

Hogyan változik az államadósság, ha jön a következő válság?- és az jönni fog!/Görögország államadósságának várható alakulása egy következő válságidőszakban/

How does public debt change when the next crisis comes - and it will come!/The expected evolution of Greece's state debt in the next crisis period/

L. TÖRÖK

óraadó, Debreceni Egyetem, Műszaki Kar, Műszaki Menedzsment és Vállalkozási Tanszék, ügyvezető, Hajdúsági-FLOTT Kft., methodic@t-online.hu

Absztrakt: A közelmúltban jelentették be, hogy Görögország kiléphet az euró-övezeti állandó mentőalap segélyprogramjából, mivel sikeresen teljesítette az abban számára előírt feltételeket. A hitelezők és a hitelminősítők is egyetértettek abban, hogy a görög gazdaság jó növekedési pályára került. Ebből következően megvan annak esélye, hogy a GDP-hez mért jelenlegi 182,7 százalékos szuverén bruttó államadóssága 2030-ra 123,3 százalékra csökken. A szerző ezt a megállapítást megalapozatlanul optimistának tartja. Álláspontja szerint a görög adósságráta – a jelenlegi optimális gazdasági fundamentumok ellenére is – továbbra sem tűnik fenntarthatónak. Ő annak látja nagyobb valószínűségét, hogy már a közeljövőben újra szükség lesz a görög adósság egy részének elengedésére. Az adósság mérséklése egyben egy újabb rendezett államcsőd bekövetkezését fogja jelenteni. A tanulmány arra kíván rávilágítani, hogy mennyire sérülékeny és kockázatokkal terhelt a mostani görög államadósság finanszírozásának fenntarthatósága. Egy makroökonómiai modell segítségével bemutatja és igazolja azt, hogy egy, a korábbi subprime válság mértékét csak fele részben elérő következő krízis esetén hogyan változik a görög szuverén államadósság. Ha ez bekövetkezik, akkor 2023-ra az államadósság a nemzeti terméknek több, mint duplájára emelkedik és 2030-ra is csak körülbelül a jelenlegi, egyébként is kritikus mértékre csökken. Ebből az következik, hogy változatlanul fennmarad a görög államadósság finanszírozásának nagy kockázata.

Abstract: It has recently been announced that Greece may withdraw from the Euro-Zone permanent rescue fund's aid program because it has successfully met the conditions imposed on it. Creditors and credit qualifiers also agreed that the Greek economy was on a good growth path. That is why there is a chance that by 2030 the current sovereign gross debt of 182.7 per cent of GDP will fall to 123.3 per cent. The author finds this statement unfoundedly optimistic. He argues that the Greek debt ratio – despite the current optimum economic fundamentals – does not seem to be sustainable. He sees greater probability that in the near future it will again be necessary to release some of the Greek debt. Debt reduction will also mean a new orderly state bankruptcy. The study seeks to highlight how vulnerable and risked the sustainability of current Greek debt financing. Using a macroeconomic model, it shows

and justifies how the Greek sovereign debt changes in the case of a crisis that is only half the extent of the previous subprime crisis. If this happens, by 2023, the state debt will rise to more than double the national product, and by 2030 only to the present, otherwise critical, level. It follows that the high risk of financing Greek state debt remains unchanged.

Bevezetés

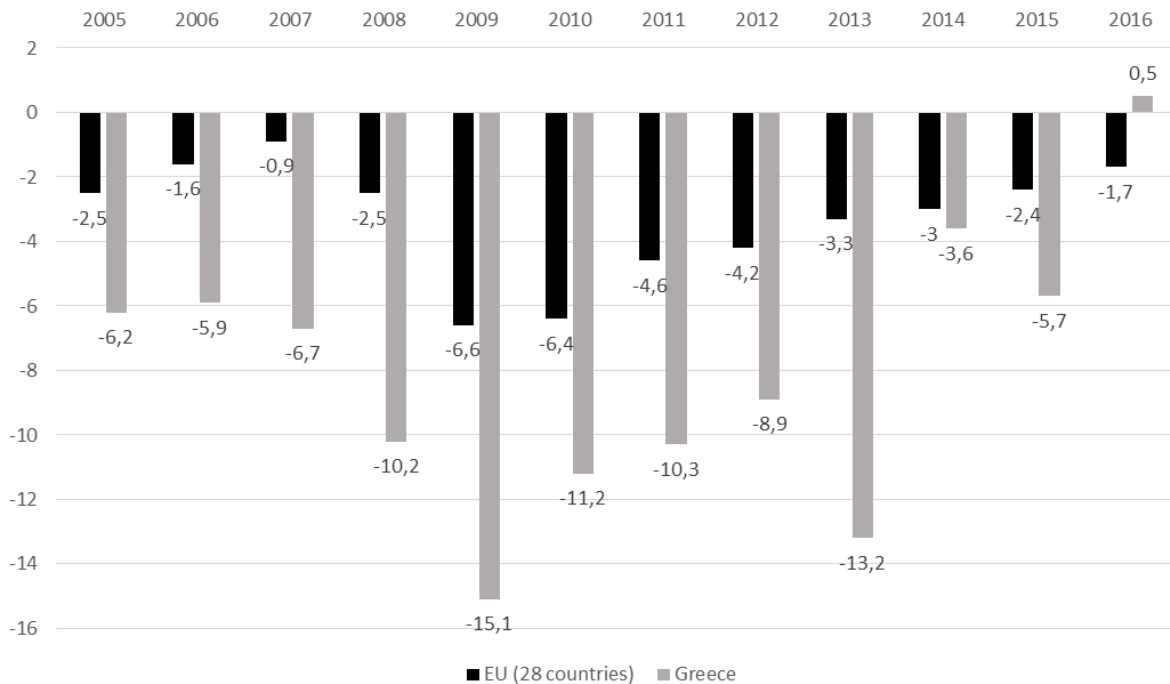
Görögország sikeresen befejezte az utolsó segélyprogramját, amiben 2015. augusztusban állapotodott meg a hitelezőkkel, hogy kikerüljön az adósságválságból – közölte az euró-övezeti állandó mentőalap [1]. Az ESM közleménye szerint Görögország hivatalosan pontot tett az ESM 3 éves segélyprogramjára, sikeresen kilépett belőle. A komment szerint ez a görög nép rendkívüli erőfeszítéseinek, és a jelenlegi görög kormánnyal folytatott jó együttműködésnek köszönhető. A sikerhez az európai partnerek hitelnyújtásban és adósságkönnyítésben megnyilvánuló támogatása is hozzájárult. Az ESM három év alatt 61,9 milliárd euró hitelt nyújtott Görögországnak makrogazdasági kiigazításokra és a bankok feltőkésítésére. Az euró-övezeti pénzügyminiszterek 2018 júniusában egyeztek meg arról a tervről, ami kiengedi Görögországot a 8 éven át tartó, megszorításokat követelő pénzügyi segélyprogramból. Görögország az utóbbi 8 évben 275 milliárd euró pénzügyi támogatást kapott nemzetközi hitelezőitől. Ezért cserébe szigorú költségvetési takarékoságot, megszorító intézkedéseket kellett végrehajtania. A nemzetközi hitelminősítők korábban egyszerre két fokozattal javították Görögország devizában fennálló szuverén adóssosztályzatát. A javítás ellenére az adóssosztályzat így is a befektetésre nem ajánlott szinten maradt. A hitelminősítő várakozása szerint a 2018-2030. közötti időszakban Görögország adósságszolgálat nélkül számított ún. elsődleges költségvetési többlete átlagosan a GDP 2,7 százaléka lesz. A hitelminősítő előrejelzése szerint idén és jövőre 2,3 százalékkal erősödik a görög gazdaság, számításai szerint 3,4 százalékos átlagos gazdasági növekedés mellett a görög államadósság a GDP 123,3 százaléka mérséklődik 2030-ra az idei 182,7 százalékról.

