

A GÖRÖG SZUVERÉN ADÓSSÁGVÁLSÁG ÉS AZ EURÓPAI UNIÓ

DR. LOSONCZ MIKLÓS¹

Abstract

A globális pénzügyi és gazdasági válság 2009 decembere után drámai erővel hozta felszínre a görög államháztartás súlyos problémáit, ami 2010 tavaszán államadósság-válsággal fenyegetett. A válságot, amelynek kezelésére az Európai Unió intézményrendszere sem volt felkészülve, az EU és a Nemzetközi Valutaalap pénzügyi támogatásával átmenetileg sikerült elkerülni. Az államadósság-válság hosszabb távon kielégítő megoldását egyrészt a görög államháztartás fenntarthatóságát szolgáló szerkezeti reformok, másrészt az EU válságkezelési eszközeinek és mechanizmusainak a továbbfejlesztése jelenti. A GMU-tagság csak a prudens gazdaságpolitikát, azon belül fiskális politikát folytató tagjait menti meg bizonyos válságoktól.

Kulcsszavak

Európai Unió, Gazdasági és Monetáris Unió, Görögország, globális pénzügyi és gazdasági válság, szuverén adósságválság, válságkezelés, CDS.

Abstract:

After December 2009 the global financial and economic crisis had brought the severe problems of the Greek general government dramatically to the surface, which set to threaten with government default in spring 2010. The institutional system of the EU was not prepared for the management of the crisis that was avoided temporarily by the financial package of the EU and the IMF. In the long run, the sovereign debt crisis can be solved by structural reforms aiming at the restoration of the sustainability of Greece's general government expenditures and by the development of the crisis management tools and institutions of the EU. The Economic and Monetary Union saves its members from crises only if they pursue prudent economic policies in general and fiscal policies in particular.

Key words:

European Union, Economic and Monetary Union, Greece, global financial and economic crisis, sovereign debt crisis, crisis management, CDS.

Ez a tanulmány a görög államadósság-válság kezelését elemzi elsősorban Görögország, kisebb részben az Európai Unió, illetve a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) szemszögéből. Arra a kérdésre keres választ, hogy egyrészt mi volt a görög gazdaságpolitika és az EU, illetve a GMU szerepe a görög államadósság-válság kialakulásában,

¹ Egyetemi tanár, Széchenyi István Egyetem, Győr

másrészt mit tehet a görög kormány az államháztartás hosszú távú fenntarthatóságáért, és hogyan segítheti ezt az Európai Unió.

A görög szuverén adósságválság globális és belső okai

A válság előzményeként a 2009 októberében hivatalba lépett új szocialista párti kormány azzal volt kénytelen szembesülni, hogy Görögország GDP-arányos államháztartási hiánya 2010-ben a korábban prognosztizált duplája, közel 13 százalék lesz, GDP-arányos államadóssága a 2009. évi 111-ről 2010-ben 125 százalékra nő. (Az Európai Bizottság adatai szerint 2009-ben a tényleges hiány a GDP 15,4 százaléka, az államadósság 126,8 százaléka volt.) Az államadósság a legmagasabb érték a GMU-ban, a Maastrichti Szerződésben rögzített maximális 60 százalékos szintnek is több mint kétszerese. Az államadósság mintegy 70 százaléka külföldi gazdasági szereplők kezében van, ami különösen sérülékennyé teszi a finanszírozást, mert az nagymértékben függ a mindenkori nemzetközi piaci hangulattól. A következő öt-hat évben kormányzati cselekvés nélkül az államadósság a GDP több, mint 150 százalékára emelkedhet.

Az államháztartási deficit a külső egyensúlyt is érinti, Görögország folyó fizetésimérleg-hiánya a GDP 14 százaléka volt 2009-ben, azaz ikerdeficit alakult ki. A folyó fizetési mérleg hiánya elválaszthatatlan az alacsony megtakarítási rátától, a belföldi megtakarítások az államháztartási deficitet sem fedezik, nemhogy az üzleti szféra beruházásait.

