

Pelle Anita – Végh Marcell Zoltán

Hogyan változott az euróövezet a kezdetek óta?

ÖSSZEFOGLALÓ: A közös európai fizetőeszköz, az euró 1999 óta létezik, azonban több évtizednyi monetáris integráció és jogi-gazdasági-pénzügyi előkészületek előzték meg bevezetését. A monetáris unió első tíz éve sikeres volt, a második évtized nagyrészt globálisként indult, majd a valutaövezetre szűkülő válság megoldásával telt. A kezdeti szakaszban ad hoc jellegű válságkezelés zajlott, majd elindultak a szisztematikusabb védőintézkedések, intézményi fejlesztések. Mindazonáltal inkább az euróövezet válságállóságát, semmint fenntarthatóságát sikerült mind ez idáig megteremteni – utóbbi még várat magára.¹

KULCSSZAVAK: Gazdasági és Monetáris Unió, monetáris integráció, euró, válság, konvergencia

JEL-KÓDOK: F55, O47, O52, P52

A közös pénz bevezetése melletti közösségi szintű elköteleződés a Maastrichti Csúcson született meg 1991 decemberében, ahogy indításának szabályait is ott fektették le az Európai Tanács résztvevői (Farkas, Várnay, 2011). A piacok a monetáris unió megvalósulását azonban igazán csak az 1995-ös madridi EU-csúcs után kezdték elhinni. Akkor már az eurórendszer kiépítése is megkezdődött, az Európai Monetáris Intézet révén (Lámfalussy et al, 2014), és az EMR-válságon is sikerült túljutni, zajlott a konvergenciaszakasz. Így az EU-tagállamok állampapírjainak kamatai lefelé kezdtek mozdulni, és dinamikus konvergencia indult el az EU-ban rendre legalacsonyabb német kamatokhoz (lásd 1. ábra).

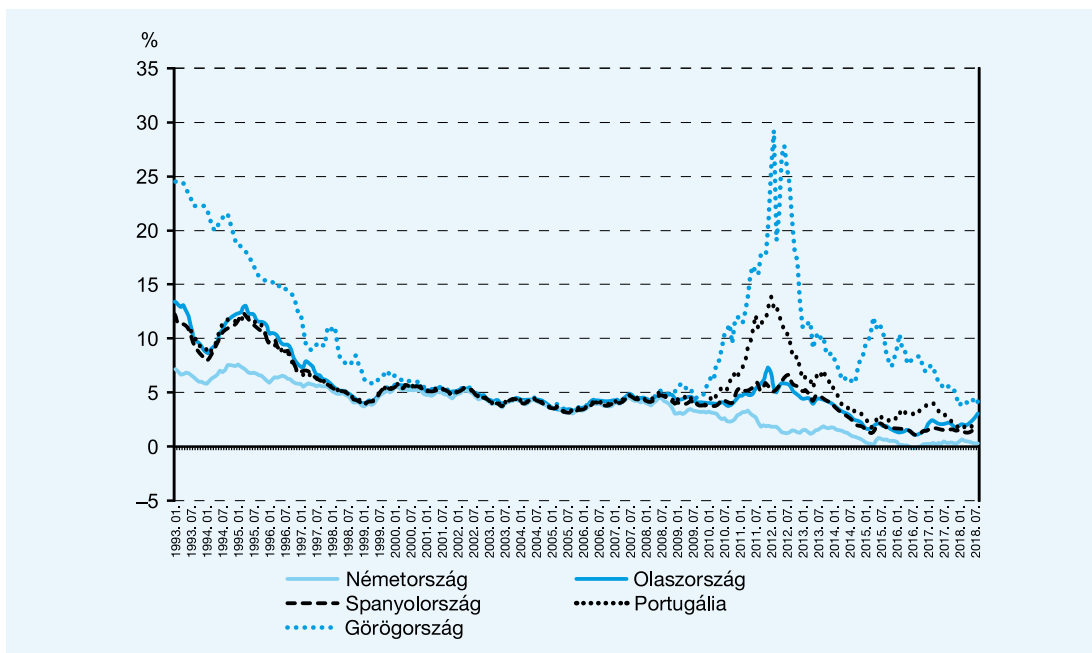
Az euró 1999-es indítása sikeres volt, amihez persze a kedvező gazdasági konjunkturális időszak is hozzájárult. Az első tíz év hasonlóan folytatódott, jogos elégedettségre és bizakodásra adva okot. A kamatok alacsonyak ma-

radtak, a periférián masszív beruházási boom valósult meg. A helyzet gyorsan megváltozott: a globális pénzügyi válság hatására Európában hirtelen likviditási válság keletkezett, majd – ennek kezelése folyamánként – meglehetősen rövid idő alatt közpénzügyi válság. A hosszú évekig alacsonyan lévő kamatok az euróövezet periferiáján megugrottak, a kamatkülönbségek hirtelen történelmi magasságokba lendültek (1. ábra, 2009-től kezdődően). Az euróövezet válsága során a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) összes tökéletlensége a felszínre került. A megoldáskeresés a kezdeti időszakban közpénzből finanszírozott intézkedésekből állt, ám leginkább tűzoltás jelleget öltött, a tervezettség nem volt jellemző. Nagyjából 2013/2014-től nyílt lehetőség átgondoltabb reformokra – a kedvező gazdasági helyzet ugyanakkor meglazította a változtatás korábbi kényszerét (talán egyedüli kivétel a balti államok, amelyek a válság éveiben teljesítették a maastrichti konvergenciakritériumokat és csatlakoztak a monetáris övezethez).

A válság mélyreható társadalmi és poli-

Levelezési e-cím: pelle@eco.u-szeged.hu

**HOSSZÚ LEJÁRATÚ KAMATLÁBAK EGYES EURÓÖVEZETI ORSZÁGOKBAN,
1993. JANUÁR – 2018. AUGUSZTUS**



Forrás: EKB adatai alapján saját szerkesztés

tikai változásokat is indukált, elsősorban az euroskepticizmus és a fennálló renddel való szembenállás irányába (Serricchio et al., 2013, Nicoli 2017, Pirro, Taggart, 2018) –, amely kihat a GMU további építésének, reformjainak megvalósíthatóságára. A kihívásokat tetézi, hogy meghatározó euróövezeti tagállamok (különösen Németország és Franciaország) egyes sarkalatos kérdésekben nagyon eltérő álláspontot képviselnek, valamint hogy az övezet harmadik legnagyobb gazdasága, Olaszország gazdasági és közpénzügyi helyzete egyáltalán nem megnyugtató.

MÓDSZER

Tanulmányunkban áttekintjük, hogyan változott az euróövezet a kezdetek óta, és hogy vajon jelen állapotából kiindulva mennyire megvaló-

sítható a GMU építményének megfelelő szintig való kiteljesítése – és így valójában a teljes valutaunió fenntarthatósága. Elemzésünk során támaszkodunk elméleti megfontolásokra és vitákra – a GMU tervezésének, kiépítésének, válsága kezelésének és jövője alakításának tekintetében egyaránt –; a fejlemények deskriptív, ugyanakkor kritikus bemutatására szakirodalmi alátámasztással; valamint törekszünk egyes jelentős események és azok hatásainak – szándékaink szerint – objektív, ugyanakkor árnyalt bemutatására. Ami a jelent és a jövőt illeti, néhány esetben hivatkozunk a szaksajtóra (The Economist, Bloomberg) és intézményi sajtótájékoztatóra (ECB), illetve különböző fórumokon publikált, nem tudományos, hanem inkább politikai programként felfogható tervekre (Macron-Gabriel kiáltvány, Macron-terv, Meseberg-nyilatkozat), valamint az Európai Bizottság dokumentumaira (elnöki jelentések, fehér könyv Európa jövőjéről).

AZ EREDETI ELKÉPZELÉSEK ÉS A KEZDETI IDŐSZAK

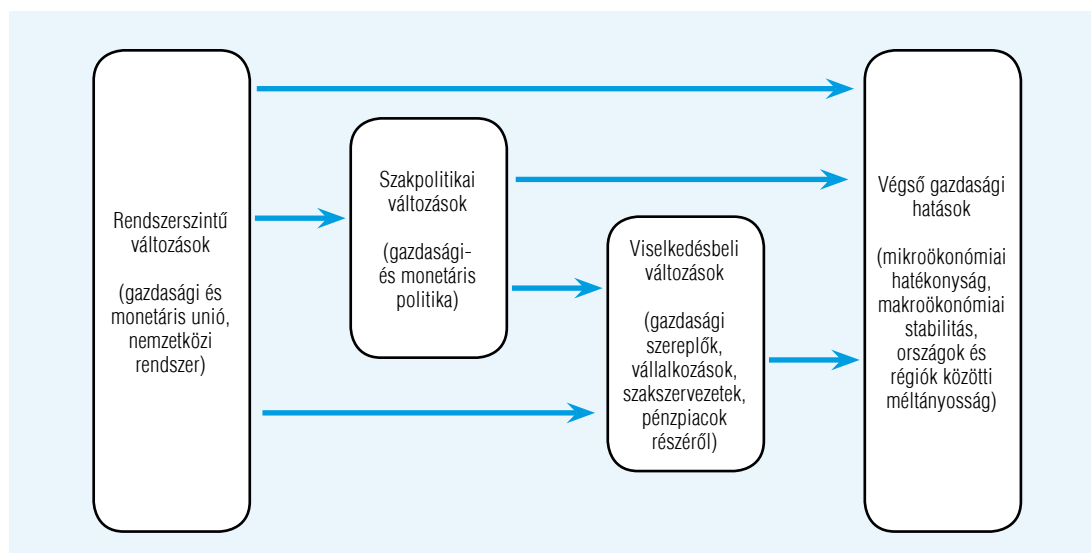
Az európai monetáris integráció gondolata először az 1969-es hágai csúcson vetődött fel (J. Nagy 2007), amely összefüggésben állt azazal, hogy a Bretton Woods-i rendszer fenntart-hatatlansága akkor már jól látszott. Az EGK-tagállamok – akik között a közös piac révén a megelőző bő egy évtizedben dinamikusabn bővültek a gazdasági-kereskedelmi kapcsolatok – elérkezettnek látták az időt, hogy maguk között kiépítsenek egy monetáris rendszert, és ne egy dollárközpontú globális pénzügyi rendszeren belül menedzseljék egymás közötti tranzakcióikat (Zimmermann, 2001). Az 1970-ben publikált Werner-terv ennek az európai monetáris integrációnak a lépéseit vázolta fel, utolsó állomásként a monetáris unióval (EC 1970). A terv megvalósítása keretében 1973-ban megalapították az Európai Monetáris Együttműködési Alapot (907/73. EGK rendelet), 1979-ben pedig elindították az Európai Monetáris Rendszert (EMR) az ECU-val mint