A görög szuverén államadósság kezelhetőségével már több tanulmányban foglalkoztam, ezekben mindig arra a következtetésre jutottam, hogy Görögország államadósságának finanszírozása jelentősen nehezebb lesz, mint amennyire azt a hivatalos kincstári optimizmus sugallja. Fenti, igencsak derűlátó hivatalos előrejelzés kínálta fel azt a lehetőséget, hogy megvizsgáljam, valóban ennyire bizakodóan lehet-e tekinteni a görög államadósság fent vázolt, szokatlanul drasztikus csökkentésére, azt a hamis látszatot keltve, hogy azt semmi nem veszélyezteti, a globális gazdaságban a legapróbb jelek sem utalnak arra, hogy 2030-ig bármi veszélyeztetné a görög államadósság ilyen mértékű mérséklődését. Holott a globális gazdaságban detektálhatóak arra utaló tünetek, melyek veszélyt jelentenek – nem kizárólag – a görög államadósság fent vázolt erőteljes csökkenésére.

1. Görögország államadósságának kialakulásáról és annak következményeiről

Görögország az Európai Unió gazdaságilag – és mindinkább politikailag is – változatlanul leggyengébb láncszeme. Ez leginkább államadósságának mértéke és főleg annak kezelhetetlensége okán fenyegeti az Unió jövőjét, veszélyezteti a Gazdasági és Monetáris Unió egészét. Az ország Európai Unióba történő

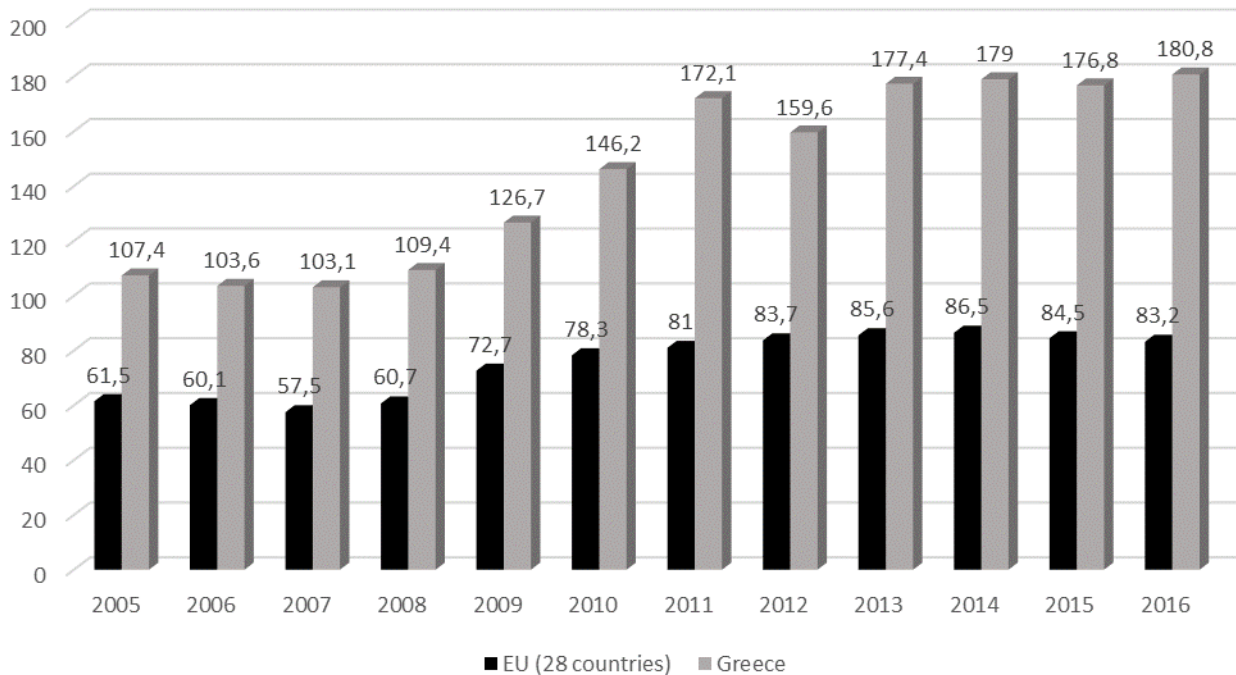
2001. évi belépése óta küszködik strukturális problémákkal. Ebből következően több, mint másfél évtizede az ország és fő hitelezői az Európai Bizottság, az Európai Központi Bank és a Nemzetközi Valutaalap, valamint az egyéb nemzetközi hitelezők folyamatosan tesznek erőfeszítéseket az ország államadosságának mérséklésére. Ezt hitelek kedvezőbb kondíciójú cseréjével, esetenként (miként azt később látni fogjuk) részleges leírásával teszik meg. A következőkben röviden bemutatásra kerül, hogy milyen gazdasági folyamatok vezettek ahhoz, hogy az ország közel egy évtizede szinte folyamatosan a szuverén államadosság visszafizethetlenségének veszélye miatt államcsőd közeli állapotban van és ez a veszély – az eddig megtett strukturális reformok, részleges adósságleírások és átütemezések ellenére – még jó ideig fenn fog állni.



