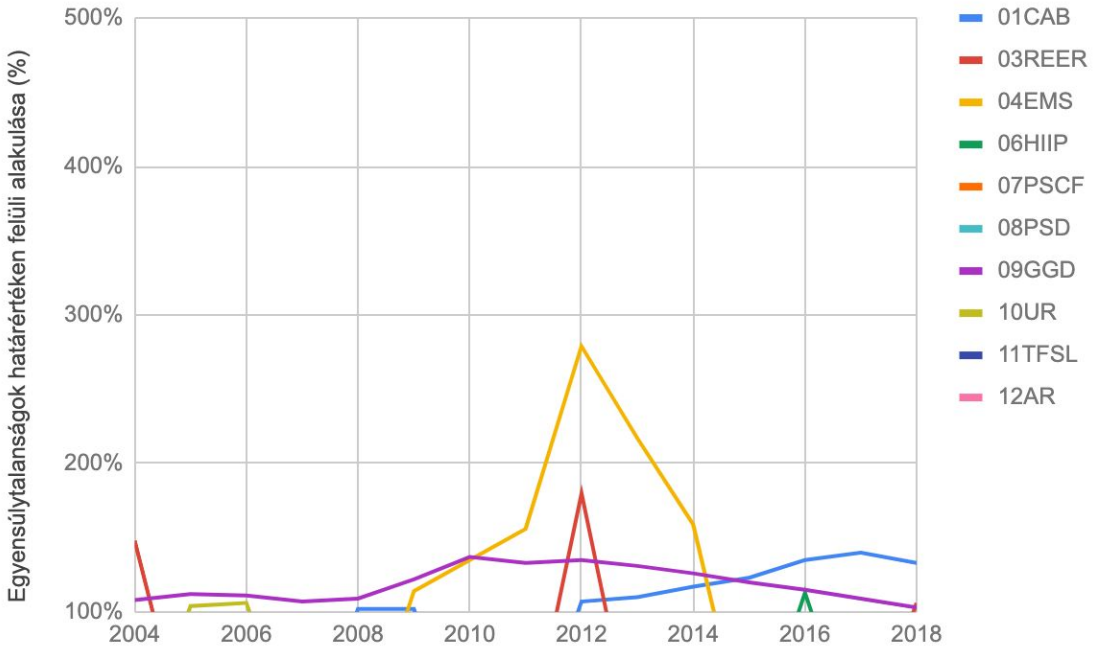
kedvezőtlenebbül alakul. Szintén magyarázza a modell Horvátország tartós jövedelmi leszakadását, állandósult fizetési mérleg problémákkal és tartósan magas munkanélküliséggel, amit a magánszektor eladósodottsága nem kísért, azonban Szlovénia esetét megvizsgálva újfent kivételt azonosíthatunk: az ország 2010 és 2016 között szenvedett el a modell értelmezése szerint válságos időszakot, azonban ekkor az egyik korábban kiemelt egyensúlytalansági indikátor (folyó fizetési mérleg, magánszektor eladósodottsága, munkanélküliségi ráta) értéke sem lépett a határértéken felül – az ország egyensúlytalansági problémái elsősorban az aktivitási ráta, a kormányzati eladósodottság és az export piacok elvesztése köré köthetők. A válság során tartós gazdasági visszaesést elszenvedni kényszerült országok körén belül végül a kis nyitott gazdaságokat is bemutatva szintén folyó fizetési mérleg problémák és szinte végig magas munkanélküliség jellemezte Lettországot, melynek magánszektorbeli eladósodottsága viszont csak egy rövid ideig öltött kritikus nagyságrendet. Észtország csupán 2009-ben és 2010-ben teljesített a potenciális kibocsátása alatt (ekkor azonban nagymértékű válságot elszenvedve), azonban ezekben az években ugrott meg a magánszektor eladósodottsága, lépett túl 2010-et követően a határértéken a munkanélküliség, és zárult le (a 2004 óta folyamatos) túlzott fizetési mérleg hiány. Ezzel szemben Ciprusban a magánszektor eladósodottsága végig magas értékeket vett fel, melyet 2006-tól már folyó fizetési mérleg problémák kísértek, a munkanélküliség pedig csak a válságot követően ért el magas szintet.

Azaz összességében azt tapasztalhatjuk, hogy a legjobban illeszkedő regressziós modell is csak általánosságban tud az európai gazdasági környezet tagállami válsághelyzetei bekövetkeztéről becslést adni, a tagállamok specifikus, egyedi szempontok mentén történő elemzése elengedhetetlen a gazdaságpolitikai megértés szempontjából. A válság korai szakaszai alatt tartós visszaesést elszenvedő tagállamok közül több példa (Görögország, Portugália, Spanyolország) ha nem is teljes körűen, de legalább többségében alátámasztja a regressziós egyenlet legfőbb következtetéseit, Finnország, Lettország, Észtország esetében pedig részben teszik ezt. A kivételek közé sorolhatjuk Szlovénia és Olaszország példáját: első esetben a visszaesést és a megszűnést is más egyensúlytalanságokkal, vagy más tényezőkkel lehet kapcsolatba hozni, utóbbi példája azt mutatja, hogy az egyensúlytalanságok visszaszorítása esetén is képes egy tagállam tartós recesszióba zuhanni, melyet értelemszerűen más, az egyensúlytalansági eredménytábla keretrendszerenén túlmutató tényezők vezetnek.

A regressziós modell tesztelését érdemes elvégezni a válság évei alatt az átlagosnál magasabb gazdasági növekedésű tagállamok esetén is. Ahogy a 6.2. pont is rámutatott, 2014-ben, amikor az EU-28 országcsoport elérte a válságot megelőző év (2007) kibocsátási szintjét, négy tagállam (Lengyelország, Szlovákia, Málta, Luxemburg) tudta több, mint 10%-kal meghaladni azt. A gazdasági növekedést tekintve legjobban teljesítő Lengyelország érdekes módon a válságot megelőzően, a 2004-2007 időszakban (illetőleg egy rövid ideig, 2016-ban) regisztrált az átlagosnál magasabb output gap-et, melyet 2008-ig kísértek munkanélküliségre vonatkozó, és 2007-2012 időszakban folyó fizetési mérleghez kapcsolódó egyensúlytalanságok. A tartósan bővülő gazdasági teljesítmény az egyensúlytalanságok alacsony számát, és azok nem túlságosan tartós fennmaradását volt képes eredményezni. Szlovákiában szintén hasonló tendenciák figyelhetők meg: a válságot megelőzően folyó fizetési mérleg-gyengeségek, illetve hosszú távon (2004-2016) megfigyelhető munkanélküliség-problémák ellenére tudott a tagállam kiemelkedő gazdasági növekedést elérni – ennek ellenére a tagállam a válság későbbi szakaszában olykor az EU átlagánál magasabb kibocsátási rést realizált. A magánszektor eladósodottsága viszont egyik tagállam esetében sem bizonyult kritikusnak.

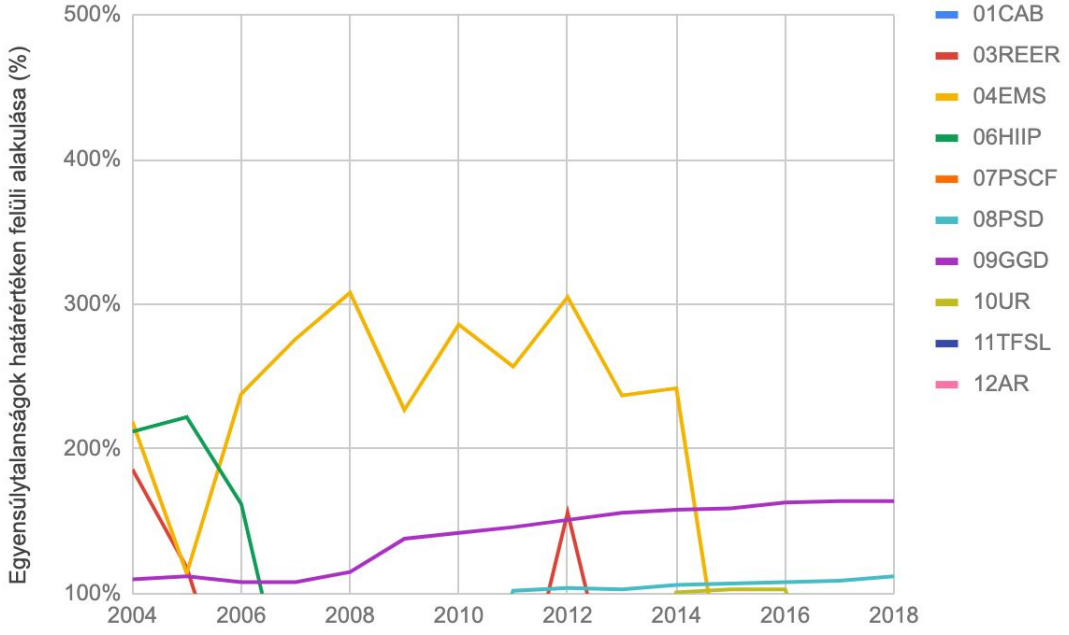
Beszédesebb példaként hozható fel Németország, amely a vizsgált időszakban a globális pénzügyi válság kitörését megelőzően, illetőleg 2009-ben szenvedett el válságos időszakot, egyensúlytalanságokat csak elvétve, rövid ideig mutatva fel. Ez alól kivételt képez a kormányzati eladósodottság a vizsgált periódusban végig a határértéknél magasabban meghatározott szintje, illetőleg a 2012-től folyamatos folyó fizetési mérleghez kapcsolódó egyensúlytalanság – utóbbi azonban nem hiányként, hanem többletként mutatkozik meg (ld. 29. ábra). Ahogy a dolgozat korábban rámutatott, Németország gazdasága tartósan a válság nyertesének bizonyult mind a versenyképesség, mind az exportpiaci teljesítmény, mind pedig az államkötvény-piaci trendek tekintetében. A regressziós egyenlet eredményeit jól jeleníti meg Franciaország példája is: a tagállam csupán 2015-től regisztrált az EU-átlagot meghaladó kibocsátási rést, amit a 2011-től kritikussá váló magánszektorbeli eladósodottság, ill. a 2014-2016-ban túlzottan magas munkanélküliség idézett elő, a kormányzati eladósodottság folyamatosan magas szintje és egyéb, rövid ideig fellépő egyensúlytalanságok kíséretében (ld. 30. ábra).