központi elszámoló egységgel (3181/78 EGK rendelet). A következő mérföldkő a Jacques Delors által vezetett szakmai bizottság jelentése volt, amely tulajdonképpen a Werner-terv felújítását, aktualizálását jelentette (CSEMU 1989), ám egyúttal a gazdasági-pénzügyi integrációnak, annak várható hatásainak mély és részletes közgazdasági elemzését is nyújtva. A Delors-bizottság tisztában volt azzal, hogy a monetáris unióval párhuzamosan a gazdaságpolitikai koordinációt nagyon szorosra kell fűzni, a belső versenyképességbeli feszültségeket pedig feltétlenül kezelni kell [lásd különösen CSEMU (1989) 27–30. cikkelyek].

Ezzel szemben a Bizottság 1990-es *One market, one money* című jelentése (EC 1990) nagyvonalúan átsiklott a Delors-terv alapos közgazdasági megfontolásain, illetve az abban vázolt kockázatokon és szükséges teendőkön, és gyakorlatilag egyenes utat látott a GMU létrehozása és a közösségi szintű hatékonyság, stabilitás és méltányosság (konvergencia) között (lásd 2. ábra). Ez a típusú „egyirányú utca” gondolkodás végigkísérte a monetáris

2. ábra

A GMU HATÁSAI



Forrás: EC (1990), 12. oldal alapján saját szerkesztés

integrációt, és a vele kapcsolatos problémákra csak a válság tudta ráirányítani a figyelmet, kíméletlenül – akkorra viszont már olyan mértékű volt az egymásrautaltság, hogy a valutaövezet egyben tartása tényleg egyirányú utcának bizonyul(t).

A Maastrichti Szerződéssel tulajdonképpen az 1989-es Delors-terv fő elemei kerültek be az elsődleges jogba. Ennek megfelelően a szerződés lefektette a gazdaságpolitikai koordináció kereteit – ám a rosszul teljesítő tagállamok vonatkozásában a szöveg nem megy messzebb az ajánlások megfogalmazásának lehetőségénél, a Stabilitási és Növekedési Egyezmény (*Stability and Growth Pact*, SGP) pedig végül nem került be az elsődleges jogba, egy kormányközi megállapodás lett csupán belőle. Szerződésben rögzítették viszont a közös monetáris politika intézményeit (EKB, KBER), fő célkitűzését (inflációs célkövetés) és eszköztárát. A konvergenciakritériumok a szerződéshez csatolt egyik jegyzőkönyvben szerepelnek részletesen – azonban jogilag a jegyzőkönyv is a szerződés (és így az elsődleges joganyag) része. Fontos megjegyezni, hogy a célkitűzések között nem szerepeltek a fizetési mérlegekre vonatkozó szempontok. Ekkor egyszerűen nem feltételezték, hogy a tagállamok mérlegei tartósan többletet vagy hiányt mutathatnak, finanszírozási különbségeket kialakítva, amelyeket a versenyképesség rugalmatlanul vagy egyáltalán nem követne le.

A GMU szerződésben rögzített terve tehát már eleve sem foglalta magába a monetáris unióval párhuzamosan fiskális unió és/vagy föderalizmus kiépítését, akárcsak célkitűzés szintjén sem, csupán a gazdaságpolitikai koordináció fontosságát hangsúlyozta, noha már akkor is tudott volt, hogy ez komoly kockázatot hordoz magában a projekt sikerességét és fenntarthatóságát illetően (Sala-i-Martin, Sachs 1991, Rácz, 2001). Kevéssé ismert tény, hogy a Maastrichti Szerződés aláírása (1992. február 7.) és hatályba lépése (1993. novem-

ber 1.) között azért telt el olyan sok idő, mert az Egyesült Királyság és Dánia – más-más politikai folyamat keretében, de – nem fogadta el a szerződésnek azt a logikáját, hogy ha egy ország teljesíti a kritériumokat, a következő évben bevezeti a közös pénzt. Így a szerződést csak akkor ratifikálták, amikor az kiegészült egy-egy jegyzőkönyvvel e két ország kivülmaradási (*opt-out*) jogáról.²

Ugyanebben az időszakban az EMR megérte első válságát, amely a monetáris unióról való közgazdasági gondolkodást is befolyásolta. Előtte a vita a „monetaristák” és az „ökonomisták” között folyt: míg előbbi nézet szerint (melyet elsősorban Franciaország képviselt) a monetáris integráció elősegíti, sőt, elhozza a konvergenciát, utóbbi gondolatrendszerben (amely a németeket jellemezte) a közös pénz csak a konvergencia megkoronázása³ lehet (Bini-Smaghi et al., 1993). Az árfolyamváltásgot, amely 1992 júniusában kezdődött, egy 1993. nyári találkozóznak sikerült megoldania, amikor is az EGK pénzügyminiszterei és jegybankelnökei (a kibővített ECOFIN-) találkozójukon döntöttek a konvergenciakritérium által meghatározott $\pm 2,25$ százalékos ingadozási sáv ± 15 százalékosra bővítéséről, 1993. augusztus 2-i hatállyal (Horváth, Szalai, 2012). Ez nemcsak az árfolyamkritérium *de facto* eltörlését jelentette, de a „megkoronázási elmélet” megvalósíthatatlanságát is, és ráirányította a figyelmet a reálkonvergencia fontosságára (a maastrichti konvergenciakritériumok kivétel nélkül nominális kritériumok). Mindenesetre, a Maastrichti Szerződés 1993. novemberi hatályba lépését – és így az EU megalakulását – követően 1994-ben végül is elindult a Delors-terv szerinti második szakasz.

Ezek a fejlemények valójában mind arra mutatnak rá, hogy bár egy valutaövezet kialakítása elméleti közgazdasági megfontolásokon, tudniillik az optimális valutaövezet elméletén (Mundell 1961) alapul, az eurót illetően a folyamat szinte minden eleme politikai jel-

legű volt. Ez olyan szempontból érthető, hogy az optimális valutaövezetek elmélete valójában nem sok praktikus tanáccsal szolgált a kiépítés lépéseit és körülményeit illetően – az európai gazdasági és monetáris unió létrehozása így végül is egy menet közbeni tanulási folyamattá, úgymond valós idejű kísérletté vált, és így, a gyakorlatból kiindulva szolgált az elmélet továbbfejlesztésére (Mongelli, 2008).⁴ Később, a válság éveiben ez még inkább így zajlott.

Az első tíz évben mindazonáltal a helyzet és a kilátások pozitívak voltak, különösen a valutaövezet perifériáján, azon belül is elsősorban Portugáliában, Spanyolországban és Írországban. Akkor nem látszott, hogy egy esetleges válság mennyire megviselné ezen országokat (Marimon 2011), noha Írország esetében a túlfűtöttségről lehetett sejteni, hogy egyszer véget ér, és akkor elkerülhetetlen visszaesés következik be – amire azonban az ország nem készült fel (Whelan, 2011). Görögországgal kapcsolatban viszont már 2001-es csatlakozása környékén is sok kétség fogalmazódott meg (Rácz, 2000; Baksay, 2005).⁵

A közös valuta elhozta az európai pénzügyi és tőkepiacok integrációjának további mélyülését is (ECB 2007, Marján 2003). A keleti bővítési körben EU-taggá vált egyes országok (Szlovénia, Málta, Ciprus, Szlovákia) gyorsan csatlakoztak az euróövezethez is, míg mások ódzkodtak, közigazgatási megfontolásból (Bruha, Podpiera, 2007). A 2008-ban kezdődött válság így végül egy 15, majd 2009-től 16 tagú euróövezetet ért utol.

HOGYAN HATOTT A VÁLSÁG AZ EURÓÖVEZETRE?

A 2008-ban kezdődött globális pénz- és tőkepiaci válság kitörése és sokéves lefolyása az euróövezet életében mérföldkőnek tekinthető. A több éven át elhúzódó válságfolyamat jelentőségteljesnek minősül, nemcsak abban az ér-

telemben, hogy az övezet kedvező növekedési konjunktúráját példátlan gazdasági visszaesésként törte meg, hanem abban is, hogy a válság végét jelentő kilábalást több mint fél évtizedes stagnálás előzte meg, illetve a válságjelenség a közös intézményrendszer újbóli megújulási hullámát indukálta. A krízis világossá tette, hogy a válságot megelőző években fennálló gazdaságpolitikai keretrendszert alapvetően növekedési környezetre optimalizálták, a tagállamoktól az államadósság féken tartását és a költségvetési hiány alacsony tartását elvárva, a közös monetáris intézményeket pedig az infláció elleni küzdelemre hangolva. Az integráció gazdaságpolitikai koordinációja csupán a globális növekedési környezetben biztosított.