1. ábra: Görögország és az Európai Unió költségvetési hiányának alakulása (2005–2016).

Forrás [2] alapján, saját szerkesztés.

Az ábráról jól látható, hogy a görög állam költségvetési hiányának (general government deficit) aránya a vizsgált 2005-2016. közötti intervallumban jelentősen meghaladta az uniós átlagot. Ez önmagában nem feltétlenül jelezne kezelhetetlen államadosság problémát. Az azonban már igen, hogy az idősor-elemzés elvégzésével az válik láthatóvá, hogy míg az Unió átlagos költségvetési hiányának növekedési átlaga 3,31%/év, addig Görögorszáé 8,04%/év, tehát közel háromszorosa annak. Arról, hogy milyen gazdasági és társadalmi folyamatok vezettek ahhoz, hogy 2016. év végén a görög szuverén államadosság elérje az ország GDP-jének 180,8 százalékát, több elemzés is készült. Itt és most csak röviden [3] tanulmányában leírt összegzést idézem, mely szerint összességében a válság előtti Görögország jellemzője, hogy az állam legitimitását nem a hatékony kormányzásra, hanem a munkahelyek biztosítására, populistá osztogatásra és a fogyasztás növelésére alapozta. Ez nagyon kedvezőtlen üzleti környezetet teremtett a magánszektor számára, amit valamennyire ellensúlyozott az adók beszedésének lazasága. Mindezek eredőjeként Görögország államadossága erőteljesen növekedett, melyet a 2. ábra szemléltet.



2. ábra: Görögország és az EU GDP-hez mért bruttó államadósságának alakulása (2005–2016).

Forrás [4] alapján, saját szerkesztés.

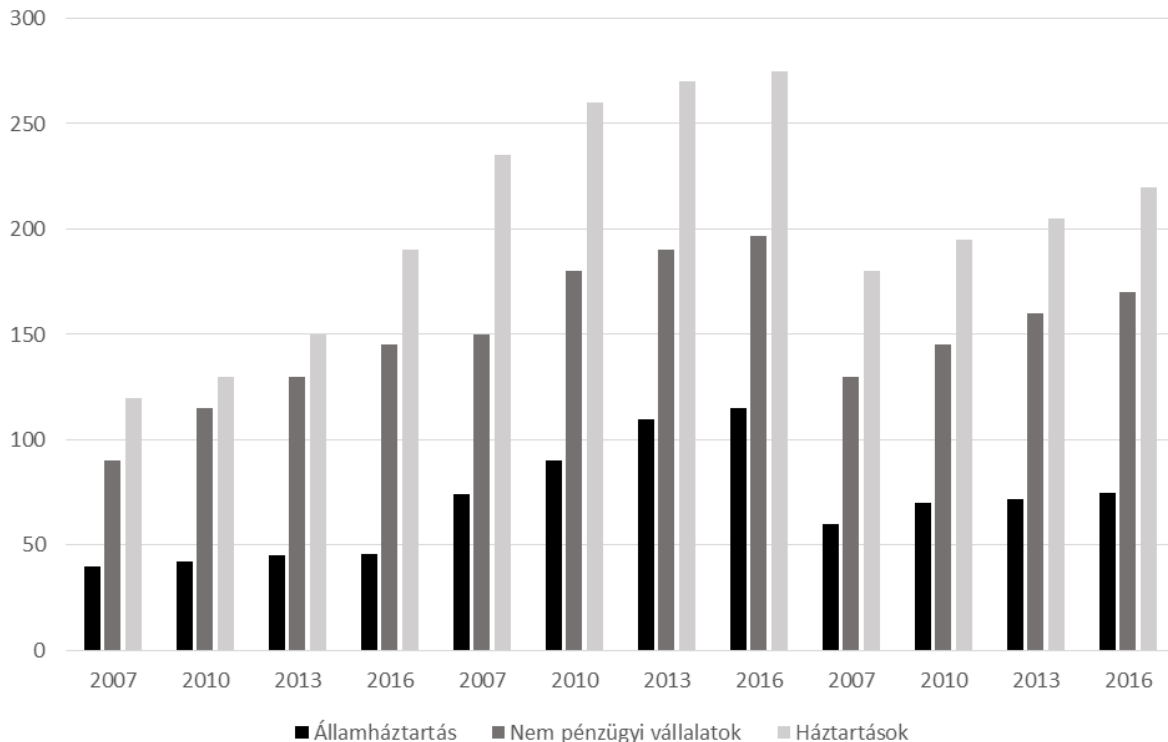
Az ábráról is jól látható és az idősor adatainak statisztikai átlagából számított 145,2 százalékos érték közel kétszerese az Unió 74,6%-os átlagos értékének, ami azt jelenti, hogy Görögország GDP-hez mért átlagos bruttó államadósságának (average general government gross debt) értéke csaknem duplája az Európai Unió hasonló mutatójának. Ennél az értéknél is kritikusabb az, hogy míg az Unió bruttó államadósság-növekedési dinamikája a vizsgált időszakban 1,81 %/év, addig Görögország vonatkozásában 6,12 százalék, tehát a növekedés sebessége több, mint háromszorosa annak, ami így előrevetíti a finanszírozás hosszú távú fenntarthatatlanságának veszélyét.

