

OTDK-dolgozat

2023

BUDAPESTI GAZDASÁGI EGYETEM

KÜLKERESKEDELMI KAR



BGE

**AZ ÁLLAMADÓSSÁG FENNTARTHATÓSÁGA AZ EURÓPAI
UNIÓBAN A VÁLSÁGOK TÜKRÉBEN, AVAGY MEGDŐLT-E A
KÖZÖS ADÓSSÁGVÁLLALÁS TABUJA A HELYREÁLLÍTÁSI ÉS
ELLENÁLLÓKÉPESSÉGI ESZKÖZZEL?**

**THE SUSTAINABILITY OF SOVEREIGN DEBT WITHIN THE EU IN
THE FACE OF ECONOMIC CRISES: HAS THE TABOO OF COMMON
DEBT BEEN BROKEN WITH THE RECOVERY AND RESILIENCE
FACILITY**

Balogh Szabolcs Sándor

Konzulens: Dr. Ferkelt Balázs PhD

Kézirat leadásának dátuma: 2022. 11. 05.

A KULTURÁLIS ÉS INNOVÁCIÓS MINISZTERIUM ÚNKP-22-1BGE-4 KÓDSZÁMÚ
ÚJ NEMZETI KIVÁLÓSÁG PROGRAMJÁNAK A NEMZETIKUTATÁSI, FEJLESZTÉSI ÉS
INNOVÁCIÓS ALAPBÓL FINANSZÍROZOTT SZAKMAI TÁMOGATÁSÁVAL KÉSZÜLT.



TARTALOMJEGYZÉK

BEVEZETÉS.....	7
1. AZ EURÓPAI BIZTONSÁGOS ESZKÖZ, ÉS AZ EURÓPAI SZOLIDARITÁS MEGJELENÉSI FORMÁI	8
1.1. A KÖZÖS ADÓSSÁGVÁLLALÁS ELŐNYEI	11
1.2. AZ EURÓPAI UNIÓ FOGOLYDILEMMÁJA, A KÖZÖS KÖTVÉNYEK LEHETSÉGES HÁTRÁNYAI	13
1.3. AZ ERKÖLCSI KOCKÁZAT KIVÉDÉSÉNEK LEHETSÉGES MÓDJAI	14
1.4. STABILITÁSI ÉS NÖVEKEDÉSI PAKTUM, MINT KÖLTSÉGVETÉSI FELELŐSSÉGET BIZTOSÍTÓ ESZKÖZ?	16
1.5. MIÉRT NEM ELÉG A STABILITÁSI ÉS NÖVEKEDÉSI PAKTUM	18
2. A KÖZÖS ADÓSSÁGVÁLLALÁS TÖRTÉNETE AZ EURÓPAI INTEGRÁCIÓBAN.	19
2.1. KOCKÁZATOK ÉS FELELŐSSÉG AZ INTEGRÁCIÓ ELSŐ KÖZÖS HITELFELVÉTELÉBEN	21
2.2. TOVÁBBI PÉNZÜGYI SEGÉLYEZÉSI RENDSZEREK AZ EU TÖRTÉNETÉBEN.....	23
2.3. A GÖRÖG HITELKERETTŐL AZ EURÓPAI STABILITÁSI MECHANIZMUSIG, AVAGY A NAGY PÉNZÜGYI VÁLSÁG TANULSÁGAI.....	25
2.4. AZ EURÓPAI STABILITÁSI MECHANIZMUS ÉS ANNAK KAPCSOLATA A KÖZÖS ADÓSSÁGOT ÖVEZŐ DILEMMÁKHOZ	29
2.5. AZ ESM FINANSZÍROZÁSA ÉS A KÖZÖS ADÓSSÁGFELVÉTEL KAPCSOLATA, AVAGY MILYEN DILEMMÁK MENTÉN MEGOSZTOTT AZ EU	29
3. A NEXTGENERATIONEU, AVAGY EURÓPA HAMILTONI PILLANATA?	31
3.1. AZ EU KÖLTSÉGVETÉSI BEVÉTELEI, AMIVEL FEDEZHETŐK A HITELFELVÉTELEK FINANSZÍROZÁSA	32
3.2. AZ NGEU HITELVISSZAFIZETÉSEK TERHE AZ EU KÖLTSÉGVETÉSÉRE.....	34
3.3. AZ NGEU ÉRTÉKELÉSE, ÉS ANNAK KÖVETKEZTETÉSEI	37
3.4. MEGOLDÁS ERKÖLCSI KOCKÁZAT A HELYREÁLLÍTÁSI ÉS REZILINCIAÉPÍTÉSI ESZKÖZ? 38	
3.5. A HELYREÁLLÍTÁSI ÉS REZILINCIAÉPÍTÉSI ESZKÖZ VÉGREHAJTÁSÁNAK VIZSGÁLATA A DEMOKRATIKUS LEGITIMITÁSI DIMENZIÓKON KERESZTÜL	38
3.6. AZ EU TAGÁLLAMAINAK ELADÓSODOTTSÁGÁNAK A FENNTARTHATÓSÁGA A COVID VÁLSÁG ÉS AZ NGEU FORRÁSBEVONÁSOK UTÁN.....	40
4. ÖSSZEGZÉS, KÖVETKEZTETÉSEK	42
5. FELHASZNÁLT IRODALOM.....	44

TÁBLÁZAT- ÉS ÁBRAJEGYZÉK

1. táblázat: A CLM hiteltörlesztési garanciális biztosítékrendszere	22
2. táblázat: Áttekintés az EK, majd EU közös adósfelvételi programjai 1974-től 2009-ig.	23
3. táblázat: Az EU Makrogazdasági Pénzügyi Stabilitási Eszközeinek működési rendszerei	26
4. táblázat: A NextGenerationEU hitelfelvételi folyamata.	33
1. ábra: Az eurozóna egyes tagállamainak 10 éves lejáratú államkötvényeinek a hozama 1998-tól napjainkig	9
2. ábra: Az európai biztonságos eszköz megteremtésének lehetőségei	10
3. ábra: Az országspecifikus ajánlások implementálásának aránya 2013 és 2018 között	17
4. ábra: A CLM rendszerének működése	20
5. ábra: Az EFSF tagországkonkénti hozzájárulási kulcsa 2013-ban.	27
6. ábra: A válságban lévő eurozóna államok 10 éves államkötvényhozama (százalékpontokban) Németországi államkötvényhozamhoz viszonyítva.....	28
7. ábra: Az ESM igénybevételi és finanszírozási folyamatának lépcsői	29
8. ábra: Az EU teljes költségvetésének összetevői 2021 és 2027 között.	32
9. ábra: Az EU maximális és lehetséges törlesztési kapacitásai összehasonlítva a várható törlesztési terhekkel	36
10. ábra: Az EU tagállamainak egy főre jutó GDP illetve egy NGEU nélküli jövő esetén várható GDP eltérés közötti összefüggés.....	40
11. ábra: Hatékony NGEU felhasználás esetén várható államadósság-GDP arányok hosszútávon.	41

Bevezetés

A 2010-es évek szuverén adósságválsága szinte alapjaiban rengette meg az euroövezet több tagországát és ezáltal az egész gazdasági és monetáris uniót. Ez a válság rávilágított a monetáris integráció sérülékenységre. Ennek következményeként a tagországok úgy döntöttek, hogy inkább mélyítik a gazdasági és monetáris együttműködést a kisebb sérülékenység érdekében. Akkoriban az eurozónát sújtó adósságválság hívta életre az először még ideiglenesnek szánt Európai Pénzügyi Stabilitási Eszközt, ami 2012-től már állandóan működő Európai Stabilitási Mechanizmussá nőtte ki magát. Az Európai Unió és az eurozóna végül sikerrel lábalt ki az adósságválságból. A 2020-as koronavírus járvány hatalmas gazdasági visszaesést okozott világszerte, ami alól az Európai Unió sem jelentett kivételt. Válaszul az Európai Bizottság a többi intézménnyel karöltve a 2021-27 közötti időszakra készült EU költségvetésen felüli egy helyreállítási és rezilienciaépítési eszköz létrehozását szorgalmazta. Az eredmény egy egyszeri 750 milliárd eurós csomag, mellyel együtt az integráció teljes költségvetése mai árakon a 2 billió (!) eurót is meghaladja. Az európai integráció fennállásának történetében még sosem rendelkezett ekkora pénzekkel. A NextgenerationEU központi eleme az ún. Helyreállítási és Ellenállóképességi Eszköz (723,8 milliárd euró) amelyből 338 milliárd euró vissza nem térítendő támogatás, 385,8 milliárd euró pedig kedvező kamatozású hitel. Ennek finanszírozására a Bizottság egyéb bevételei és a tagállamok befizetései mellett közös kötvénykibocsátást is végrehajtott. Ilyen mértékű kötvénykibocsátásra még nem volt példa, és ez nem véletlenül nyit új kérdések előtt kaput. Témaválasztásomat illetően egyértelműen befolyásoltak az egyetemen szerzett ismeretek, illetve az általános érdeklődés az Európai Unió jövője iránt. Szerettem volna alaposabban megismerni a 2020-'21-es évek válságkezelését, illetve hogy miként tud az EU ennyi hitelt felvenni az integráció számára, és ez milyen körülmények között lehetett elfogadtató azon tagállamok körében is, akik évek óta ellenezték a közös adósságvállalást. Ösztönzött az is, hogy az adósság közösségiesítés dilemmája viszonylag kevésbé ismert, viszont már figyelemreméltó szakirodalma van, ami megkönnyítette a témában az elmélyülést.

Kutatásom célja az NGEU programból eredő államadósság fenntarthatóságának vizsgálata, melyhez múltbeli tapasztalatokat is fel fogok használni. Részletesen értékelni fogom a közös papírkibocsátás tapasztalatait, és az államadósság mentén futó észak-déli ellentéteket is az eurozónán belül. Ehhez kapcsolódóan az Európai Központi Bank kamatpolitikai dilemmáját

is górcső alá veszem. Kutatási kérdésem, hogy teret nyithat a helyreállítási csomag a jövőbeli közös EU adósságfelvételnek? Ha már közös adósságot vállalnak a tagállamok, még jobban össze kell hangolni a tagállamok költségvetési politikáit? A járvány következtében a tagállamok GDP-hez viszonyított államadóssága nagy mértékben nőtt. Mennyire tartható ilyen körülmények között a fiskális veszélyt elhárítani hivatott Stabilitási és Növekedési Paktum? Esetleg a közös adósságvállalás lehet a pénzügyi válság Európai Stabilitási Mechanizmusa? A közös adósságvállalás érthető módon érzékeny pont, mely már a helyreállítási alap létrejötténél is tisztán látszódott (mediterrán országok kontra takarékosabb északiak, pl. Németország). Kutatásomhoz magyar, német és angol nyelvű forrásokat használtam fel. Elemeztem a releváns Európai Közösségek és majdani Európai Unió intézményeinek publikációit és kimutatásait, illetve uniós jogforrásokat is segítségül vettem. Kutatásom várhatóan bebizonyítja, hogy a kezdeti félelmekkel ellentétben a közös adósságvállalás helyes út volt és megvalósítható az erkölcsi kockázat orvoslásával együtt. A kijelölt témák körüljárása után hipotézisem, hogy a koronavírus járvány utáni válság az ellentétek dacára előremozgatta a gazdasági integrációt, amelynek leképződéseként a NextGeneration EU program precedenst alkothat a jövőben. Az, hogy a koronavírus utáni válságkezelés precedenst ad-e, az a program hatékonyságától függhet.

1. Az európai biztonságos eszköz, és az európai szolidaritás megjelenési formái

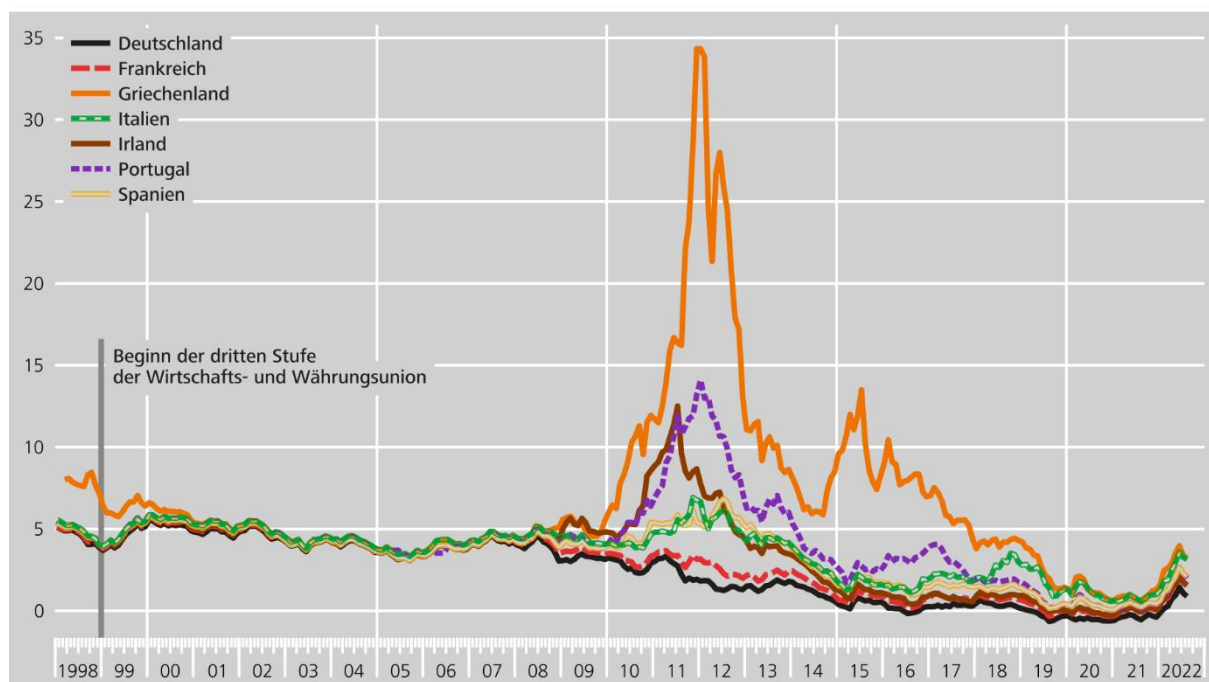
Az Unió szintű, közös adósságvállalás kérdése számtalan formában megjelent már az európai integráció története során. Az alapfelvetés általában az, hogy amennyiben az Európai Unió egyik intézménye (A Covid-válság után például az Európai Bizottság) szeretne hitelt felvenni, vagy kötvényt kibocsátani, azt sokkal előnyösebb feltételek között tehetné meg, hiszen garanciaként ott lenne „mögötte” a 27 tagállam gazdasága. Ez azért kedvező, hiszen olcsóbb lenne a finanszírozás, amely más esetben egyes tagállamoknak nem adatna meg kockázati okokból. (Itt főleg a déli államokra lehet gondolni, Görögország, Portugália vagy Olaszország) (Chen, 2020; Eisl-Tomay, 2020).

Probléma, hogy az EU kötvénypiac széttagolt (hiszen mindegyik ország saját maga bocsát ki szuverén államkötvényeket).¹ Ez sokkorknál azért hátrányos, mert általában a piacok nem stabilizálódnak (nő a kockázat, így nő a kötvények hozama is, nehezebb eladni) és így épp a

¹ Az integráción belüli államadósság és a kötvénypiacok rendkívül különböznek.

Észtországban például a 2000-es években (és máig) olyan alacsony az államadósság, hogy 5 évig nem is létezett államkötvény (OECD, 2011).

likviditás szükségekor destabilizálódhat a piac. Ilyenkor félő, hogy a nehezebb helyzetben lévő ország nem jut piachoz, mert túl kockázatosnak számít a piac szerint a befektetés (lásd, 1. ábra). „A „halálos hurok” megszüntetéséhez ambiciózusabb megoldás szükséges. Magát az európai kötvénypiacot szükséges megváltoztatni. Ez középtávon az eredeti euróövezeti biztonságos eszközök fejlesztését igényli.” (Halmai, 2021. 40.p.; Moscovici 2017)

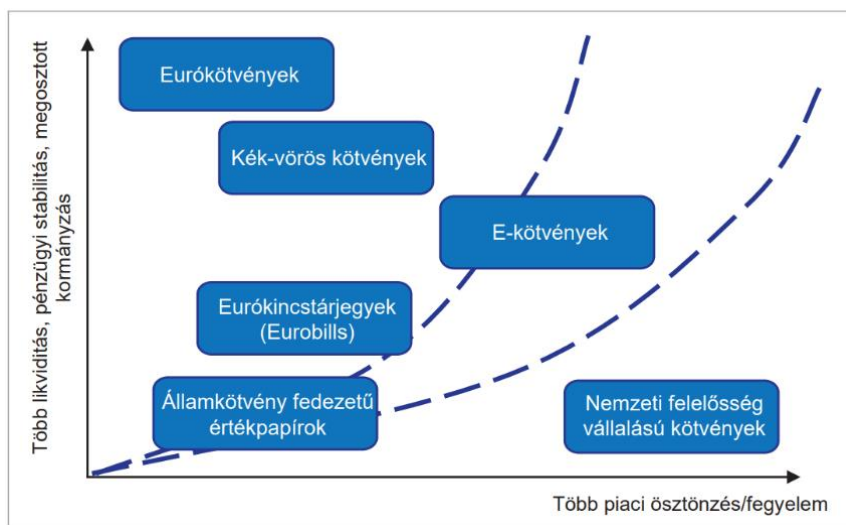


1. ábra: Az eurozóna egyes tagállamainak 10 éves lejáratú államkötvényeinek a hozama 1998-tól napjainkig

Forrás: Deutsche Bundesbank (2022)

Egy ilyen „európai biztonságos eszköz” elősegítené a válságba került országok piacra jutását, és stabilizációs eszköz is lenne, hiszen az EU gazdasági erejéhez mért eszközként sokkal biztonságosabb és ezáltal kedvező feltételekkel lehetne forrást felvenni a tőkepiacról. Ideális esetben egy ilyen biztonsági eszköz lehetne az eurozóna/eu referenciakötvénye (hasonlóan az USA kincstárjegyekhez) (Halmai, 2021). Az adósságok közösségiesítése (akár már felvett nemzeti adósságok egységesítése is) az utóbbi években mindinkább foglalkoztatta a döntéshozókat és a szakirodalmat. Minden ilyen felvetésnél előkerülő kérdés, hogy ezek az

eszközök „[...] egyrészt hogyan működnek a likviditás, a stabilitás és a kormányzás közötti átváltásokban, másrészt az ösztönzés, illetve a fegyelem dimenziójában.” (Halmai, 2021. p. 41.)