A kívülről jövő, aszimmetrikus gazdasági sokkokkal szemben az euróövezet gazdasági stabilitása sérülékenynek bizonyult. A válságévek rámutattak az SGP kudarcára a fiskális fegyelem kikényszerítésének tekintetében, hiszen a túlzottdeficit-eljárások általánossá váltak a tagországok körében, 2010-ben már 25 tagállamot sújtva a 27-ből.⁶ Ezen felül a válságot követő évek során veszélybe került az Európai Unió évtizedes célja, a tagállamok közti reálkonvergencia is: a gazdasági különbségek csökkentésének folyamata visszajára fordult, továbbá új törésvonalak is kialakultak a gazdasági integráción belül, a déli, periférikus tagállamok leszakadása nyomán (Pelle, Vég, 2014). A válságfolyamatok hatására mind az európai gazdasági kormányzás, mind a közös monetáris politika folyamatos intézményi fejlődésnek indult, amelyeket a közös banki, illetve tagállami kimentő intézmények kialakulása, valamint a bankunió mechanizmusainak fejlődése jellemez.

A válság éveit tapasztalható tagállami különbségek a gazdasági visszaesés, kilábalás és a válságkezelés tekintetében azonban nem írhatók teljes mértékben a nemzetközi gazdasági sokkhatás számlájára. A tagállamok közti különbségek – és ezáltal az integráción belüli

belső egyensúlytalanságok – már korábban, az euró első évtizedében kialakultak, hiszen bizonyos piacok merőben különbözőképpen fejlődtek a tagállamok körében. Egyes tagállamok – mint Spanyolország vagy Franciaország – az ingatlanárak tartós emelkedését tapasztalták, más tagországok pénzügyi szektorai váltak túlzottan kitétté (lásd Írország vagy Hollandia), megint másutt (Németország, Finnország, Ausztria) a folyó fizetési mérleg mutatott éveken át tartós többletet. A közös valuta által létrejövő új fejlődési pályák értelmezhetők ugyan egy új euróvezeti munkamegosztásként is, azonban a globális piacokat érintő tartós keresletcsökkenés az egyes fejlődési irányokat nemcsak letörte, de jelentősen eltérő kitétséget rótt a tagállamokra, és nagyban megnehezítette egyes tagállamok válságkezelését. Ahogy *Smets* (2012) rámutatott, a sikeres válságkezelés érdekében az eltérő fejlődési pályákat és az ezekből adódó kockázatokat a gazdasági döntéshozóknak időben kellett volna észlelniük, kockázatkezelési mechanizmusokat beépítve a gazdaságpolitikai koordináció intézményrendszerébe. Az ilyen irányú lépések azonban legalábbis féloldalasnak, és nagyrészt elkésettnek minősíthetők.

Az amerikai tőkepiaci pánik 2008 őszén vált a globális válság szikrájává, azonban már egy évvel korábban, 2007-től kezdve együtt mélyült el az egyesült államokbeli, illetve az európai pénzpiaci visszaesés (*Pisani, Ferry*, 2014). Sőt *Bastasin* (2012) azt is kiemeli, hogy az európai bankrendszer ekkor nemcsak hogy magasabb tőkeáttétellel működött, mint az egyesült államokbeli, hanem az amerikai nagybankok az európai pénzintézetek tőkéjét is kezelték, közösen realizálva a veszteségeket. Az árnyékbankrendszer – amely a klasszikus intézményi felügyeleti eszközökkel, kockázati felügyelettel nehezen féken tartható – további kockázati tényezőként jelent meg: az értékpa-pirosítás, illetve az egyéb pénzügyi innovációk térnyerésének folyamata nemcsak az Egyesült

Államok pénzügyi piacán működött katalizátorként a válságfolyamatok során, hanem az EU piacain is, összekapcsolva látszólag független befektetéseket és pénzintézeteket is, ezáltal lehetővé téve a pénzügyi fertőzések terjedését (ESRB 2017).

A válság első hullámaira az EU döntéshozói egy fiskális expanzióra építő, keynes-i értelemben kereslethelyreállító-, élénkítő csomag meghozatalával reagáltak (EB 2008), amely főként az állami támogatások tiltásának lazítására, a foglalkoztatás bővítésére, az állami szerepvállalások (kezeség, hitelgarancia, kockázati tőkeügyletek) kibővítésére és a zöld gazdaság fejlesztésére fókuszált. Ennek azonban már akkor is voltak ellenzői [pl. *Schmieding*, (2009)], akik rámutattak arra, hogy a tőkepiacből érkező válságot csupán a tőkepiac megtisztulása fogja megállítani (*Hetzel*, 2014). Másként megfogalmazva, a megfelelő bankszanalási, bankmentési, csődeljárási mechanizmusok életbe léptetése nélkül a kereslethelyreállító erőfeszítések mérsékelt hatásúak maradnak, ugyanakkor a tagállamok fiskális pozíciójára az expanzió komoly terheket róhat.

Az EU (GDP-jéhez arányosítva) szerény méretű költségvetése, illetve a tagállamok fiskális politikájára vonatkozó mérsékelt befolyása miatt nem bírt erős válságkezelő aktorként, intézményként fellépni, a válságkezelési stratégiák megalkotása ezáltal tagállami szinten valósult meg – a tagállamok minden korábbinál mélyebb összefonódását, kölcsönös függőségi rendszerét látva ez pedig súlyos hibának bizonyult. Ahogy *Rácz* (2009) rámutatott: problematikus, hogy a válságkezelés tagállami szinten kezdődött, és nem EU-, illetve euróvezeti szinten, hiszen számos olyan válságkezelő stratégia, attitűd is tartóssá tudott válni, amely az egyes, stratégiaalkotó tagállam számára előnyös, azonban a gazdasági integráció egészére nézve káros, versenyképességi, növekedési és az általános integrációs szempontokból is.

A válság arra is rámutatott, hogy a GMU-ban tarthatatlan helyzetet eredményezett az a „hármas tagadás” néven ismertté vált trilemma, hogy 1) nem lehetséges a valutaövezetből való kilépés, 2) nincs tagállami kimentés, illetve 3) nem lehetséges államcsőd (Benczes 2011). Másként megfogalmazva, az optimális valutaövezet-elméletek tanulságainak a gazdaságpolitikai koordináció mechanizmusába való be nem építése tévutat eredményezett, és 2012-re patthelyzetet, a nemzetközi intézményi kimentés igényét és a tartós szociális katasztrófa kialakulásának veszélyét okozta.

A pénzügyi válságok általában heterogén következményekkel járnak, és ez a GMU esetén is igaz maradt: az aszimmetrikus sokkok elnyelésében a gazdasági integráció tagjai eltérő sikerességet mutattak. A szükséges válságkezelést nagyban meghatározta az adott tagország fiskális pozíciója, az expanzív műveletek kivitelezésére vonatkozó pénzügyi mozgáster. Ennek függvényében tudtak a tagállamok beavatkozni akár a reálgazdaság működésébe, akár a tőkepiacokéba az eseti bankmentéseken vagy a tőkemegfelelési szabályozáson keresztül. A befolyásoló tényezők köre azonban itt még nem ér véget: a közép-kelet-európai tagországok például tőkemenekülést realizáltak, ahogy a nyugati anyabankok visszarendelték a kihelyezett tőkájüket (ezeket a folyamatokat jóval követhetlenebbé tették az országhatárokon átnyúló árnyékbankrendszeri sajátosságok). A tartós fizetési- vagy tőkemérleg-hiánnyal rendelkező tagállamok likviditásgyengesége pedig az államkötvény-aukciókon okozott nehézséget, rávilágítva arra, hogy egy tagállamok közti függőségi rendszer is kialakult a megelőző évtizedek során, amit a GMU intézményrendszere szintén nem vett számításba.

2011-ben Görögország, 2012-ben már Portugália, Spanyolország és Olaszország is magas, komoly refinanszírozási kockázatokkal bíró hozamelvárásokkal találta magát szemben. A tagállamok fizetőképességi nehézségei

fertőzésszerűen terjedtek a tagországok között, ami a stabil hozamokat ígérő magországok államkötvényei felé terelte a befektetők érdeklődését, így azok még kedvezőbb feltételek mentén finanszírozhatták saját államkötvényállományukat. Összességében elmondható, hogy az eurózóna országai korábbi gazdaság szerkezeti sajátosságai, fiskális pozíciójuk és gazdaság szervezési hagyományai mentén merőben különböző válságkezelési pályára kényszerültek, egyfajta útfüggőséggel szembesülve (Kiss, Szilágyi, 2014).