Görögországban 2012-ben bekövetkezett az ún. rendezett államcsőd eseménye. Az államoknak nyújtott hitelekre gyakran gondolunk biztonságos befektetésként, lehetetlen vagy legalábbis valószerűtlen kimenetelként kezelve az államcsőd lehetőségét. Pedig államcsödek azóta vannak, amióta szuverén államok hitelt vesznek fel, és még csak nem is ritka eseményekről van szó [5]. Ez az ún. rendezett államcsőd megtörtént 2012-ben Görögországban is. Ennek keretén belül a görög kormány megállapodásra jutott a magánbefektetőkkel az adósság-elengedés általános feltételeiről, ami az összes magánszektorbeli kötvénytulajdonosra vonatkozott. A megállapodásból kiderül, hogy a magánszektor képviselői a görög állampapírok névértékére vonatkozó követelésük 53,5%-át leírták (53,5% körüli veszteséget, azaz hair cutot szenvednek el), ez nagyobb veszteség a korábban tervezettnél, és a nettó jelenérték tekintetében több mint 70 százalékos veszteséget jelent. Még ezt megelőzően a görögök finanszírozási problémái már két évvel korábban elkezdődtek. Az EU és az IMF 2010. májusában döntött úgy, hogy 110 milliárd eurós mentőcsomagot nyújt Görögországnak hároméves időtartamra. A csomagból 80 milliárd eurót fizettek az euró övezet tagállamai, 30 milliárdot pedig az IMF biztosított készenléti hitel-megállapodás keretében. A csomag feltételeként költségvetési konszolidációt (2014-re a hiány 3 százalék alá csökkentését), illetve szerkezeti

reformokat írtak elő. A válság miatt azonban Görögország 2011-ben nem tudott visszatérni a nemzetközi tőkepiacokra. Pénzpiaci hozzáférés hiányában egy újabb mentőcsomag vált szükségessé, amelyet 2012. márciusában véglegesítettek. Ennek feltételei azt célozták, hogy 2014-re 4,5 százalékos elsődleges többlettel zárjon a görög költségvetés, illetve 2020-ra 120 százalékra csökkenjen az adósságállomány. Az EU 2012. novemberében további megszorítások fejében hajlandónak mutatkozott a feltételek könnyítésére, és eltolta a hiány 3 százalék alá történő teljesítését 2016-ig. A hitelkamatok csökkentése, illetve a lejárat meghosszabbítása szintén könnyítésnek tekinthető, amely felért egy új 40 milliárd eurós csomaggal. Az EKB 42 milliárd euró értékben vett görög állampapírt, amelyek névértéke 60 milliárd euró volt, a vételi ár és a névérték közötti különbséget elengedték Görögországnak. Végül az európai hitelezők 2015-ben állapodtak meg Görögországgal a harmadik, 86 Mrd eurós összegű mentőcsomag részleteiben. Mindezek ellenére a görög bruttó államadósság érdemben nem volt képes csökkenni, összege 2016-ban meghaladta a 315 Mrd eurót, aránya az éves GDP-hez a 180,8 százalékot. Röviden így lehet összefoglalni azt az elmúlt nyolc évet, ami a görög válságkezelést jellemezte. A segélyprogramból való görög kilépés tehát egy sikertörténetet mutatnak. A görög állam fizetőképessége ebben az időszakban fennmaradt. Azonban 2060-ig vissza kell fizetnie a görög államnak a felvett hiteleket, ebben az időszakban nem lehet független a görög pénzügy politika. A törlesztés azonban jelentős kockázatokkal lesz terhelve. Véleményem szerint a legnagyobb veszélyt a törlesztő részletek fizetésére egy közeljövőben bekövetkező általános világgazdasági válság jelentheti, aminek bekövetkezése egyre valószínűbb.

2. Válságra utaló jelek, a válság hatásai és főbb dimenziói

Ennek a tanulmánynak a megírásakor ugyan nincsenek konkrét jelek arra, hogy újabb gazdasági válság közelegne. Éppen ellenkezőleg, az alacsony kamatok és mérsékelt volatilitás miatt rövidtávon még lehet optimistán tekinteni a gazdaságra, azonban a mostani növekedési ciklus előbb-utóbb véget kell, hogy érjen. A jelenlegi gazdasági növekedés egyik jellemzője a globális adósságállomány emelkedése, azonban ez tovább növeli egy általános válság bekövetkezésének kockázatait a világgazdaságban. Álláspontom szerint ez jelenti talán a legnagyobb veszélyt a jelenlegi, töretlennek tűnő gazdasági növekedésre. Az alábbi ábra szemlélteti a jövedelem tulajdonosok egyre növekvő eladósodottságát.



3. ábra: Globális eladósodottság alakulása a GDP százalékában (2007–2016).

Forrás [6] alapján, saját szerkesztés.

Vannak tehát figyelmeztető jelek arra vonatkozóan, hogy a világgazdaságban kialakulhatnak olyan folyamatok, melyekből kifejlődhet egy újabb válság. Az egyik kockázati tényezőt a világgazdaságban a vállalati tőkeáttétel túl magas szintje jelenti. A másikat pedig az, hogy a gyorsuló hitelezés és a megnövekedett állami kiadások a jövőben potenciálisan fenntarthatatlan állami és magánadósságot eredményezhet több nemzetgazdaságban. A következő gazdasági lassulást, esetleg válságot tehát – eltérően a korábitól - a bankszektoron kívüli kockázatok okozhatják. Kiemelkedő kockázati tényezők jelenleg a túlzottan magas gazdasági egyenlőtlenség, az alacsony termelékenység-növekedés, a népesség előregedése, valamint a fejlett gazdaságokat jelentősen megterhelő migrációs válság. Ezek a kockázati tényezők lassítják a globális gazdaságban a potenciális növekedést, a kevésbé fejlett államok konvergenciáját, megnehezítik a jövedelmek és az életszínvonal tartós emelkedését. Egy közelesen bekövetkező válság jeleire utal (-hat) nak a fogyasztói és üzleti bizalmi indexek magas értékei is (például UCS és ISM), ezek számottevően már nem növekedhetnek, ami arra utal, hogy az ezekben bekövetkező csökkenés kezdete lehet egy következő válságnak.