2. ábra: Az európai biztonságos eszköz megteremtésének lehetőségei

Forrás: Halmai (2021)

Főleg a 2009-es pénzügyi, majd pár év múlva az eurozóna válsága idején jelent meg több elképzelés egy közös európai eszközre, de ezek nem valósultak meg (Weizsacker–Delpa 2010, (Philippon–Hellwig 2011; Bishop 2013) (Monti 2010).² Alapvetően az EU egészéből eredő kockázatsökkentés kedvezőbb hitelfelvételi lehetőségei adottak. Ebben érthető okokból minden fél egyetért, de ahogyan az lenni szokott, az ördög a részletekben rejlik. A párizsi székhelyű Jacques Delors Institute csinált egy átfogó tanulmányt a kezdeményezést övező vitákról, a kutatásom ezen részében az ő munkájukat veszem segítségül.

Alapvetően a közös adósságfelvétel egyfajta szolidaritásként fogható fel, hiszen a gazdagabb vagy stabilabb költségvetéssel rendelkező államok (akik amúgy is kedvező feltételekkel vehetnének fel hitelt) vállalják, hogy az általuk is biztosított garancián keresztül a kevésbé stabilabb államok is könnyen visszafizethető tőkéhez jussanak. Mindazonáltal érdemes meghatározni, hogy milyen fajta szolidaritásról lehet szó. Sofia Fernandes és Eulaila Rubio (2012) munkájukban kétféle felfogást határoztak meg. A szolidaritás egyrészt eredhet úgynevezett „felvilágosult önös érdek”-ből, vagy „biztonsági alapon”. Az utóbbi „biztosítási” megközelítés, mely abból a felismerésből ered, hogy a kockázat szétosztása a tagállamok között nagyobb biztonságot adhat előre nem látható válságok esetén. A „felvilágosult önös érdek”

² A pénzügyi majd gazdasági és euróválságra az EU új intézményeket hozott létre, amelyek a ma is létező Európai Stabilitási Mechanizmusban állandósultak, amelynek működésére és relevanciájára később fogok visszatérni.

pedig azon alapszik, hogy egy vagy több tagállam sikere az EU természetéből adódóan a teljes közösség sikere is, és így természetesen a nettó befizető számára is (főleg gazdasági) előnyökkel járhat. Ez azért lehetséges, mert a közösségen belül aligha lehet találni olyan gazdasági tevékenységet, mely ne nyúlna át a határokon. Gondolhatunk itt például a német gazdaság számára stratégiai jelentőségű autóiparra, melynek számos üzeme működik Magyarországon, vagy többi országban. Az euróválság idejében Görögország megsegítése létfontosságú volt azért is, mert a közös fizetőeszköz léte is kérdéses volt (erre még később fogok visszatérni) (Eisl-Tomay, 2020; Alcidi et al, 2017).

Tapasztalatból állíthatjuk, hogy nagyobb volumenű a „biztonsági” feltételezésből eredő szolidaritási kezdeményezések nem igazán fordultak elő, és főleg az utóbbi megközelítésen keresztül merültek fel és valósultak meg szolidaritási mechanizmusok. A szolidaritáson és felelősségteljességen alapuló európai adósságfelvételi eszközről folyó kezdeményezések és azt követő tárgyalások főleg azért nehezek, mert annak demokratikus legitimitása könnyen hiányos lehet és általánosságban véve távolba mutató dilemmákat hív életre. (Schmidt, 2015; Eisl-Tomay, 2020). A demokratikus legitimitás kérdésköre nem csak ennél az eszköznél van jelen, hanem az integráció számos területén folyik a „demokratikus deficit” létezéséről vagy cáfolásáról diskurzus. Habár az Európai Unión belüli demokratikus deficit kérdése a kutatásom látókörén kívül esik, a demokratikus legitimitás alkotóelemeit és buktatóit igenis fontos a közös adósság horizontján ismerni. Ezen alapok megismerése után már közelebbről és pontosabban tudjuk vizsgálni például az új mechanizmust ellenzők fenntartásait. A továbbiakban a közös adósság előnyeit, majd hátrányait fogom ismertetni, majd ezek után a szakirodalom által is megfogalmazott megoldási javaslatot fogok vázolni.

1.1. A közös adósságvállalás előnyei

Ennek az elképzelésnek az előnyeinek megértéséhez először az államok adósságát. Az Európai Unió valamennyi országa bocsát ki államkötvényeket. Ezek a kötvények úgy működnek, hogy az intézményi, de akár kisbefektetők is vehetnek névértéken meghatározott lejáratú idejű kötvényeket (ez lehet hónap, év, de évtizedes távlatú is). A kötvények megvétele és lejáratuk között bizonyos időközönként kamatot kap a befektető, majd a lejárat dátumán visszakapja az eredetileg befektetett összeget (névértéket). A kötvények hozama pedig nem más, mint a befektetett érték és a lejárat után visszakapott névérték és kifizetett kamatok különbsége. Az esetek többségében pozitív hozamokról beszélhetünk, de negatív hozamú kötvények is vannak

(mint például egészen napjainkig a német államkötvények)³ A hozamokat számos tényező befolyásolja. Általában véve talán a legfontosabb az alapkamat szintje szokott lenni. A kötvényeket másodlagos piacon is lehet eladni és venni, és ezek ára a gazdasági környezettel korellálva változnak. Ha például a befektetők szerint egy ország államháztartása (és ezáltal akár az adósságteljesítő képessége) csorbul, úgy nő egyenes arányosan a kötvények hozama, hiszen nagyobb kockázatot jelent. A kötvények értékváltozása tehát az államba vetett bizalmat testesíti meg. Mivel a mai pénzügyi rendszeren (és még inkább a szabályozott Európai Unión belül) belül nagyon ritka (de nem lehetetlen) az államcsőd, talán a legbiztosabb eszközként vannak az államkötvények számontartva és ezért a hozamuk többnyire alacsony vagy negatív szokott lenni. Összességében az államkötvények fontos finanszírozási forrást jelentenek a mindenkori kormányoknak, és különösen krízishelyzetekben kitűnő opció ezek kibocsátásával forráshoz jutni és a likviditást biztosítani (Losoncz, 2019).

Az államkötvényeknél maradva a közös adósságfelvétel rendszerében nem külön tagállamok kormányai bocsátanának ki kötvényeket, hanem ezt maga az Európai Unió tenné ezt meg. Mivel az Európai Unió mind a 27 tagállamát maga mögött tudja, befektetői szemszögből szinte lehetetlen a nemfizetés, és így nagyon biztonságosnak bizonyul. Elég, ha olyan stabil gazdaságra gondolunk, mint Németország vagy Hollandia (Deutsche Bundesbank, 2022; Eils-Tomay, 2020) Ebből a biztonságból és bizalomból kifolyólag lenne lehetséges, hogy sokkal olcsóbban kerüljenek olyan tagállamok is hitelhez, amelyek máskülönben nagyobb kötvényhozammal jutnának forráshoz (a nagyobb kockázat miatt). Válságok idején ez kritikus jelentőséggel tud bírni, hiszen az átmeneti segítségen túl pedig hosszabb távon kisebb visszafizetési terheket jelentenek ezek a kötvények, ami biztosabb kilábalást és növekedést eredményez. Ebből a szempontból tehát attól függetlenül, hogy például az amúgy stabil költségvetésű államok közvetetten kedvezőbb kötvényeket adnak, ők is nyernek ezzel mert általában véve az EU gazdasága is gyorsabban növekedhet. Az EU szolidaritásán túl egy állandó közös adósságfelvételi mechanizmus a gazdasági integrációt is előrébb vinné (Eils-Tomay, 2020; Halmai, 2021). Mégis, ezt ismerve a közös kötvénykibocsátásnak milyen hátrányai lehetnek, és miért ellenzik egyes országok ennyire?

³ 2019-ben a 10 éves német államkötvény stabilan 0 százalék alatt volt, sőt még 2020-ban is, amikor is relatív szinte teljes biztonságú befektetésnek viszonyult (Ranasinghe, 2019).

1.2. Az Európai Unió fogolydilemmája, a közös kötvények lehetséges hátrányai

A közös kötvénykibocsátás ellenzőinek egyik legfőbb érve nem más, mint az úgynevezett „erkölcsi kockázat” veszélye. Az erkölcsi kockázat (vagy angolul „moral hazard”) egy már régen megfogalmazódott elméletet jelöl. „*A közgazdaságtanban az erkölcsi kockázat azt jelenti, hogy valakit a kockázatok növelésére ösztönöz az, hogy az abból adódó esetleges károkat nem, vagy nem teljes mértékben ő szenved el.*” (Lexiq, 2022)

Az erkölcsi kockázatot főleg a biztosítóknál és hitelezésnél kerül legtöbbször említésre. Erkölcsi kockázat lehet az, ha egy vállalat a foglalkoztatottaknak fedezi a fogászati költségeit. Ez arra ösztönözheti így az kedvezményezetteket, hogy kevésbé figyeljenek magukra, hiszen baj esetén is fedezi a vállalat a költségeket. Sokszor a biztosítók esetén is felmerül az erkölcsi kockázat kérdése. Például, ha a bankok tudják, hogy baj esetén az állam közpénzből kimentí őket, az nagyobb hajlandóságot jelenthet a kockázatos ügyletek kötéséhez (Lexiq, 2022). Ugyan a vizsgált témánkban közel sem vállalatokról vagy személyekről van szó, hanem egész országokról, az erkölcsi kockázat alaptézisei elegendő indokot szolgáltatnak, hogy komolyabban foglalkoztassa a döntéshozókat (Halmai, 2021; Eils-Tomay, 2020). Esetünkben az erkölcsi kockázat abból eredhet, hogy a kedvezményezett országoknak, amelyek immáron „olcsó hitelhez” jutottak, nincs elég ösztönzés a kellőképes óvatosságra, tudván, hogy a nagyobb kockázat ellenére baj esetén számíthatnak az integráció többi országára.

		B tagállam	
		Szigorú fiskális politika	Kockázatosabb költelekezés
A tagállam	Szigorú fiskális politika	Stabil gazdasági helyzet az EU-n belül	„A” tagállamnak lehet, hogy ki kell segítenie B tagállamot
	Kockázatosabb költelekezés	„B” tagállamnak lehet, hogy ki kell mentenie A tagállamot	Adósságválság Európában

1. táblázat: Az EU erkölcsi kockázati mátrix

Forrás: Lexiq.hu alapján saját szerkesztés

Az első táblázatban látható kétszereplős modell annyival viszi még tovább ezt a gondolatmenetet, hogy kellő korlát nélkül akár gazdasági válság is lehet az EU-n belül, hiszen ahogyan a tagállamok az integráció 27 gazdaság adta biztosításban bízva nagyobb költelekezést folytatnak, előbb utóbb előfordulhat a túlzott eladósodottság. Ebben az esetben a helyzet akkor válhat súlyossá, hogyha a blokk többi országa is kevésbé volt óvatos, és nincs kinek „visszarántania a kormányt”. Ez a megközelítés hasonlít a híres „közlegelő tragédiájához”,

amely szerint ha mindenki önös érdek alapján jár el és nincs tekintettel a közjóra, csapdához vezet (Spiliakos, 2019; Eils-Tomay, 2020).

Noha ezek a példák sarkosítottak és meglehetősen pesszimisták, mégis rávilágítanak a közös adósság egyik legnagyobb dilemmájára, biztosítható-e a felelősségteljes eljárás a kedvezményezetteknek, elkerülhető lenne-e az unió közlegelőjének tragédiája? Ezzel a kérdéssel több szakirodalom is foglalkozott már. A következő fejezetekben azt fogom vizsgálni, hogy egy EU szintű közös adósságvállalás (vagy akár adósságkezelés) milye feltételek között lehet sikeres, illetve eddig milyen intézményi törekvések voltak a felelősség növelésére és a kockázatcsökkentésére, különösen a 2009-es pénzügyi és gazdasági válságot követően.

1.3. Az erkölcsi kockázat kivédésének lehetséges módjai

Bármilyen európai szintű adósságosztózás jellegű kezdeményezés falakba ütközött, ugyanis ilyen szolidaritást és felelősséget párosító eszközt nehéz megfeleltetni az EU és nemzeti szintű demokratikus legitimitásnak (Eils-Tomay, 2020; Spilikaos, 2019).

Ahhoz, hogy bármilyen európai szintű közös adósságvállalás sikeres legyen, a demokratikus legitimitás 3 dimenziójában kell megfelelnie:

- „output” azaz kimeneti legitimitás: A közös adósságvállalásnak bizonyítania kell, hogy kézzelfogható gazdasági eredményeket képes felmutatni, ami nem csak az EU számára jó, hanem a tagállamoknak is (kiváltképpen a nettó „befizetőknek”).
- bemeneti (input) legitimitás: Itt teret kell hagyni a kedvezményezetteknek, hogy demokratikus keretek között dönthessenek a források felhasználásáról⁴
- átmeneti legitimitás (throughput): A teljes program transzparenciája, azaz a felvett források mennyisége, felhasználási prioritások, vállalások mind nyilvánosnak, könnyen követhetőnek kell lennie. Fontos, hogy a kormányzás több szintjén érvényesüljön a felelősségrevonhatóság.

A 2010-es évek válságkezelése során használt feltételes közös adósságfelvételi eszközök szigorú fennhatóság alatt működtek. Akkoriban Az IMF, az EKB és az Európai Bizottság, a „trojka”, szabta feltételek és felügyelete mellett történtek a segélyprogramok. Ezek az évek rámutattak, hogy a bemeneti legitimitás jelentősen sérült (Schmidt, 2015).

⁴ Természetesen felhasználási szabályok mentén.

A hitelező országok szemszögéből igazságtalan lett volna a választópolgárai számára, ha saját költségre kevésbé szigorú kondíciók mellett segítenek azoknak az országoknak, akik szerintük „rossz” gazdaságpolitikát folytattak. Ezt megfordítva pedig a hitelezett országok szerint a limitált segély mérete nem indokolta a kompromisszumképtelen hozzáállást. Lényegében a hazai demokratikus akaratervényesítés csorbult, hiszen a kondíciók és reformok kötelező jellegűek voltak. Közgazdasági szemszögéből a kívülről érkezett túlzott szigorítás kontraproduktív hatással is bírt (Schmidt, 2015). Mindazonáltal a hitelező országok döntését a „korlátlan” szolidaritással kapcsolatban érezhetően a hazai legitimitás kérdése befolyásolta, azaz milyen mértékben tartanak jogosnak a polgárok a másik ország kisegítését. Ennek eredményeként sajnos a tagállamok közötti bizalom akkoriban mélypontokra esett, ami az európai szolidaritás alapját gyengíti. (Európai Bizottság, 2015; Eils-Tomay, 2020).

Ahhoz, hogy elkerülhessük az erkölcsi kockázatot, olyan módon kell arra ösztönözni a kedvezményezett államokat, hogy a kedvező feltételek ellenére olyan módon kezeljék a befolyó forrásokat, mintha teljes mértékben önmaguknak kellene értük felelni. Mégis, teret kell adni a kedvezményezett országoknak, hogy saját maguk is dönteni tudjanak a források felhasználásáról. Ez a megközelítés EU szubszidiaritás alapelvének⁵ tükrében különösen releváns (EUSZ, 2007). Emellett elengedhetetlen a vállalt intézkedések nyomkövetése, és a felelősség betartatása végett végső esetben szankciós eszközök is szükségesek, amivel a kimeneti legitimitás is biztosítva lesz. Mindezt kellő transzparencia és felelősségrevonás jegyében már jobban biztosítható az eredményes és felelősségteljes kezelés (Schmidt, 2015; Eils-Tomay, 2020; EU, 2012).

Az előző fejezetekben felvázoltuk, hogy milyen alapvető ellentétek mozgatják a közös adósság körüli vitát, illetve egy működőképes, erkölcsi kockázatot korlátozó közös adósságvállalási eszköz milyen kritériumok mentén lehet megvalósítható. Némi kutatás után viszont rájöhettünk, Az EU létrejötte óta tulajdonképpen működik már egy eszköz, amely épp a közösségen belüli felelősségteljes gazdálkodást, hivatott betartani. Mivel a Monetáris Unió létezése is egy nagy gazdasági jellegű szolidaritás, de egyben felelősség (Vignon, 2011). A fokozott egymásrautaltság és a viszonylagos gazdasági heterogenitása még inkább megkövetelte a felelősséget biztosító kereteket (Ferkelt, 2020). Amennyiben már létezik egy hatékony, erkölcsi kockázatot kivédő intézmény az EU-n belül, akkor az a közös

⁵ Európai Unióról szóló szerződés (EUSZ) 5. cikkének (3) bekezdése és a szubszidiaritás és az arányosság elveinek alkalmazásáról szóló (2. sz.) jegyzőkönyv.

adósságvállalás esetén is szerepelhetne biztosítékként. A következő fejezetben a Stabilitási és Növekedési Paktumot fogom gorcsó alá venni.