Egyes euróövezeti tagállamok megsínyltek az önálló monetáris politika hiányát a válság idején: a dél-európai eurózónatagok sokat veszítettek versenyképességükből – főleg Németországgal összevetve – amiatt, hogy a valutaleértékelés eszköze nem állt rendelkezésükre (Tarafás, 2013). Emellett az is elmondható, hogy a válságban csupán egyetlen EU-tagország, Lengyelország nem szenvedett el GDP-csökkenést, többek között köszönhetően aktív valutaleértékelési politikájának. Az euróövezetbe tartozó tagállamok azonban egy olyan valutában denominált adósságot birtokoltak, amelyet lényegében nem tudtak direkt módon befolyásolni, csakúgy, mintha egy külföldi devizában lettek volna eladósodva (Krugman, 2012). A válság előtti előnyök – kedvező kamatkörnyezet és alacsony infláció – azonban ezen a ponton visszajára fordultak, különösen nehéz helyzetbe hozva a perifériális, magas szinten eladósodott tagországokat. A válságállamokat illetően a nemzetközi hitelezők (EKB, Európai Bizottság és IMF) részéről erősen technokrata, a pénzügyi válságkezelésre fókuszáló megközelítés érvényesült, az országok demokratikus önrendelkezésének kárára, kétségbeesetten igyekezve a tagállamok fizetőképességének és költségvetési egyenlegének helyreállítására (Győrffy, 2013). A valutaövezet részeként tehát a szuverén államok valójában kiszolgáltatottá váltak, és nemzetközi kiségitésre szorultak. Ezt a segítségnyújtást az

euróövezet többi tagja hivatott finanszírozni a 2012-ben felálló Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM) intézményén keresztül. Bár az intézmény elfogadása, létrejötte lassan valósult meg – noha előrelépést jelentett az előd EFSF-hez⁷ képest – még mindig nem elegendő mértékben és módon veszi tudomásul a tagállamok kiszolgáltatottságának és demokratikus önrendelkezésének konfliktusát (De Grauwe, 2011).

Az ismertetett jelenségrendszer természetesen sokrétű kihívást jelentett a monetáris együttműködés intézményi környezetének is. 11 EU-tagállam külügyminisztere 2012 szeptemberében jelentetett meg egy jelentést, magukat a *Future of Europe Group*-nak nevezve. Ebben hangsúlyozzák, hogy az eurózóna helyreállítása elsődleges prioritást kell élvezzen az EU-ban, az integráció összes többi területe csak ezt követheti. A helyreállítást illetően a megoldást elsősorban abban látták, hogy a gazdaságpolitikai koordináció szabályait illetően a jogi kötelezettségeket és következményeket erősíteni kell (FoE, 2012). 2014-ben úgy látszott, hogy a görög válságkezelés sikeres volt, nem lesz szükség további finanszírozásra (IMF, 2014), és még 2015 júniusában is bizakodó szakmai elemzés született (IMF, 2015a), hogy aztán a 2015. július 5-i népszavazást követően az adósság megítélése gyorsan a teljes fenntarthatatlanságig romoljon (IMF, 2015b). Görögország gazdasági növekedése csupán 2016-ra állt helyre, válság előtti GDP-jének azonban így is több mint 25 százalékát elveszítette, és évtizedes távlatban mérhető, hogy mikor éri el újra a válság előtti kibocsátási értéket. A többi nemzetközi kisegítésen átesett ország (Ciprus, Portugália, Írország és Spanyolország) kilátásai kedvezőbbek, azonban aggasztó precedenst jelentenek a GMU jövőbeni fejlesztési irányait illetően.

A monetáris együttműködés új lépcsőjét a bankunió intézménye jelenti, amely a bankmentések és az államok kimentésének ördögi

körét hivatott megállítani. A koncepció részét jelenti az SSM (közös bankfelügyelet), az SRM (közös bankmentés) és az EDIS (közös betétbiztosítás), valamint mindhárom intézmény alapjaként az egységes bankszabálykönyv. Ezen intézmények célja, hogy felszámolja az övezet bankrendszerének töredezettségét – ez abban a tekintetben jelenthet helyes irányt, hogy a 2008-ban kezdődött tőkepiaci válság valódi okait, a bankrendszer működési anomáliáit célozza meg. Azaz a bankunió a tűzoltásjellegű kimentések helyett szisztematikusabb, a jövőben válságok elkerülésére fókuszáló intézményrendszeri működés kialakítására fókuszál. Az egységes, töredezettségmentes euróövezeti tőkepiac lehetővé tenné, hogy a piac mechanizmusai önmaguktól tudják szabályozni a gazdaságok egyedi fejlődési útjait, a kockázatosabb gazdasági működést magasabb hozamelvárással szankcionálva, így hozzájárulva a gazdasági anomáliák gyorsabb felszámolásához (EB, 2014).

JELLENLEGI HELYZET ÉS TERVEK

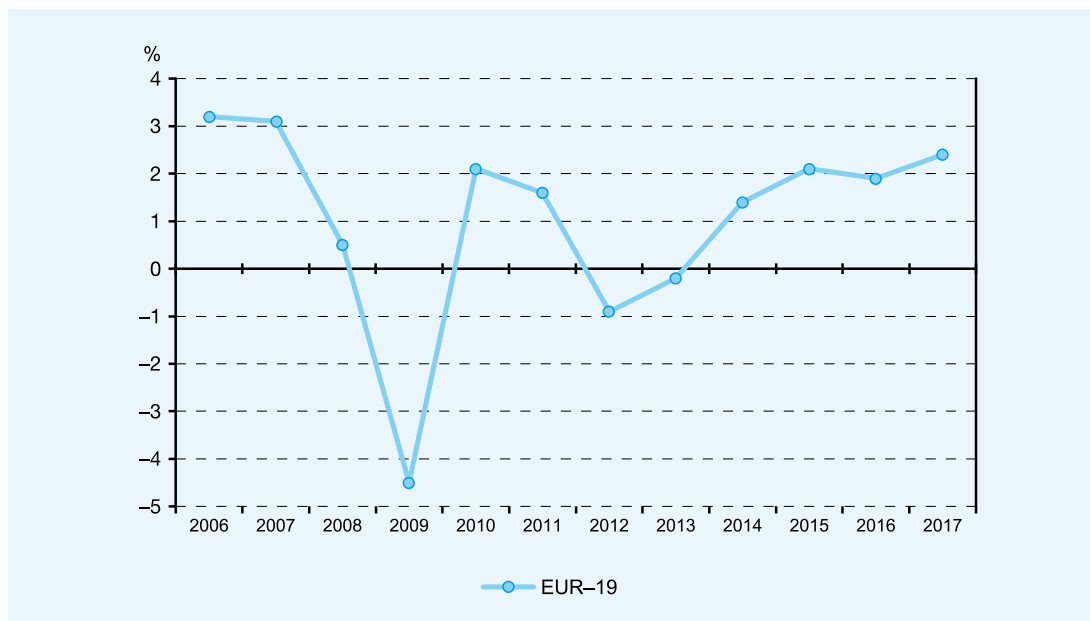
Az utolsó válságévet, 2013-at követően az euróövezetben a növekedés visszatért (*lásd 3. ábra*), és bár a válság előtti, 3 százalékot meghaladó növekedési ráta mindeztidáig nem jellemző, a növekedés 2017-re immáron harmadik éve 2 százalék körül alakult.

Az üzleti bizalmi indexek szintén helyreálltak, bár az euróövezetre vonatkozó index néhány évvel késleltetve, 2016 közepére érte el az EU hasonló teljes mutatóját, illetve 2017 decembere óta ismét enyhén csökkenő a trend (*lásd 4. ábra*).

A válság a foglalkoztatásbővítés EU-s célkitűzésére is (melyet először 2000-ben Lisszabonban fogalmaztak meg, majd 2005-ben a megújított lisszaboni stratégiában megerősítettek) hatással volt: a korábbi növekedési trend 2008-ról 2009-re drasztikusan csökkenőbe ment át,

3. ábra

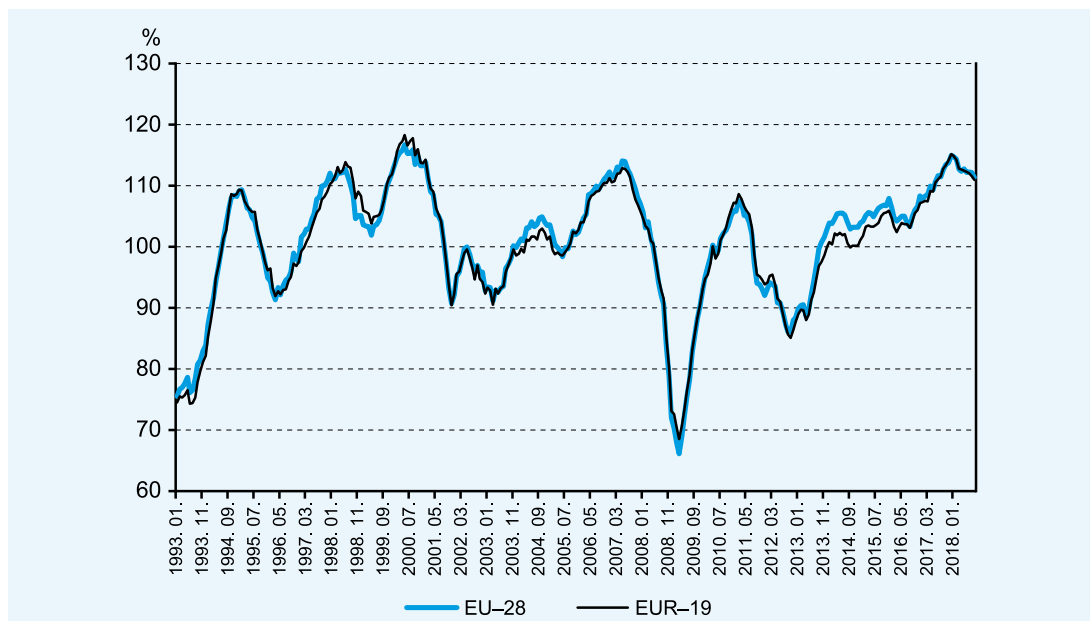
REÁL GDP-NÖVEKEDÉS AZ EURÓÖVEZETBEN (EUR-19), AZ ELŐZŐ ÉV SZÁZALÉKÁBAN, 2006-2017



Forrás: Eurostat [tec00115]