Nem célja a tanulmánynak, annak részletes bemutatása, hogy milyen következményei vannak/lehetnek egy általános gazdasági válságnak (lásd erről bővebben [7]). A tanulmány tárgyának szempontjából itt most csak azt emelem ki, hogy a válság mindenütt a GDP és a beruházások visszaesésével, valamint a folyó államháztartási hiány és az államadósság megnövekedésével jár. A reálgazdasági visszaesés pedig a munkanélküliség növekedését és a reálkamatok emelkedését vonja maga után. A tanulmányban bemutatásra kerülő elemzési modellben ezeknek a tényezőknek lesz jelentősége.

3. A görög államadósság-kimenetek számításának makroökonómiai kerete és módszertana

Elemzésemben egy olyan modelltől indulok ki, amely alkalmas a legfontosabb adósságdinamikai összefüggések bemutatására (a makroökonómiai módszer alkalmazásáról lásd részletesebben: [8]). Ezt követően a kezdeti feltételek fokozatos, megalapozott módosításával bővíttem a modellt annak érdekében, hogy minél jobban használható legyen a görög államadósság-helyzet jövőbeni alakulásának értelmezésére. A modell az adósságráta változásának szétbontásán alapszik, és a három magyarázó változó összefüggésének segítségével mutatja be az államadósság változására ható tényezők hatását, dinamikáját. Ahhoz, hogy az államadósság jövőbeni várható kimeneti értékeit prognosztizálni tudjam, szükség volt egy olyan makroökonómiai keretre, melyre támaszkodni lehet az előrejelzések során, illetve amellyel szcenárió-elemzéseket lehet készíteni. A makroökonómiai előrejelző modell kiválasztásánál és alkalmazásánál két fő szempont érvényesülését tartottam relevánsnak: az alkalmazható modell jól illeszkedjen a bemeneti (input) adatokra, ezáltal megfelelő előrejelzési képességgel rendelkezzen; valamint az elméleti összefüggések is visszaköszöjenek felépítésében. Az előzőekben megfogalmazott kritériumoknak eleget tesz, ezért a szimuláció ökonometriai fundamentumát a következő egyenlet biztosítja:

$$b_t = [(1 + r_{t-1})/(1+g_t)] b_{t-1} - pb_t \quad (1)$$

Ebben az egyenletben b és pb sorrendben a GDP-arányos államadósságot, illetve a költségvetés elsődleges egyenlegét jelöli, r a reálkamatot, g pedig a gazdasági növekedést [9].

3.1. A modell magyarázó változóinak definiálása

Az adósságdinamika alapegyenlete szerint a GDP-arányos szuverén bruttó államadósság alapvetően három tényező alakulásától függ, ezt az összefüggést definiálja [10]:

1. Költségvetés (államháztartás) elsődleges, kamatkiadások nélkül számított egyenlege: a kisebb elsődleges hiány (nagyobb többlet) realizálása segít a meglévő adósság csökkentésében. Erre a változóra alapvetően a kormányzati egyenlegrontó (-javító) intézkedések hathatnak pozitív vagy negatív módon.

2. Reálkamatláb (nominális kamat – várható infláció): az államadósság magas állománya és viszonylag lassú átárazódása miatt a reálkamatok esetleges csökkenése csak fokozatosan fejtheti ki jótékony hatását az adósságráta mérséklődésére, emelkedése viszont éppen az ellenkező hatást váltja ki, azaz a bruttó államadósság növekedéséhez járul hozzá.

3. Gazdasági növekedés üteme: a GDP változása az előző évihez képest. Azért kell ezt figyelembe venni a számításnál, mert nem az adósságállomány abszolút nagyságának, hanem a GDP-hez mért arányának van közgazdasági jelentősége a [11] szerint.

4. A fentiekén túlmenően egyéb tényezők is hatnak az adósságrátára; ilyen például a privatizáció, az abból származó állami bevétel, ami államadósság törlesztésére – is – fordítható. Habár Görögország jelentős nagyságú privatizációs programot tervez a közeljövőben végrehajtani [12] alapvetően a 2010-

es évek elején már megtervezett, de akkor tulajdonképpen kudarcba fulladt program után újra. Ennek hatását az államadóságra vonatkozóan a számítások során nem fogom figyelembe venni, arra tekintettel, hogy végrehajtása ugyan annyira bizonytalan, mint volt korábban (a görög privatizációs tervről részletesebben lásd részletesebben: [13]).

Az előző részben definiált magyarázó változók és a közöttük lévő összefüggések felhasználásával, az adatok megadott módon való összekapcsolásával készülnek el Görögország GDP-arányos államadóságának várható évenkénti értékei 2030-ig egy feltételezett mérsékelt általános válság körülményei között.

3.2. A modell magyarázó változóinak érték megválasztása

Az előző fejezetben ismertetett magyarázó változók és a közöttük megnyilvánuló összefüggés előre jelzi, hogy az államadóság-kimenetek (outputok) eredményei a változók bemeneti (input) értékeinek függvényei. Mivel végeredményében a várható államadóság-ráta értékeket fogják számszerűsíteni, ezért releváns azok megalapozott kiválasztása. A vizsgálat időbeli kiterjesztésére a 2018–2030. közötti 13 éves időintervallumot választottam (2018-at nem válságévnek tekintve). A szimulációhoz választott bemeneti paramétereinek értékeiben tulajdonképpen az tükröződik vissza, hogy ha feltételezünk egyfajta jövőképet a belső és külső gazdasági körülményekről, akkor a választott értékek alapján mire lehet számítani az államadóság alakulásában. Ez tehát azt jelenti, hogy a görög gazdaság 2017. évi állapotából kiindulva az hogyan alkalmazkodik ehhez a feltételezett makro környezethez. Az extrapoláció kivitelezéséhez és a használható eredmények nyereséhez legfontosabb teendő tehát a magyarázó változók inputjainak a közeljövőben várható értékeinek kiválasztása.