A görög államháztartással és államadóssággal kapcsolatos aggodalmakat közvetlenül az váltotta ki az év elején, illetve főként tavaszán, hogy 2010 májusában jelentősebb állampapír-állomány jár le, amelynek külső segítség nélküli megújítása kérdéses volt. (Az államháztartás finanszírozási igénye 2010-ben 54 milliárd euró volt.) A három legnagyobb nemzetközi hitelminősítő intézet (Moody's, Standard & Poor's, Fitch) leminősítette a görög államadósságot, aminek nyomán a görög államkötvényektől elvárt hozam jelentősen megemelkedett, számottevően meghaladta a német állampapírokét, azaz a görög hozamfelár felduzzadt, és megnőtt a CDS-felár is.¹ Görögország külső pénzügyi forrásszerzési mozgásterét az is szűkíti, hogy a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon 2010-ben 2.200 milliárd euró összegre volt szükség a különböző országok szuverén adósságának finanszírozásához.

A görög állampapírpiacra nehezedő nyomást (kiszáradó állampapírpiac, növekvő hozamok, megugró CDS-felárak stb.) az Európai Unió és a Nemzetközi Valutaalap hosszabb tétovázás után, az eredetileg tervezettnél nagyobb, 110 milliárd eurós hitele enyhítette, majd szüntette meg hosszabb időre. A hitel feltétele szigorú államháztartási konszolidációs program elfogadása és végrehajtása volt.

Az államháztartás hiányának felduzzadásában kétségtelenül jelentős szerepe volt a globális pénzügyi és gazdasági válságnak. A fő ok azonban belső természetű. A teljesség igénye nélkül közzétett említendő a fekete gazdaság kiemelkedő súlya (egyes becslések szerint a GDP 30 százaléka), a burjánzó korrupció és a kiterjedt, alacsony hatékonyságú és nem transzparens államháztartás. Az államháztartás átláthatatlansága (meghamisított statisztikák stb.) kiemelkedő méreteket öltött. Például az alapesetben kockázatkezelési célokat szolgáló származékos ügyleteket is felhasználták arra, hogy a valóságosnál kedvezőbbnek tűnjenek fel a görög államháztartás helyzetét. Szakértők feltételezik, hogy a GMU-ba való belépés kapcsán egy deviza-swap ügylet révén sikerült átmenetileg a GDP-arányos államadósságot a 2001. évi 107-ről 2002-ben 104,9 százalékra mérsékelni.²

A nagyra nőtt és jól fizetett közszférát és túlsúlyos államigazgatást jellemezte a 13. és 14. havi bér és a nagyvonalú nyugdíjrendszer (58 évesen lehetett kérni a nyugdíjazást). A görög gazdaság versenyképességének romlásához hozzájárult a munkaerőköltségek nagymértékű növekedése a 2000 utáni időszakban. Görögország túlságosan nagymértékben támaszkodott a magánfogyasztásra, aminek bővülését hitelből, főként külföldi kölcsönökből finanszírozták. Ugyanakkor a görög bankok portfóliójában nem voltak a globális pénzügyi válság által érintett spekulatív, „toxikus” termékek, ezek tehát nem fokozták a nehézségeket. A bajok orvoslásában Görögország GMU-tagként nem folyamodhat a valutaleértékeléshez.

Az a fiskális kiigazítás, amely nem eredményezi a megtakarítási ráta emelkedését, a problémát a kormányzattól a magánszférába teszi át. Az államháztartási hiány csökkenése a magánszféra adósságainak az emelkedésében csapódik ki. A bankok rossz hitelei nőnek, és a folyamat végén az államnak a bankokat kell kiségitenie. A megtakarítások emelése a fogyasztásnak a GDP 10 százalékára rúgó csökkentését tenné szükségessé. A külső segítségnek akkor van értelme, ha általános

egyértékes van az oksági kezelésben, azaz mind az állami-közületi, mind a magánszektor túlfogyasztásának mérséklésében.