4. ábra

ÜZLETI BIZALMI INDEX AZ EU-BAN ÉS AZ EURÓÖVEZETBEN, (HOSSZÚ TÁVÚ ÁTLAG=100%), 1993. JANUÁR – 2018. SZEPTEMBER



Forrás: EU Economic Sentiment Indicator (ESI) adatbázis alapján saját szerkesztés

és a válság alatt – az euróövezet egészét tekintve – egy évben sem sikerült ismét pozitív irányba fordítani, vagy akár a csökkenést érdemben megállítani (lásd 5. ábra). A 2010 márciusában elfogadott Európa 2020 stratégia (EC 2010) prioritásai között ismét megjelenik a foglalkoztatási célkitűzés, vagyis, hogy a 20–64 éves korosztályban a foglalkoztatottság 2020-ra érje el a 75 százalékot. A trend 2013 óta immár pozitív, az EU egészét tekintve 2017-ben a ráta 72,2 százalék volt, az euróövezetben 71 százalék, és néhány tagállamban már elérte, illetve meghaladta az uniós szintű célt.⁸ A legnagyobb növekedést 2006-hoz viszonyítva Máltán (+15 százalékpont), Lengyelországban (+10,8 százalékpont), Magyarországon (+10,7 százalékpont) és Németországban (+8 százalékpont) sikerült elérni.⁹

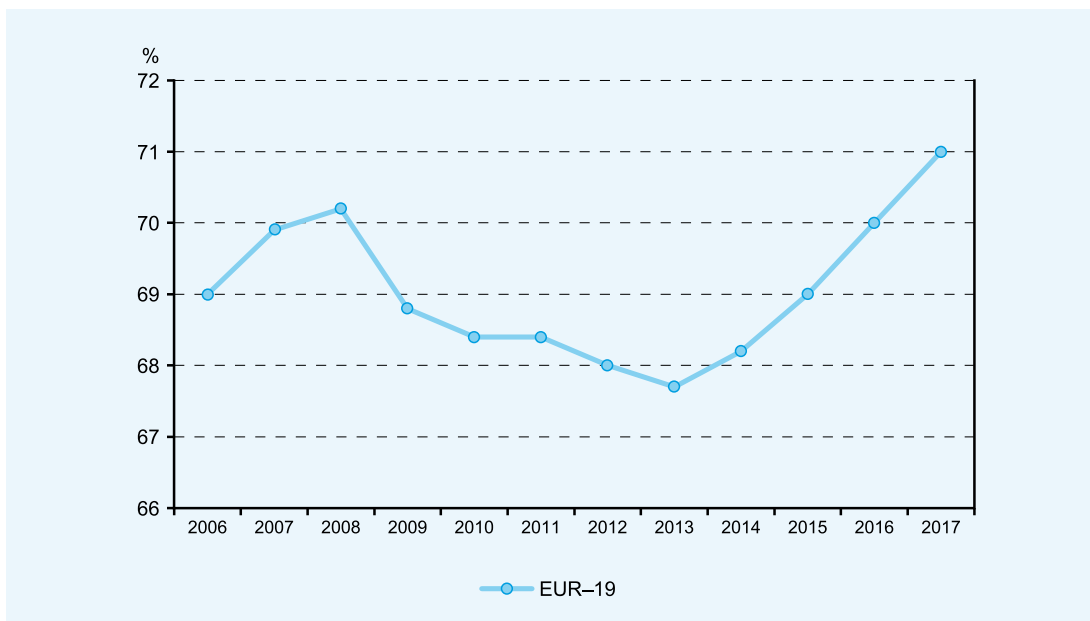
Az Európai Bizottság legutóbb 2018 nyarán közölt gazdasági előrejelzést (EC 2018). Ebben rámutattak, hogy öt év expanzió után a

gazdasági növekedés üteme lassulásnak indult – elsősorban a világkereskedelmi feszültségek, a növekvő olajárak és egyes tagállamok politikai instabilitása miatt –, ez azonban valamegyest visszaerősödhet, tekintettel arra, hogy a munkaerőpiaci kondíciók javulnak, a háztartások eladósodottsága csökken, a fogyasztói bizalmi indexek továbbra is magasak, és a monetáris politika is támogatja a növekedést.

Nagyobb kihívásnak tűnik az EU és az euróövezet belső kohéziójának megőrzése, regenerálása. A válság előtti konvergencia a válsággal legalábbis megtorpant (Pelle, 2017). A válságot követően egyelőre nem látszik, sikerül-e újra csökkenteni a belső különbségeket. Ami a válságból kilábaló valutaövezet jövőjét és az arra vonatkozó tervekkel illeti, először az úgynevezett Négy elnök jelentése (Van Rompuy et al., 2012) fogalmazta meg az eredeti, hiteles (*genuine*) GMU kiépítésének teendőit, elsősorban a Bizottság látóteré-

5. ábra

FOGLALKOZTATÁSI RÁTA AZ EURÓÖVEZETBEN (EUR-19), A 20–64 ÉVES KOROSZTÁLY SZÁZALÉKÁBAN, 2006–2017



Forrás: Eurostat [tesem010]

ben 1990 óta lévő „egy irányú utcában” való továbbhaladás részletezésével, szakaszolással. Hasonlóképpen, néhány évvel később, az immáron Öt elnök jelentése (Juncker et al., 2015) is erről szólt, tovább bővítve a GMU jelzőit, tudniillik, hogy annak mélynek és fairnek is kell lennie. A 2016 nyári EU-csúcson lefektették a bankunió kiépítésének tervét is (CoEU 2016), konkrét végső dátum kijelölése nélkül (a négy, majd az öt elnök jelentése idővonalon felépített útterveket tartalmazott, ám talán ekkorra már látszott, hogy az időzítés nem az uniós intézmények szándékain múlik).

Következő állomásként a 2017. márciusi Fehér könyvet kell említenünk (EC, 2017a), melyben a Bizottság öt forgatókönyvet vázolt fel a Brexit utáni EU-t illetően. Mindegyik forgatókönyvnek van kifejezetten a GMU-ra vonatkozó eleme (lásd 1. táblázat). Leginkább a második és a negyedik forgatókönyvet érték kritikák – előbbit amiatt, hogy az valójában az integráció megfordítása és így hosszabb távon dezintegrációt jelentene, utóbbit pedig annak okán, hogy nehéz elképzelni, mit is kell rajta érteni a politikaalkotás, a döntéshozatal és a mindennapi működés szintjén.

A Fehér könyvet különböző további doku-

mentumok (úgynevezett *reflection paper*-ek) követték, amelyekben a Bizottság szakértői az egyes tématerületeket járták körbe nagyobb alaposággal. Ezek közül a GMU-val foglalkozó dokumentum (EC, 2017b) végre figyelmet szentel az EU és az euróövezet belső különbségeinek, különös tekintettel a munkanélküliségre, a kamat- és az adósságszintekre (utóbbiaknál közösségi és magánadósságokat egyaránt vizsgálva). A jelentés megállapítja, hogy egy jövőbeli sokk várhatóan nagyon eltérő mértékben érintené a tagállamokat, valamint hogy az adósságkezelés – azoknál, akiknél ez feladat – időigényes folyamat. A megfogalmazott kihívások értelmében a Bizottság javasolja a GMU-kormányzás hatékonyságának és transzparenciájának növelését, intézményrendszere kitisztítását. Az elemzés rámutat arra az intézményrendszeri elégtelenségekre, hogy az euróövezet érdekének reprezentációja a nyilvános vitákban és a döntéshozatalban nem elégséges. Véleményünk szerint ez a hiány abból az eredeti állapottól való eltérésből fakad, hogy a valutaövezet idestova húsz év után még mindig csak valós részhalmaza az EU-nak. A jelentés számos javaslata közül kiemelésre érdemesnek tartjuk, miszerint:

1. táblázat

A 2017. MÁRCIUSI FEHÉR KÖNYV FORGATÓKÖNYVEINEK GMU-RA VONATKOZÓ HATÁSAI

Forgatókönyv	„Megy minden tovább”	„Csak az egységes piac”	„Aki többet akar, többet tesz”	„Kevesebbet hatékonyabban”	„Sokkal többet együtt”
Hatása a GMU-ra	Fokozatos építkezés az euróövezet működtetésében	Az euróövezeten belüli együttműködés korlátozott	Fokozatos javulás, az együttműködést megerősítők között további mélyítés	Euróövezet megszilárdítása, EU-27 szintjén kevesebb gazdaságpolitikai koordináció	Gazdasági, pénzügyi és fiskális unió

Forrás: EC 2017 alapján saját szerkesztés

- a GMU-t nyitva kell hagyni minden EU-tagállam előtt a jövőben is,
- lényeges a fejlesztés lépéseinek megfelelő egymásutánisága (*sequencing*),
- egyszerre kell csökkenteni, illetve teríteni a kockázatokat (ennek keretében az Európai szemeszternek a pénzügyi szektor állapotával is foglalkoznia kellene),
- a bankunió kiépítését be kell fejezni, hasonlóképpen a tőkepiaci uniót is,
- az integráltabb gazdasági és fiskális unióban rekonvergenciát (*re-convergence*) kell megvalósítani.