29. ábra: Németország határértéken felüli egyensúlytalanságának mértéke (%, 2004 – 2018)



Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

30. ábra: Franciaország határértéken felüli egyensúlytalanságának mértéke (%, 2004 – 2018)



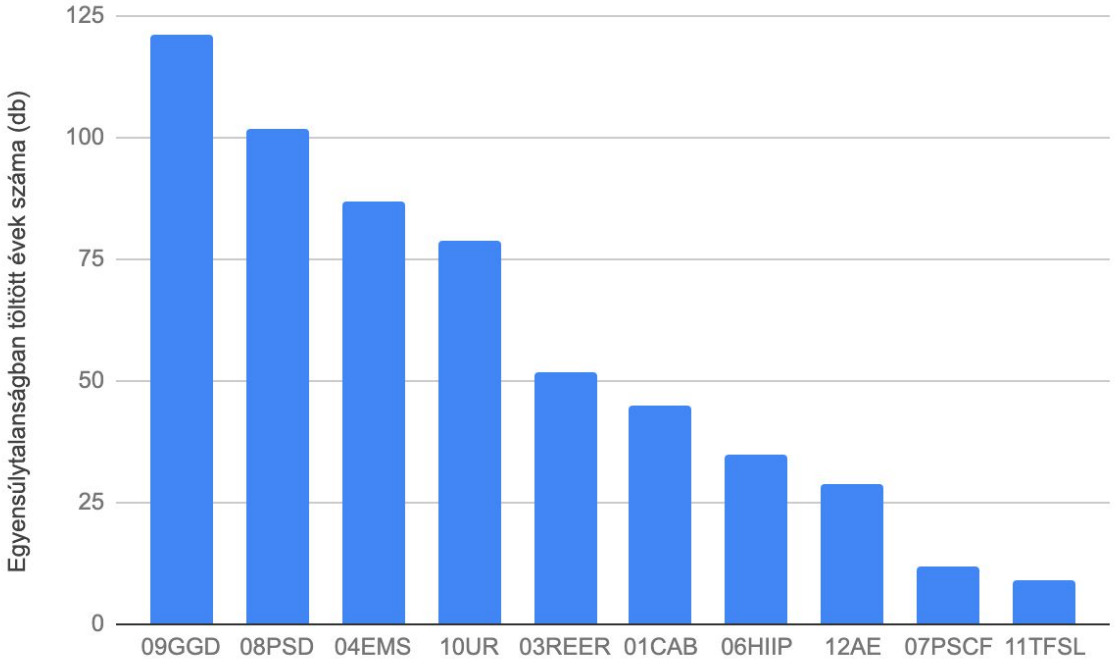
Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

Írország példáját is könnyű összefüggésbe hozni a regressziós egyenlet főbb következtetéseivel. Az ír gazdaság 2008 és 2011 között szenvedett el a modell által válságként definiált időszakot, és az országcsoport átlaga alatti potenciális GDP-teljesítmény azóta sem fordult elő. Ezt az időszakot 2007 és 2009 között előzte meg kritikus nagyságrendű folyó fizetési mérleg hiány, melyhez a 2010-2016 periódusban csatlakozott határértéken felüli munkanélküliség – ezen felül a magánszektor eladósodottsága teljes vizsgált periódusban, afféle egyedi országjellemzőként egyensúlytalanságot mutatott. Az ország 2011-ben már összességében 11 egyensúlytalanságot jelzett, azonban a nagyméretű kiigazítás hatására az egyensúlytalanságok száma folyamatosan csökkent, 2018-ra már mindössze 4 db-ra. A javuló gazdasági teljesítményt tehát az egyensúlytalanságok számának fokozatos csökkenése kísérte. Különutasként tekinthető ehhez képest az Egyesült Királyság, ahol a válságidőszakot a 2006-2012 évek jelentik: a magánszektor eladósodottsága folyamatosan magasan alakult a vizsgált időszakban, melyet 2009-től kormányzati eladósodottság kísért. 2014-től váltak állandóvá a folyó fizetési mérleghez kapcsolódó egyensúlytalanságok, a munkanélküliséghez kapcsolódó mutatók viszont – szintén sajátosságként – végig a határérték alatt maradtak. Az Egyesült Királyság 2018-ban teljesített újra a tagállamok átlagos szintje alatt, nem kis mértékben a Brexit jelenségéhez kapcsolódva. Svédország rövid (2008-2009) visszaesését elemezve a folyó fizetési mérleg hiányt (2006-2010) és a végig magas magánszektorbeli eladósodottságot köthetjük. Emellett a munkanélküliség sosem érte el a kritikus szintet, más egyensúlytalanságok (exportpiaci részesedés, ingatlanár-index) lehetnek felelősek az alacsony gazdasági teljesítményért.

Összességében elmondható, hogy egyértelmű kapcsolódási pontot nem lehet a válságból gyorsabb ütemből kilábaló országok egyensúlytalansági statisztikái és a regressziós egyenleg következtetései között vonni, azonban a statisztikai eredmények értelmezhetők a tagállamok eredményeit figyelembe véve – az egyedi, ország-specifikus sajátosságok rendre árnyalják, különleges megvilágításba teszik az elemzést. Amennyiben azt vizsgáljuk, hogy valamennyi ország tekintetében mely egyensúlytalanságok léptek fel a leggyakrabban, egyrészt igazoltnak láthatjuk Perluigi és Sondermann (2018) megállapítását arról, hogy a stock-jellegű indikátorok sokkal tartósabban képesek fennmaradni, mint a flow-jellegűek, másrészt azt is láthatjuk, hogy a regressziós egyenlet képletének főbb

tényezői (a magánszektor eladósodottsága, munkanélküliségi ráta, illetőleg a folyó fizetési mérleg határértéken túli egyenlege) az MIP bevezetése óta a leggyakoribb, illetőleg a folyó fizetési mérleget tekintve közepesen gyakori egyensúlytalanságot jelentenek. (Az egyensúlytalanságok gyakoriságát az eredménytábla bevezetését követően az 31. ábra mutatja be.) Politika-alkotói oldalról ezáltal ajánlatos lehet tehát ezen az indikátoroknak a még célzottabb, még szigorúbb nyomonkövetése és szankcionálása. Az egyensúlytalanságok kezelése tehát nem hiábavaló, felesleges erőfeszítés – azonban további szakpolitikai eszközökre, növekedésösztönzésre további igények mutatkoznak.

31. ábra: A leggyakoribb egyensúlytalanságok az MIP szerint (db, 2011 – 2018)



Forrás: saját szerkesztés Eurostat alapján

6. Összegzés, főbb eredmények

A doktori értekezés a válságkezelés gazdaságtanának, illetve elméleti közgazdaságtani megközelítésének bemutatását követően a globális pénz- és tőkepiaci válság okaira, és annak az Európai Unióra vonatkozó hatásaira koncentrált. Ahogy korábban láthattuk, a gazdaságpolitikai koordináció a közös valuta bevezetését követően számos elméleti közgazdaságtani kritikát kapott, azonban az euróhoz, és az általa teremtett olcsó finanszírozáshoz kötődő optimizmus végül erősebb maradt a kritikai észrevételeknél. A 2008-ban kezdődő válságfolyamat ugyanakkor reakcióra késztette a gazdaságpolitikai döntéshozókat, mind tagállami, mind uniós szinten. A válság kitörését követően nyilvánvalóvá vált bizonyos tagállamok körének kiegyensúlyozatlan, sebezhetőséget rejtő növekedési pályája, melyek nem bizonyultak ellenállónak a globális válság által jelentett keresleti sokkhatással szemben. A 2011-től életbe lépő gazdasági kormányzás rendszere, és az azt követő további reformok azonban képesek voltak számításba venni azokat az új feladatokat és funkciókat, melyek fontosságára a válság gazdaságpolitikai kihívásai rávilágítottak. Az optimális valutaövezetek elméletétől eredeztethető teoretikus hiányosságok közül a közös költségvetés tekintetében leginkább csak konceptuális szinten történt előrelépés, a termelési tényezők szabad áramlásának biztosítása kapcsán is legfeljebb félsikerek könyvelhetők el. Az egységes tőkepiacot megteremtő új intézmények (az egységes bankfelügyeleti mechanizmus és az egységes bankszanálási mechanizmus, mint a bankunió első lépései) azonban komoly előrelépésnek tekinthetők a tőkepiacok töredezettsége elleni küzdelemben. Ugyanakkor a közös európai költségvetés létrehozatalára a tagállami válságkezelés heterogenitása, valamint a tagállamok közötti konvergencia visszafordulása miatt vélhetően nem marad elégséges politikai mozgástér. Az EU 2008-at követő főbb reformlépéseinek osztályozását a 12. ábra (Az Európai Unió főbb reformlépéseinek osztályozása, azok fókusza szerint) mutatja meg.