1.4. Stabilitási és Növekedési Paktum, mint költségvetési felelősséget biztosító eszköz?

Az európai integráció történetében számos példát találhatunk szolidaritási eszközökre, és azok megvalósulására. Amire azonban a szakemberek is rámutatnak, hogy „szolidaritás tagállamok között hosszútávon nem fenntartható azonos mértékű felelősség nélkül”.(Vignon, 2011). Maga az euró bevezetése is egy olyan eszköz volt, amely a közösséget hivatott támogatni az átváltási költségek megszüntetésével, de cserébe a pénznemet bevezető államoknak (is) meg kellett felelniük a Stabilitási és Növekedési Paktum irányelveinek (maga a paktum 1996 június 16-17-én lépett életbe és célja között szerepel az erkölcsi kockázat kivédése). *„A Stabilitási és Növekedési Paktum olyan szabályokból áll, amelyek révén az uniós tagállamok koordinálják a nemzeti költségvetési politikájukat. Célja a rendezett államháztartás biztosítása, amelyre az árstabilitás biztosítása, valamint a munkahelyteremtést elősegítő szilárd, fenntartható növekedés előmozdítása érdekében van szükség (Európai Bizottság, 2022b).”* Ez a paktum azért is figyelemreméltó, mert szükség esetén pénzügyi szankciók is kivethetők a szabályok megszegéséért.és feladatai/jogköre a 2011-es „hatos csomag”-gal bővült (Európai Unió Tanácsa, 2011). Kutatásom szempontjából a hatos csomaggal bevezetett „makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás” (továbbiakban MIP) lesz kifejezetten releváns, hiszen kifejezetten az EU-n belüli egyensúlytalanságokat hivatott feltárni, ajánlani, de szükség esetén szankcionálni is. (Európai Bizottság, 2022b) Ennek az eszköznek a működése, sikerei vagy kudarcai kitűnő belelátást adnak nekünk, hogy eddig (ha) sikerrel, hogyan és mennyire védte ki az „MIP” a Gazdasági és Monetáris Unió (és további EU-s tagok) erkölcsi kockázatát. Amennyiben sikeres ez az eszköz, azzal be lehet bizonyítani, hogy igenis lehetséges olyan keretek között akár adósságot is felvenni, hogy az ne legyen hosszútávon kockázatos és kontraproduktív. Ellenkező esetben pedig rávilágíthat a hiányokra, azok miéértjére, és iránymutatást adhat arra, hogy a jövőben miképpen lehetne egy biztosabb keretet adni egy esetlegesen tartós kötvénykibocsátás során.

Az MIP tevékenységi köre két ágra oszlik; (Európai Tanács, 2022a)

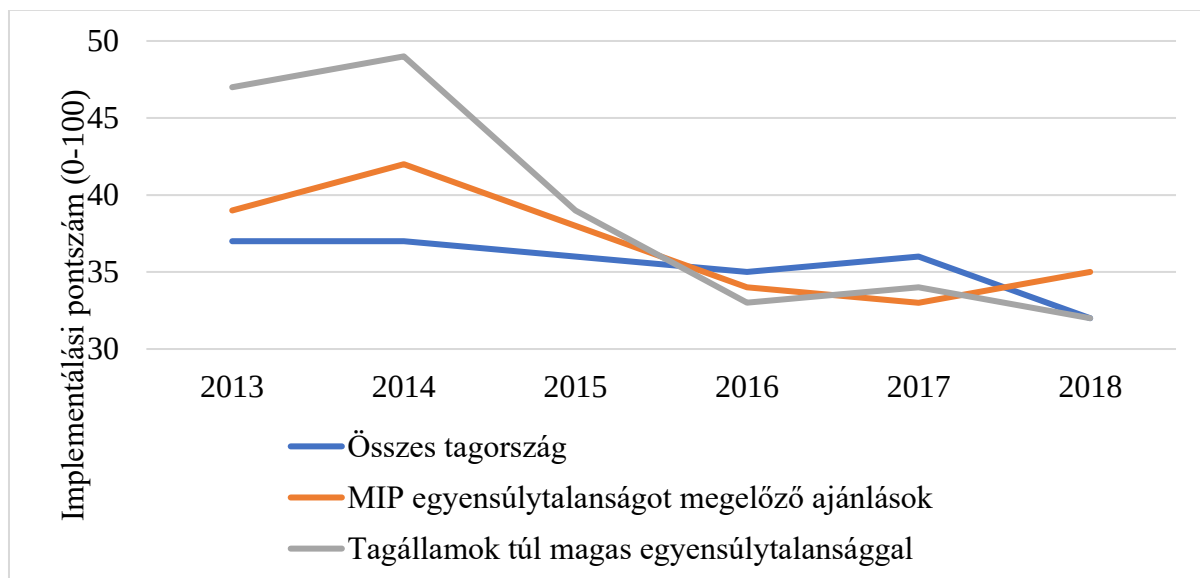
- A prevenció ág célja a fenntartható fiskális politika biztosítása az adott gazdasági ciklusban a tagállamonként egyedileg meghatározott középtávú költségvetési célok megvalósításával.

- A korrekciós ág annak biztosítására szolgál, hogy a tagállamok korrekciós intézkedéseket hozzanak, amennyiben költségvetési hiányuk meghaladja a GDP 3%-át, illetve államadósságuk a GDP 60%-át, azaz a Szerződésekben meghatározott referenciaértékeket (EU, 2012).

A korrekciós ág azért is érdekes, mert nem csak konkrét követendő célt határoz meg, hanem azok túlzott átlépése esetén eljárás is történhet. A 2011-es „hatos csomag” elfogadását követően az Európai Bizottság minden EU-s tagállamot 14 fő és 28 kiegészítő indikátorral vizsgálja (fő indikátor például a folyó fizetési mérleg, a háztartások eladósodottsága stb. (Európai Bizottság, 2022b).

A bizottság túlzotthiány esetén szankciót vethet ki a tagállamokra, GDP 0,2 százalék mértékben nem kamatozó letétet. Viszont a Tanácsnak fordított minősített többsége kell ehhez. (a minősített többségnek nem kell a szankció ellen szavaznia) (Európai Bizottság, 2011).

2019-ben Ciprus, Görögország és Olaszország volt excessive macroeconomic imbalance-ban. Ez az utolsó besorolás a lehetséges szankciók előtt. Probléma, hogy a Macroeconomic Imbalances Procedure, hogy akadémiai szinten is kevésbé ismert (Bénassy – Wolff, 2020).



3. ábra: Az országspecifikus ajánlások implementálásának aránya 2013 és 2018 között

Forrás: Efstathiou - Wolff (2019) adatbázisuk alapján

Az implementálási pontszám a következőt jelöli: 0: nincs előrehaladás, 25: korlátozott eredmény, 50: valamennyi eredmény, 75: jelentős eredmények, 100: teljes implementáció

1.5. Miért nem elég a Stabilitási és Növekedési Paktum

Magával a paktummal és méginkább az „MIP”-ről kevés elemzés készült és azok javarésze is maga az Európai Bizottság saját elemzése. A kortárs szakirodalom szerint maguk az indikátorok is, azaz a tagállamok gazdasági stabilitását mérő módszerek is felülvizsgálatra szorulnak, mindazonáltal a kutatásom szempontjából nem fontos így erre nem is térek ki. Még inkább releváns az országspecifikus ajánlások bevezetése vagy nem bevezetésének okai. Az évek során megfigyelhető, hogy ezen ajánlásokat a tagállamok sokszor vonakodva, de sokszor egyáltalán nem vezetnek be. Emellett jellemzően a kisebb politikai kockázattal járó, így szerény hatékonyságú változtatások valósulnak meg (Bénassy – Wolff, 2020). Ugyan a szerződés alapján ezek az ajánlások kötelező érvényűek, a Bizottság kevés végrehajtói hatalommal rendelkezik ezen a területen (Halmai, 2021). További kritikaként róható fel, hogy a betartandó kritériumok rugalmatlanok a tagországok különböző gazdaságaiknak igényekhez, paktum működési ideje alatt csupán Svédországnak és Észtországnak sikerült betartani a feltételeket, illetve maga az eszköz „békeidőkben” működik, és válságok esetén nem végez válságkezelő, vagy felelősséget fenntartó szerepet. Erre jó példa, hogy 2020 tavaszán az EU pénzügyminiszterei megegyeztek, hogy a válság miatt ideiglenesen hatályon kívül helyezik a paktumban vállalt előírásokat (Allenbach-Amman, 2022; Máthé, 2020).

Összességében tehát a kibővített Stabilitási és Növekedési Paktum ugyan egy kifejezetten pozitív irányba mutat az EU tagállamainak gazdaságpolitikáinak összehangolásában, annak tényleges hatása lényegesen eltörpül a potenciálja mellett. Az európai szemeszter részeként a makrogazdasági egyensúly felügyeletében szükséges feladatokat lát el, viszont a kevés végrehajtói jogviszony miatt (szankciók csak szélsőséges esetekben, és válságok alatt nem is lehet) annak szerepe csekély, és így önmagában nem jelent biztos garanciát a kölcsönös felelősségre és az integráción belüli makrogazdasági egyensúly fenntartására (mind a kettő a közös adósságfelvételnél elengedhetetlen). Az eredményességet csorbítja az is, hogy a javasolt országspecifikus ajánlások kis része implementálódik, és azok közül is jellemzően a kevesebb politikai kockázatot rejlő, így szerényebb hatékonyságúak élveznek előnyt. (Bénassy – Wolff, 2020).

Ebben a fejezetben így látható, hogy uniós szinten jelenleg még nem létezik olyan állandó eszköz vagy intézmény, ami hatékonyan tudná biztosítani a tagállamok fiskális fegyelmét. Ahhoz, hogy az EU válság esetén hatékonyan tudjon asszimmetrikus és szimmetrikus sokkokra választ adni, reformokra van szükség. *„A föderalisták hosszú ideje hangsúlyozzák, hogy az uniós szintű pénzügyi politikát a közös fiskális politikával kellene kiegészíteni az euróövezet*

gazdasági stabilitásának érdekében.” (Máthé, 2020. p. 1.) Ahhoz, hogy egy esetleges közös adósságfelvétel hatékonyan működjön, szükség van olyan biztosítékokra, amik fogatosítják a helyes felhasználást. A kutatásom következő fejezeteiben az európai integráció történetében előforduló válságkezelő közös adósságfelvételi mechanizmusokat fogom elemezni. A szolidaritás és felelősség kapcsolatára és az erkölcsi kockázatra vonatkozó megoldási lehetőségeket a talált válságkezelési eszközök tükrében fogom a kutatásom később részében felkutatni, ahol az NGEU-ra vonatkozó következtetések is megjelennek majd.

2. A közös adósságvállalás története az európai integrációban.

2020-ban a covid válság idején sokszor lehetett hallani, hogy az ún. „koronakötvény” még ideiglenes eszközként is merően új lépés lenne, és veszélyes precedenst állítana a jövőbeli adósság kölcsönössé tételében. Ha viszont az integráció történetébe tekintünk kiderül, hogy válsághelyzet esetén a közös adósságfelvételnek igenis van története, amelyhez egészen az 1973-as olajválságig kell visszamennünk (Horn et al., 2020).

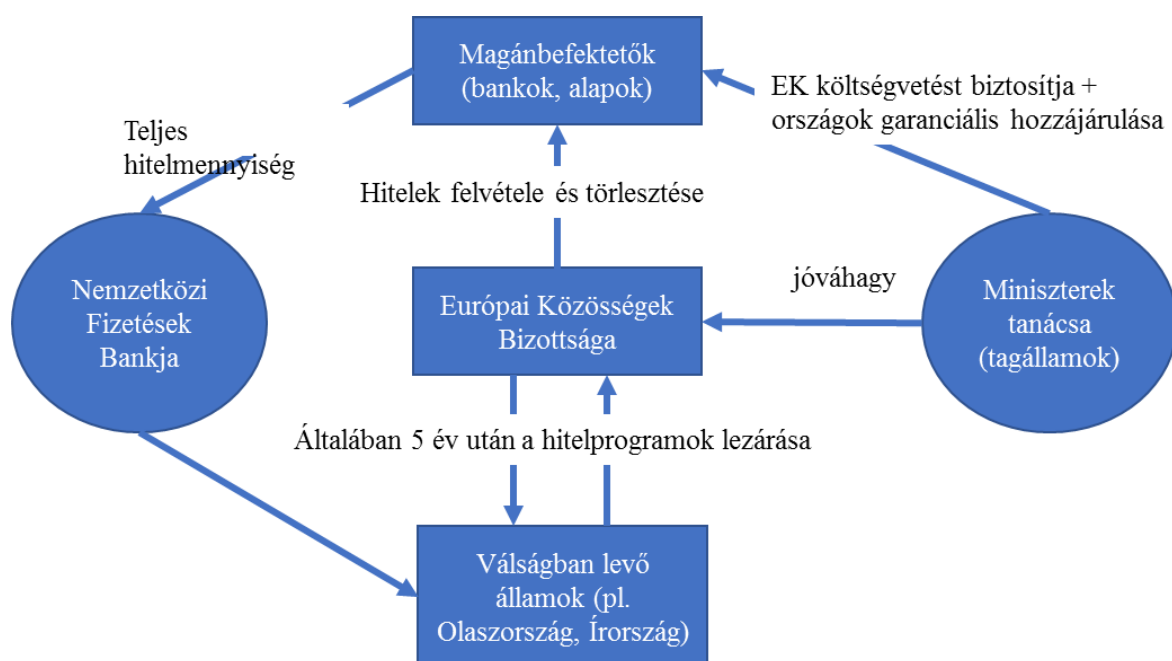
A 70-es évek Európai Közösségek kifejezetten szorult helyzetben volt. Az ugrásszerűen megemelkedett olajár eredményeképpen jelentősen romlott az országok fizetési mérlege (merően emelkedtek a kiadások), amely már maga a közös piac működését veszélyeztette. (Diekmann, 1990). Olyan likviditási problémák voltak, hogy több EK országon importkorlátozások is voltak. (Stingelin, 1975). Az akkori helyzet súlyosságát mutatja, hogy Olaszország gazdasága is 2%-ot meghaladó csökkenést élt át (Alcidi et al, 2017).

A korabeli kormányok felismerték a kialakult helyzet veszélyeit, félő volt, hogy az addig évekig épített közös piac összeomolhat. Azért, hogy az államok fizetési mérlege ne boruljon fel az ugrásszerűen megnőtt árak következtében, az akkori Európai Bizottság a tagállamok felhatalmazásával tárgyalhatott az Európai Közösség nevében a piaci hitelezőkkel, s a tagállamok (Miniszterek tanácsa) beleegyezésével vehetett fel azokat (az akkori Parlamenti Közgyűlés még nem rendelkezett beleszólási joggal). Az új eszközt Közösségi Hitelezési Mechanizmusnak hívták (angolul Community Loan Mechanism, a továbbiakban CLM) (Horn et al, 2020).

A CLM⁶ keretein belül az államok kormányainak megbízásával a Bizottság hiteleket tudott felvenni (vagy közösségi kötvényeket kibocsátani!), majd azokat a bajba jutott tagoknak

⁶ A program az 1971-es European Medium-Term Financial Assistance Facility/MTFA továbbgondolása is volt. A különbség a kettő között, hogy az MTFA esetén az országok

juttatta (illetve a Bizottság a Miniszterek Tanácsa döntése alapján végrehajtói szereppel bírt)⁷. A maximálisan felvehető hitel mértéke 3 milliárd dollár volt (ez ma hozzávetőlegesen 16,5 milliárd dollárnak felel meg), amelynek biztosítását vissza nem fizetés esetén a Bizottság vállalta a saját költségvetéséből. Sőt, a tagállamok is vállaltak garanciális hozzájárulást (guarantee commitment) megszabott százalékos arányban. Például Németország és Franciaország 22-22%-ban vállalt volna átvállalást nem teljesítés esetén (ez az arány vész esetében 44%-ra emelkedhetett volna). Miután a hitelek a Bizottság tárgyalás után „lehívta”, azok a baseli székhelyű Nemzetközi Fizetések Bankján keresztül lettek utalva a kérvényező országok központi bankjaiba. Ezek a kötvények, hitelek átlagosan legalább 5 évre szóltak (Európai Tanács, 1975a).



4. ábra A CLM rendszerének működése

Forrás: Európai Tanács (1975a), Európai Tanács (1975b) alapján Horn et al (2020)

A 4. ábra szemlélteti a mechanizmus működését. A program volumenét tekintve nem mondható olyan jelentősnek, mint például a napjaink újjáépítési alapja (750 milliárd euró), de a kisebb közösség, illetve a közel sem olyan fokú gazdasági integrációhoz (itt még messze nem volt közös euró sem, így a külön tagállamok devizaátváltása is szerepelt a dokumentumokban)

közvetlenül vettek fel pénzt a piacról, míg a KHM-nél a Bizottság tette ezt. Az MTFA csak egyszer, 1974-ben volt aktiválva Olaszország kérésére (Alcidi et al, 2017))

⁷ Lásd, 76/324/EEC, 76/323/EEC és 76/324/EEC Olaszország és Írország esetén, valamint Írország 1976, 83/298/EEC Franciaországhoz; 1983, vagy 85/543/EEC Görögországhoz 1985.

a képest sikeres kezdeményezés volt (Horn et al, 2020; Európai Tanács, 1975a; Európai Tanács, 1975b).

„Az első közösségi kötvényeket 1976-ban bocsátották ki, először Olaszország, majd Írország részesül a segítségből, de később Franciaország (1983), Görögország (1985) és Portugália (1987) is. A közösségi kötvényprogramnak a külső sokkhatások enyhítésének mellett célja volt az európán belüli pénzügyi együttműködés erősítése, valamint az IMF és a FED-től függés csökkentése is. Olaszország például több forráshoz jutott ennek az eszköznek a segítségével, mint az IMF-től.” (Horn et al, 2020. p. 5.)