A megújítandó konvergenciafolyamat sikere érdekében azonban a jelentés valójában nem tudott érdemi elképzelésekkel előjönni. A Bizottság mondhatni mantraszerűen ismételteti (e sokadik dokumentumban is), hogy az európai integráció keretrendszere és a fennálló szabályrendszer alkalmas a konvergencia biztosítására – ennek megfelelően csak ezen keretek és szabályok megerősítését javasolja, nem foglalkozik azzal, miért nem működik már oly sok éve a szabályok betartatása – tudniillik hogy a kormányzás minőségében milyen gyökerező különbségek állnak fenn EUszerte (Benczes, Rezessy, 2013). Másrészt az is tény, hogy a szabályok be nem tartása miatt még senkit nem „rúgtak ki” a klubból – és ezt valójában mindenki tudja (Kübler, 2012). Az öt elnök jelentésében már felvetett stabilizációs kapacitás/funkció erősítése érdekében azonban láthatunk konkrét(abb) terveket: az egyik egy Európai Befektetvédelmi Eszköz, a másik pedig egy Európai Munkanélküli Biztosítási Eszköz felállítását foglalja magában.

Az euróövezet jövőjére vonatkozóan a Bizottságon kívül mások is előálltak tervekkel. A legfontosabbnak talán *Emmanuel Macron* francia elnök terve (The Economist 2017) tekinthető, annak konkrétumai és a mögötte (véltetően) meglévő politikai támogatottság miatt. A Macron-terv leglényegesebb elemei: a bankunió teljes kiépítése, a tőkepiaci unió

kiépítésében való előrehaladás, egy új Európai Monetáris Alap felállítása, valamint egy euró-zóna-költségvetés és pénzügyminiszteri poszt alapítása.¹⁰ Különösen utóbbi (kettő) váltott ki nagy visszhangot, hiszen az(ok) végső soron egy, az EU-intézményekkel párhuzamos euró-zóna-intézményrendszer kiépítését vagy legalábbis annak kezdeti lépéseit jelentené(k). Macron tervével kapcsolatban *Grant* (2018) rámutatott, hogy az igazi kihívás a valutaövezetről való francia és német gondolkodás közötti eltérésekben rejlik, amelyeket nehéz lesz akár mekkora politikai tehetséggel is áthidalni. Ezt a problémát *Brunnermeier et al.* (2016) úgy fogalmazza meg, hogy míg Németország a Maastrichti Szerződésben egy követendő szabályrendszert lát, addig Franciaország a tagállami kormányok politikai együttműködésének rugalmas keretét. Azaz megállapíthatjuk, hogy bár más ismérvek mentén – mint a konvergenciavitaiban annak idején –, de mégiscsak egy francia-német nézetkülönbség feszíti a valutaövezetet jelenleg is.

A politikai egyeztetéssel párhuzamosan tizennégy német és francia közgazdász (Bénassy – Quéré et al. 2018)¹¹ is felvázolta közös elképzeléseit arról, hogyan lehetne a német és francia közgazdasági gondolkodásbeli különbségeket a GMU fejlesztése vonatkozásában jól kezelni. A szerzők elemzésükben abból indulnak ki, hogy az euróövezet továbbra is sérülékeny, megosztott, és nem működik elég jól, ami végső soron senkinek nem érdeke. A hiányosságok kiküszöbölése érdekében a tagállamokat befolyásoló ösztönzőrendszeren kell módosítani, és meg kell reformálni a pénzügyi szektort (bankmentések, szabályozás, befektetvédelem és a határon átnyúló pénzügyi integráció mélyítése), a valutaövezet fiskális architektúráját (prociklikusság csökkentése, nemzeti elkötelezettség és gazdaságpolitikai érdekelttség növelése), valamint a GMU intézményrendszerét (független felügyelet, feltételes kölcsönnyújtás válság esetén). Ez utób-

bihoz a szerzők szerint az euróövezet „fiskális kapacitását” (*fiscal capacity*) is növelni kell, azonban az eurózóna költségvetése kifejezést a dokumentum kerüli, ehelyett egy euróövezeti alapról (*euro area fund*) van szó.

A francia és a német reformtervek összehangolása érdekében Macron francia elnök 2018 júniusában találkozott Merkel német kancellárral a Berlin melletti Meseberg palotában. Találkozásuk után a két államfő közösen kiadta az úgynevezett Meseberg-nyilatkozatot (BR 2018), amelyben – sok egyéb mellett – a GMU-ra vonatkozóan is megfogalmaztak észrevételeket, javaslatokat (a nyilatkozat mindenestre ezt a pontot taglalja leghosszabban). A két államfő az ESM-mel kapcsolatban annak kormányközi alapító szerződése módosítását javasolja egy közös támasz beépítésével, a megelőző intézkedések hatékonyságának javításával, és a mechanizmus szerepének növelésével a jövőbeli programok értékelése és monitoringja során (BR 2018). Az ESM-reformja során szerintük javítani kell továbbá a likviditástámogatás keretrendszerét bankmentés esetén, és a hitelezés rendjét segítségnyújtás alkalmával. Hosszabb távon javasolják az ESM-szerződést az EU-jog részévé tenni és az alapot esetleg átnevezni,¹² ám hangsúlyozzák a feltételesség elvét a segítségnyújtással kapcsolatban, amit nem szabad elhagyni.¹³

A nyilatkozat bankunióval kapcsolatos legfontosabb elképzelése, hogy az ESM szolgálja az egységes bankmentés (*Single Resolution*) támaszául, és ez a támasz (*backstop*) méretben megközelítené az Egységes Bankszanalízis Alapot (*Single Resolution Fund*), így kiválthatná a közvetlen újratőkésítési eszközt. Egyebekben a közös nyilatkozat megerősíti az ECOFIN 2016-os úttervét a bankunió kiépítésére. Nagy előrelépés a két államfőtől az eurózóna költségvetésének nevének nevezése, amelynek 2021-es indítására tesznek javaslatot az euróövezetbeli versenyképesség, konvergencia és stabilizáció biztosítása érdekében. Elképze-

lésük szerint az övezet közös költségvetésének kialakításának a 2021–2027 közötti többéves pénzügyi keret figyelembevételével kell megtörténnie. A zóna költségvetését annak tagállamai hoznák létre, mértékét pedig többéves ciklusokban határoznák meg. A versenyképesség és a konvergencia biztosítása az innovációba és a humán tőkébe történő beruházás révén történne meg – e területeken az euróövezet költségvetése egyaránt finanszírozható beruházásokkal, és az ilyen irányú nemzeti költségvetési kiadások helyettesítésére is szolgálhatna. A kiadásokra vonatkozó döntések végrehajtása az Európai Bizottság hatás- és felelősségi köre lenne (BR 2018) – az eurózóna-pénzügyminiszter (és bármilyen párhuzamos intézményrendszer) tehát már nem szerepel a két államfő közös elképzeléseiben.

Az északi EU-tagállamok¹⁴ pénzügyminiszterei egy közös nyilatkozatban siettek fékezni a francia-német reformkedvet (VM 2018). Kritikájukat azzal kezdik, hogy a GMU jövőjéről folytatott tárgyalásokat inkluzív folyamat keretében kell lefolytatni – még hozzá a Brexit utáni EU–27 körében. Másodsorban viszont hangsúlyozzák (ők is, a Bizottsággal összhangban), hogy a GMU egy szabályalapú rendszer, és a szabályok mindenki által történő betartása adja erejét és stabilitását. Harmadrészt ki nyilvánítják, hogy olyan kezdeményezésekről folyjon a beszélgetés, amelyek széleskörű társadalmi támogatást élveznek a tagállamokban, és amelyek ténylegesen hozzátesznek a GMU erősségéhez. Kifejezik egyúttal töretlen elkötelezettségüket a bankunió kiépítésének befejezése mellett, és lehetségesnek tartják, hogy az ESM egy Európai Monetáris Alappá (*European Monetary Fund*, EMF) fejlődjön a jövőben.

A közeljövőt illetően arra lehet számítani, hogy a megengedő amerikai fiskális politika és az EU-n belüli mennyiségi lazítás lezárása (Anstey, 2018, ECB, 2018), a pénzkivonás inflációs hatású lesz, ami vélhetően ismét eltérő mértékben fogja sújtani az EU-tagállam-

mokat. Az eurót használó országok inflációja vélhetően alacsonyabb marad, a saját valuták gyengélkedése várható. A folyamat a következő két-három évben folytatódni fog. A több éves konjunkturális időszak után a monetáris szigorodást vélhetően gazdasági visszaesések is kísérik majd, amely ellen az tud majd fellépni, akinek van költségvetési pozícióban tartaléka. Ha „rossz idők” jönnek az országokra, jól tud majd jönni ESM-jellegű segítség – mindez azonban a jövő zenéje.

EREDMÉNYEK, KÖVETKEZTETÉSEK

Az európai monetáris unió kiépítésének igénye már az 1960-as évek végén megfogalmazódott, azonban csak az 1990-es években valósult meg. A kialakításra vonatkozó eredeti elképzelések versengését már a '90-es évek eleji EMR-válság eldöntötte: a német eredetű megkoronázási elmélet (Krönungstheorie) megbukott, így a franciák „monetarista” megközelítése – amely szerint a monetáris integráció elhozza majd a konvergenciát – maradt érvényben, de valójában a válság ezt az elméletet is kikezdtte, legalábbis a félkész GMU-t illetően, hiszen a visszaesés a periféria durva leszakadását eredményezte. A GMU-t ezzel együtt továbbra is egyfajta francia-német közgazdasági gondolkodásbeli különbség feszíti, noha ennek mi-benléte immáron átkerült a keretszabályokhoz való viszonyulás dimenziójába.

A pénzügyi válságok rendszerint különbözőképpen érintik az országokat, azaz mindig magukban hordozzák aszimmetrikus sokkok bekövetkezésének veszélyét. Azonban a GMU tagállamai közti különbségek, melyek később az eurózóna válságkezelésében lényegesen eltérő feltételeket és kilátásokat nyújtottak az egyes tagállamoknak, (elsősorban a mag- illetve a perifériális országok) valójában már az euró első évtizedében kialakultak, de ezekkel az egyensúlytalanságokkal – noha észlelték

őket – akkoriban senki nem foglalkozott különösebben, mivel a gazdasági konjunktúra és a monetáris unióból fakadó, mindenkinél jelentkező előnyök elfedték a kockázatokat.