Az EU gazdasági kormányzása tehát a globális pénzügyi válságot követően adaptált olyan új funkciókat, melyek azt megelőzően nem bizonyultak szükségesnek az államközösség számára. Ugyanakkor számos közgazdaságtudományi, elméleti hiányosság továbbra is megmaradt a közös intézményrendszerrel szemben, melyek kétségessé teszik azt, hogy egy következő gazdasági válság bekövetkezése esetén az EU hatékonyan tudna lépéseket tenni a nem várt gazdasági hatások ellen, azaz meglenne a megfelelő

intézményrendszere és politikai felhatalmazása, hogy a válságkezelésben agilisan tudjon fellépni. Ezen érvek alapján fogalmazható meg a dolgozat első tézise:

T1. Az Európai Unió intézményrendszere a válságkezelés során késéssel és hiányosan veszi fel a válság következtében szükségessé váló új funkcióit.

A Hatos Csomag 2011-es hatályba lépésével a gazdasági kormányzás számos új eszközt kapott a tagállami gazdaságpolitikák koordinálására, és a deviáns fiskális politikák, valamint a káros gazdasági folyamatok szankcionálására. A Bizottság a makrogazdasági egyensúlytalanságok rendszerével és az európai szemeszterrel beleszólást nyert a tagállami gazdaságpolitikák alakításába, annak érdekében, hogy a válságot megelőző kiegyensúlyozatlan gazdasági növekedési pályák ne valósulhassanak meg újra. A Csomagot később újabb reformok (Kettes Csomag, Fiskális Kompakt) tovább erősítették. A dolgozat következő lépésként azt vizsgálta meg, hogy a makrogazdasági egyensúlytalansági eredménytábla alkalmas eszköz-e a túlfűtött gazdasági növekedési pályák és a válság kitörését követően tartós visszaesést elszenvedni kényszerülő válságállamok azonosítására. Az értekezés eredményei vegyesek: a válság kitörését követően az átlagnál nagyobb visszaesést elszenvedni kényszerülő tagállamokat megvizsgálva tartós egyensúlytalanságok mutathatók ki Görögország, Portugália, Spanyolország, illetve a balti államok körében, ezen felül a (gyors korrekciót végrehajtó) Írország képében is. Azonban a közép-kelet-európai régió tagállamai többnyire képesek voltak az EU egészénél magasabb gazdasági növekedés megtartása, a nagyszámú korábbi egyensúlytalanságaik ellenére. Az országcsoportonként eltérő tanulságok miatt az egyensúlytalanságok száma és a válság kitörését követő gazdasági visszaesés között csak gyenge, negatív irányú korreláció mutatható meg (ld. 21. ábra: Az EU tagállamai reálértéken számított GDP-jének változása és válság előtti egyensúlytalanságainak száma). Összességében előrelépésként könyvelhető el, hogy a politikai diskurzusban figyelmet kaptak az egyensúlytalansági indikátorok, és ezáltal mind a tagállami döntéshozók részéről, mind a Bizottság oldaláról több figyelmet kap a kiegyensúlyozott gazdasági növekedés kérdésköre, mint korábban. A Hatos Csomag hatályba lépését követően pedig kimutatható, hogy a térség egyensúlytalanságainak száma összességében csökkenő tendenciát vett.

Ezt követően azt vizsgálja meg a dolgozat, hogy kijelenthető-e, hogy azok a tagállamok, melyek erős gazdasági fundamentumokkal (azaz a dolgozat értelmezésében kevesebb egyensúlytalansággal) rendelkeztek a válság kitörését megelőzően, rövidebb idő alatt képesek voltak újra elérni a válságot megelőző (reálértéken számolt) bruttó hazai összterméküket. A kérdésfeltevést az is indokolja, hogy a válságkezelés évei alatt a magországok és perifériкus országok megkülönböztetése a gazdasági szakirodalomban széleskörűen használttá vált. Ahogy korábban láthattuk, a perifériкus országok bizonyos körére túlfűtött gazdasági növekedés, tartós folyó fizetési mérleg hiány és versenyképességi visszaesés volt jellemző, így ezek a tagállamok a válság kitörését követően az átlaghoz képest nagyobb mértékű gazdasági visszaesést és hosszabb recessziós periódust voltak kénytelenek elszenvedni. A magországok köre (melyek szerényebb, de egyensúlytalanságoktól mentes növekedési pályát valósítottak meg a válságot megelőzően) pedig csupán kisebb mértékű visszaesést szenvedtek el, és hamarabb elérték a válságot megelőző reál GDP szintjüket. A számszaki összehasonlítás eredményét a 22. ábra (Az EU tagállamai számára a 2007-es reál GDP-jük eléréséhez szükséges évek száma és válság előtti egyensúlytalanságainak száma) mutatja meg, gyenge, pozitív irányú korrelációt mutatva az egyensúlytalanságok száma és a recesszió hosszúsága között. Azonban könnyen belátható, hogy a tartós visszaesést elszenvedni kényszerülő tagállamokat (melyek körét a dolgozat úgy definiálja, hogy még akkor sem érték el a válság előtti reál GDP-szintjüket, amikor az EU átlaga már igen) többnyire nagy számosságú egyensúlytalanságok jellemezték a válság előtt – azonban ezen állítás alól újfent kivételt képez a közép-kelet-európai régió tagállamainak jelentős része. Ez az összehasonlítás ugyanakkor nem magyarázza az olyan tagállamok, mint Finnország és Olaszország elhúzódó recesszióját és szerény növekedési teljesítményét, melyek a válság kitörését követően szenvedték el tartós egyensúlytalanságok kiépülését. A vizsgálat eredménye tehát aláhúzza a tagállami szintű, részletekbe menő elemzés fontosságát a növekedési tendenciák teljeskörű megértése érdekében. Mindezen eredmények hatására a dolgozat második tézise így hangzik:

T2. A makrogazdasági egyensúlytalansági eredménytábla eszközrendszere alkalmas a potenciálisan nagy gazdasági visszaesést elszenvedő válságállamok azonosítására és befolyásolására.

A fentiek alapján az is elmondható, hogy a makrogazdasági egyensúlytalansági eredménytábla összességében alkalmas és hatékony eszköznek bizonyult a fiskális fegyelem megőrzése és a válságokkal szembeni ellenállóképesség erősítése szempontjából, azonban a konvergencia céljait nem feltétlenül szolgálja. Az eredménytábla indikátorai ugyanakkor rugalmasak: határértékeik módosíthatók, az indikátorok száma tovább bővíthető, a Bizottság képes kötelezni a rosszul teljesítő tagállamokat makrogazdasági folyamataik korrekcióira, és szankcionálni azon tagállamokat, melyek ezt nem teszik meg. Az egyensúlytalanságokhoz kapcsolódó eljárásrend használata óta fontos eredménynek tekinthető, hogy mindent egybevéve az EU-n belüli egyensúlytalanságok száma csökkent, nemcsak a válság recesszióval sújtott évei alatti aggregált értékhez, hanem a válságot megelőző évek értékeihez képest is. Tehát levonható az a konklúzió, hogy a 2011-ben kezdődő gazdasági kormányzás évei alatt az Európai Unió gazdasági növekedése – ha szerényebb nagyságrendű is, mint a válságot megelőzően, de – összességében kiegyensúlyozottabb.

A tartós gazdasági visszaesést elszenvedni kényszerülő tagállamok vizsgálata ugyanakkor megmutatja, hogy az egyensúlytalanságok számának csökkentése, és a hátrányos gazdasági folyamatok kényszerű, olykor restriktív gazdaságpolitikával és megszorításokkal történő visszaszorítása nem járt együtt a kívánatos gazdasági növekedés beindulásával. Szerény gazdasági növekedési kilátásokkal rendelkezik – a politikai válságot is elszenvedni kényszerülő – Olaszország, a rendkívül komoly gazdasági leépülést épp csak maga mögött hagyó Görögország, de a növekedési lehetőségek mérsékeltek és sérülékenyek Portugáliában és Spanyolországban is. A fiskális fegyelem előírásainak tisztelete tehát egyrészt magában hordozza, hogy egy adott tagállam az Unió többi gazdaságának finanszírozhatóságát kevésbé veszélyezteti (ami komoly eredmény a 2011-2013 évek refinanszírozási válságának), de a tagállami versenyképesség helyreállításához szükséges strukturális reformok megvalósításához nem jelent kényszerítő erőt. A tagállami szintű versenyképesség tehát továbbra is elsősorban tagállami felelősség maradt, amivel a tagállamok egy része (a válság lecsengését követően is) képes volt élni, másik része pedig nem. A fentieket a dolgozat a következő tézisként összegzi:

T3. Az egyensúlytalanságok felszámolása szükséges, de nem elégséges feltétele az eurózóna tagállamok növekedési környezetének helyreállításának.