2.1. Kockázatok és felelősség az integráció első közös hitelfelvételében

A program sikerét látva jogosan merül fel a kérdés, hogy akkoriban milyen biztosítékok voltak arra, hogy a program kivédje az erkölcsi kockázatot, és biztosítsa a lehívott források felelős felhasználását. Ahogyan azt már láttuk, az Európai Közösségekben miután egy tagállam kérvényt nyújtott be, azt a Miniszterek Tanácsa mérlegelte, s döntötte el, hogy ha igen, milyen megkötésekkel lehet a hitelt felvenni (egyhangú szavazás volt szükséges). Emellett a mechanizmus alapító okiratában szerepel egy úgynevezett „Monetáris Bizottmány” is, amely a Bizottságnak alárendelve ellenőrző szereppel bírt. Az alapító okirat szerint: *„Ha egy közösségi tagország hitelt kap, akkor a Bizottság szükséges lépéseket tesz, hogy a Monetáris Tanács”-csal együttműködésben az állam a [...] meghatározottaknak megfelel. Ennek céljából a tagállam a Bizottságnak megad minden szükséges információt.”* (Európai Tanács, 1975b. p. 1.)

Továbbá azt is fontos megjegyezni, hogy csak akkor lehetett igényelni a segítséget, ha a fizetési mérleg romlása az emelkedő olajárakra volt visszavezethető (ezt a kikötést 1985-ben viszont felfüggesztették). Abban az esetben, ha valamelyik kérelmező nem tudná a kifizetéseket részben vagy teljesen folyósítani, akkor az Európai Bizottság vállalna garanciát a saját költségvetéséből (Európai Számvevőszék, 1982). Ezen felül volt egy további garancia az Európai Közösségtől, amit már maguk a tagállamok vállaltak. Részleges vagy teljes nem fizetés esetén, a tagállamok fix kvóták alapján vállalták a kieső rész finanszírozását (Európai Tanács 1975a; Európai Tanács 1975b). Ahogyan a 2. táblázaton látható, a gazdaságilag nagyobb súlyú

1. táblázat: A CLM hiteltörlesztési garanciális biztosítékrendszere

Garantáló tagállamok	Részesedés (%)	Maximális jótállás (Mrd. USD)
Németország	22,02	1,321
Egyesült Királyság	22,02	1,321
Franciaország	22,02	1,321
Olaszország	14,68	881
Belgium/Luxemburg	7,34	440
Hollandia	7,34	440
Dánia	3,30	198
Írország	1,28	77
Összesen	100,00	6,000

Forrás: Horn et al (2020)

országok vállalták a legnagyobb kvótákat, valamint észrevehető, hogy a maximális garancia értéke összesen 6 milliárd dollár, amely a maximálisan felvehető összeg kétszerese, tehát egy 200%-os garanciális vállalást jelentett. Hozzá kell fűzni, hogy abban az esetben, ha egy vagy több tagállam ideiglenesen nem tudja kifizetéseit teljesíteni, akkor a többi tagállam kvótája maximálisan a duplájára emelkedhetett, hogy ellensúlyozni lehessen a „kieső” tagállamok hozzájárulásait. Így például vész esetén Németország, vagy Franciaország fejenként a fizetések 44%-át is vállalhatták volna. (Európai Tanács, 1975a, Európai Tanács, 1975b).

A felelősségteljes felhasználás biztosítva volt, hiszen tisztán le voltak határolva az igénylési feltételek (hirtelen felboruló fizetési mérleg, 1985-ig az emelkedő olajár miatti költségvetési hiány), valamint a támogatás megadása előtt a Miniszterek Tanácsában a tagállamok (főleg a nettó hozzájáruló tagállamok) külön feltételekhez köthették a források felhasználását, amely folyamatát a Bizottság és annak szervezetei szüntelenül követték és ellenőriztek. Hozzá kell tennünk, hogy habár a korszak fényében ez nagy csomagnak volt mondható, nem volt olyan kiemelkedően jelentős összegű sem, így a közösség számára a kockázat sem volt annyira magas. (Horn et al, 2020; Alcidi et al, 2017). Az CLM mindent egybe vetve sikeresnek volt mondható. Olyannyira, hogy hosszú évtizedekkel túl is élte az öt eredetileg életre hívó olajválságokat is, sőt továbbfejlesztve 1988-tól a Fizetési Mérleg-Támogatási Programként folytatódott (angolul Balance of Payments Facility, a továbbiakban BoPF) (Horn et al, 2020).

Az európai integráció történetében többször megfigyelhető volt, hogy a nagyobb együttműködést és mélyülést többször a kívülről jövő sokkok és azt követő válságok ösztönzik. Covid-válság, a lezárások és azt követő társadalmi, gazdasági nehézségek már-már az EU alapjait veszélyeztette, ahogyan az olajárak megsokszorozódása is a közös piacot. Ez egy olyan minta, ami a későbbi válságok esetén is elő fog jönni (Ferkelt, 2020; Schimmelfennig, 2018). Ahogyan a 70-es években is, a napjainkban is újfajta, nagyobb volumenű válságkezelő eszközökre volt szükség, és ennek a kényszernek a komolyságát is mutatja a végül elfogadott NGEU összetétele, volumene is (Európai Bizottság, 2022c). Ugyan általánosítás lenne ilyen egyszerűen összehasonlítani a két környezetet, de mindenesetre ideillő párhuzammal szolgál az olajválság és a válságkezelése a napjaink történéseihez.

2.2. További pénzügyi segélyezési rendszerek az EU történetében

Ahogyan már láttuk, a CLM 1988-ban átalakult, és már BoPFként működött tovább (Abel, 2019). Logikus lépésként a Közösségi Hitelezési Mechanizmus és az MTFA (amely lényegében csak egyszer volt használva) lett egyesítve. Feladata az elődeihez hasonlóan a makrogazdasági problémákkal küszködő tagállamok kisegítése volt likviditás biztosításával (Alcidi et al, 2017).

2. táblázat: Áttekintés az EK, majd EU közös adósfelvételi programjai 1974-től 2009-ig.

Év	Kedvezményezett ország	Megítélt forrás (Mrd. USD)	Megítélt forrás/GDP	Hitelezési program
1974	Olaszország	1,72	1	MTFA
1976	Írország	0,37	3,9	CLM
1976	Olaszország	1,22	0,5	CLM
1977	Olaszország	0,54	0,2	CLM
1983	Franciaország	4,00	0,7	CLM
1985	Görögország	1,75	3,6	CLM
1987	Portugália	1,00	2,6	CLM
1991	Görögország	2,20	2,2	BoPF
1993	Olaszország	8,00	0,6	BoPF
2008	Magyarország	6,50	4,6	BoPF
2009	Lettország	3,10	8,7	BoPF
2009	Románia	8,40	2,3	BoPF

Forrás: Horn et al (2017)

Fontos változás, hogy a döntéshozatalban szakítottak az egyhangúsággal. A továbbiakban a Miniszterek Tanácsában már a minősített többség is elegendő volt a pénzügyi technikai segítségnyújtási programok elindításához. Emellett a maximálisan felvehető segély is emelkedett. Az eleinte 16 milliárd ECU 2009-re már 50 milliárd euróvá nőtte ki magát (Abel, 2019) Ahogyan a KHM-nél is, maga a Bizottság bocsátott ki kötvényeket a pénzpiacon, viszont

annak lehetősége, hogy harmadik országokkal kössön hitelmegállapodást, 2002-től kezdve megszűnt (Alcidi et al, 2017).

Maga az eszközt a tagállamok egy formális kérelemmel igényelhetnék, amelyet a Gazdasági és Pénzügyi Bizottság⁸ fogadott először. Ezt követően az Európai Bizottság felkéri a Tanácsot, amely immáron minősített többséggel fogadhatja el a tagország kérelmét. „Ahhoz hogy a pénzügyi segély meginduljon, a kérelmező országnak átfogó gazdasági kiigazítási programot kell felmutatnia amelyhez kapcsolódóan az Európai Bizottság az Európai Központi Bankkal konzultálva további szükséges szabályozásokat fogalmaz meg a minél hamarabbi pénzügyi egyensúly helyreállításának érdekében (Alcidi et al 2017). Végül pedig jellemzően az Európai Bizottság, a Gazdasági és Pénzügyi Bizottság, az IMF vagy más szervezet aki partner a segélyezési programban, és a kérelmező tagállam úgynevezett „Egyetértési Megállapodást” (angolul Memorandum of Understanding) ír alá, amiben rögzítve szerepeltek a konkrét vállalások (Casale et al, 2012)

A tapasztalat azt mutatja, hogy ezek a vállalások főként;

- fiskális konszolidáció (pl. költségvetési deficit csökkentése)
- strukturális reformok (munkatörvény változtatása, gazdaság liberalizálása stb.)
- közigazgatás átalakítása
- csalás és korrupció elleni fellépések voltak (Casale et al, 2012,

Megjegyzendő, hogy a Monetáris Unió létrejötte után az erőövezet tagjai már nem kaphattak pénzügyi segítséget részben a no bailout klauzula miatt. Így tehát 2002-t követően csak az eurózónán kívüli tagállamok kaphattak ezen az eszközön keresztül segítséget (Európai Unió Tanácsa, 2002).

Továbbá a visszafizetési biztosítás is változott a reform után. Figyelemreméltó, hogy itt már ugyanúgy a Bizottság költségvetése volt garancia, viszont már nem szerepeltek a tagállamok szükség szerint kvóta hozzájárulásai amolyan „második szintű garanciaként”. Amennyiben az EK, majd később az EU költségvetése nem lenne elegendő a kifizetések rendezéséhez, akkor más programokból vonna el forrást, és ha az sem lenne elég, vennének

⁸ Ez egy szakmai bizottság, mely az Európai Bizottságnak és a Tanácsnak a kérésére alkot véleményt, illetve gazdasági témáknál végez előkészítői feladatot, illetve célja a tagországok közötti belső piac működéséhez szükséges együttműködés előremozdítása. (EU, 2012)

részt a tagállamok a refinanszírozásban (a további hozzájárulás az EU évi GNI 1,4-a lehet maximum (EC 2002, Alcidi et al, 2017; Európai Unió Tanácsa, 2020a).

A BoPF 1988-as aktiválása óta sikerrel működött, és többször is eredményes segélyezési eszköznek bizonyult. A KHM-hez képest nagy előrelépést jelentett egyrészt a Tanács egyhangú döntésének az elhagyása, illetve jelzésértékű, hogy az elődjével ellentétben már nem volt az EU költségvetésén túli garanciális kvóta a tagállamok részéről (szükség esetén természetesen megvolt erre az opció, de a több évtized alatt sosem volt erre szükség). Maga az eszköz kerete is folyamatosan nőtt az idő előrehaladtával, 2002-es 12 milliárd és a 2008-as 25 milliárd euró után manapság már 50 milliárd a teljes keret (Európai Tanács, 2002a; Európai Unió Tanácsa, 2008; Európai Unió Tanács, 2009).

Ugyan a program sikeresnek volt mondható, látható, hogy a kibővült EU számára ez az összeg már viszonylag kevésnek számított. Nem segített, hogy az euró bevezetése után már csak az eurozónán kívüli államok igényelhetek válság esetén pénzügyi segítséget, és ahogyan a 2008-as pénzügyi válság bebizonyította, új eszközökre volt szükség (kiváltképpen az eurozónának) (Horn et al, 2020; Alcidi et al, 2017).

2.3. A Görög Hitelkerettől az Európai Stabilitási Mechanizmusig, avagy a nagy pénzügyi válság tanulságai

A 2008-as tőkepiaci, majd pénzügyi és gazdasági válság hamar ráébresztette az Európai Uniót (és különösen az eurozónát), hogy a kézenfekvő pénzügyi segélyezési eszközök közel sem elegendőek egy nagyobb válság kezeléséhez. Általánosságban elmondható, hogy a 2010-re Európába is begyűrűző pénzügyi válság idején az eurozónának gyakorlatilag nem volt A megfelelő eszközök hiányában látni fogjuk, hogy a 2010-es évek elején a válságkezelő eszközök még ideiglenes hatállyal, olykor „ad-hoc” jelleggel (lásd a Görög Hitelezési Programot) működnek, és majd csak 2013-ra születik meg a valóban állandó „válasz” a pénzügyi válságokra (Alcidi et al, 2017).

Muszáj megemlíteni, hogy sajnos például Görögországban olyan nagy volt a baj, hogy jobb eszköz híján (az EFSM létrehozása előtt 1 hónappal) 2010 májusában a Greek Loan Facility keretében lényegében bilaterális hiteleket kapott az ország. Itt az Európai Bizottság nem vett fel hiteleket, csupán adminisztrálta és összehangolta azokat (Alcidi et al, 2017). Ez a BoPF-hez képest visszalépésként értékelhető, viszont ekkor még nem volt Makrogazdasági Pénzügyi Stabilitási Eszköz az eurozóna számára. A Görög Hitelkeret (angolul Greek Loan

Facility, továbbiakban GLF) létrejötte után 1 hónappal aktiválódott az EFSM, amely már egy szervezettebb válasz kezdete volt az eurozónát (is) súlytó makrogazdasági problémákra.

Az Európai Pénzügyi Stabilitási Mechanizmus (továbbiakban EFSM) az EU egyik első eszköze volt az eurozóna megsegítéséhez. Lényegében a működése tükrözte a BoPF-t, viszont amellet, hogy főként az eurozóna tagállamai vehették igénybe⁹, ennek az eszköznek a felhasználási köre is szélesebb volt. Ezúttal a keret nem feltétlenül a bajbajutott államok fizetési mérlegét hivatott javítani, hanem ezúttal az államok általános pénzügyi helyzetének megsegítésére is alkalmas volt. Így tehát az EFSM által kapott forrásokat szélesebb körben lehetett felhasználni (Alcidi et al, 2017).

3. táblázat: Az EU Makrogazdasági Pénzügyi Stabilitási Eszközeinek működési rendszerei

	EU common MFS instruments			EA member states' MFS instruments		
	Balance-of-payments (BoP) Facility	European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM)	Macro-Financial Assistance (MFA)*	Greek Loan Facility (GLF)	European Financial Stability Facility (EFSF)	European Stability Mechanism (ESM)
Eligible countries	Non-euro area EU Member States	EU (mainly euro area) Member States	EU neighbour countries	Exclusively Greece	Euro area Member States	Euro area Member States
Validity	Permanent instrument	Temporary instrument	Permanent instrument	Temporary instrument	Temporary instrument	Permanent instrument
Legal basis	Council Regulation n° 332/2002	Council Regulation n° 407/2010	Art. 112 TFEU	MoU 3 May 2010	EFSF (Amended) Framework Agreement	Treaty establishing the ESM
Decision-making body	ECOFIN Council	ECOFIN Council and Eurogroup	Council	Eurogroup	Eurogroup and EFSF BoD**	Eurogroup and ESM BoD**
Assistance modality	Loans or credit lines	Loans or credit lines	Loans or grants	Loan to Greek government	- Loans - Intervention in primary and secondary bond markets	- Loans - Intervention in primary & secondary bond market

Forrás: Alcidi et al (2017)

„A kérvényező állam Megállapodási Egyezményt (Memorandum of Understanding) ír alá a Tanáccsal és az Európai Bizottsággal, az EKB pedig a Bizottság és a segélyezett állam központi bankja között adminisztrálja a hiteleket.” (Alcidi et al, 2017 p. 14.) A BOP-hez képest a

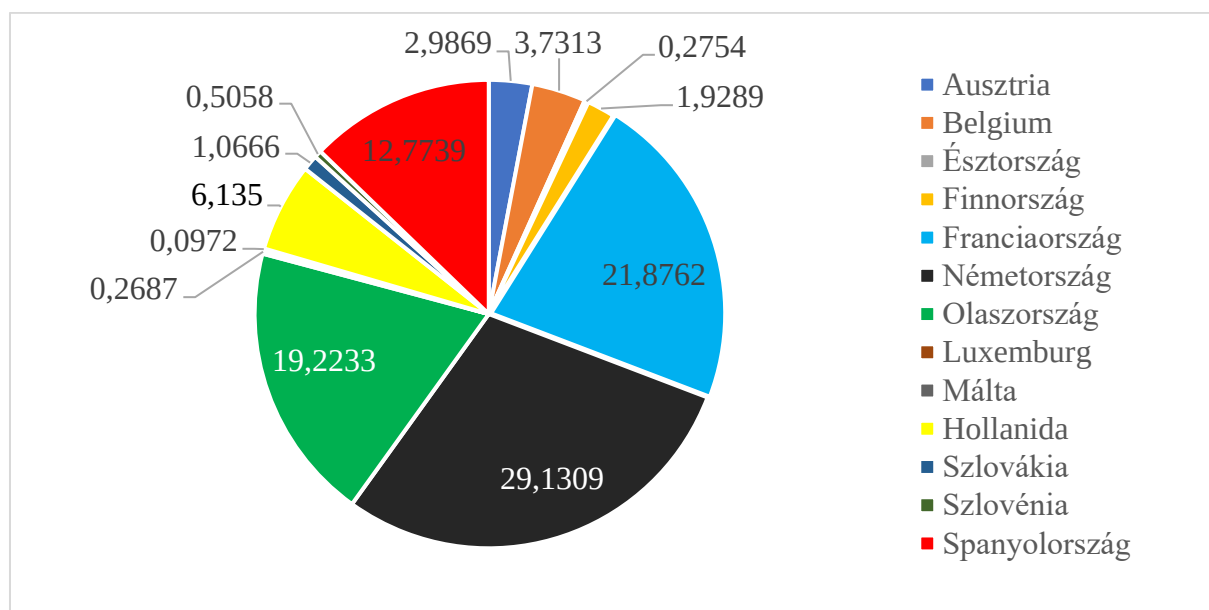
⁹ Az eszköz vállaltan elsősorban az eurozóna országainak szólt (hiszen a BoPF elérhető volt), de alapvetően bármelyik tagállam kérhetett segítséget. (végül csak Portugália és Görögország vette igénybe) (Zoppé-Dias, 2020).