Mint az már a bevezetőből kiderült, számolni fogok egy általános válság közeljövőben bekövetkező kitörésével, ami álláspontom szerint veszélyeztetni – sőt, ellehetetleníteni - fogja a görög államadóság bevezetőben ismertetett, az IMF által optimistán csökkenő pályára álló görög államadóság alakulását. Mi jellemezheti, milyen értékeket vehetnek fel a bemeneti változók egy esetlegesen bekövetkező válság következtében? Erre a kérdésre a következő alfejezetekben kísérlek meg választ adni. Az értékek megválasztásánál abból a feltételezésből indulok ki, hogy a válság hatása fele lesz a legutóbbi, úgynevezett subprime válságnak (erről lásd [14] és [15]) mélységében (melyet a GDP visszaeséssel azonosítok) és időbeli elhúzódságában egyaránt. A válság kezdő időpontjának (a korábban ismertetett válságjelekre tekintettel) 2019-t választottam, a kilábalás időszakának pedig a 2020–2023. közötti időszakot. 2024-el kezdődően – feltételezésem szerint - a görög gazdaság rááll egy szerény, de egyenletesen emelkedő gazdasági növekedésre. A számítások elvégzéséhez szükséges induló 2017. és 2018. évi bázis adatok az IMF tény- és várható adatai alapján lettek figyelembe véve.

3.2.1. A költségvetés elsődleges egyenlegének jövőbeli értékei

A közgazdasági szakma abban egyetért, hogy a deficit éppen megfelelő mértéke részben a gazdaság aktuális állapotának függvénye. Egy gyengélkedő gazdaság nagyobb hiányt vonhat maga után, ami emellett a gazdasági visszaesés mértékétől is függ [16]. Ennek az állításnak a figyelembevételével a kamatbevételek és -kiadások egyenlege nélkül számított költségvetési (az úgynevezett elsődleges) egyenleg értékeire három különböző változatot választottam. Alapesetben ennek mértéke 3,0 százalék

2018-ra. A feltételezett 2019-es válság évében ezt én a korábbi recessziós időszakban mért „legjobb” év (2014) – 3,6 százalékos értékén fogom figyelembe venni. Ezután egy mérsékelten optimista változatot számszerűsítettem, amely szerint az egyenleg a 2020 -2023 közötti recessziós időszak éveiben rendre -2,6; -1,6; -0,6; és végül 0,4 százalékos szufficitet mutat, majd ezt követően 2024 – 2030 között évente 0,3 százalékkal növekedve 2030- ra 2,6 százalékon zár az éves GDP-hez viszonyítva.

3.2.2. A reálkamat előrejelzése

Tekintettel arra, hogy a reálkamat számításának több verziója is ismeretes, releváns annak rögzítése, hogy ennek kvantifikálása a (nominális kamat mínusz várható infláció) képlettel történik [17], ahol a nominális kamat az egyéves diszkontkincstárjegy-kamatláb átlagával egyezik meg. A reálkamat gazdaság szabályozó szerepe és jelentősége nem elhanyagolható, annak adott nemzetgazdaságban megjelenő mértéke döntően járul hozzá a nemzetközi tőke globális áramlásához, ugyanis magas értéke mellett a pénztőke oda fog áramlani, ahol a reálkamat a legmagasabb és/vagy a legbiztonságosabb az államkötvénybe történő befektetés. Ezt a tényt szignifikánsan igazolta a görög helyett a német államkötvényekbe történt befektetések alakulása a görög válság legdrámaibb időszakában [18]. A nemzetközi tőkeáramlást alapvetően a hazai és a belföldi reálkamatok közötti különbség mozgatja [19], erre tekintettel, figyelemmel kell lenni az extrapolációs számítások során arra, hogy a válság időszakában a görög állampapírok hozamának jelentősen az infláció felett kell majd lenniük. A reálkamat várható mértékeit három alternatívában számszerűsítettem. 2018-ra még 1,4 százalék körül várható ennek értéke, majd a 2019-re prognosztizált válság évében ezt 2,9 százalékon számszerűsíttem (ez az érték a subprime válság 2009. évi 5,8 százalékos mérték felének felel meg [20]). Álláspontom szerint ennek mértéke 2019 -2023. között érdemben nem fog tudni csökkenni, mivel a görög államadósság magas összege és aránya ismét nagy kockázatúvá fogja tenni az adósságot finanszírozó állampapírok kamatát, mindössze egy évenként 0,2 százalék mérséklődéssel kalkulálok. 2024-el kezdődően egy kedvezőbb pályára állhat az államadósság finanszírozása, ami a reálkamatok további csökkenését vonja maga után, így azt egy folyamatosan csökkenő trendben évenként 0,3 százalékkal mérséklődve a vizsgált időszak végére (2030) újra visszatér az euró zónában jelenleg tapasztalt 0 százalékra.

3.3.3. A gazdasági növekedés prognosztizálása

A gazdasági növekedés mértékének meghatározásában több tényező (beruházási ráta, népesség természetes szaporulata és a munka-kiegészítő technikai haladás rátája) játszik szerepet [8]. Görögország esetében egy 2019- ben esetlegesen bekövetkező gazdasági válság évében a GDP visszaesés mértékét az előző válság 2009. évi kirobbanásának évében mért 4,3 százalékos érték felében [21], azaz 2,15 százalékos szinten veszem figyelembe. Gazdasági növekedés átlaga az euró zóna (EA-19) országaiban 2009 – 2016 között, tehát a pénzügyi válságból történő kilábalás időszakának nyolc évében átlagosan mindössze 0,4 százalék volt [22]. Mint azt korábban jeleztem, a modellszámítás során a korábbi válságidőszak adatainak felével számolok. Ezért tehát négy évvel és ebben az időintervallumban mutatkozó 0,4 százalékos emelkedés felével, azaz átlagosan 0,2 százalékos gazdasági növekedéssel kalkulálok a 2020–2023. közötti időszakban a görög gazdaság

növekedésének vonatkozásában. Ezt követően 2024-től 2,0 – 3,2 százalék közötti (évenként 0,2 százalékkal növekvő) GDP emelkedéssel számolok.