Az „egyirányú utca” gondolkodás végig jellemző volt a monetáris integráció évtizedeiben, ám valójában az integráció mélyülésével a GMU ténylegesen egyirányú utcának bizonyul(t), a belőle való kilépés sem az esetleges kilépőnek, sem a valutaövezetnek nem érdeke, hanem épp ellenkezőleg: az övezet mindenáron való egyben tartása látszik az egyetlen járható, politikailag és gazdaságilag vállalható útnak. Ez a fajta determináltság a válsággal csak még inkább egyértelművé vált, egyúttal útfüggőséget eredményezve, a valutaövezet egésze és tagállamai számára egyaránt – utóbbiaknál döntőnek bizonyul a pozíció, azaz hogy az ország az EU és az euróövezet magjához vagy perifériájához tartozik-e.

A GMU eddigi legnagyobb „szakítópróbája” mindenképpen a globális válságot követő euróövezeti válság volt, amelynek során a válságkezelő intézkedések először egyedi, országspecifikus problémák megoldására fókuszáltak. Csak akkor próbáltak általános mechanizmusokat bevezetni, amikor már nem igazán volt rá szükség (lásd ESM). Másrészt az uniós szintű intézkedésektől és az intézményi fejlesztésektől az euróövezet válságállóbb lett. Az alkalmazott válságkezelési eszközök azonban összességében nem a GMU kiteljesítését, hanem válságállóságának biztosítását szolgálják, az előbbi elérése még hátravan.

Összefoglalva, a GMU Maastrichtban kezdődött immáron több mint 25 éves története arra világít rá, hogy noha a monetáris integráció – részben egymással versengő – elméleti megfontolásokra épült, effektív kialakítása, menedzselése, majd a válságból való kivezetése mindvégig politikai folyamat keretében történt, ami tulajdonképpen méltányolható, hiszen ilyen mélységű integrációt politikai elkötelezettség nélkül talán nem is lehet vég-

rehajtani, működtetni. Láthattuk is, hogy a nemzetközi hitelezők válság alatti technokrata hozzáállása erős társadalmi ellenállásba ütközött az érintett országokban, és az európai integráció szempontjából negatív politikai változásoknak adott muníciót (euroszepticismus, fennálló renddel szembeni tiltakozás). Ennek megfelelően célszerű a GMU jövőjéről szóló

elképzeléseket is mindezek tükrében értékelni, azaz a közgazdasági elméleti keretben alapvetően működőképes konstellációk közül kelle-ne a GMU és az egész EU szintjén a politika-ilag keresztülvihető változatok mellett letenni a voksot – és aztán nekilátni azok végrehaj-tásához, a valutaövezet fenntarthatóságának megnyugtató biztosítása miatt.

JEGYZETEK

- ¹ A kutatást az EFOP-3.6.2-16-2017-00007 azonosító számú „Az intelligens, fenntartható és inkluzív társadalom fejlesztésének aspektusai: társadalmi, technológiai, innovációs hálózatok a foglalkoztatásban és a digitális gazdaságban” című projekt támogatta. A projekt az Európai Unió támogatásával, az Európai Szociális Alap és Magyarország költségvetése társfinanszírozásában valósul meg.
- ² Jegyzőkönyv egyes Nagy Britannia és Észak-Írország Egyesült Királyságára vonatkozó rendelkezésekről; Jegyzőkönyv egyes Dániára vonatkozó rendelkezésekről.
- ³ Ezért Krönungstheorie-nak nevezték el ezt a megközelítést.
- ⁴ Ennek szellemében veszi végig az eseményeket részletesen Magnusson és Stråth (2001), valamint James (2002).
- ⁵ Rác Margit 2000. decemberi cikkében így fogalmaz (9. old.): „Az euróhoz fűződő bizalom kialakulásának szempontjából nem biztos, hogy a görög belépés különösebben pozitívnak tekinthető. Görögország nem tartozik azok közé az EU-tagországok közé, amelyek rendelkeznek úgynevezett stabilitási kultúrával.” Baksay Gergely pedig 2005-ben nevezte „a GMU fekete bárányának” (166. old.) Görögországot.
- ⁶ Az SGP erodálását valójában Németország és Franciaország kezdte meg 2003-ban, amikor az EU Taná-
- csában kölcsönösen leszavazták a velük szemben indítandó túlzottdeficit-eljárásokat (Peet, La Guardia 2014). E döntéseikkel egyrészt precedenst teremtettek a diszkrecionalizmusra, másrészt a kisebb tagállamokban (pl. Portugália) azt az érzetet keltették, hogy „a nagyoknak mindent szabad”, „a kicsikre” pedig ráerőlteti a közösség a szabályok betartását. Kérdés, hogy a 2018 őszen kezdődött Európai Bizottság és Olaszország konfliktusa is kap-e majd ilyen színezetet, lévén Olaszország az eurózóna és a Brexit utáni EU-27 harmadik legnagyobb gazdasága, épp az említett Németország és Franciaország után.
- ⁷ EFSF: European Financial Stability Facility, az euróövezet korai válságkezelő alapja
- ⁸ Svédország 81,8 százalék, Németország 79,2 százalék, Észtország 78,7 százalék, Csehország 78,5 százalék, Egyesült Királyság 78,2 százalék, Hollandia 78 százalék, Dánia 76,9 százalék, Litvánia 76 százalék, Ausztria 75,4 százalék. Adatok forrása: Eurostat [tesem010]
- ⁹ Magyarországra a 2017-es ráta: 73,3 százalék. Adatok forrása: Eurostat [tesem010]
- ¹⁰ Hazánkban kevés figyelmet kapott, hogy Macron – akkor még az Hollande-kormány gazdasági minisztereként – német kollégájával, Sigmar Gabriellel közösen 2015 nyarán kiadtak egy úgymond kiáltványt, amelyben az eurózóna integrációjának további mélyítését az EU túlélése zálogának tartották, és

úgy gondolták, a reformokban Németországnak és Franciaországnak vezető szerepet kell vállalnia. Már akkor is egy eurózóna-költségvetés szükségességéről beszéltek (Macron, Gabriel 2015).

¹¹ A tizennégy közgazdász között megtaláljuk az eredetileg német, jelenleg a Princeton-on dolgozó Markus K. Brunnermeiert, a korábban hivatkozott könyv egyik szerzőjét is.

¹² Itt valószínűleg a macroni Európai Monetáris Alap elképzeléséről van szó.

¹³ Ez pedig az eredetileg is német elképzelés megőrzését takarja.

¹⁴ Konkrétan: Dánia, Észtország, Finnország, Írország, Lettország, Litvánia, valamint Hollandia és Svédország.

IRODALOM

ANSTEY, CH. (2018). *After Years of Easing, Meet Quantitative Tightening: QuickTake*. Bloomberg Businessweek, július 9.,

Online: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-07-09/after-years-of-easing-meet-quantitative-tightening-quicktake>

BAKSAY G. (2005). Az államháztartási egyensúly romlása az eurózónában. *Európai Tükör*, 10 (7–8), 162–169

BASTASIN, C. (2012). *Saving Europe: How National Politics Nearly Destroyed the Euro*. Brookings Institution Press, Washington, D.C.

BÉNASSY-QUÉRÉ, A., BRUNNERMEIER, M., ENDERLEIN, H., FARHI, E., FRATZSCHER, M., FUEST, C., GOURINCHAS, P-O., MARTINE, PH., PISANI-FERRY, J., REY, H., SCHNABEL, I., VÉRON, N., WEDER DI MAURI, B. ÉS ZETTELMAYER, J. (2018). *Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform*. CEPR Policy Insight, 90, January, Centre for Economic Policy Research, Brussels

BENCZES I. (2011). Az európai gazdasági kormányzás előtt álló kihívások: A hármas tagadás lehetetlensége. *Közgazdasági Szemle*, 58 (9), 759–774

BENCZES I., REZESSY G. (2013). Kormányzás Európában, trendek és törésvonalak. *Pénzügyi Szemle*, 58 (2), 136–150

BINI-SMAGHI, L., PADOA-SCHIOPPA, T., PAPADIA, F. (1993). *The Policy History of the Maastricht Treaty: the Transition to the Final Stage of EMU*. Banca d'Italia, Roma

BRUHA, J., PODPIERA, J. (2007). *Transition economy convergence in a two-country model: Implications for monetary integration*. ECB Working Paper Series, 740, March. European Central Bank, Frankfurt

BRUNNERMEIER, M. K., JAMES, H., LANDAU, J-P. (2016). *The euro and the battle of ideas*. Princeton University Press, Princeton, NJ

DE GRAUWE, P. (2011). *The Governance of a Fragile Eurozone*. CEPS Working Document, 346, May, Centre for European Policy Studies, Brussels

FARKAS B., VÁRNAY E. (2011). *Bevezetés az Európai Unió tanulmányozásába*. JATEPress, Szeged

GRANT, CH. (2018). *Macron's plans for the euro*. CER Insight, Centre for European Reform, London

GYÖRFFY D. (2013). Válságkezelés Európában, a gazdaságpolitika depolitizálásának kilátásai. *Pénzügyi Szemle*, 58 (2), 123–135

HETZEL, R. L. (2014). *The Great Recession: Market Failure or Policy Failure*. Cambridge University Press, Cambridge, UK