forrásokat ugyan szélesebb körben, „szabadabban” lehetett felhasználni, viszont ez azzal is járt, hogy az segélyezett államok alaposabb vizsgálat alatt álltak. Ez abban tükröződött, hogy például;

- A Bizottság negyedévente ellenőrzi a hitelezési programban rögzített vállalatokat,
- Amikről félévente beszámol a Tanácsnak és az Európai Gazdasági és Pénzügyi Bizottságnak
- Az Európai Számvevőszék bármikor auditálhat (Casale et al, 2012)

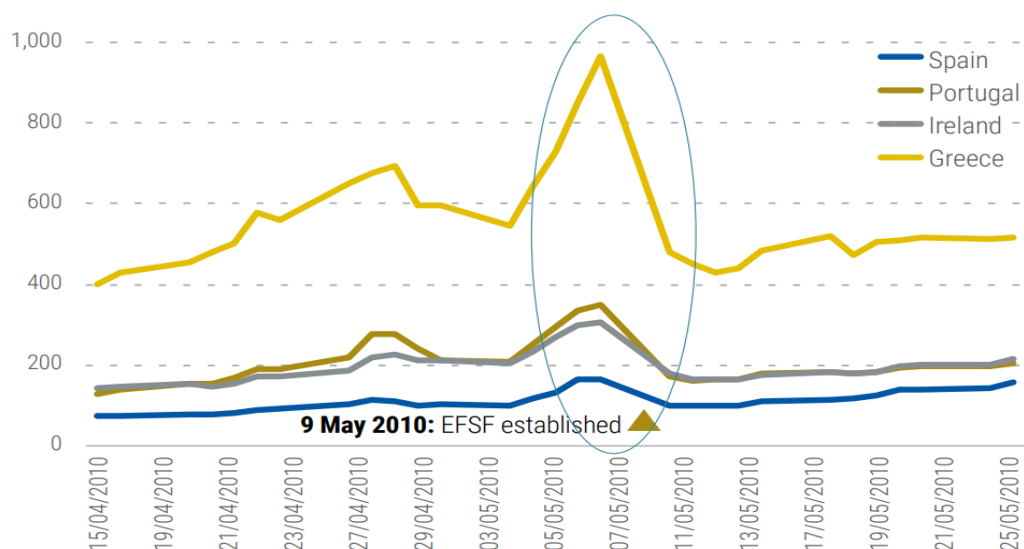
Az EFSM teljes hitelezési kapacitását 60 milliárd euróban maximalizálták, amiből 2011 és 2014 között 46,8 milliárdot használt fel olyan országoknak, mint például Írország, Görögország és Portugália (Alcidi et al, 2017).

Az EFSM segítségével forrásokhoz juthattak a bajbajutott tagállamok, viszont hamar kiderült az eszköznek a korlátozottsága, amely a hitelezési kapacitás mérete volt.



5. ábra: Az EFSF tagországkonkénti hozzájárulási kulcsa 2013-ban.

Forrás: EFSF (2016)



6. ábra: A válságban lévő eurozóna államok 10 éves államkötvényhozama (százalékpontokban) Németországi államkötvényhozamhoz viszonyítva

Forrás: ESM (2019)

Ennek orvoslásául 2010-ben az EU tagországai megállapodtak egy újabb alap létrehozásában, ami az eurozóna pénzügyi nehézségekkel küzdő tagjai számára nyújtana segítséget. Az EFSF-re keresztelt eszköz hasonlított a BoPF-re és az EFSM-re, de voltak fontos különbségek is. Egyrészt maga az alap hivatalosan egy Luxemburgban bejegyzett „vállalat” volt, aminek tulajdonosai az eurozóna tagjai voltak, és így a garanciavállalásokat is a tagállamok fedezték (nem az Európai Bizottság költségvetése!) az EKB alaptőkéjéhez szükséges hozzájárulás arányában (lásd, 8. ábra). Másrészt pedig a maga az EFSF „eszköztára” is nagyobb volt (Alcidi et al, 2017).

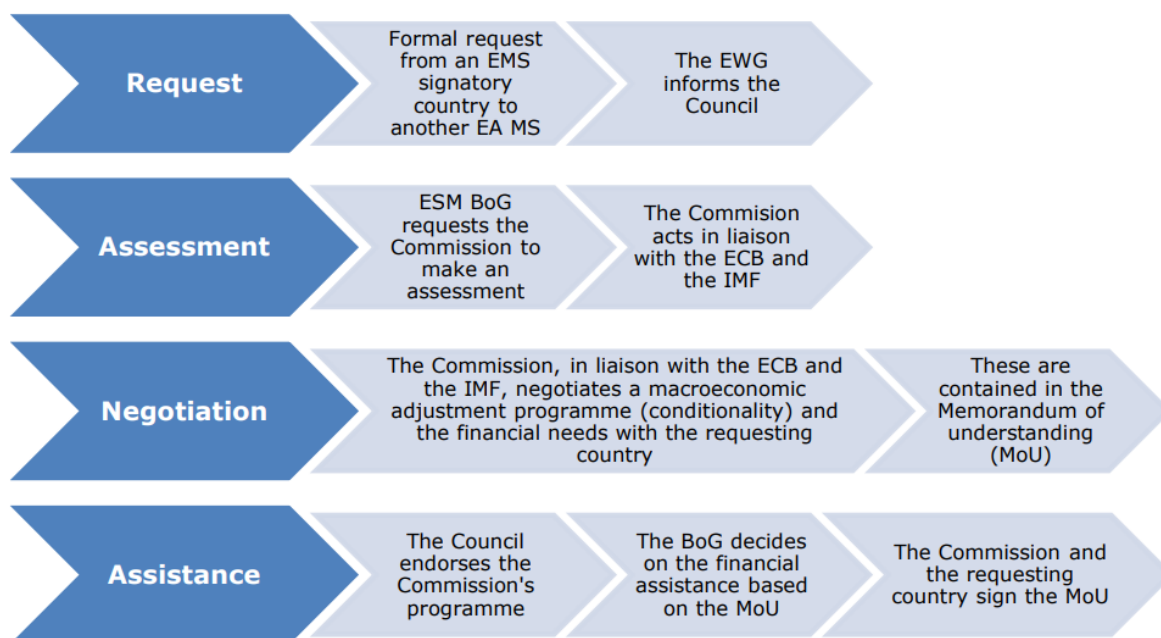
„Az EFSF kötvénykibocsátásaival bevont pénzből [...]vásárolhat annak állampapír aukcióiból, illetve a másodlagos piacon is, kivételes esetben elővigyázatossági hitelvonalat nyithat és hitelt is nyújthat a bajban lévő tagállam bankrendszerének feltőkésítésére is. (Weinhardt, 2012),„A segélyezés döntéshozói az EKB, a Bizottság és az IMF, az úgynevezett „Trojka” volt (Alcidi et al, 2017.).

Az EFSF már nagyobb forrásokkal rendelkezett, és azok lehetséges felhasználási módjai is kiterjedtebbek voltak az elődjeinél. Mindazonáltal már a létrehozatalakor is ideiglenes eszköznek volt szánva, és már 2010 decemberében jelezte a Tanács, hogy 2013-tól az új, Európai Stabilitási Mechanizmus immáron permanens válságkezelési eszköz fogja felváltani az EFSM és az EFSF-t (Burke, 2012; Európai Tanács, 2011). Mindenesetre fontos szerepet töltött

be az ESM létrejöttéig, és érdemben segítette a bajbajutott országok költségvetési problémáik enyhítését (lásd, 6. ábra).

2.4. Az Európai Stabilitási Mechanizmus és annak kapcsolata a közös adósságot övező dilemmákhoz

„A pénzügyi válság és a több válságkezelő eszközök rávilágítottak arra, hogy nem csak nagyobb hitelkapacitású, hanem folytonos úgynevezett „Macroeconomic Financial Stability” mechanizmusra van szükség. Ennek nyomán az EFSF permanens formája lett az ESM.” (Alcidi et al, 2017. p. 15.) Az ESM egy kormányközeli intézmény, amelynek maximális hitelkapacitása már 500 milliárd eurót is elér (Európai Tanács, 2021).



7. ábra: Az ESM igénybevételi és finanszírozási folyamatának lépései

Forrás: Alcidi et al (2017)

Ahogy a 7. ábrán láthatjuk, az ESM igénybevételéhez a tagállamnak szigorú szabályok szerint kell eljárnia, és a program teljes időtartamáig végig szoros figyelem alatt áll.

2.5. Az ESM finanszírozása és a közös adósságfelvétel kapcsolata, avagy milyen dilemmák mentén megosztott az EU

Egy korábbi fejezetnél már ecseteltük a közös adósságfelvétellel járó erkölcsi kockázatot és az azt kivédő lehetséges felelősségi biztosítékokat. A 2010-es években már több elképzelés is volt egy esetleges közös adósságfelvételre. Viszont már maga az ESM is hasonló „vizekre evezett”, ugyanis ez az eszköz is (még ha az EU szerződésen kívül is kötött és válságkezelési eszköz),

az eurozóna országainak hozzájárulásából tevődik össze, és lényegében kedvezőbb hitelekkel segíti a bajbajutott országokat. Ezzel pedig már igenis része lett az ESM az EU közös adósságfelvétel vitájának. Az ESM nem véletlenül kötött az EU Működési Szerződésén kívül, sőt hivatalosan nem is tekinthető EU-s intézménynek. Ebből következően így maga az eszköz nem is része az EU költségvetésének, így az Európai Bizottságnak nem is kell felelnie érte. Ennek több oka is van. Egyrészt, ha az 500 milliárd eurót hitelezni képes ESM a közös költségvetés része lenne, azzal egyidőben érezhetően emelkednének az EU számára szükséges források mértéke is, hiszen az integrációnak (és közvetetten ezáltal a tagállamoknak is) kötelezően finanszíroznia kellene a szükséges költségeket (Horn et al, 2020).

Vannak viszont kutatások, amelyek bizonyos szinten előnyösnek tartják a közös költségvetésen kívül eső stabilitási mechanizmust. Ugyanis „a költségvetés relatív kis mérete és rugalmatlan felhasználási szabályai alkalmatlanná teszi az időszerű lépésekre”. De a költségvetési aggályokon kívül a tagállamok azért is preferálhatták a kormányközi megoldást, hiszen így az Eurocsoporton keresztül jobban tudják befolyásolni és figyelemmel követni a források felhasználását (Alcidi et al, 2017).

A szolidaritási eszközök és a közös adósságfelvétel vitájának másik dimenziója az EU Működéséről szóló szerződés 125. cikkelye, az úgynevezett „nem megsegítési klauzula”. A 125. cikkely szerint ugyanis „Az Unió nem felel a tagállamok központi kormányzatának, regionális vagy helyi közigazgatási szerveinek, közjogi testületeinek, egyéb közintézményeinek vagy közvállalkozásainak kötelezettségeiért, és nem vállalja át azokat [...] a tagállamok nem felelnek egy másik tagállam központi kormányzatának, regionális vagy helyi közigazgatási szerveinek, közjogi testületeinek, egyéb közintézményeinek vagy közvállalkozásainak kötelezettségeiért, és nem vállalják át azokat (EU, 2012).

Ez a „klauzula egyértelműen az EU felelősségteljesség szükségességére utal, azaz minden tagállam kötelessége olyan gazdaságpolitika kialakítása, ami nem veszélyezteti az eurózóna, de maga a belső piac stabilitását sem. Az ESM létrejöttékor eszerint a cikkely szerint jogosan vitatható volt ennek az eszköznek a törvényessége. Ezt a jogi ellentmondást a tagállamok is érzékelték, és 2010-ben az Európai Tanács (az Európai Parlamenttel, Bizottsággal és Bankkal egyetértve) felülvizsgálva az EUMSZ¹⁰-t, és a 136. cikkelyt kiegészítésével oldotta fel az ellentmondást, miszerint „Azon tagállamok, amelyek hivatalos pénzneme az euró, feltétlenül szükséges esetben működésbe hozható stabilizációs mechanizmust hozhatnak létre az

¹⁰ Európai Unió Működéséről szóló szerződés

euróövezet egésze pénzügyi stabilitásának megőrzése érdekében. A mechanizmus keretében igényelt pénzügyi segítségnyújtásra szigorú feltételek fognak vonatkozni. (Európai Tanács, 2011)” Hozzá kell fűzni, hogy ezzel a kiegészítéssel ez a cikkely egy másik rendelkezést is felvált ¹¹, így az eurozónában az ESM az egyetlen pénzügyi segítséget nyújtó szervezet.

3. A NextGenerationEU, avagy Európa hamiltoni pillanata?

Az Egyesült Államok első pénzügyminisztere, Alexander Hamilton igen sorsfordító helyzetben találta magát. 1790-ben az Egyesült Államok még egy nagyon fiatal állam volt, ami igencsak „gyerekcibőkben” járt. Akkoriban a 13 állam saját fiskális folytatott, sőt pénzkibocsátási joga is volt. A függetlenségi háború után az egykori gyarmatok a háborús adósságaikat igyekeztek rendezni, eltérő sikerrel. (Szapáry-Hardi, 2021). Az EU tagállamaihoz hasonlóan az akkori USA-ban is heves vita zajlott az adósságok rendezéséről. Az akkor leggazdagabb és legstabilabb Virginia hevesen ellenezte a közös adósságfizetést, akaraton kívül az erkölcsi kockázatra hivatkozva. A „Hamiltoni pillanat” abban rejlett, hogy egy sorsdöntő alku során végül sikerült létrehozni az egyetlen szövetségi adósságot, és lényegében létrejött az egységesített monetáris és fiskális politika. Ez a lépés végül egy erősebb föderális állam alapjait tette le (Calhoun, 2020). A körülmények kétféleképpen hasonlók ahhoz, hogy párhuzamot vonhassunk 2020 EU-ja és a fiatal USA között.

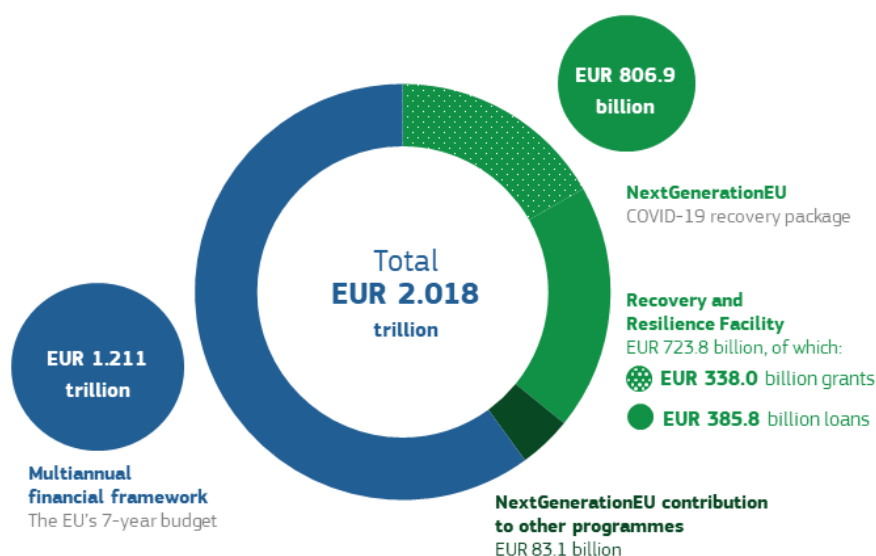
A 2019-ben elindult covid járvány, majd 2020-as „nagy lezárás” egyes elemzések szerint a 2008-’09-es éveket is felülmúló világgazdasági válságot idézett elő. Az Európai Unió tagállamai hasonló vonalak mentén érveltek az adósság közösségiesítés ellen vagy mellett. Napjaink „Virginiája” nem más volt, mint Németország, illetve a „takarékos négyek”¹². Mégis, a pénzügyi majd az euroválságot követő válságkezelés német vezette fiskális szigor helyett 2020-ban egy merőben más megközelítés nyert, s eredményképpen 750 milliárd (2022-es áron, 806.9 milliárd) nagyságú újjáépítési alap jött létre, és az ehhez szükséges forrásokat az EU nevében az Európai Bizottság teremti elő a pénzügyi piacon (de la Porte-Jensen, 2015; Európai

¹¹ AZ EUMSZ 122. cikkelye szerint, ha egy tagállam „Ha egy tagállam természeti csapások vagy általa nem befolyásolható rendkívüli események okán, vagy súlyos nehézségek komoly veszélye áll fenn, a Tanács a Bizottság javaslata alapján az érintett tagállamnak bizonyos feltételek mellett uniós pénzügyi támogatást nyújthat.” A 136. cikkely kiegészítésével a pénzügyi támogatást lényegében az EU-n kívüli ESM veszi át.

¹² Ausztria, Hollandia, Dánia, Svédország

Bizottság, 2022e) Az, hogy az EU 27 tagállama a Brexit után sikeresen állapodott meg egy mértékét és módszerét tekintve újító eddig nem látott újjáépítési alapról, fordultnak tekinthető. Kiváltképpen, ha a 2020-as válságkezelést hasonlítjuk össze a 2010-es évekével láthatjuk, hogy a bizalmatlanságot a szolidaritás váltotta fel. Nem véletlen, hogy az Európai Tanács elnöke, Charles Michel „kopernikuszi fordulatról”, míg Olaf Scholz német kancellár „hamiltoni pillanat”-ot emlegetett. (Koch, 2020; Gélie, 2022)

3.1. Az EU költségvetési bevételei, amivel fedezhetők a hitelfelvételek finanszírozása



8. ábra Az EU teljes költségvetésének összetevői 2021 és 2027 között.