Az EU szerepe

Maga a Gazdasági és Monetáris Unió is gerjesztett olyan folyamatokat, amelyek hozzájárulhattak (de nem szükségszerűen kellett, hogy hozzájáruljanak) a görög államadósság-válság előfeltételeinek létrejöttéhez. Ezek közül a leglényegesebb a GMU egészére érvényes kamatláb, amely nem veszi figyelembe az egyes tagállamok sajátosságait. Modellszámítások alapján a pénzügyi piac méretének és likviditásának emelkedésével az euró bevezetése hozzájárult a reálkamatlábak (az inflációs rátával korrigált kamatlábak) mérsékléséhez az EU-ban, nemcsak az állampapírpiacokon. Azokban az országokban, ahol a belföldi kereslet gyenge és az infláció alacsony volt, a reálkamatlábak magasak voltak, azokban az országokban viszont, ahol a belföldi kereslet élénk és az infláció magas volt, ennek az ellenkezője érvényesült. Az alacsonyabb kamatlábak viszont ösztönözték a hitelfelvételt, különösen az EU kevésbé fejlett dél-európai tagországokban. A tömeges és nagyarányú hitelfelvétel a háztartások eladósodásához, az alacsonyabb kamatláb magasabb inflációhoz is vezetett Görögországban, Portugáliában és Spanyolországban, ami az inflációt követő béremelések nyomán gyengítette ezen országok nemzetközi versenyképességét. Ezt súlyosbította, hogy más GMU-tagállamok, így elsősorban Németország, Ausztria és Hollandia ún. belső leértékelést hajtott végre, azaz csökkentette a béreket, a nyugdíjakat és az állam által nyújtott szolgáltatásokat. Ez ugyan a társadalmi feszültségek növekedésével járt együtt (lásd a Hartz IV németországi fogadtatása), de eredményeit tekintve egyenértékű volt a valuta leértékelés exportösztönző és versenyképesség erősítő hatásaival.

A belső leértékelés, azon belül a belföldi jövedelmek, különösen a bérek növekedési ütemének korlátozása miatt a kereslet legfőbb forrásává az export vált. Ennek a következménye az államháztartási pozíciók nagymértékű polarizálódása volt az Európai Unióban. Ezzel összefüggésben Németországnak (Hollandiával és Ausztriával együtt) nagy folyó fizetési mérleg többlete keletkezett európai uniós partnereivel szemben, ezzel párhuzamosan más országokban (Írország, Görögország, Spanyolország és Portugália) viszont nagy deficit alakult ki.

A görög államadósság-válság, amely más országokat is fenyegetett, illetve fenyeget, legalább annyira az euró sikerének a következménye, mint amennyire közrejátszottak benne annak hibái. Az eurót a korábbi hazai valutákhoz képest kedvezőbb adósságfinanszírozási eszköznek szánták, ezt a funkciót teljesítette. Túl engedékeny volt viszont a Gazdasági és Monetáris Unió létrehozásáról intézkedő Maastrichti Szerződés azon országok felvételével szemben, Görögországot is beleértve, amelyeknek rossz pénzügyi előtörténetük volt.³

Ugyanakkor a görög államháztartási hiány GMU-tagság nélkül is fenntarthatatlan lett volna.⁴ A hitelképesség legfőbb mutatószáma a megtakarítási ráta (a megtakarítások GDP-hez viszonyított aránya) negatív volt Görögországban, azaz a gazdasági szereplők megtakarításaiknál lényegesen többet költöttek. A negatív vagy alacsony pozitív megtakarítási rátával rendelkező országok gazdasági növekedése kiemelkedő mértékben függ a külső finanszírozástól, azaz magas a kockázati kitettségük.

A görög államadósság-válság két szempontból is túlmutat egy országon. Egyrészt a szuverén adósok, azaz az államok általános szabályként nem mennek csődbe, mert az állam fizetési kötelezettségeinek mindig eleget tud tenni adóemeléssel és/vagy túlzott pénzkibocsátással (mindkét megoldás táplálja az inflációt). A szuverén adósok csődjét – legalább is elméletileg – a Gazdasági és Monetáris Unió szabályrendszere teszi lehetővé, amely tiltja az államháztartási deficit jegybanki finanszírozását, illetve azt, hogy az Európai Unió és a tagállamok állami-közületi intézményei kiegészítsék bármelyik GMU-tagállam közszféráját. Végül a GMU-ban a Maastrichti Szerződésben rögzített inflációs kritérium, illetve a gazdaságpolitikai harmonizációban való részvétel a túlzott pénzkibocsátásnak szab korlátot. Az alapszerződés ún. ki nem segítségi klauzuláját írta felül a 2010-ben létrehozott európai pénzügyi stabilitási eszköz. Ez alapozta meg jogilag az Európai Unió részéről a Görögországnak nyújtott, más összefüggésben már említett EU-IMF pénzügyi segítséget.

Másrészt a görög államadósság-válság a globális pénzügyi és gazdasági krízis új szakaszának, a szuverén adósságválságnak a kezdetét jelzi. Gazdaságtörténeti tapasztalatok alapján a szuverén adósságválságok egy-másfél éves késéssel követik a gazdasági válságokat. A szuverén adósságválságokban a magánszféra adósságainak a közszférába történő transzformációja jut kifejezésre. A szuverén adósságválság kezelésében

végző soron a magángazdasági szereplők megmentéséről van szó. Az államadósság döntő hányada magánbefektetők kezében van.