Mindezeket követően a dolgozat azt vizsgálta meg, hogy az egyensúlytalansági eredménytábla indikátorai közül vannak-e olyanok, melyek határértéken felüli alakulása nagyobb mértékben vonja magával válságesemények bekövetkezésének valószínűségét. A bináris logisztikus regressziós modell felállítását stacionaritás-teszt és keresztmetszeti korreláció-vizsgálat előzte meg, melynek eredményeként kizárásra került a többi indikátorral nagymértékben korreláló négy indikátor. Az elhagyott indikátorok közé a munkanélküliségi ráta speciális fajtái (hosszú távú munkanélküliség, fiatalkori munkanélküliség), a munkanélküliségi rátával negatív irányban korreláló nominális munkaerő-költség, valamint a többi mutatóval szintén nagy mértékben korreláló nettó befektetői pozíció lettek. A bináris modell függő változóként a tagállami szinten értelmezett potenciális GDP és a tényleges GDP közötti különbség alakulását (kibocsátási rés, azaz „output gap") használja, olyan módon, hogy amikor a (negatív irányú) kibocsátási rés magasabb, mint az EU-28 országcsoport együttes értéke, azt „válságként", ahol a kibocsátási rés alacsonyabb, azt „nem válságként" definiálja. A megmaradt tíz egyensúlytalansági indikátor idősorai (a 2004-2018 időtávon) pedig a regressziós modell független változóit jelentik. A statisztikai vizsgálat futtatását követően öt további indikátor (az effektív reálárfolyam, az exportpiaci részesedés, a magánszektorba való hitelkihelyezés változása, a kormányzati eladósodottság és a pénzügyi szektor kötelezettségei) elhagyása vált szükségessé, a túlzottan magas szignifikancia-érték miatt. A létrejövő modell 73,6%-os pontossággal tudta („t=0") időtávon helyesen megbecsülni a válság bekövetkezésének valószínűségét. A regressziós modell képlete a következőképpen írható fel:

$$P\ (válság) = 0,098 + 1,135\ \beta_{CAB} + 0,903\ \beta_{HIP} + 1,004\ \beta_{PSD} + \\ + 1,200\ \beta_{UR} + 0,806\ \beta_{AR} + \varepsilon$$

A regressziós egyenlet a következő módon interpretálható:

- a folyó fizetési mérleg (CAB) egy százalékpontos határértéken felüli romlásával a válságesemény bekövetkezésének valószínűsége 13,5%-kal növekszik;

- a magánszektor GDP-arányos eladósodottsága (PSD) mutató egy százalékpontos határértéken felüli romlásával a válságesemény bekövetkezésének valószínűsége 0,4%-kal növekszik;
- a munkanélküliségi ráta (UR) mutató egy százalékpontos határértéken felüli romlásával a válságesemény bekövetkezésének valószínűsége 20,0%-kal nő meg.

Habár magánszektor GDP-arányos eladósodottsága (PSD) mutató a válság bekövetkezésének valószínűségét csak kis mértékben emeli, azonban ezt a hatást ellensúlyozza, hogy ez a mutató a hosszabb időtávokon („t=1", „t=2", „t=3") is kimutatható módon növeli a bekövetkezés valószínűségét. Ezen a mutatón kívül közép távon a munkanélküliségi ráta, hosszabb távon az ingatlanár-index kedvezőtlen alakulása tekinthető jó előrejelző indikátornak a modell eredményei alapján. A statisztikai vizsgálatok alapján a dolgozat utolsó tézise a következőképpen hangzik:

T4. Az Európai Unión belüli gazdasági válságok legjobb előrejelző indikátorai közé a folyó fizetési mérleg alakulása, a magánszektor eladósodottsági szintje és a munkanélküliségi ráta tartozik.

Az értekezés kutatási eredményei mentén két jövőbeni potenciális kutatási irány rajzolódik ki. Egyrészt a makrogazdasági egyensúlytalanságok tovább vizsgálhatók tagállami szinten: a gazdasági teljesítmény és az egyensúlytalansági indikátorok alakulásának összefüggései további tipizálás, csoportalkotás alapját is képezhetik, valamint az egyes tagállamok múltbéli gazdasági pályái, kilátásai az egyensúlytalansági eredménytábla tanulságai függvényében önállóan is elemezhetők, publikálhatók. Az ilyen formában nyert tanulságok az összehasonlító gazdaságtan eszközrendszerével párosítva alapját képezhetik a tagállamok számára megfogalmazható gazdaságpolitikai ajánlásoknak.

Ezen felül további kutatási iránynak tekinthető a statisztikai modell továbbfejlesztése is. A bináris logisztikus eljárás egyre pontosabb illeszkedést tud lehetővé tenni, minél hosszabb idősor áll a modellalkotó rendelkezésére, illetőleg ha újabb recessziós periódusok is bekövetkeznek a jövőben. A statisztikai modell ezen felül tovább mélyíthető többváltozós logisztikus regressziós eljárássá bővítve, többféle kimenetel definiálásával. Az idősoros elemzésekre számos további, még összetettebb módszertan

ismert, ilyenek az FDL (fine distribution lag), vagy a ADRL (autoregressive distributed-lagged) modellek, illetve a prediktív regressziós modellek. Egy még jobban illeszkedő modell azonosítása esetén lehetővé válik – a múltbéli adatok alapján azonosított válsághelyzetekből kiindulva – a jövőbeni válságesemények még pontosabb azonosítása, bekövetkezési valószínűségének becslése. Azonban az értekezés következtetése, mely alapján az indikátor-szerű fegyelmezési rendszerek a valós gazdasági fundamentumok alakulására nem feltétlenül képesek hatni, ebben az összefüggésrendszerben is érvényesek: a statisztikai modellek előrejelző ereje tehát nem abszolút, a tartós egyensúlytalanságok megszűnése nem feltétlenül vezet stabil gazdasági teljesítményhez és a kívánt növekedés és konvergencia eléréséhez. Megfelelő modellezés és szankcionálás mellett a válságesemények hossza és nagyságrendje azonban vélhetően csökkenthető, ha a modellezés eredményei gazdaságpolitikai ajánlások megfogalmazásával, és az ajánlások hatékony implementálásával párosulnak. Azonban az EU felemás eredményeket hozó intézményrendszeri változásainak végső próbáját csak egy soron következő gazdasági válság, és az ahhoz kapcsolódó válságkezelés eredményessége fogja jelenteni.

Irodalomjegyzék

1. Afflatet, N. (2016): *Deficit Policy within the Framework of the Stability and Growth Pact: Empirical Results and Lessons for the Fiscal Compact*. Working Paper Series, Helmut Schmidt University Hamburg, Department of Economics, No. 168, Hamburg.
2. Alesina, A., Grilli, V. (1991): *The European Central Bank: Reshaping Monetary Politics in Europe*. NBER Working papers, No. 3860., Cambridge.
3. Alesina, A., Perotti, R. (1993): *Income Distribution, Political Instability, and Investment*. NBER Working papers, No. 4486., Cambridge.
4. Alesina, A., Ardagna, S. (1998): Tales of Fiscal Adjustment. *Economic Policy*, Vol. 13., (27), 489-585 o.
5. Aliber, R. Z., Kindleberger, C. P. (2015): *Manias, Panics, and Crashes – A History of Financial Crises*, Seventh Edition. Palgrave Macmillan, Basingstoke.
6. Altavilla, C., Giannone, D., Lenza, M. (2014): *The Financial and Macroeconomic Effects of OMT Announcements*. ECB Working Paper Series, No. 1707 / August 2014, Frankfurt.
7. Antonin, C., Guerini, M., Napoletano, M., Vona, F. (2019): *Italy: Escaping the High-Debt and Low-Growth Trap*. Sciences Po Ofce Working Paper, No 7./2019, Párizs.
8. Artis, M., Winkler, B. (1998): The Stability Pact: Safeguarding the Credibility of the European Central Bank. *National Institute Economic Review*, No. 163., January, 87-98 o.
9. Authers, J. (2012): *Europe's Financial Crisis: A Short Guide to How the Euro Fell into Crisis and the Consequences for the World*. Pearson Education, New Jersey.
10. Bagus, P. (2012): *The Tragedy of the Euro*. Ludwig von Mises Institute, Auburn.
11. Ban, C. (2016): *Ruling Ideas: How Global Neoliberalism Goes Local*. Oxford University Press, Oxford.
12. Barkbu, B., Eichengreen, B., Mody, A. (2016): The Euro's Twin Challenges: Experience and Lessons. IN Caporaso, J. A., Rhodes, M. (szerk.) 2016: *The Political and Economic Dynamics of the Eurozone Crisis*. Oxford, Oxford, 48-78 o.
13. Barro, R. J., Gordon, D. B. (1983): A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. *The Journal of Political Economy*, Vol. 91., (4), 589-610 o.
14. Barro, R. J. (1997): *Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study*. NBER Working papers, No. 5698., Cambridge.
15. Bastasin, C. (2012): *Saving Europe: How National Politics Nearly Destroyed the Euro*. Brookings Institution Press, Washington.
16. Beetsma, R., Mavromatis, K. (2014): An Analysis of Eurobonds. *Journal of International Money and Finance,* Volume 45, July, 91-111 o.
17. Benczes I. (2009): *A fiskális politika új politikai gazdaságtana*. Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Kar, Debrecen.