Forrás: Európai Bizottság (2022d)

A teljes NGEU-ból 338 milliárd euró vissza nem térítendő támogatásként, míg 385,8 milliárd euró kölcsönként vehető fel a tagállamok által. A program alapján a hitelfelvétel 2026-ig tart majd, ami átlagolva évi 150 milliárd eurónak felel meg (Heinemann, 2021).

4. táblázat: A NextGenerationEU hitelfelvételi folyamata.

NGEU része (%)		Kölcsönök	Juttatások	NGEU összesen
2021	25	90,0 (95,5)	97,5 (103,5)	187,5 (199,0)
2022	25	90,0 (97,4)	97,5 (105,5)	187,5 (203,0)
2023	20	72,0 (79,5)	78,0 (86,1)	150,0 (165,6)
2024	15	54,0 (60,8)	58,5 (65,9)	112,5 (126,7)
2025	10	36,0 (41,4)	39,0 (44,8)	75,0 (86,2)
2026	5	18,0 (21,1)	19,5 (22,8)	37,5 (43,9)
Összesen 100		360,0 (395,7)	390,0 (428,6)	750,0 (824,3)

2018-as euró árfolyamon, ill. évi 2%-os inflációval számolva.

Forrás: Heinemann (2021)

Ahogy a 11. ábra mutatja, az NGEU hitelfelvételei (mind a kölcsön, mind a vissza nem térítendő) már 2021-ben megindultak, és fokozatosan tartanak egészen 2026-ig. A szükséges forrásbevonás többféle pénzügyi eszközzel történik meg, amelyek lejáratái és feltételei az EU likviditási szükségletei szerint változnak (Európai Bizottság, 2021a; Portfolio, 2021). Ezek az eszközök:

- Eurokötvények
- NextGenerationEU zöld kötvényekkel
- SURE
- EU kincstárjegyek
- SURE társadalmi kötvények

Az NGEU összeállításánál (és kissé kiterjesztve az EU közös adósságfelvételének kérdéskörében) nem is arról van vita, hogy így kedvezőbb feltételek mellett lehet-e forrásokat bevonni, hanem hogy az ezen felvett források visszafizetésénél miként lehet garantálni a jövőbeli stabilitást és a felelősségteljes felhasználást (Eisl-Tomay, 2020). Az NGEU vizsgálatánál ennél fogva a visszafizetést és a kondicionalitást is megvizsgáltam közelebbről. Észrevehető, hogy a 27 tagállam által jóváhagyott terven keresztül jól tükröződnek ennek a dilemmának a dimenziói, és egyfajta fordulatot is véltem felfedezni. Amely akár egy kibontakozó, tartós adósságközösségiesítés irányába mutathat. A következő fejezetemben ennél fogva a visszafizetési tervet fogom közelebbről elemezni.

3.2. Az NGEU hitelvisszafizetések terhe az EU költségvetésére

A visszafizetések terv szerint 2028-ban kezdődnek meg, és finanszírozási eszközöktől függően egészen 2058-ig fognak tartani. A kölcsönök visszafizetését a tagállamok, míg a vissza nem térítendő támogatásokat közvetlenül az EU költségvetése fedezi.¹³ Mégis jogosan vetődhet fel a kérdés, hogy a csak nagy viták után elfogadott 2021-2027-es költségvetés után (ami némiképp kisebb lett, mint az előző) honnan és miből tudná az Európai Bizottság finanszírozni ezeket hiteleket? Ehhez az Európai Bizottságnak a jövőben 3 fő forrása lesz;

1. Költségvetési kifizetések fedezésül szolgáló maximálisan lehívható saját források, amelyen keresztül az Európai Bizottság az EU 2021–2027 költségvetési periódusa alatt évente a tagállamok éves GNI-ának 1,40%-át szedheti be. (korábban ez 1,29% volt) (Európai Bizottság, 2022f)”

2. A „Fit for 55” csomagnak megfelelően további adónemek az Európai Bizottságnak (ETS, carbon tax, műanyag-adó)¹⁴

3. A saját források felső határának ideiglenes jellegű (egészen 2058-ig, a kifizetések tervezett végéig) és az NGEU kifizetésekhez kötött megemelése a tagállamok GNI-ának 0,6%-ával (Európai Bizottság, 2022f)”.

A felvett hitelek törlesztése csak abban az esetben indulhat meg 2028 előtt, ha a törlesztőrészek alacsonyabbak a vártnál. A teljes törlesztés 2058 december 31-éig tarthat, amihez csak egy előírás van; egy évben a vissza nem térítendő támogatások visszafizetése nem haladhatja meg a teljes támogatás (390 milliárd euró) 7,5%-át. Ez évi 32,1 milliárd eurót jelentene (ha a törlesztés lineárisan történne, akkor az évi 13,8 milliárd eurót jelentene. A törlesztési mechanizmust tekintve a legérdekesebb számunkra a saját forrásokra utaló rendelkezések lesznek, kiváltképpen a további 0,6%-os emelés, amellyel együtt az EU teljes GNI-ának 2%-a áll rendelkezésre (Heinemann, 2021).

¹³ A visszafizetések segítéséért az Európai Bizottság új bevételi forrásokat javasolt (Európai Bizottság, 2022e).

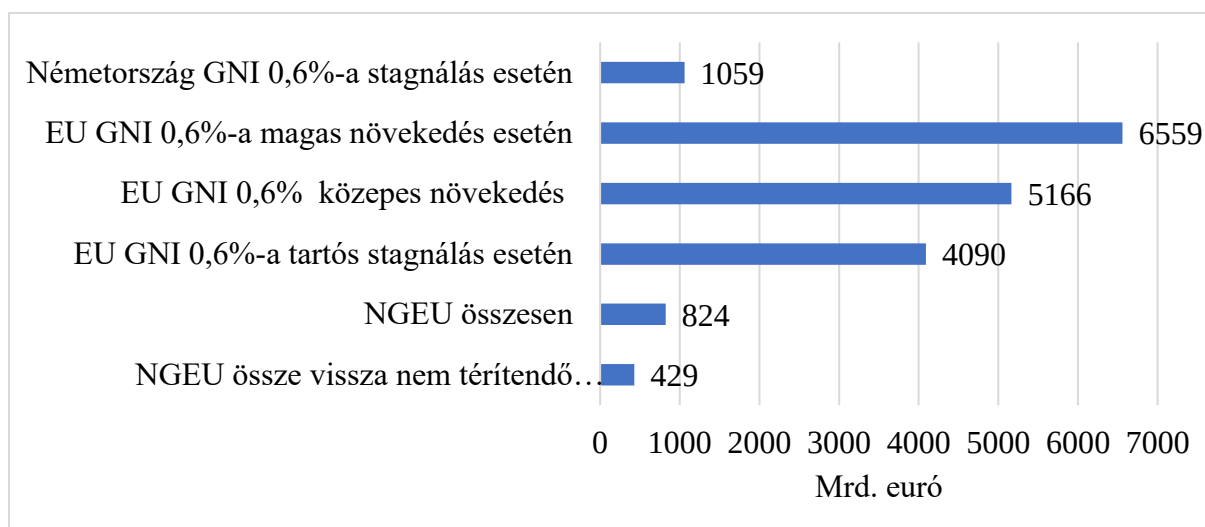
¹⁴ Ezek a tervezett új bevételi források majdnem mindegyike szorosan kapcsolódik az EU fenntarthatósági céljaihoz, mint például az importárak karbonintenzitását ellensúlyozó mechanizmus (CBAM), a Kibocsátáskereskedelmi Rendszer (ETS) kiterjesztése. Harmadik forrásként a globális minimumadó keretein belül a multinacionális vállalatok megadóztatása (Európai Unió Tanács, 2022b)

Az ideiglenes GNI 0.6% pontos-os saját forrás kiegészítés addig él, amíg az NGEU tartozások teljes mértékben nincsenek visszafizetve¹⁵¹⁶. Ezen alapján az Európai Bizottság ebben a mértékben igényelhet a költségvetéséhez további hozzájárulást abban az esetben, ha a már meglévő és jövőbeli bevételi források nem elegendőek mindenféle hitelkötelezettségeknek a teljesítéséhez, valamint az Európai Bizottság a tőkepiacon rövid lejáratú ügyletekkel sem tudja biztosítani a kellő likviditást (Heinemann, 2021). Tehát ez egy utolsó, legrosszabb esetben előhívható biztonsági fedezet. Mégis, ha az egyes tagállamok nem tudnak szükség esetén ezt a hozzájárulást teljesíteni, akkor az így kieső hozzájárulásokat a megmaradt befizetők között kell GNI arányosan elosztani. (Egy ehhez hasonló biztosíték már a CLM-nál is létezett, illetve a 2020-as SURE program is hasonló biztosítékkal rendelkezik) (Alcidi et al, 2017; Európai Bizottság, 2022f).

Tanulságos és sokatmondó, hogy a GNI 0,6%-os kiegészítéssel a törlesztések még akkor is biztosíthatóak lesznek, ha az EU bruttó nemzeti jövedelem 2028 és 2058 között csak az évi 2%-os célzott inflációs növekedést követi, azaz lényegében stagnál, de a Német Szövetségi Számvevőszék számításai alapján is még a stagnálás eshetőségénél is a az EU maximális törlesztési kapacitása majdnem 10-szer annyi, mint amennyi ténylegesen szükséges, ami egy kedvező gazdasági növekedés (évi átlagosan nettó 2%-os GNI növekedés 2028 és 2058 között) esetén akár 15-ször akkora is lehet. Még inkább meglepő, hogy még abban az esetben is, ha az említett időszakban nem történik nettó gazdasági növekedés, egyedül Németország „csupán” az éves GNI 0,6%-ával a teljes NGEU-t fedezni tudná (Bundesrechnungshof, 2021; Heinemann (2021). A terv szerint az EU költségvetése évente átlagosan 13,8 milliárd eurót fog a törlesztésekre kifizetni. A Bizottság számításai alapján ez az évi kiadás a jövőben kiegészülő saját forrásokkal együtt akár anélkül is teljesíthető, hogy hozzájárulásokat kellene lehívni a tagállamoktól (az új bevételi forrásokkal együtt évente akár 17 vagy 18 milliárd euró is befolyhat).

¹⁵ Mivel a hitelek törlesztését a tagállamok fedezik, egyedül a vissza nem térítendő támogatásokat kell az EU költségvetéséből fizetni, amihez a tagállamok éves GNI 1,4%-os hozzájárulása fedezhet (amennyiben a Bizottság saját bevételei nem elegendőek) (Heinemann, 2021).

¹⁶ Várhatóan a felvett vissza nem térítendő támogatások visszafizetése 430 milliárd eurót fog kitenni (Heinemann, 2021)



9. ábra: Az EU maximális és lehetséges törlesztési kapacitásai összehasonlítva a várható törlesztési terhekkel

Forrás: Heinemann (2021)

A 9. ábra szemlélteti, hogy még a legrosszabb, 2028 és 2058-ig tartó 0%-os nettó GNI növekedés előálltakor is megfelelne akár egyedül Németország maximálisan vállalható hozzájárulása, nem is beszélve az EU 27-ről. Ennek a nagymértékű garanciális többletnek az is lehet indoka, hogy a hitelminősítők a legmagasabb, „AAA” besorolást adják az Európai Bizottságnak (ezzel a legalacsonyabb kockázat mellett a kamat is alacsony). Viszont ennek a felvetésnek ellentmond az, hogy a 0,6%-os GNI marzs bejelentése előtt is már maximálisan elegendőnek találták az EU fizetési képességét a hitelminősítők. A Fitch Ratings például már 2020 nyarán, amikor az Európai Bizottság javaslatában az NGEU 750 milliárdos keretéből csak 250 milliárdot javasolt hiteleknek (a többi vissza nem térítendő, EU-s költségvetésből fizetendő) kellően elegendőnek találta a feltételeket a „AAA” besoroláshoz. Ráadásul akkoriban még szóban sem volt a GNI arányú hozzájárulásos kiegészítés, eszerint az eredeti bevételi források és az 1,4%-os GNI tagállami fizetések mellett is megfelelőek voltak (Fitch, 2020). Észrevehető egy további ellentmondás a nagy mozgástér és a törlesztési teher között. Még akkor is, évtizedekig stagnáló európai gazdaságot is feltételezünk, az egy évben a tagállamoktól maximálisan lehívható 1,4+0,6%-os pénzmennyiség többszöröse a vissza nem térítendő támogatások évente maximálisan törlesztethető mennyiségénél. Ez alapján a számok azt bizonyítják, hogy az EU költségvetésére eső kifizetések bőven kellően vannak fedezve, és a legrosszabb forgatókönyvek szerint is jóval több mint amennyire szükség lenne (Heinemann, 2021).

A vizsgáltak alapján belátható, hogy még az EU hosszútávú stagnálása, vagy akár több kilépő tagállam esetén sem kerülne veszélybe a Bizottság törlesztőfizetési vállalásai. Ezen tények, illetve az egy évben maximálisan törleszthető összeg és a legnagyobb törlesztési kapacitás közötti belső ellentmondás így a jelenlegi válságon túlmutató üzenetet is hordozhat.

3.3. Az NGEU értékelése, és annak következtetései

A jövőben pozitív hatása lehet egy állandó európai biztonságos eszköznek, hogy krízis esetén időben felvehető lenne, nem pedig eddig hasonlóan a válság után. Az NGEU például leghamarabb 2021 közepén érhető el, ami a legtöbb állam esetében már a covid válság után van. Ez azt jelenti, hogy hatása főleg a konjunktúra fázisában lesz, viszont attól függetlenül a még később jövő segélycsomag a pozitív várakozásokon keresztül nagyobb mozgásteret ad a stabilizáló, államadósságra épített gazdaságpolitikájukban. (Dorn-Fuest, 2021; Ferkelt, 2021)

A közelmúltban több feltevés is volt már olyan sokk-hatást kezelő fiskális jellegű eszközökre, amik az önálló monetáris politikával nem rendelkező eurozónát segítenék (Európai Bizottság, 2017). De új intézmények is szóba kerültek, mint például a fiskális unió az eurozónában, de akár eurozónára kiterjedő munkanélküliségi biztosítás is(!) (Dolls et al. 2018). Ezek az elképzelések célja a nemzetgazdaságokat érő aszimmetrikus, míg az egész eurozónát érő szimmetrikus sokkok kivédése úgy, hogy azok gazdasági kilengések esetén gyors kifizetésekkel időben a szükséges területeken segítsenek. Minden ilyesfajta reformelképzelés mögött nagyon erős a „biztosítási-elv”, azaz ezek a stabilitási eszközök csupán rövidtávú transzfereket engedhetnek meg. Ezt az gondolkodásirányt 3 „t” elve foglalja össze. A „3 t”, avagy „timely” (időszerű), „targeted” (tehát céltudatosan a szükséges területen segít), és nagyon fontos, hogy „temporary”, azaz ideiglenes. Az ideiglenesség arra is utal, hogy az alkalmi válságok utáni fellendülést serkentő eszközök ne adjanak teret olyan elképzeléseknek, melyek a hosszútávú megsegítéssel folyamatos eladósodottságnak adnak utat. (Taylor-O’Sullivan, 2017). Ha az NGEU-t e három javasolt kritérium szemszögéből nézzük, egyértelműen negatív eredményt kapunk. Elsősorban nem „timely”, hiszen a covid válság tetőpontján az újjáépítési alap még nem is létezett, és évekkel a válság után 2026-ig tart a források bevonása (Darvas, 2020, német forrás, 2021). A „targeted” terület kicsit nehezebben eldönthető, a több helyről érkező kritikák szerint nem elég erős a megítélt segély és a covid válságban való érintettség között (Dorn-Fuest, 2021; Heinemann, 2021). Az ideiglenesség valóban az NGEU létrehozatalában jogilag rögzített (az NGEU egy egyszeri csomag), viszont a teljes program majdnem 4 évtizedig tart, és például a költségvetés saját forrásainak felső határának

megemlése olyan irányba is mutathat, hogy az esetleg későbbi szükség esetén is felhasználható lesz (Heinemann, 2021).

3.4. Megoldás erkölcsi kockázat a Helyreállítási és Rezilinciaépítési Eszköz?

Az NGEU, és ezzel együtt a Helyreállítási és Rezilinciaépítési Eszköz tárgyalásainál sarkalatos pont volt az erkölcsi kockázat kérdése. Ahogyan azt már a korábbi fejezetekben láthattuk, a nagyfokú szolidaritás mellett kritikus fontosságú a felelősség biztosítása is (Vignon, 2011) Végigjártuk, hogy a demokratikus legitimitás bemeneti, kimeneti és átmeneti dimenzióján is meg kell felelnie egy közös adósságvállalást célzó programnak ahhoz, hogy az sikeres lehessen és az erkölcsi kockázatot ki lehessen védeni. Ebben a fejezetben a HRE elfogadtatási, végrehajtási és ellenőrzési folyamatát fogom ismertetni, majd azokat értékelni. A felelősség nagy, hiszen a program sikerén múlhat, hogy az NGEU csupán egy ugyan ambíciózus de egyszeri válságkezelő eszköz, vagy további reformokkal együtt akár precedens lehet-e, ami legitimálja a további gazdasági integrációs lépéseket. Az EU történetében jellemző, hogy a mély válságok reform hullámokat indítanak. A 2010-es évek válságkezelésével szemben az NGEU hatékonysága esetén növelheti a tagállamok közötti bizalmat. (Fuest, 2021; Pitlik-Wirth 2003).