A görög válságkezelés

A körülmények és az EU nyomására a görög kormány a GDP-arányos deficitet – egy hároméves gazdasági alkalmazkodási program formájában – részben a meglévő keretek között végrehajtandó racionalizálásával, részben szerkezeti reformokkal a 2009. évi 12,7-ről 2010-ben 8,7 százalékra, 2012-ben kevesebb, mint 3 százalékra kívánja csökkenteni. Ez ahhoz lesz elég, hogy az államadósság a GDP 113 százalékára mérséklődjön, ami nem sokkal marad el a 2009. évi értéktől. A GDP-arányos államadósság 100 százalék vagy a Maastrichti Szerződésben előírt 60 százalék alá történő mérséklése további erőfeszítéseket tesz szükségessé az évtized végéig.

Az államháztartási konszolidáció nagymértékben támaszkodhat a görög gazdaságban meglévő tartalékokra. Ezek egyike a kiterjedt állami tulajdon. A görög államnak nemcsak egyetemekben, kórházakban és templomokban van részesedése, hanem kaszinókban, lottózókban, szállodákban, jachtkikötőkben, sítelepeken, vásár-objektumokban, kiállítási központokban, repülőtereken, víz-, villamos-energia- és földgázszolgáltató vállalatokban, kőolaj-finomítókban, postai szolgáltatókban, bankokban és biztosítótársaságokban. Az athéni részvénytőzsdén jegyzett vállalatok részvénytőkéjében több mint 9 milliárd euróra tehető az állami részesedés. A tőzsdén keresztül történő privatizációnak a kínálat oldaláról nincs akadálya. Konzervatív becslések szerint az állam ingatlanvagyonra 300 milliárd euró lehet, amelynek azonban az éves hozama minimális.⁵ A görög stabilitási program 2010-ben 2,5 milliárd euró (a GDP 1 százaléka) privatizációs bevétellel számol, ami 2012-ben megkétszereződik. A hasonló egy főre jutó GDP-vel rendelkező országokkal összehasonlítva az állam tulajdonosi szerepvállalása Görögországban túlméretezett. Szakértői becslések szerint a privatizációból származó bevételek elérhetik a GDP 10 százalékát, ami megfelel a 2012-ig tervezett hiánycsökkentés mértékének.

Görögország katonai kiadásai indokolhatatlanul nagyok. A görög haditengerészet a legnagyobb a földközi-tengerben. A szárazföldi hadseregnek kétszer annyi korszerű harckocsija van, mint

Franciaországnak, amivel a francia ötödére rúgó lakosságot kellene megvédeni.⁶

A görög állami iskolarendszer négyszer annyi tanárt foglalkoztat, mint a finn, viszont olyan gyenge az oktatás minősége, hogy sok szülő magántanárt is fogad, gyermekének így kíván versenyképes ismereteket adni.

Több mint 150 ezer görög dolgozik a versenytől elzárt, magas haszonkulcsú, a politikai elittel gyakran összefonódó szakmában (teherautó- és kamionsofőrök, orvosok, ügyvédek, mérnökök, gyógyszerészek). Becslések szerint e zárt szakmák megnyitása a verseny előtt 13,2 százalékponttal emelné a görög GDP-t.⁷

Az államháztartás konszolidációja nyomán, amely restriktív bér- és jövedelempolitikával párosul, a magánfogyasztás 2010-ben és 2011-ben egyaránt több mint 4 százalékkal csökken.

Az államháztartási deficitcélok elérését nehezíti, hogy a görög GDP 2009-ben a prognosztizált 1,2 százalék helyett 2,3 százalékkal zsugorodott. Olyan körülmények között, amikor a GMU-ban a belső kereslet stagnál vagy lassan nő, a tervezett fiskális megszorítások mély recessziót idéznek elő Görögországban. A GDP 2010-ben 4,2 százalékkal, 2011-ben 3 százalékkal csökken, a 2012 második félévében várható fellendülés csak 2013-ban lesz érzékelhető. Mindez növekvő munkanélküliséggel (a munkanélküliségi ráta jelenleg 10 százalék), a társadalmi (és politikai) feszültségek kiéleződésével párosul.