- HORVÁTH Á., SZALAI Z. (2004). *Gazdasági és Monetáris Unió*. MNB Műhelytanulmányok, 12, Magyar Nemzeti Bank, Budapest
- J. NAGY L. (2007). *Az európai integráció politikai története*. 3. bővített, javított kiadás. JATEPress, Szeged
- JAMES, H. (2012). *Making the European Monetary Union*. Harvard University Press, Cambridge MA – London, UK
- JUNCKER, J.-C., TUSK, D., DIJSSELBLOEM, J., DRAGHI, M., SCHULZ, M. (2015). *Completing Europe's Economic and Monetary Union*. European Commission, Brussels
- KISS Á., SZILÁGYI K. (2014). Miért más ez a válság, mint a többi? Az adósságkelesztés szerepe a nagy recesszióban. *Közgazdasági Szemle*, 61 (9), 949–974
- KRUGMAN, P. (2012). *Elég legyen a válságból! Most!* Akadémiai Kiadó, Budapest
- KÜBLER, F. (2012). Institutional aspects of the Eurozone crisis. In Allen, F. – Carletti, E. és Simonelli, S. (eds.) *Governance for the Eurozone: Integration or disintegration?* European University Institute, Firenze és Wharton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania, Philadelphia, PA, pp. 29–40
- LÁMFALUSSY S., LAMFALUSSY, CH., MAES, I., PÉTERS, S. (2014). *Az euró bölcsé*. Mathias Corvinus Collegium, Tihanyi Alapítvány, Budapest
- MACRON, E., GABRIEL, S. (2015). Europe cannot wait any longer: France and Germany must drive ahead. *The Guardian*, 3 June, Online: <https://www.theguardian.com/commentisfree/2015/jun/03/europe-france-germany-eu-eurozone-future-integrate>
- MAGNUSSON, L., STRÅTH, B. (eds.) (2001). *From the Werner Plan to the EMU: In search of a political economy of Europe*. Peter Lang, Bruxelles et al.
- MARIMON, R. (2011). *The current situation: The euro crisis – A crisis of PIGS?* In Allen, F., Carletti, E., Corsetti, G. (eds.) *Life in the EUrozone with or without sovereign default?* European University Institute, Firenze és Wharton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania, Philadelphia, PA, pp. 1–8
- MARJÁN A. (2003). A monetáris unió hatása az európai tőkepiacokra. *Közgazdasági Szemle*, 50 (9), 800–818
- MONGELLI, F. P. (2008). *European economic and monetary integration and the Optimum Currency Area theory*. *Economic Papers*, 302, February, European Commission, Brussels
- MUNDELL, R. A. (1961). A theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 51 (4), pp. 657–665
- NICOLI, F. (2017). Hard-Line Euroscepticism and the Eurocrisis: Evidence from a Panel Study of 108 Elections Across Europe. *Journal of Common Market Studies*, 55 (2), pp. 312–331
- PEET, J., LA GUARDIA, A. (2014). *Unhappy Union: How the euro crisis – and Europe – can be fixed*. The Economist – Profile Books, London
- PELLE, A., VÉGH, M. Z. (2014). Relations between the common R&D&I policy and the competitiveness divide in the European Union. In: (EACES) (szerk.) *Competitiveness: Economies, Regions, Sectors, Firms, Individuals: EACES Biennial Conference*, Budapest, 4–6 September, 2014, pp. 1–24
- PELLE, A. (2017). The intra-EU migration challenge in the light of Kaldor's legacy. *Acta Oeconomica*, 67 (s1), pp. 175–196
- PIRRO, A. L. P., TAGGART, P. (2018). The populist politics of Euroscepticism in times of crisis: A framework for analysis. *Politics*, 38 (3), pp. 253–262

- PISANI-FERRY, J. (2014). *The Euro Crisis and its Aftermath*. Oxford University Press, Oxford
- RÁCZ M. (2000). *Az euró első két éve – néhány óvatos előrejelzés*. Kihívások, 135, december. MTA Világgazdasági Kutatóintézet, Budapest
- RÁCZ M. (2001). *Az Eurolandon belüli gazdasági és gazdaságpolitikai harmonizációs feladatokról*. Kihívások, 139, április. MTA Világgazdasági Kutatóintézet, Budapest
- RÁCZ M. (2009). Az eurózóna kihívásai a válság nyomán kialakult helyzetben. In Meisel S. (szerk). *A válság hatása az európai unió működésére*. VKI, Budapest, 79–93.
- SALA-I-MARTIN, X., SACHS, J. (1991). *Fiscal federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States*. NBER Working Paper, 3855, October, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA
- SCHMIEDING, H. (2009). The Case Against a Common Fiscal Boost in Europe. *Intereconomics*, 44 (1–2), pp.4–9
- SERRICCHIO, F., TSAKATIKA, M., QUAGLIA, L. (2013). Euroscepticism and the Global Financial Crisis. *Journal of Common Market Studies*, 51 (1), pp. 51–64
- SMETS, F. (2012). Imbalances in the euro area and the ECB's response. In Allen, F., Carletti, E., Simonelli, S. (eds.) *Governance for the Eurozone: Integration or disintegration?* European University Institute, Firenze és Wharton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania, Philadelphia, PA, pp. 41–60
- TARAFÁS I. (2013). Az euró – vélt és valódi gyengeségek. *Közgazdasági Szemle*, 60 (3), 359–364.
- VAN ROMPUY, H., BARROSO, J. M., JUNCKER, J.-C., DRAGHI, M. (2012). *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*. 12 December
- WHELAN, K. (2011). Ireland's sovereign debt crisis. In Allen, F. – Carletti, E. és Corsetti, G. (eds.) *Life in the Eurozone with or without sovereign default?* European University Institute, Firenze és Wharton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania, Philadelphia, PA, pp. 41–58
- ZIMMERMANN, H. (2001). The Fall of Bretton Woods and the Emergence of the Werner Plan. In: Magnusson, L. és Stråth, B. (eds.) *From the Werner Plan to the EMU: In search of a political economy of Europe*. Peter Lang, Bruxelles et al., pp. 49–72
- BR (2018). *Meseberg Declaration*. Bundesregierung, Berlin, Online: <https://archiv.bundesregierung.de/archiv-de/meta/startseite/meseberg-declaration-1140806>
- CoEU (2016). *Council Conclusions on a roadmap to complete the Banking Union*. Press release, 353/16, 16 June. Council of the European Union, Brussels
- CSEMU (1989). *Report on economic and monetary union in the European Community*. Committee for the Study of Economic and Monetary Union (Chairman: Jacques Delors)
- EB (2014). *Bankunió: cél az euróövezet pénzügyi stabilitásának helyreállítása*. Tájékoztató, MEMO/14/294, április 15, Brüsszel
- EC (1970). *Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of Economic and Monetary Union in the Community (Werner Report)*. Bulletin 11 – 1970, European Commission, Brussels
- EC (1990). *One market, one money: An evaluation of the potential enefits and costs of forming an economic and monetary union*. European Economy 44, October, European Commission, Brussels.
- EC (2008). A European Economic Recovery Plan. COM(2008) 800 final, 26 November, European Commission, Brussels

EC (2010). *Europe 2020: A strategy for smart, sustainable and inclusive growth*. COM(2010) 2020 final, 3 March, European Commission, Brussels

EC (2017a). *White Paper on the Future of Europe: Reflections and scenarios for the EU27 by 2025*. COM(2017) 2025, 1 March, European Commission, Brussels

EC (2017b). *Reflection paper on the deepening of the Economic and Monetary Union*. COM(2017) 291, 13 May, European Commission, Brussels

EC (2018). *European Economic Forecast: Summer 2018 (Interim)*. Institutional Paper, 084, July. Publications Office of the European Union, Luxembourg

ECB (2007). *Financial integration in Europe*. March, European Central Bank, Frankfurt

The Economist (2017). *The Macron plan for Europe*. November 9

ECB (2018). *Monetary policy decisions*. 14 June, European Central Bank, Frankfurt,
Online: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp180614.en.html>

ESRB (2017). *EU Shadow Banking Monitor*. European Systemic Risk Board, European System of Financial Supervision, Frankfurt

FoE (2012). *Final Report of the Future of Europe Group of the Foreign Ministers of Austria, Belgium, Denmark, France, Italy, Germany, Luxembourg, the Netherlands, Poland, Portugal and Spain*. 17 September

IMF (2014). *Greece: Fifth review under the extended arrangement under the extended fund facility, and request for waiver of nonobservance of performance criterion and rephasing of access*. IMF Country Report, 14/151, International Monetary Fund, Washington, D.C.

IMF (2015a). *Greece: Preliminary public debt sustainability analysis*. IMF Country Report, 15/165, International Monetary Fund, Washington, D.C.

IMF (2015b). *Greece: An update of IMF staff's preliminary public debt sustainability analysis*. IMF Country Report, 15/186, International Monetary Fund, Washington, D.C.

VM (2018). *Position paper of the Finance ministers from Denmark, Estonia, Finland, Ireland, Latvia, Lithuania, the Netherlands and Sweden on the architecture of the EMU*. Valtiovarainministeriö (Pénzügyminisztérium), Helsinki
Online: <https://vm.fi/documents/10623/6305483/Position+EMU+Denmark+Estonia+Finland+Ireland+Latvia+Lithuania+the+Netherlands+and+Sweden.pdf>

HIVATKOZÁSOK EGK/EU-S JOGSZABÁLYOKRA

Szerződés az Európai Unióról (92/C 191/01) (Maastrichti Szerződés)

907/73. EGK-rendelet az Európai Monetáris Együttműködési Alap létrehozásáról (április 5.)

3181/78. EGK-rendelet az Európai Monetáris rendszerről (december 18.)