3.5. A Helyreállítási és Rezilinciaépítési Eszköz végrehajtásának vizsgálata a demokratikus legitimitási dimenziókon keresztül

Az újjépítési alapot először a bemeneti legitimitáson keresztül fogom vizsgálni. Az input legitimitás segít abban, hogy a tagállamok és azok állampolgárai is aktívan részt vehessenek a HRE felhasználásában. A tagállamoknak pályázatok formájában kell terveket készíteniük, amiket az Európai Bizottságnak kell benyújtani. A program alapvetően befektetésekre, és reformokra épül, a tagállamoknak e két eszközt kell felhasználniuk, és ezeknek a vállalatoknak 6 fő téma köré kell hogy épüljenek;

- Zöld átállás (37%<) + 2030-as klímacélok elérése és klímasemlegesség 2050-re
- Digitális átállás (20%<)
- Társadalmi és földrajzi kohézió
- Fenntartható növekedéssel kapcsolatos politikák
- Egészségügy, illetve gazdasági-társadalmi intézmények válságálló képessége
- A jövő generációkat támogató politikák, oktatásügy (Európai Bizottság, 2021b)

A zöld és digitális átállás területén minimum ráfordítandó arány is szerepel, illetve a különböző területeken további javaslatok szerepelnek, illetve különböző követendő EU-s vállalások.

Reformnak számít minden olyan intézkedés, ami hosszútávú, mély pozitív hatással van a piacra, vagy egy szakpolitikai területre. Ezek strukturális jellegűek, amik segítik a fenntartható növekedést. Másik vállalásfajta a befektetés, amik olyan projektek, politikák vagy kezdeményezések finanszírozására vonatkozik, amelyek „jövödelmezők a társadalom, gazdaság és/vagy a környezet számára.” (Európai Bizottság, 2021b. p. 17.)

Összességében a meghatározott kereteken belül viszonylag „szabad kezet” kapnak a tagállamok a programjaik felépítésében, viszont ahhoz, hogy ezek elfogadásra kerüljenek, az Európai Bizottság vizsgálata szükséges. Ezt követően az Európai Tanács jóváhagyása szükséges. A demokratikusságot tekintve az ESM-hez képest szabadabb megközelítést kapnak a tagállamok, és a pályázatok elfogadásáról szóló dialógus is kétoldalúbb, mint a 2010-es évek „trojkája” (Eisl-Tomay, 2020).

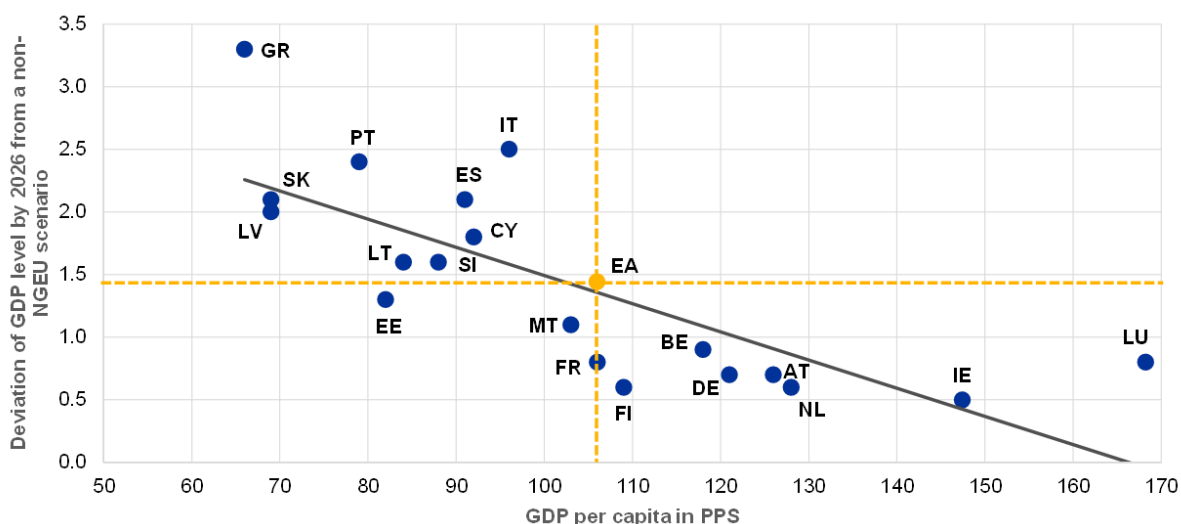
Az átmeneti legitimitás is kiegészül. Az Európai Bizottság a programok végrehajtásának nyomonkövetésével megbízva létrehozta a Helyreállítással és Rezilienciaépítéssel Foglalkozó Munkacsoportot (RECOVER). Amellett, hogy a vállalások teljesítését ellenőrzik, a tagállamok illeszkedését is segítik az európai szemeszterbe¹⁷ (Európai Bizottság, 2022h) A monitoring-ot az Európai Számvevőszék is segíti (aki az Európai Parlamenttel is dialógusban áll) (Európai Számvevőszék, 2021). Emellett a Bizottság külön weboldalán bárki nyomon követheti az elnyert támogatások összegét, felhasználását, a vállalt reformok vagy befektetések implementálását (Európai Bizottság, 2022j). Összességében fontos előrehaladást jelent az NGEU és a HRE input legitimitása, nagyobb hangsúlyt helyez a dialógusra az ESM-hez képest. A program létrejötte közben évente többször is jelenteni kell a tagállamoknak a programjuk előrehaladásáról, de a monitoring az Európai Bizottság mellett az Európai Számvevőszék is végzi. Fájó pont lehet viszont, hogy az Európai Parlamentnek nincs jelentős szerepe, és a támogatások kifizetése nincs a Jogállami Mechanizmushoz kötve (Vasquez, 2022).

A kimeneti legitimitás, azaz a várható eredményessége a programnak több oldalról is biztosítva látszik. Mind az Európai Központi Bank, az Európai Bizottság és a pályázó tagállamok is részletes elemzésekkel támasztják alá a források felhasználásából eredő

¹⁷ Az EU tagállamainak gazdaságpolitikáját összehangoló keretrendszer

hatásokat. Véleményem szerint a NGEU és a HRE demokratikus legitimitása megfelelő, még ha nem is tökéletes (Jogállami mechanizmus, EP kis jelentősége). Kimeneti legitimitás szempontjából a források felhasználása meghatározó. A program keretein belül a támogatott területbe eső, de már megtervezett projektekre is lehet csatornázni a forrásokat. Itt viszont fontos lesz odafigyelni arra, hogy a pénzek nagy része így is újonnan tervezett, minél innovatívabb tervekbe folyják (Schrattenstaller, 2021). A viszonylag tágran megfogalmazott felhasználási keretfeltételek miatt az Európai Bizottságnak hangsúlyt kell fektetni a tárgyalásoknál a strukturális jellegű reformokra, amik a rezilienciát is elősegítik (Heinemann, 2021). A felhasználási feltételek jelen vannak, viszont azokkal együtt is a program igazán reformindukáló hatásának érdekében döntő fontossággal fog bírni a monitoring.

3.6. Az EU tagállamainak eladósodottságának a fenntarthatósága a covid válság és az NGEU forrásbevonások után.



3. ábra: Az EU tagállamainak egy főre jutó GDP értéke, illetve egy NGEU nélküli jövő esetén várható GDP eltérés (%) közötti összefüggés

(EU átlagosan egy főre jutó GDP=100,

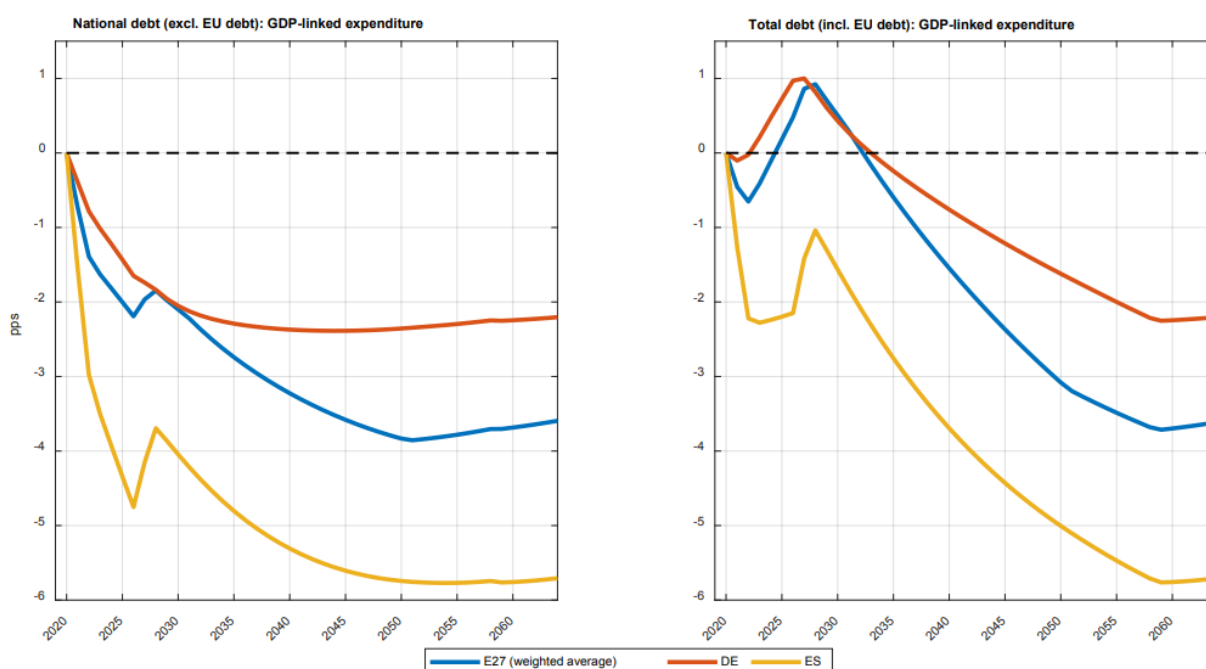
Forrás: Freier et al (2022)

Habár növeli a hitelmennyiséget az NGEU, a rajta keresztül szerzett kölcsönök kedvezőbbek, mint amiket a tagállamok egyedül tudnának felvenni, a vissza nem térítendő támogatások pedig amúgy sem emelik az adósságot. Bizonyos mértékben a vissza nem térítendő források akár csökkenthetik is az adósságterhet, hiszen azok helyettesíthetik a hitelfelvételt olyan programoknál, amelyek finanszírozásához a tagállamok alapból kölcsönt vettek volna fel. Sokatmondó továbbá, hogy a 27 tagállamból csupán 7 ország hív le visszafizetendő kölcsönöket

az NGEU-ból.¹⁸ Emellett pedig a befektetésekből és reformokból eredő gazdasági növekedés a számítások alapján jócskán felülmúlja a fizetési terheket (helyes felhasználás esetén!). Sőt, az EU gazdasági integrációja miatt tovagyűrűző (spillover) hatásként nem csak a saját felhasznált segélyből profitálnak a tagállamok (lásd, 13. és 14. ábra). Az Európai Bizottság és az EKB számításai alapján a kedvezőbb feltételekkel felvett hitelek ideális felhasználásnál hosszútávon csökkentik az államok adósságtérheit. (Pfeiffer et al, 2021; Freier et al, 2022)).

Érdekesség, hogy habár az első részletek leghamarabb 2021 második felében lettek kiutalva, már az NGEU bejelentésekor, illetve az újjáépítési tervek elfogadásakor elkezdte a piac a kedvezőbb makrogazdasági környezetet beárazni, és már előre elkezdtek csökkenni az államkötvények hozama, ami a befektetői bizalom növekedését jelzi (Darvas, 2021; Freier et al, 2022).

A rendelkezésünkre álló adatok alapján tehát az NGEU keretein belül felvett források hosszútávon nem jelentenek adósságkockázatot a tagállamok és így az EU számára.



10. ábra: Hatékony NGEU felhasználás esetén várható államadósság-GDP arányok hosszútávon.

Forrás: Pfeiffer et al (2021)

¹⁸ Görögország, Olaszország, Lengyelország, Portugália, Szlovénia, Ciprus és Románia.

Közülük Olaszország, Görögország és Románia kérvényezték a rájuk eső maximális hitelt

4. Összegzés, következtetések

Kutatásom során ismertettem az EU közös adósságvállalás relevanciáját, és körbejártam az erkölcsi kockázat mentén a vitás pontokat. A kortárs szakirodalom segítségével sikerült felvázolni egy olyan feltételrendszert, amely a program demokratikus legitimitása mellett az erkölcsi kockázat is kezelhető. A tapasztalat azt mutatja, hogy már az olajválság idején is történt az Európai Közösség nevében hitelvelvételi eszköz, amely idővel mind felhasználási síkot, mind pedig bevont volument tekintve folyamatosan növekedett. A 2008-as pénzügyi és eurozóna válság és azok kezelése mélyen megrengette az EU gazdasági stabilitásba vetett hitet, és lépések történtek az integráció rezilienciájának növeléséhez. Fontos reform volt a különböző pénzügyi stabilitást segítő intézmények létrehozása, amelyek hasonlóan közös hitelfelvételt alkalmaztak. Mégis, a 2010-es évek válságkezelése bizalmatlansággal volt övezve, és a túlzottan szigorú és felülről jövő kikötések erodálták a hitelezők és kedvezményezettek közti bizalmat, illetve a közös kötvénykibocsátás sem valósult meg. A 2020-as koronavírus lépéskényszerbe hozta az EU-t, ugyanis a kézen fekvő válságkezelő eszközök nem voltak elegendők mind volumenben, mind pedig felhasználási feltételeket tekintve sem. A tagállamok likviditásának hiányát az EKB csillapította kiterjedt részvényvásárlási programjával, de ez az intézmény monetáris politikájának csorbulását hozta, így új eszközökre volt szükség. Az NGEU és azon belül az RAFF esélyt jelent arra, hogy megvalósítható a szolidaritás jegyében a közös adósságvállalás úgy, hogy mellette a költségvetési fegyelem is érvényesüljön. A korai félelmekkel ellentétben kimutatható, hogy a lehívható források ellenére nem várható az államok felelőtlen eladósodottsága. A rendkívül kedvező hitelek és vissza nem térítendő támogatások gazdasági potenciálja többszörösen felülmúlják az ideiglenes adósságnövekedést. Ha a tagállamok külön-külön fordulnának a tőkepiachoz, hosszútávon jelentősen nagyobb adósságterhet jelentene kifejezetten a mediterrán országoknak. A felhasználási feltételek hasonlítanak az EU operatív programjaihoz, viszont a kifizetések folyamatossága vállalt mérföldkövekhez kötött. Az program sikerességét tekintve kritikus fontossággal fog bírni a monitoring, illetve szükség esetén a szankcionáló képesség, mint felelősségteljes felhasználást biztosító eszköz. A várható eredmények biztatóak, ugyanakkor a Stabilitási és Növekedési Paktum MIP eljárással szemben a hosszútávú eredményeket ígérő strukturális reformoknak kell prioritást élvezniük a kevés politikai kockázattal járó, de kisebb javulást is hozó intézkedésekkel szemben. Az Európai Bizottságnak és a megfigyelő szervekre így kiemelt felelősség hárul a program eredeti céljának betartatásában. Habár az eszköz ideiglenes jellegű, annak több évtizedes működési ideje, illetve indokolatlanul nagy maximális finanszírozási

kapacitása arra engedhet következtetést, hogy akár későbbi válságok esetén is felhasználható lenne. A transzparencia viszont hiánya érződik, hiszen nem kaptunk kellő magyarázatot az EU maximális saját forrásainak ilyen emelésére. Ugyan szerződés alapján ez egy egyszeri eszköz, több jel is arra mutat, hogy akár precedens is teremthető, ami hosszútávon a GMU bővülésének keretein belül akár egy tartós, közös adósságvállalási reform előőrsé lehet. Ahhoz viszont, hogy megvalósuljon egy permanens, európai biztonságos eszköz, átfogó strukturális reformokra van szükség, amik például a fiskális uniót is magukba vonná.

5. Felhasznált Irodalom

Abel, J. (2019): The Resolution of Sovereign Debt Crises Instruments, Inefficiencies and Options for the Way Forward. London, Routledge, 2019.

Alcidi, C. – Gros, D. – Núñez Ferrer, J. – Rinaldi, D. (2017): The Instruments Providing Macro-Financial Support to EU Member States. *CEPS Research Report*, NO 2017/06, Letölthető: https://www.ceps.eu/wp-content/uploads/2017/03/RRpt%20No%202017-06%20MacroFinSupport%20to%20MSs_0.pdf (Letöltve: 2022.09.16.)

Allenbach-Amman, J. (2022): EU fiscal rules to be suspended for another year. *Euractive*, Letölthető: <https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/eu-fiscal-rules-to-be-suspended-for-another-year/> (Letöltve: 2022.10.26.)

Az Európai Unió Működéséről Szóló Szerződés Egységes Szerkezetbe Foglalt Változata (C 326/47) Letölthető: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:12012E/TXT&from=HU>

Az Európai Unió Működéséről Szóló Szerződés Egységes Szerkezetbe Foglalt Változata (C 326/47), 12.) JEGYZŐKÖNYV A TÚLZOTT HIÁNY ESETÉN KÖVETENDŐ ELJÁRÁSRÓL Letölthető: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:12012E/TXT&from=HU> (Letöltve: 2022.11.01.)

Bénassy, A. – Wolff, G. (2020): How has the macroeconomic imbalances procedure worked in practice to improve the resilience of the euro area?. *Bruegel Institute*, Letöltető: https://www.bruegel.org/sites/default/files/wp-content/uploads/2020/03/IPOL_STU2020645710_EN.pdf (Letöltve: 2022.10.15.)