18. Benczes I., Kutasi G. (2010): A Gazdasági és Monetáris Unió fiskális szabályrendszere: Válság elõtt és után. *Európai Tükör*, XV. évf., július-augusztus, 107-127 o.
19. Benczes I., Rezessy G. (2013): Kormányzás Európában, trendek és törésvonalak. *Európai Tükör*, LVIII. évf., (2), 136-150 o.
20. Berg, A., Borensztein, E., Pattillo, C. (2004): *Assessing Early Warning Systems: How Have They Worked in Practice?* IMF Working Paper, WP/04/52, Washington.
21. Bini Smaghi, L. (2013): *Austerity: European Democracies against the Wall*. Centre for European Policy Studies, Brüsszel.
22. Blanchard, O. J., Griffiths, M., Gruss, B. (2013): Boom, Bust, Recovery: Forensics of the Latvia Crisis. *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2013, N/A, 325-388 o.
23. Blanchard, O. J., Leigh, D. (2013): Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers. *American Economic Review*, Vol. 103., (3), 117-120 o.
24. Blyth, M. (2013): *Austerity: History of a Dangerous Idea*. Oxford University Press, Oxford.
25. Bobeva, D., Atanasov, A. (2017): Macroeconomic Imbalances in Euro- and Non-Euro Area Member States. *Godishnik na UNSS*, 2017, (1), 25-37 o.
26. Brunnermeier, M. K., James, H., Landau, J. (2016): *The Euro and the Battle of Ideas.* Princeton University Press, New Jersey.
27. Bullard, J. (2010): *Quantitative Easing: Uncharted Waters for Monetary Policy*. Federal Reserve Bank of St. Louis, President's Message, St. Louis.
28. Campo, M. (2011): *Prolongation of the State Aid Temporary Framework*. Competition Policy Newsletter, Number 1 – 2011, Brüsszel.
29. Carbonell, J. B., Werner, R. A. (2018): Does Foreign Direct Investment Generate Economic Growth? A New Empirical Approach Applied to Spain. *Economic Geography*, Vol. 94., (4), 425-456 o.
30. Chowdury, A., Islam, I. (2012): *An Optimal Public Debt-to-GDP Ratio?* G-24 Policy Brief, No. 65., Washington.
31. Claessens, S., Mody, A., Vallée, S. (2012): *Paths to Eurobonds*. IMF Working Paper, WP/12/172, Washington.
32. Cochrane, J. H. (2009): *Can Learnability Save New-Keynesian Models?* NBER Working papers, No. 15459, Cambridge.
33. CoEC (1992): *Treaty on European Union*. Council of The European Communities, Brüsszel.
34. Cœuré, B. (2013): *The Economic Consequences of Low Interest Rates* AT International Center for Monetary and Banking Studies. Konferencia helye, ideje: Geneva, 2013.10.09.
35. Commonwealth Bank (2012): *The ECB's Securities Market Program (SMP): About to Restart Bond Purchases?* Commonwealth Bank of Australia, Sydney.
36. Csaba L. (2018): Az intézményi gazdaságtan és a főáram. *Közgazdasági Szemle*, LXV. évf., január, 1-23 o.

37. Csortos O., Szalai Z. (2014): Early Warning Indicators: Financial and Macroeconomic Imbalances in Central and Eastern European Countries. *MNB Working Papers*, 2014(2), Budapest.
38. Darvas Zs., Szapáry Gy. (2008): Az euróövezet bővítése és euróbevezetési stratégiák. *Közgazdasági Szemle*, LV. évf., október, 833-873 o.
39. Darvas Zs. (2012): The ECB's Magic Wand. *Intereconomics*, Vol. 47., (5), 266-267 o.
40. Darvas Zs., Wolff, G. B. (2013): Should Non-Euro Area Countries Join the Single Supervisory Mechanism? *DANUBE: Law and Economics Review*, Vol. 4, (2), 141-163 o.
41. De Grauwe, P. (2013): The European Central Bank as Lender of Last Resort in the Government Bond Markets. *CESInfo Economic Studies*, Vol 59., (3), 520-535 o.
42. De Grauwe, P., Ji, Y. (2013A): *The Legacy Of Austerity in the Eurozone*. CEPS Commentary, 4 October, Brüsszel.
43. De Grauwe, P., Ji, Y. (2013B): Self-fulfilling Crises in the Eurozone: An Empirical Test. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 34, (2013), 15-36 o.
44. De Grauwe, P., Ji, Y. (2015): *Quantitative Easing in the Eurozone*. It's Possible without Fiscal Transfers. CESInfo Group, January 2015, München.
45. De Sismondi, J. C. L. S. (1991): *Political Economy and the Philosophy of Government*. Augustus M Kelley Pubs, New York.
46. Delpla, J., von Weizsäcker, J. (2011): *Eurobonds: The Blue Bond Concept and its Implications*. Bruegel Policy Contribution, 2011/02, Brüsszel.
47. Demaria, F., Schneider, F., Sekulova, F. (2013): *What is Degrowth? – From an Activist Slogan to a Social Movement*. Environmental Values, Vol. 22, (2013), 191-215 o.
48. Development Committee (2006): *Fiscal Policy for Growth and Development – An Interim Report*. World Bank, Washington.
49. Dinghra, S., Ottaviano, G, Sampson, T., Van Reenen, J. (2016): The Impact of Brexit on Foreign Investment in the UK. IN Van Reenen, J. (szerk.) 2016: *Brexit 2016 – Policy Analysis from the Centre for Economic Performance*. CEPR Press, London, 24-33 o.
50. Domonkos, T., Ostrihoň, F., Šikulová, I., Širaňová, M. (2017): Analysing the Relevance of the MIP Scoreboard's Indicators. *National Institute Economic Review*, Vol. 239, (1), 32-52 o.
51. Dornbusch, R., Favero, C. A., Giavazzi, F. (1998): *The Immediate Challenges for the European Central Bank*. NBER Working papers, No. 6369., Cambridge.
52. Draghi, M. (2012): *Speech* AT Global Investment Conference. Konferencia helye, ideje: London, 2012.07.26.
53. Dufrénot, G., Gente, K., Monsia F. (2016): Macroeconomic Imbalances, Financial Stress and Fiscal Vulnerability in the Euro Area Before the Debt Crises: A Market View. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 67., október, 123-146 o.

54. EC (1989): *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*. European Community, Brüsszel.
55. EC (2005): *Public Finances in EMU – 2005*. European Commission, Brüsszel.
56. EC (2008A): *A European Economic Recovery Plan*. European Commission, Brüsszel.
57. EC (2008B): *Temporary Framework for State Aid Measures to Support Access to Finance in the Current Financial and Economic Crisis*. European Commission, Brüsszel.
58. EC (2009): *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses.* European Commission, Brüsszel.
59. EC (2011A): *Conclusions – 24/25 March 2011*. European Council, Brüsszel.
60. EC (2011B): *European Economic Forecast – Spring 2011*. European Commission, Brüsszel.
61. EC (2011C): *EU Economic Governance "Six-Pack" Enters into Force*. European Commission, Brüsszel.
62. EC (2011D): *European Commission Green Paper on the Feasibility of Introducing Stability Bonds*. European Commission, Brüsszel.
63. EC (2011E): *Green Paper – The EU Corporate Governance Framework*. European Commission, Brüsszel.
64. EC (2011F): *Public Finances in EMU – 2011*. European Commission, Brüsszel.
65. EC (2012A): *European Economic Forecast – Spring 2012*. European Commission, Brüsszel.
66. EC (2012B): *European Economic Forecast – Autumn 2012*. European Commission, Brüsszel.
67. EC (2012C): *Council Regulation Conferring Specific Tasks on the European Central Bank Concerning Policies Relating to the Prudential Supervision of Credit Institutions*. European Commission, Brüsszel.
68. EC (2013A): *European Economic Forecast – Spring 2013*. European Commission, Brüsszel.
69. EC (2013B): *An Important Step Towards a Real Banking Union in Europe: Statement by Commissioner Michel Barnier Following the Trilogue Agreement on the Creation of the Single Supervisory Mechanism for the Eurozone*. European Commission, Brüsszel.
70. EC (2013C): *'Two-Pack' Enters into Force, Completing Budgetary Surveillance Cycle and Further Improving Economic Governance for the Euro Area*. European Commission, Brüsszel.
71. EC (2015): *Five Presidents' Report Sets out Plan for Strengthening Europe's Economic and Monetary Union as of 1 July 2015*. European Commission, Brüsszel.
72. EC (2016): *European Economic Forecast – Spring 2016*. European Commission, Brüsszel.
73. EC (2019): *European Economic Forecast – Spring 2019*. European Commission, Brüsszel.

74. ECB (2008): *European Central Bank Again Offering US Dollar Liquidity*. European Central Bank, Frankfurt.
75. ECB (2012): *Technical Features of Outright Monetary Transactions*. European Central Bank, Frankfurt.
76. ECB (2013): *Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A) Mario Draghi, President of the ECB, Vítor Constâncio, Vice-President of the ECB*. European Central Bank, Frankfurt.
77. ECB (2014): *ECB Announces Further Details of the Targeted Longer-Term Refinancing Operations*. European Central Bank, Frankfurt.
78. ECB (2015A): *ELA Procedures*. European Central Bank, Frankfurt.
79. ECB (2015B): *ECB Announces Expanded Asset Purchase Programme*. European Central Bank, Frankfurt.
80. ECSC (1969): *Commission Memorandum to the Council on the Co-ordination of Economic Policies and Monetary Co-operation within the Community*. European Coal and Steel Community, Brüsszel.
81. EFSF (2015): *European Financial Stability Facility: Frequently Asked Questions*. EFSF, Luxembourg.
82. Eichengreen, B., Park D., Shin, K. (2013): *Growth Slowdowns Redux: New Evidence on the Middle-Income Trap*. NBER Working Paper No. 18673., Cambridge.
83. Eichengreen, B. (2018): *Optimum Currency Areas Past and Future*. Oxford Encyclopedia of Economics and Finance, June 2018, Oxford.
84. EMI (1995): *Progress Towards Convergence*. European Monetary Institute, Frankfurt.
85. EMI (1998): *Annual Report – 1997*. EMI, Frankfurt.
86. EPSC (2015): *The Euro Plus Pact: How Integration into the EU Framework can Give New Momentum for Structural Reforms in the Euro Area*. European Political Strategy Center, Brüsszel.
87. ESM (2015): *European Stability Mechanism: Frequently Asked Questions*. ESM, Luxembourg.
88. Eubanks, W. W. (2010): *The European Union's Response to the 2007-2009 Financial Crisis*. CRS Report for Congress, 2010/08, R41367, Washington.
89. Fabbrini, F. (2013): *The Fiscal Compact, the "Golden Rule" and the Paradox of European Federalism*. Tilburg Law School Legal Studies Research Paper Series, No. 013/2013, Tilburg.
90. Fahr, S., Motto, R., Rostagno, M., Smets, F., Tristani, O. (2011): *A Monetary Policy Strategy in Good and Bad Times*. ECB Working Paper Series, No. 1336 / May 2011, Frankfurt.
91. Farell, H., Quiggin, J. (2011): *Consensus, Dissensus and Economic Ideas: The Rise and Fall of Keynesianism During the Economic Crisis*. Risk and Sustainable Management Group Working Papers, No. 151527, St. Lucia.