Az euró bevezetése miatt Görögország a Gazdasági és Monetáris Unión belüli versenyképességének erősítése érdekében nem alkalmazhatja a hasonló válságsszituációkban szokásos monetáris politikai eszközt, a nemzeti valuta leértékelését. Ugyanakkor az euró gyengülése segíthet a harmadik országokkal szembeni görög versenyképesség javításában, de érvényes ez a többi GMU-tagországra is. Érzékelhető hatása azonban az euró főbb devizákkal szembeni további mintegy 30-40 százalékos gyengülésének lenne, ami a legtöbb EU-tagállam számára már túl soknak bizonyulna. A versenyképesség visszanyerésének ennél sokkal nehezebb útja az ún. belső leértékelés, azaz a reálbérek és az árak csökkentése, amivel szemben nagyon heves ellenállást tanúsítanak az érdekképviselők és a munkavállalók.

A rendkívül szűkre szabott mozgásteret jól jellemzik az alábbi összefüggések. Feltételezve, hogy a hosszú lejáratú adósság kamatlába 5 százalék, akkor Görögországnak a GDP 4,5 százalékát kitevő elsődleges többletet kell elérnie az államháztartásban (az elsődleges egyenleg nem tartalmazza a kamatfizetést és tőketörlesztést), miközben a GDP 7,5 százalékát kell kamatfizetésre fordítani. E követelmény teljesíthetősége igencsak kétséges. A fiskális restriktió által előidézett recessziót csak a nettó export (az export importot meghaladó többlete) növelésével lehet ellensúlyozni. Ehhez viszont helyre kell állítani a görög gazdaság költség-oldali versenyképességét, ami a bérek csökkentésével lehetséges. Ellenkező esetben a görög magánszektorban keletkezne óriási pénzügyi deficit. Ha a nominális bérek csökkennek, akkor az adósságteher még súlyosabb lesz a vártnál.

A görög kormány válságkezelésével szemben igen erős volt az érintettek ellenállása, ami sztrájkokba, utcai demonstrációkban nyilvánult meg. Ugyanakkor a válságkezelés politikai keretfeltételeit illetően kedvező, hogy a 2009 októberében hivatalba lépett kormány jelentős támogatottságot élvez a parlamentben. A következő választások 2013-ban lesznek, azaz addig nem veszélyeztetett a kormánytöbbség. A 2010 novemberében lezajlott helyi önkormányzati választások nem változtatták meg a korábbi erőviszonyokat.

A nagy társadalmi áldozatokkal járó konszolidáció várható eredménye nem egyértelmű. Modellszámítások alapján, ha egy ország államadóssága meghaladja a GDP 90 százalékát, akkor a gazdasági növekedés lassul, ami mérsékli az adósságszolgálathoz nélkülözhetetlen adóbevételeket, ezáltal nő az államcsőd valószínűsége. Az Európai Bizottság előrejelzése szerint Görögország államadóssága 2011-ben eléri a GDP 140, 2012-ben 156 százalékát. Mindezek alapján a kormány erőfeszítései ellenére nem zárható ki a görög államcsőd.⁸

Az Európai Unió érdekei a válságkezelésben

Görögországra a GMU összevont GDP-jének mindössze 3 százaléka jut, ebből adódóan önmagában véve a görög „államcsőd”, azaz ha a görög állam leállította volna, vagy leállítaná az adósságszolgálatot, nem lenne tragédia. Az államcsőd egyéb hatásai azonban jóval nagyobbak annál, mint amit a nagyságrendi összefüggések sugallnak. Egyrészt meginogna a Gazdasági és Monetáris Unióba vetett bizalom. Másrészt tartani lehet a

görög szuverén adósságválság más, hasonló problémákkal küszködő GMU-tagokra (Írország, Portugália, Spanyolország és kisebb mértékben Olaszország) való áttérjedésétől. Ezért a pénzügyi csomag nyilvánosan képviselt célja Görögország megmentése, nem bevallott célja viszont a görög szuverén adósságválság által érintett bankok kiségitése volt. Végül is a szuverén adósságválság annak ellenére elérte Írországot és fenyegeti Portugáliát, hogy Görögországot egyelőre sikerült az államcsődtől megmenti.

A szuverén államadósság-válság megoldása vagy legalábbis enyhítése nemcsak Görögországon, hanem az Európai Unión is múlik, azon, hogy az EU mennyiben képes megfelelő külső feltételeket biztosítani, mennyire erősödik a szolidaritás a tagállamok között a válságkezelésben, sikerül-e olyan intézményi és eszközrendszer kialakítani, amely lehetővé teszi a hosszú távú válságkezelést.