Bishop, G. (2013): Graham Bishop: Temporary Eurobill Fund (TEF) – Summary of the Proposal, Letölthető: <https://www.grahambishop.com/StaticPage.aspx?SAID=448> (Letöltve: 2022.11.01)

Bruegel MIP forrás https://www.bruegel.org/sites/default/files/wp-content/uploads/2020/03/IPOL_STU2020645710_EN.pdf

Bundesrechnungshof (2021). Bericht nach § 99 BHO zu den möglichen Auswirkungen der gemeinschaftlichen Kreditaufnahme der Mitgliedstaaten der Europäischen Union auf den Bundeshaushalt (Wiederaufbaufonds), 11. März 2021, Bonn

Burke, J. V. (2012): Developing Europe's financial „safety net” in a time of crisis. *Administración e Cidadanía* (2012), Vol 7, No 1.

Calhoun, G. (2020): Europe's Hamiltonian Moment – What Is It Really?. *Forbes*, Letölthető: <https://www.forbes.com/sites/georgecalhoun/2020/05/26/europes-hamiltonian-moment--what-is-it-really/?sh=3f8209ac1e1a> (Letöltve: 2022.11.01.)

Casale, A. – Ferrer, J-N. – Giovannini, A. – Gros, D. – Ivan, P. – Peirce, F. (2012): The implications for the EU and national budgets of the use of EU instruments for macro-financial stability. *European Parliament Policy Department Budgetary Affairs*, Letölthető: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2012/453237/IPOL-JOIN_ET\(2012\)453237_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2012/453237/IPOL-JOIN_ET(2012)453237_EN.pdf). (Letöltve: 2022.11.01.)

Chen, J. (2020): eurobond: Definition, Issuers, Advantages and Disadvantages. *Investopedia*, Letölthető: <https://www.investopedia.com/terms/e/eurobond.asp> (Letöltve: 2022.11.04.)

Darvas, Z. (2020): Next Generation EU Payment across Countries and Years. *Blog Post*, Bruegel, Brüsszel

de la Porte, C. – Jense, M. D. (2020): The next generation EU: An analysis of the dimensions of conflict behind the deal. *Social Policy & Administration*, Volume 55, Issue 2, pp. 388-402.

Delpla, J. – Weizsäcker, J. (2011) Das Blue Bond-Konzept und seine Implikationen, *Friedrich Ebert Stiftung*, Letölthető: <https://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/08209.pdf> (Letöltve: 2022.11.02.)

Deutsche Bundesbank (2022): Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in ausgewählten Ländern des Euroraums, Letölthető: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/750756/ad900e3d6f291f5a86506b7a44854b9a/mL/oeb2wb0102-data.png> (Letöltve: 2022.11.01.)

Diekmann, B (1990): Die Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Europäischen Gemeinschaften. *Finanzwissenschaftliche Schriften Nr. 41*, Frankfurt am Main: Lang.

Dolls, M. – Fuest, C. – Neumann, D. – Peichl, A. (2018): An Unemployment Insurance Scheme for the Euro Area? A Comparison of Different Alternatives using Micro Data. *International Tax and Public Finance*, Vol. 25, pp. 273-309.

Dorn, F. – Fuest, C. (2021): Next Generation EU: Gibt es eine wirtschaftliche Begründung?. *Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München*, 2/2021, 74. évfolyam

EFSF (2016): European Financial Stability Facility (EFSF), Letölthető: https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/2016_02_01_efs_faq_archived.pdf (Letöltve: 2022.11.01.)

Efstathiou, K. – Wolff, G. (2019): What drives national implementation of EU policy recommendations?. *Bruegel Institute*, Working Paper Issue 04, 2019.04.24.

Eisl, A. – Tomay, M. (2020): European Debt Mutualisation, Finding a Legitimate Balance Between Solidarity and Responsibility Mechanisms. *Jacques Delors Institute*, Policy Paper NO.255, Letölthető: https://institutdelors.eu/wp-content/uploads/2020/10/PP255_European-debt-mutualisation_Eisl_EN.pdf (Letöltve: 2022.11.01.)

ESM (2019): SAFEGUARDING THE EURO IN TIMES OF CRISIS The inside story of the ESM. Luxembourg, Publications Office of the European Union, 2019 <https://www.esm.europa.eu/system/files/document/safeguarding-euro-times-crisis-inside-story-esm.pdf>

Európai Bizottság (2011): Unió gazdasági irányítás: jelentős előrelépés, MEMO/11/364, Letölthető: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/hu/MEMO_11_364 (Letöltve: 2022.10.28.)

Európai Bizottság (2015): Standard Eurobarometer 83 - Spring 2015, Letölthető: <https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2099> (Letöltve: 2022.11.01.)

Európai Bizottság (2021): COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT GUIDANCE TO MEMBER STATES RECOVERY AND RESILIENCE PLANS, Letölthető: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/document_travail_service_part1_v2_en.pdf?fbclid=IwAR2opWpHNSLtV3Yn-hFmAGuEt8rDSz4LrfCZ-Nva1IkniZzv1-dKoVUIpeM (Letöltve: 2022.11.01.)

Európai Bizottság (2021): The EU as a borrower – investor relations, Letölthető: https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations_hu#funding-instruments (Letöltve: 2021.11.02.)

Európai Bizottság (2022): A helyreállítással és rezilienciaépítéssel foglalkozó munkacsoport,
Letölthető: https://ec.europa.eu/info/departments/recovery-and-resilience-task-force_hu
(Letöltve: 2022.11.03.)

Európai Bizottság (2022): NextGenerationEU, Letölthető:
https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/nextgenerationeu_en (Letöltve: 2022.11.02.)

Európai Bizottság (2022b): A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás,
Letölthető: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/european-semester/framework/macroeconomic-imbalance-procedure_hu (Letöltve: 2022.11.02.)

Európai Bizottság (2022c): Európai helyreállítási terv, Letölthető:
https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_de (Letöltve: 2022.10.30.)

Európai Bizottság (2022f): A bevételek felső határai, Letölthető:
https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/long-term-eu-budget/2021-2027/revenue/revenue-ceilings_hu (letöltve:2022.10.28.)

Európai Bizottság (2022j): Milestones and targets, Letölthető:
https://ec.europa.eu/economy_finance/recovery-and-resilience-scoreboard/milestones_and_targets.html?lang=en (Letöltve:2022.11.06.)

Európai Számvevőszék (1982): Sonderbericht des Rechnungshofes über die Anleihe- und Darlehensoperationen. No. C319/1. Luxemburg

Európai Számvevőszék (2021): The 2021-25 strategy of the European Court of Auditors,
Letölthető: https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/STRATEGY2021-2025/STRATEGY2021-2025_EN.pdf (Letöltve: 2022.10.28.)

Európai Tanács (1975a): REGULATION (EEC) No 397/75 OF THE COUNCIL of 17 February 1975 concerning Community loans, No L 46/1. Brüsszel

Európai Tanács (2011): EUCO 30/1/10 Conclusions, Rev1, Brussels, 25 January 2011.

Európai Tanács (2021): Infografika – Az Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM) reformja, Letölthető: <https://www.consilium.europa.eu/hu/infographics/reform-of-the-european-stability-mechanism-esm/> (Letöltve: 2022.11.01.)

Európai Tanács (2022): Az európai szemeszter: útmutató a legfontosabb szabályokhoz és dokumentumokhoz, Letölthető: <https://www.consilium.europa.eu/hu/policies/european-semester/european-semester-key-rules-and-documents/> (Letöltve: 2022.10.25.)

Európai Unió Tanácsa (2002): Council regulation (EC) No 332/2002 of 18 February 2002 establishing a facility providing medium-term financial assistance for Member States' balances of payments.

Európai Unió Tanácsa (2008): A TANÁCS 1360/2008/EK RENDELETE (2008. december 2.) a tagállamok fizetési mérlegéhez középtávú pénzügyi támogatási mechanizmus létrehozásáról szóló 332/2002/EK rendelet módosításáról, L 352/11

Európai Unió Tanácsa (2009): A TANÁCS 431/2009/EK RENDELETE (2009. május 18.) a tagállamok fizetési mérlegéhez középtávú pénzügyi támogatási mechanizmus létrehozásáról szóló 332/2002/EK rendelet módosításáról, L 128/1

Európai Unió Tanácsa (2020a): A TANÁCS (EU, Euratom) 2020/2053 HATÁROZATA (2020. december 14-én.) az Európai Unió saját forrásainak rendszeréről és a 2014/335/EU, Euratom határozat hatályon kívül helyezéséről, L 424/1 Letölthető: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2020.424.01.0001.01.ENG (Letöltve: 2022.11.01.)

Európai Unió Tanácsa (2020b): Az uniós pénzügyminiszterek nyilatkozata a Stabilitási és Növekedési Paktumról a COVID-19 miatti válsághelyzet fényében, Letölthető: <https://www.consilium.europa.eu/hu/press/press-releases/2020/03/23/statement-of-eu-ministers-of-finance-on-the-stability-and-growth-pact-in-light-of-the-covid-19-crisis/> (Letöltve: 2022.11.01.)

Európai Unió Tanácsa (2022b): Council agrees on the Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM), március 15. Letölthető: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/03/15/carbon-border-adjustment-mechanism-cbam-council-agrees-its-negotiating-mandate/> (Letöltve: 2022.10.28)

Ferkelt Balázs (2020): Gazdasági és monetáris együttműködés. In Kengyel Ákos: Az Európai Unió közös politikái. Budapest, Akadémiai

Fernandes, S – Rubio, E. (2012): Solidarity within the Eurozone: how much, what for, for how long? *Jacques Delors Institute Policy Paper*, Letölthető: <https://institutdelors.eu/wp-content/uploads/2018/01/solidarityemus.fernandes-e.rubionefeb2012.pdf> (Letöltve: 2022.10.27.)

Fitch (2020). EU MMF proposal consistent with ‘AAA’ debt coverage metric, Június 8. Letölthető: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/eu-mff-proposal-consistent-with-aaa-debt-coverage-metric08-06-2020> (Letöltve: 2022.11.01.)

Freier, M. – Grynberg, C. – O’Connel, M. – Rodríguez-Vives, M. – Zorell, N. (2022): Next Generation EU: a euro area perspective. *ECB Economic Bulletin*, Issue 1/2022 Letölthető: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2022/html/ecb.ebart202201_02~318271f6cb.en.html (Letöltve: 2022.11.01.)

Fuest, C. (2021), »The NGEU Economic Recovery Fund«, *CESifo Forum* 22(1), 3–8.

Gélie, P. (2022): Will sich die EU jetzt zum zweiten Mal gemeinsam verschulden, Herr Michel?. *Die Welt*, március 3. Letölthető: <https://www.welt.de/politik/ausland/article237526207/Charles-Michel-Will-sich-die-EU-jetzt-zum-zweiten-Mal-gemeinsam-verschulden.html> (Letöltve: 2022.11.01.)

Halmai, P. (2021): A Gazdasági és Monetáris Unió jövője. *GMU 2.0? Teljes GMU felé*, Budapest

Heinemann, F. (Die Überdeckung der Next Generation EU-Schulden im neuen EU-Eigenmittelbeschluss: Ausmass und Haftungskonsequenzen. *List Forum* (2021), Vol 47, pp. 133-150

Hellwig, C. – Phillippon, T. (2011): Eurobills, not Eurobonds. *CEPR*, Letölthető: <https://cepr.org/voxeu/columns/eurobills-not-eurobonds> , (Letöltve: 2022.11.01.)

Horn, S. – Meyer, J. – Trebesch, C. (2020): Coronabonds: The forgotten history of European Community debt. *Centre for Economic Policy Research*, No 136 Letölthető: <https://cepr.org/voxeu/columns/coronabonds-forgotten-history-european-community-debt> (Letöltve: 2022.10.28.)

Európai Unió Tanácsa (2011): AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS A TANÁCS 1176/2011/EU RENDELETE (2011. november 16.) a makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzéséről és

kiigazításáról, L 306/25, Letölthető: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32011R1176&from=EN> (Letöltve: 2022.11.01.)

Európai Unió (2022): Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union, 26 October 2012, OJ L. 326/47-326/390; 26.10.2012, 12. jegyzőkönyv, Letölthető: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hu/TXT/PDF/?uri=CELEX:12012E/TXT&from=EN#page=233> (Letöltve:2022.10.28.)

Koch, M. (2020): Europas “Hamilton-Moment”: Das Mega-Thema dieser Zeit. Redaktionsnetzwerk Deutschland, május 22. Letölthető: <https://www.rnd.de/politik/europas-hamilton-moment-das-mega-thema-dieser-zeit-3ACNMNEDZGA3GDXW42V3Y6IYE.html> (Letöltve: 2020.05.22.)

Lexiq (2022): Erkölcsei kockázat. Letölthető: <https://lexiq.hu/erkolcsi-kockazat> (Letöltve: 2022.11.01.)

Losoncz, M. (2019):A gazdasági és monetáris unió fenntarthatóságának néhány kérdése, KÖZGAZDASÁGI SZEMLE 66: (5) pp. 478-496.

Máthé, R. ZS. (2020): Felfüggesztik a Stabilitási és Növekedési Paktum szabályait.EUSTRAT Szakpolitikai Figyelő, 8.2/2020.1-2, Letölthető: <https://eustrat.uni-nke.hu/document/eski-uni-nke-hu/0324MRZS.pdf> Letöltve (2022.11.01.)

Monti, M. (2016): A New Strategy for the Single Market, Report tot he President of the European Commission, Letölthető: [file:///C:/Users/DELL/Downloads/monti_report_final_10_05_2010_en%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/DELL/Downloads/monti_report_final_10_05_2010_en%20(1).pdf) (Letöltve: 2022.11.01.)

Moscovici, P. (2017): Keynote speech of Commissioner Moscovici at the Brussels Economic Forum 2017: Towards enhanced cohesion, integration and prosperity. *Brussels Economic Forum* 2017, Letölthető: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_17_1509 (Letöltve: 2022.11.01.)

OECD (2011): Estonia review of the financial system, Letölthető: <https://www.oecd.org/finance/financial-markets/49497930.pdf> (Letöltve: 2022.10.26.)

Pfeiffer P. - Varga J. - in 't Veld J. (2021), ‘Quantifying Spillovers of NextGenerationEU investment’, European Economy Discussion Papers, No. 144, July.

Pitlik, H. – Wirth, S. (2003), »Do Crises Promote the Extent of Economic Liberalization?: An Empirical Test«. *European Journal of Political Economy* ,19(3), pp. 565–581.

Ranasinghe, D. (2019): Who is buying negative-yielding German bonds? Foreign central banks, perhaps. *Reuters*, Letölthető: <https://www.reuters.com/article/us-germany-bonds-centralbanks-analysis-idUSKBN1WX0JN> (Letöltve: 2022.11.02.)

Schimmelfennig, F. (European integration (theory) in times of crisis. A comparison of the euro and Schengen crises. *Journal of European Public Policy*, Vol 25, Issue 7, pp. 969-989

Schmidt, V. A. (2015): The Eurozone’s Crisis of Democratic Legitimacy: Can the EU Rebuild Public Trust and Support for European Economic Integration?. *European Commission*, ISSN 2443-8022 Luxembourg, ISBN 978-92-79-48685

SCHMIDT, Vivien A. (2015): The Eurozone’s Crisis of Democratic Legitimacy. Can the EU Rebuilt Public Trust and Support for European Economic Integration? European Commission Discussion Paper No. 15

Schratzstaller, M. (2021): Corona-Aufbauplan – grosses Potenzial zur Stärkung des Zusammenhalts in der EU. *Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München*, 2/2021, 74. évfolyam

Spilikaos, A. (2019): TRAGEDY OF THE COMMONS: WHAT IT IS AND 5 EXAMPLES, *Harvard Business School Online*. Letölthető: <https://online.hbs.edu/blog/post/tragedy-of-the-commons-impact-on-sustainability-issues> , (Letöltve:2022.10.02.)

Stingelin, P. (1975): Europe and the Oil Crisis. *Current History*, Vol. 68, No. 403, The nations of West Europe, Letölthető: <https://www.jstor.org/stable/45314119> (Letöltve: 2022.11.01.)

Stingelin, P. (1975):, Europe and the Oil Crisis. *Current History*, Vol 68, No. 403, pp. 97-100, 132-134

Szapári György – Hardi Zsuzsanna. *Portfolio*, Letölthető: <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20210201/vajon-eljott-europa-hamiltoni-pillanata-467376>

Taylor, J. – O’Sullivan, A. (2017): Have Postwar Fiscal Stimulus Policies Met the “Timely, Targeted, and Temporary” Principle?. *Essays in Economic & Business History*, Vol. 35 No.2

Vasques, E. (2022): MEPs urge ministers to block Polish recovery plan following Commission green light. *Euractiv*, június 9. Letölthető:

<https://www.euractiv.com/section/politics/news/meps-urge-ministers-to-block-polish-recovery-plan-following-commission-green-light/> (Letöltve: 2022.11.01.)

Vignon, J. (2011): Solidarity and responsibility in the European Union. *Notre Europe Policy Brief* No. 26, Letölthető: https://institutdelors.eu/wp-content/uploads/2018/01/bref27_jvignon_en.pdf (Letöltve: 2022.11.04.)

Weinhardt, A. (2012): Furcsa szavak tömegét kellett megtanulnunk a válság miatt. *Portfolio*, 2012 február, Letölthető: <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20120215/furcsa-szavak-tomeget-kellett-megtanulnunk-a-valsag-miatt-162882> (Letöltve:2022.10.29.)

Zoppé, A. – Dias, C. (2020): The European Financial Stabilisation Mechanism: Main Features. *European Parliament Economic Governance Support Unit*, Letölthető: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/645718/IPOL_BRI\(2020\)645718_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/645718/IPOL_BRI(2020)645718_EN.pdf) (Letöltve: 2022.11.01.)