92. Field, A. (2017): *Discovering Statistics Using IBM SPSS Statistics*. SAGE Publications, Thousand Oaks.
93. Fischer, I. (1933): The Debt-Deflation Theory Of Great Depressions. *Econometrica*, Vol. 1, (4), 337-357 o.
94. Forte, A., Pesce G. (2009): *The International Financial Crisis: An Expert Survey*. Department of Economics and Mathematical Methods, University of Bari, Bari.
95. Friedman, M. (1970): A Theoretical Framework for Monetary Analysis. *The Journal of Political Economy*, Vol. 78., (2), 193-238 o.
96. Friedman, M. (1986): *Infláció, munkanélküliség, monetarizmus*. Közgazdasági és Jogi Kiadó, Budapest.
97. Giavazzi, F., Pagano, M. (1990): Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries. IN Blanchard, O. J. (szerk.) 1990: *NBER Macroeconomics Annual Vol. 5.* (1990). National Bureau of Economic Research, Cambridge, 111-116 o.
98. Gómez-Puig, M., Sosvilla-Rivero, S., Singh, M. K. (2015): *Sovereigns and Banks in the Euro Area: A Tale of Two Crises*. Research Institute of Applied Economics Working Papers, 2015/04, 1/52, Barcelona.
99. González-Páramo, J. M. (2005): *The Reform of the Stability and Growth Pact: An Assessment* AT New Perspectives on Fiscal Sustainability Conference. Konferencia helye, ideje: Frankfurt, 2005.10.13.
100. Gourinchas, P., Philippon, T., Vayanos, D. (2016): *The Analytics of the Greek Crisis.* GreeSE - Hellenic Observatory Papers on Greece and Southeast Europe, No. 100., London.
101. Greene, W. H. (2002): *Econometric Analysis*. Prentice Hall, New Jersey.
102. Gren, J., Howarth, D., Quaglia, L. (2015): Supranational Banking Supervision in Europe: The Construction of a Credible Watchdog. *Journal of Common Market Studies*, Vol. 53., (S1), 181-199 o.
103. Gros, D. (2011): *Can Austerity Be Self-defeating?* CEPS Commentary, 29 November, Brüsszel.
104. Gros, D., Mayer, T. (2011): *Debt Reduction Without Default?* CEPS Policy Brief, No. 223/ February 2011, Brüsszel.
105. Gros, D., Alcidi, C., Belke, A., Coutinho, L., Giovannini, A. (2014): *State-of-play in Implementing Macroeconomic Adjustment Programmes in the Euro Area*. ROME Discussion Paper Series, No. 14-05., Düsseldorf.
106. Győrffy D. (2014): Democratic Dissatisfaction to Financial Crisis. IN Jensen, J., Miszlivetz F. (szerk.) 2014: *Reframing Europe's Future: Challenges and Failures of the European Construction*. Routledge, London, 93-114 o.
107. Győrffy D. (2013): Válságkezelés Európában, a gazdaságpolitika depolitizálásának kilátásai. *Pénzügyi Szemle*, 58. évf., (2), 123-135 o.
108. Halmai P. (2019): Konvergencia és felzárkózás az euróövezetben. *Közgazdasági Szemle*, LXVI. évf., június, 687–712 o.

109. Hausman, J. K., Wieland, J. F. (2014): Abenomics: Preliminary Analysis and Outlook. *Brookings Papers on Economic Activity*, N/A, Spring , 1-63 o.
110. Hawtrey, R. G. (1925): Public Expenditure and the Demand for Labour. *Economica*, No. 13., March, 38-48 o.
111. Herndon, T., Ash, M., Pollin, R. (2013): *Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff*. Political Economy Research Institute Working Paper Series, No. 322., Amherst.
112. Hessel, J. (2019): *Medium-Term Asymmetric Fluctuations and EMU as an Optimum Currency Area*. De Nederlandsche Bank Working Paper, No. 644, Amszterdam.
113. Hetzel, R. L. (2014): *The Great Recession: Market Failure or Policy Failure.* Cambridge University Press, Cambridge.
114. Hicks, J. R. (1937): *Mr. Keynes and the "Classics" – A Suggested Interpretation.* Econometrica, Vol. 5., (2), 147-159 o.
115. Hilmarsson, H. P. (2013): *Post Crisis "Success" Stories? Economic Outcomes and Social Progress in Iceland and Latvia*. SSE Riga/BICEPS Occasional Papers, No. 9, Riga.
116. Hobolt, S. B. (2016): The Brexit Vote: A Divided Nation, a Divided Continent. *Journal of European Public Policy*, Vol. 23, (9), 1259-1277 o.
117. Hodson, D., Quaglia, L. (2009): European Perspectives on the Global Financial Crisis: Introduction. *Journal of Common Market Studies,* Vol. 47., (5), 939-953 o.
118. Holcombe, R. G. (2008): *The Great Austrian Economists*. Ludwig von Mises Institute, Auburn.
119. Holler, J., Reiss, L. (2011): What to Expect from the Latest Reform of the Stability and Growth Pact. *Monetary Policy & The Economy*, Vol. 11, Q4, 85-94 o.

120. Horváth Á., Szalai Z. (2004): *Gazdasági és Monetáris Unió*. MNB Műhelytanulmányok, 12., Budapest.
121. IMF (2002): *Assessing Sustainability*. International Monetary Fund, Washington.
122. IMF (2008): *IMF Announces Staff-Level Agreement with Hungary on €12.5 Billion Loan (US$15.7 billion); European Union, World Bank to Lend, Too.* International Monetary Fund, Washington.
123. IMF (2009): *Hungary: First Review under the Stand-By Arrangement and Request for Modification of Performance Criteria*. International Monetary Fund, Washington.
124. IMF (2010): *Republic of Latvia 2010 Article IV Consultation (IMF Country Report No. 10/356)*. International Monetary Fund, Washington.
125. IMF (2012): *Romania: Fourth Review under the Stand-By Arrangement and Request for Modification of Performance Criteria - Staff Report*. International Monetary Fund, Washington.

126. IMF (2013): *Transcript of a Press Conference of the Managing Director.* International Monetary Fund, Washington.
127. Issing, O. (2000): *The Monetary Policy of the European Central Bank: Strategy and Implementation.* CESInfo Group, Forum 2 / 2000, München.
128. Joles, E., Kelemen, R., D., Meunier, S. (2015): Failing Forward? The Euro Crisis and the Incomplete Nature of European Integration. *Comparative Political Studies*, December 2015, 1-25 o.
129. Kaufman, G. G. (2000): Banking and Currency Crises and Systemic Risk: Lessons from Recent Events. *Economic Perspectives*, Vol 24., (3), 9-28 o.
130. Koutsoukis, N. S., Roukanas, S. A. (2014): The GrExit Paradox. *Procedia Economics and Finance*, 9 (2014), 24-31 o.
131. Kee, H. L., Nicita, A. (2017): *Short-Term Impact of Brexit on the United Kingdom's Export of Goods*. World Bank Group Policy Research Paper, 8195, Washington.
132. Kickert, W. J. M., Randma-Liiv, T. (2015): *Europe Managing the Crisis: The Politics of Fiscal Consolidation*. Routledge, New York.
133. Klyviené, V., Rasmussen, L. T. (2010): *Causes of Financial Crises: The Case Of Latvia*. Ekonomika, Vol. 89., (29), 7-27 o.
134. Koenig, A. (2016): *Ökonomische Aspekte eines EU-Austritts des Vereinigten Königreichs (Brexit)*. Deutschen Bundestag, 27 June, Berlin.
135. Kollmann, R., Pataracchia, B., Raciborski, R., Ratto, M., Roeger, W., Vogeld, L. (2016): The Post-Crisis Slump in the Euro Area and the US: Evidence from an Estimated Three-Region DSGE Model. *European Economic Review*, Vol. 88., September, 21-41 o.
136. Konzelmann, S. (2014): The Political Economics of Austerity. *Cambridge Journal of Economics*, January, (2014), 1-39 o.
137. Kornai J., Maskin, E., Roland, G. (2004): A puha költségvetési korlát – I. *Közgazdasági Szemle*, LI. évf., július-augusztus, 608-624 o.
138. Krugman, P. (1993): Lessons of Massachusetts for EMU. IN Francisco, T., Giavazzi, F. (szerk.) 1993: *The Transition to Economic and Monetary Union*. Cambridge University Press, Cambridge, 241-266 o.
139. Krugman, P. (2009): *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. W.W. Norton & Company, New York.
140. Krugman, P. (2012): *Elég legyen a válságból! Most!* Akadémiai Kiadó, Budapest.
141. Kydland, F. E., Prescott, E. C. (1977): Rules Rather Than Discretion – The Inconsistency Of Optimal Plans. *The Journal of Political Economy*, Vol. 85., (5), 473-492 o.
142. Lamfalussy, C., Maes, I., Péters, S. (2013): *Alexandre Lamfalussy: The Wise Man of the Euro*. Lannoo Campus, Leuven.
143. Lapavitsas, C., Kaltenbrunner, A., Labrinidis, G., Lindo, D. (2012): *Crisis in the Eurozone*. Verso, London.