4. A modellszámítás eredményei a várható görög államadósság értékeire

A modellszámítások bemeneti (input) paramétereit az előzőek alapján, valamint az adósságdinamika alapegyenlete alkalmazásával nyert számszaki eredményeket az alábbi táblázat tartalmazza:

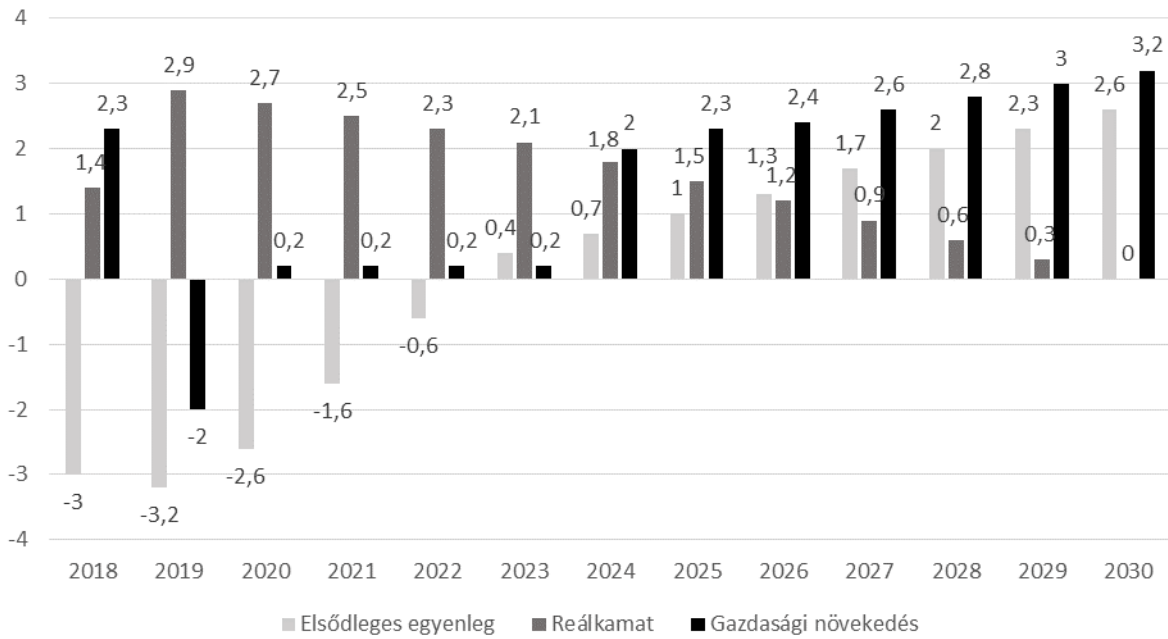
Év	Magyarázó változók input értékei (GDP százalékában)			Államadósság (GDP százalékában)
	pb	r	g	
2018	3,0	1,4	2,3	174,2
2019	-3,6	2,9	-2,15	184,3
2020	-2,6	2,7	0,2	191,9
2021	-1,6	2,5	0,2	198,0
2022	-0,6	2,3	0,2	203,2
2023	0,4	2,1	0,2	207,1
2024	0,7	1,8	2,0	206,6
2025	1,0	1,5	2,2	204,8
2026	1,3	1,2	2,4	201,7
2027	1,7	0,9	2,6	197,3
2028	2,0	0,6	2,8	191,7
2029	2,3	0,3	3,0	185,0
2030	2,6	0,0	3,2	177,3

Magyarázat: Az államadósság bázisértéke a 2017. évi 178 Mrd eurós GDP 178,6 %-a, ahol: pb=államháztartás elsődleges egyenlege, r= reálkamat, g=gazdasági növekedés

1. táblázat: GDP-arányos görög államadósság-kimenetek ex ante értékei (2018–2030).

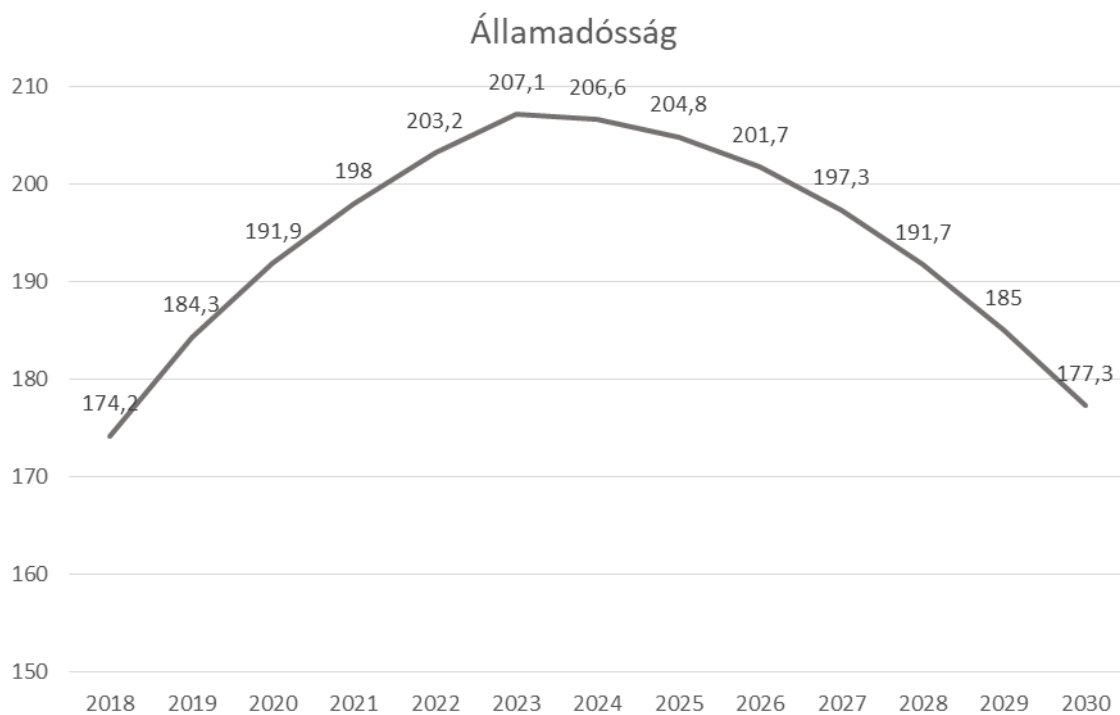
Forrás: saját számítás.