A külső tényezők közül az egyik leglényegesebb az Európai Unión belüli folyó fizetési mérlegtöbbletek és hiányok kérdése. A görög gazdaság dinamizálásához és az adósságszolgálathoz elengedhetetlen a kivitel bővítése. Ennek feltétele az, hogy a folyó fizetési mérlegtöbblettel rendelkező EU-tagállamok, közülük is elsősorban Németország, a fogyasztás ösztönzésével és/vagy a kivitel harmadik országokba terelésével mérsékelje az Európai Unión belüli folyó fizetési mérlegtöbbletet.

A válságkezeléssel kapcsolatban nem hagyható figyelmen kívül, hogy az Európai Unió és az IMF által folyósított hitelek, illetve a görög államadósságra adott hitelgaranciák javíthatják ugyan az államháztartás likviditását és finanszírozási feltételeit, de önmagukban nem emelik a gazdaság versenyképességét.

A tagállamok közötti szolidaritás intézményesítésének kezdeteként is felfogható a 2010-ben egyelőre három éves hatállyal létrehozott európai pénzügyi stabilitási eszköz. A mechanizmus gyengesége, hogy időben ugyan kitolja a szuverén adósságproblémát, de nem oldja meg. Nagy adósságot még nagyobb adóssággal kíván orvosolni. A konstrukció szerkezeti problémái és kockázatai akkor mutatkoznak meg, ha nagyobb ország kiségitése kerül napirendre. A mechanizmus belső ellentmondása, hogy pénzügyi szempontból nehéz helyzetben lévő országok egy csoportjának kell hasonló helyzetben lévő országokat kiségiteni. Jelenleg tárgyalások folynak az EU-ban az eszköz intézményesítéséről.

A globalizáció, illetve az európai integráció mélyülése nyomán a görög válság nem kezelhető önmagában, a lehetséges tovagyrúzó hatásokra való tekintet nélkül, amelyek más, a göröghöz hasonló belső és külső egyensúlyhiányokkal küszködő országokra terjedhetnek át, illetve a Gazdasági és Monetáris Unió hitelességét, illetve hosszabb távú jövőjét érintik. A görög államadósság-válság megoldásához a keretfeltételek javítása révén az EU-nak is hozzá kell járulnia a maga sajátos eszközeivel (a folyó fizetési mérlegtöbblettel rendelkező országok belföldi keresletének ösztönzésével stb.).

A várható költségek és hasznok megbecsléséből és elemzéséből az EU vezetése azt a következtetést vonta le, hogy egyrészt szükség van az alapszerződés ki nem segítségi klauzulájának rugalmasabb értelmezésére, illetve hosszabb távon módosítására, összességében újfajta, nemzetközi együttműködésen, azaz az IMF szerepvállalásán alapuló válságkezelési mechanizmus létrehozására a GMU-ban, illetve tágabb értelemben az EU-ban, megfelelő forrásfedezettel. Másrészt mivel az eddigi görög konszolidációs intézkedések és az európai uniós támogatások nem garantálják a válságkezelés sikerét, célszerű felkészülni az államadósság rendezett átütemezését, illetve átstrukturálását lehetővé tevő intézmények és mechanizmusok kialakítására. Ennek egyelőre legfeljebb a körvonalai látszanak.

Hivatkozások

¹ CDS: credit default swap, hitelbedőlés, jelen esetben az állam fizetéseképtelensége elleni biztosítás állampapírookra.

² Satyajit Das: Greek window dressing puts derivatives' role on full display. Financial Times, 2010. február 18., 26. oldal.

³ Kenneth Rogoff: Europe finds that the old rules still apply. Financial Times, 2010. május 6., 11. oldal.

⁴ Edward Chancellor: Greece a bad omen for others in debt. Financial Times, FM melléklet, 2010. május 3., 28. oldal.

⁵ Michael Massourakis: Privatisations offer Greece the best way to avoid a bail-out. Financial Times, 2010. február 12., 24. oldal.

⁶ John Dizzard: Europe's ills and the policy tribe's placebo. Financial Times FM melléklet, 2010. április 5., 10. oldal.

⁷ David Gardner – Kerin Hope: A marathon spirit. Financial Times, 2010. július 30., 5. oldal.

⁸ Carmen Reinhard – Kenneth Rogoff: This time is different. Eight centuries of financial folly. Princeton University Press, Princeton and Oxford, 2009

⁹ Lee C. Buchheit – G. Mitu Gulati: How to restructure Greek debt. May 7 2010. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1603304