144. Lauk, K. J. (2012): Even Germany Faces Limits. *The International Economy*, Vol. 26, (1), 46-47, 79-80 o.
145. Lee, M. W. (1955): *Economic Fluctuations – An Analysis of Business Cycles and Other Economic Fluctuations*. R. D. Irwin, Homewood.
146. Lewis, C., Pain, N. (2015): Lessons from OECD Forecasting During and After the Financial Crisis. *OECD Journal: Economic Studies*, 2014, (1), 9-39 o.
147. Lin, J. Y. (2013): *Against the Consensus: Reflections on the Great Recession.* Cambridge University Press, Cambridge.
148. Losoncz M. (2019): A gazdasági és monetáris unió fenntarthatóságának néhány kérdése. *Közgazdasági Szemle*, LXVI. évf., május, 478–496 o.
149. Loth, W. (2015): *Building Europe: A History of European Unification*. De Gruyter Oldenbourg, München.
150. Lucas, R. E, (1972): Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*, Vol. 4., (1972), 103-124 o.
151. MacShane, D. (2016): *Brexit: How Britain Will Leave Europe – 2016 Referendum Edition*. IB Tauris & Co., New York.
152. Madhani, P. M. (2010): Rebalancing Fixed and Variable Pay in a Sales Organization: A Business Cycle Perspective. *Compensation & Benefits Review*, Vol. 42, (3), 179-189 o.
153. Malthus, T. (1836): *Principles of Political Economy*. William Pickering, London.
154. Marglin, S. A. (2008): *The Dismal Science – How Thinking Like an Economist Undermines Community*. Harvard University Press, Boston.
155. Marsh, D. (2009): *The Euro: The Battle for the New Global Currency*. Yale University Press, New Haven.
156. Martorano, B. (2014): *Is It Possible to Adjust 'With a Human Face'? Differences in Fiscal Consolidation Strategies between Hungary and Iceland*. UNICEF Office of Research Working Papers, WP-2014-No. 03, Firenze.
157. Marx, K. (1992): *Capital: Volume 1: A Critique of Political Economy*. Penguin Classics, London.
158. Maziarz, M. (2016): The Reinhart-Rogoff controversy as an instance of the 'emerging contrary result' phenomenon. *Journal of Economic Methodology*, Vol. 24., (5), 213-225 o.
159. McKinnon, R. (1963): Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, No. 56, N/A, 717-725 o.
160. Minsky, H. (1986): *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw-Hill Professional, New York.
161. Minsky, H. (1992): *The Financial Instability Hypothesis*. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, No. 74, New York.
162. Mongelli, F. P. (2008): *European Economic and Monetary Integration, and the Optimum Currency Area Theory*. Director-General for Economic and Financial Affairs, Economic Papers, 202, Brüsszel.

163. Mundell, R. (1961): A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, No. 54, N/A, 657-664 o.
164. Mundell, R. (1963): Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29., (4), 475-485 o.
165. Mundell, R., Friedman, M. (2001): *One World, One Money?* Option Politiques, May 2001, Montreal.
166. Myers, J. L., Well, A. D. (2003): *Research Design and Statistical Analysis*. Lawrence Erlbaum, New Jersey.
167. Neményi J., Olbath G. (2012): Az euró bevezetésének újragondolása. *Közgazdasági Szemle*, LIX. évf., június, 569-684 o.
168. Obstfeld, M. (2001): *International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model*. IMF Staff Papers, Vol. 47, Special Issue, Washington.
169. Obstfeld, M. (2013): *Finance at Center Stage: Some Lessons of The Euro Crisis.* Director-General for Economic and Financial Affairs, Economic Papers, 493, Brüsszel.
170. OECD (2011): *Restoring Public Finances*. OECD, Paris.
171. Official Journal of The European Union (2008): *Protocol (No 4) On The Statue of The European System of Central Banks and of The European Central Bank*. European Council, Brüsszel.
172. Official Journal of The European Union (2010A): *Council Regulation of Establishing a European Financial Stabilisation Mechanism*. European Council, Brüsszel.
173. Official Journal of The European Union (2010B): *Decision of the European Central Bank of 14 May 2010 Establishing a Securities Markets Programme*. European Council, Brüsszel.
174. Orphanides, A. (2017): *The Fiscal-Monetary Policy Mix in the Euro Area: Challenges at the Zero Lower Bound*, MIT Sloan Research Paper, No. 5197-17, Cambridge.
175. Padoa-Schioppa, T. (2004): *The Euro and its Central Bank: Getting United after the Union*. The MIT Press, Cambridge.
176. Peet, J., La Guardia, A. (2014): *Unhappy Union: How the Euro Crisis – and Europe – can be Fixed*. Profile Books, London.
177. Pegkas, P. (2018): *The Effect of Government Debt and Other Determinants on Economic Growth: The Greek Experience*. Economies, Vol. 6., (1), 1-19 o.
178. Pelle A. (2010): Állami támogatások az Európai Unióban a gazdasági válság idején. *Európai Tükör*, XV. évf., szeptember, 32-49 o.
179. Pelle A. (2011): *The German Roots of the European Community's Cartel Regulation: From a Historical and Theoretical Perspective*. LAP Lambert Academic Publishing, Saarbrücken.

180. Pelle A. (2013): *The Failures of European Crisis Management and its Micro and Meso Level Reasons* AT New Economic Concepts in the Current European Crises Conference. Konferencia helye, ideje: Göttingen, 2013.11.8-9.
181. Perluigi, B., Sondermann, D. (2018): *Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Where Do We Stand?* ECB Occasional Paper, No. 211, Frankfurt.
182. Phillips, A. W. (1958): The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957. *Economica*, Vol. 25., (100), 283-299 o.
183. Pickert, J., Narayanan, V. (2017): The Eurozone Crisis: Short-Run versus Long-Run Solutions. *Horizons of Politics*, Vol. 8, (24), 215-235 o.
184. Pisani-Ferry, J. (2014): *The Euro Crisis and its Aftermath*. Oxford University Press, Oxford.
185. Pisani-Ferry, J., Röttgen, N., Sapir, A., Tucker, P., Wolff, G. B. (2016): *Europe after Brexit: A Proposal for a Continental Partnership*. Bruegel External Publication, 29 August, Brüsszel.
186. Rácz M. (2009): *Az eurózóna kihívásai a válság nyomán kialakult helyzetben.* IN Meisel, S. (szerk.) 2009: A válság hatása az Európai Unió működésére. VKI, Budapest, 79-93 o.
187. Rannenberg, A., Schoder, C., Strasky, J. (2015): *The Macroeconomic Effects of the Euro Area's Fiscal Consolidation 2011-2013: A Simulation-based Approach*. Central Bank of Ireland Research Papers, 2015, 03/RT, Dublin.
188. Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2010): Growth in a Time of Debt. *American Economic Review*, Vol. 100., (2), 573-578 o.
189. Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2011): *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press, New Jersey.
190. Ricardo, D. (1846): *The Works of David Ricardo (McCulloch ed.)*. John Murray, London.
191. Romer, D. (2000): Keynesian Macroeconomics without the LM Curve. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14., (2), 149-169 o.
192. Rosiak, T. (2015): *Fiscal Capacity for Euro Area - Towards a Bigger EU Budget?* Institute of Economic Research Working Papers, No. 93/2015, Olsztyn.
193. Sajtos L., Mitev A. (2007): *SPSS kutatási és adatelemzési kézikönyv*. Alinea Kiadó, Budapest.
194. Saraceno, F., Tamborini, R. (2015): *How Can It Work? On the Impact of Quantitative Easing in the Eurozone*. DEM Working Papers, N. 2015/3., Trento.
195. Schumpeter, J. A. (1954): *History of Economic Analysis*. George Allen & Unwin, London.
196. Siekmann, H. (2015): *The Legality of Outright Monetary Transactions (OMT) of the European System of Central Banks*. IMFS Working Paper Series, No. 90., Frankfurt.
197. Sinn, H-W. (2014): *The Euro Trap: on Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*. Oxford University Press, Oxford.

198. Snowdon, B., Vane, H. R. (2005): *Modern Macroeconomics – Its Origins, Development and Current State*. Edward Elgar Publishing , Cheltenham.
199. Stiglitz, J. (1993): Post Walrasian and Post Marxian Economics. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 7., (1), 109-114 o.
200. Stiglitz, J. (2002): *Globalization and its Discontents*. W.W. Norton & Company, New York.
201. Stiglitz, J. (2013): *The Price of Inequality: How Today's Divided Society Endangers our Future*. W.W. Norton & Company, New York.
202. Stiglitz, J. (2014): *Reconstructing Macroeconomic Theory to Manage Economic Policy*. NBER Working papers, No. 20517, Cambridge.
203. Stone, R. Q., Gent, S. E. (2006): *Formalizing Informal Cooperation: Norm-Based Cooperation and the European Stability and Growth Pact*. University of Rochester Working Papers, 1 February 2016, New York.
204. Storm, S. (2018): Financialization and Economic Development: A Debate on the Social Efficiency of Modern Finance. *Development and Change*, Vol. 49., (2), 302-329 o.
205. Summers, L. (2014): Reflections on the 'New Secular Stagnation Hypothesis'. IN Teulings, C., Baldwin, R. (szerk.) 2014: *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures.* CEPR Press, London, 27-40 o.
206. Summers, L. (2016): The Age of Secular Stagnation. *Foreign Affairs*, Vol. 95., (2), 1-10 o.
207. Szőke Á., Végh M. Z. (2012): Románia recessziója: Zuhanórepülés?. IN Farkas B., Voszka É., Mező J. (szerk.) 2012: *Válság és válságkezelés az Európai Unió kohéziós országaiban*. Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar, Szeged, 134-141 o.
208. Tabellini, G. (2015): The Main Lessons to be Drawn from the European Financial Crisis. IN Baldwin, R., Giavazzi, F. (szerk.) 2015: *A Consensus View of The Causes and a Few Possible Solutions*. CEPR Press, London, 170-175 o.
209. Tabellini, G. (2016): Building Common Fiscal Policy in the Eurozone IN Baldwin, R., Giavazzi, F. (szerk.) *How to Fix Europe's Monetary Union*. CEPR Press, London, 117-131 o.
210. Taleb, N. N. (2010): *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Random House Trade Paperbacks, New York.
211. The Bank of England (2013): *Minutes of The Monetary Policy Committee Meeting.* The Bank of England, London.
212. Truger, A. (2015): The Fiscal Compact, Cyclical Adjustment and the Remaining Leeway for Expansionary Fiscal Policies in the Euro Area. *Panoeconomicus*, Vol. 62., Issue 2, 157-175 o.
213. TSCG (2013): *Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union*. N/A, Brüsszel.

214. Vaara, E. (2014): Struggles over Legitimacy in the Eurozone crisis: Discursive Legitimation Strategies and their Ideological Underpinnings. *Discourse Society*, Vol. 25, (4), 500-518 o.
215. Várhegyi É. (2010): A válság hatása a magyarországi bankversenyre. *Közgazdasági Szemle*, LVII. évf., október, 825-846 o.
216. Vasilopoulou, S., Halikiopoulou, D. (2013): In the Shadow of Grexit: The Greek Election of 17 June 2012. *South European Society and Politics*, Vol. 18, (4), 523-542 o.
217. Végh M. Z. (2013B): Válságkezelés innovatív módszerekkel: Közép-Európa EU-tagállamai példáin keresztül megközelítve. IN Bajmócy Z., Elekes Z. (szerk.) 2013: *Innováció: a vállalati stratégiától a társadalmi stratégiáig*. JATEPress, Szeged, 45-60 o.
218. Végh, M. Z. (2013A): Has Austerity Succeeded in Ameliorating the Economic Climate? The Cases of Ireland, Cyprus and Greece. *Social Sciences*, Vol. 3, (2), 288-307 o.
219. Végh, M. Z. (2019): A 2008-as válság hozadékai az EU számára: gazdaságpolitikai koordinációból gazdasági kormányzás. *Európai Tükör*, (megjelenés alatt), N/A, 1-15 o.
220. Végh, M. Z., Pelle A. (2019): Az Európai Központi Bank szerepének átalakulása az európai válságkezelés során. *Köz-Gazdaság*, (megjelenés alatt), N/A, 1-17 o.
221. Voszka É. (2012): Európai versenyszabályozás: Átmeneti vagy tartós változások? *Pénzügyi Szemle*, 57. évf., (1), 69-87 o.
222. Voszka É. (2018): *Az állami tulajdon pillanatai. Gazdaságtörténeti és tudománytörténeti nézőpontok* AT Könyvbemutató. Konferencia helye, ideje: Szeged, 2018.11.07.
223. Ward, J. H. Jr. (1963): Hierarchical Grouping to Optimize an Objective Function. *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 58., (301), 236-244 o.
224. WEF (2016): *The Future of Jobs*. World Economic Forum, Geneva.
225. Wilkinson, M. A. (2015): The Euro Is Irreversible! … Or is it?: On OMT, Austerity and the Threat of "Grexit". *German Law Journal*, Vol. 16., (04), 1049-1072 o.
226. Witt, U. (2002): Germany's "Social Market Economy": Between Social Ethos and Rent Seeking. *The Independent Review*, Vol. VI., (3), 365-375 o.
227. Wodlak, R., Angouri, J. (2014): From Grexit to Grecovery: Euro/crisis Discourses. *Discourse & Society*, Vol. 25., (4), 417-423 o.
228. Zaman, G., Georgescu, G. (2009): The Impact of Global Crisis on Romania's Economic Development. *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*, Vol. 11, (2), 611-624 o.

Ábrajegyzék

1. ábra: A reálértéken számolt bruttó hazai össztermék (vastag, bal tengely, billió USD) és a munkanélküliség alakulása (szaggatott, jobb tengely, az aktív népesség százalékában) az Amerikai Egyesült Államok, az Európai Unió és Japán gazdaságaiban (2006 – 2013)
2. ábra: A pénzügyi szektor eszközállománya (a GDP %-ában, 2010 első negyedéve)
3. ábra: Néhány periférikus ország külkereskedelmi egyenlege a világ többi országával szemben (milliárd EUR, 2001 – 2010)
4. ábra: Tízéves államkötvények hozamai néhány periférikus országban (%, 1995 – 2011)
5. ábra: Néhány EU-tagállam nettó hitelezői/nettó adós pozíciójának alakulása (a GDP %-ában, 1999 – 2008)
6. ábra: Néhány tagállam ingatlanár-indexe (az előző év %-ában, 2002 – 2008)
7. ábra: Az Európai Unió bankmentéseire felhasznált és jóváhagyott összegek (milliárd EUR, 2008. október – 2012. október)
8. ábra: A reálértéken számolt bruttó hazai össztermék (bal tengely, egyenes vonal, 2007=100%), és a munkanélküliség (jobb tengely, az aktív népesség százalékában) az Európai Unió és az eurózóna országaiban (2004 – 2018)
9. ábra: Az Európai Unió (28 tagállam) bruttó államadóssága (bal tengely) és költségvetési egyenlege (jobb tengely) (a GDP százalékában, 2004 – 2018)
10. ábra: Az Európai Bizottság válsággal kapcsolatos sajtóközleményeinek és jogalkotásainak száma (db, 2004 –2018)
11. ábra: A magyar forint gyengülése az euróval szemben (HUF/EUR, 2007Q4 – 2009Q1)
12. ábra: Az Európai Unió főbb reformlépéseinek osztályozása, azok fókusza szerint
13. ábra: Az Európai Központi Bank irányadó kamatlába (napi betéti kamat, %, 2009 –2018)
14. ábra: Az Európai Központi Bank működése a válságkezelésben
15. ábra: Az egyes tagállamok reál GDP-jének alakulása (2007=100%, 2008 – 2009)
16. ábra: Az egyes tagállamok reál GDP-jének alakulása (2007=100%, 2010 – 2011)
17. ábra: A tartósan visszaeső országok reál GDP-jének alakulása (2007=100%, 2007 – 2014)
18. ábra: Az SGP-előírásnál (3%) magasabb költségvetési hiánnyal rendelkező tagállamok költségvetési egyenlege (a GDP százalékában, 2009)
19. ábra: Az SGP-előírásnál (60%) tartósan magasabb bruttó államadóssággal rendelkező tagállamok bruttó államadóssága (a GDP százalékában, 2008 – 2018)
20. ábra: Tartósan magas kötvényhozamok (tíz éves lejáratú államkötvény) bizonyos EU-tagállamokban (%, 2004 – 2018)
21. ábra: Az EU tagállamai reálértéken számított GDP-jének változása (Y tengely, %, 2007 – 2009) és válság előtti egyensúlytalanságainak száma (X tengely, db, 2004 – 2007)
22. ábra: Az EU tagállamai számára a 2007-es reál GDP-jük eléréséhez szükséges évek száma (Y tengely, %, 2007 – 2009) és válság előtti egyensúlytalanságainak száma (X tengely, db, 2004 – 2007)

23. ábra: A 28 tagállam makrogazdasági egyensúlytalanságainak összesített értéke (db, 2004 – 2018)
24. ábra: Korreláló MIP indikátor-párok (Pearson-korreláció) (db, 2004 – 2018)
25. ábra: Portugália határértéken felüli egyensúlytalanságának mértéke (%, 2004 – 2018)
26. ábra: Spanyolország határértéken felüli egyensúlytalanságának mértéke (%, 2004 – 2018)
27. ábra: Görögország határértéken felüli egyensúlytalanságának mértéke (%, 2004 – 2018)
28. ábra: Olaszország határértéken felüli egyensúlytalanságának mértéke (%, 2004 – 2018)
29. ábra: Németország határértéken felüli egyensúlytalanságának mértéke (%, 2004 – 2018)
30. ábra: Franciaország határértéken felüli egyensúlytalanságának mértéke (%, 2004 – 2018)
31. ábra: A leggyakoribb egyensúlytalanságok az MIP szerint (db, 2011 – 2018)

1. táblázat: A makrogazdasági egyensúlytalansági eredménytábla indikátorai és határértékeik
2. táblázat: Az MIP indikátorok ADF-tesztjeinek értékei
3. táblázat: A bináris logisztikus regressziós modell előrejelző ereje (osztályozási tábla)
4. táblázat: A bináris logisztikus regressziós függvény (t=0) változói
5. táblázat: A bináris logisztikus regressziós függvények tényezői többféle időhorizonton
6. táblázat: Néhány tartós visszaesést elszenvedő tagállam a regressziós egyenletben szereplő egyensúlytalanságainak aránya (a határértékhez képest kifejezve, %, 2004 – 2018)