A 4. és 5. ábra jeleníti meg a számításhoz alkalmazott outputok értékeit és a végeredményt.



4. ábra: A görög államadósságot meghatározó változók értékei a GDP százalékában (2018–2030).

Forrás: saját számítás.



5. ábra: Görögország államadósságának várható alakulása a GDP százalékában (2018–2030).

Forrás: saját számítás.

5. Következtetések

A téma tanulmányozása és a makroökonómiai keretben elvégzett extrapolációs számítások eredményei alapján az alábbi következtetések adódnak:

A 2018-ra várható pozitív globális környezet (likviditásbőség, alacsony kamatok, gazdasági növekedés stb.) és a jó görög gazdasági fundamentumok (az államháztartás magas pozitív elsődleges egyenlege, az infláció és az államadósságot finanszírozó kincstárjegyek kamatának relatíve alacsony különbsége, valamint az erőteljes gazdasági növekedés) együttes eredőjeként az év végére 4,4 százalékos csökkenés várható a bruttó államadósság mértékében. A 2019-re számításba vett következő válság (melyet mértékében és időbeli elhúzóadásában az ezt megelőző subprime krízis felében számszerűsítettem) miatt a GDP csökkenése várható. Emiatt azonban vissza fognak esni az államháztartás bevételei. Viszont a költségvetési kiadások rugalmatlanok (nyugdíjak, egészségügyi ellátások stb.), így azok a megelőző időszak kiadási szintje közelében fognak realizálódni. Ezek eredőjeként a görög államháztartás elsődleges egyenlegében drasztikus romlás valószínű, az előző év szufficitjével szemben jelentős deficit várható. A hiányt azonban hitelekkel kell finanszíroznia az államnak, és annak érdekében, hogy a görög kormány hiteleket tudjon felvenni, azok kamatait jelentősen a görög infláció felett kell meghatároznia. Ez azonban a reálkamatot ugrásszerű emelkedéséhez fog vezetni, ami így jelentősen megdrágítja a finanszírozást. Mindezek eredőjeként a vizsgált év végére az államadósság több, mint tíz százalékkal emelkedni fog a megelőző év adatához képest. Ezt követően is fennmarad a bruttó államadósság folyamatos, de nem egyenletes növekedése egészen 2023-ig, amikor is az a GDP 207,1 százalékán fog tetőzni. A 2024-től számszerűsített erőteljes gazdasági növekedés pozitív fordulatot hoz magával. Az államháztartás elsődleges egyenlege stabilan pozitívvá válik, még határozottabb lesz a reálkamat csökkenése, mindezek eredményeként megindul az államadósság csökkenése. A mérséklődés egyre dinamikusabbá válik, és a vizsgált időszak végére a görög bruttó államadósság visszatér közel arra az értékre, ahol 2017-ben állt (a GDP 178,6 százaléka helyett 177,3 százalékra).

Jelen tanulmány arra is rávilágít, hogy a görög államadósság hitelezői újra számításba, kell, vegyék Görögország ún. rendezett államcsődjének bekövetkezését. Amint arra már az első részben utaltam, 2012-ben már bekövetkezett az államcsőd Görögországban, (ilyen formában ez nem kapott nagy publicitást, talán csak a szakmai közönséghez jutott így el) mivel így szokás nevezni azt a közgazdasági terminológiát, ha egy szuverén állam valamely hiteltípusú kötelezettségével kapcsolatos fizetési kötelezettségének nem vagy nem az eredeti feltételekkel tesz eleget, és a hitelezőnek ebből kára származik. A rendezett államcsőd újabb eljövételére nagy valószínűséggel lehet számítani tehát a görög államadósság előzőekben vázolt alakulására tekintettel. Releváns lesz ebben a folyamatban, annak végeredményeként születendő megállapodásban, hogy a hitelezők önként mondanak majd le követelésük egy jelentős részéről, ettől tekinthetjük majd rendezettnek a görög államcsődöt. Joggal merül fel a kérdés, hogy a hitelezők miért fogadnak el rájuk nézve súlyos veszteséggel járó (ma még nem ismert) feltételeket. Ennek magyarázata az, hogy nem lesz más választásuk, ugyanis az államnak, mint szuverén adósnak nyújtott hitelek esetében nincsenek jól definiált jogi következményei egy esetleges törlesztési mulasztásnak vagy elmaradásnak, ezért a bíróság általi kikényszerítésnek vagy

vagyonelkobzásnak sincsenek meg sem a jogi, sem az intézményi feltételei. Tulajdonképpen az egyetlen alternatív megoldás lenne az adós országok eszközeinek önkényes lefoglalása, ami példa nélküli lenne a modern kori gazdaságtörténetben. Másik választási lehetőség lenne az államadósságot finanszírozó hitelek vonatkozásában a görögöknek egy ún. nevezett rendezetlen államcsődbe való menekülés, ami viszont – álláspontom szerint - az euró zóna (és valószínűleg az Unió) széteséséhez vezetne. A tanulmányban foglaltakból következően az a veszély továbbra is fennáll, hogy a lejáró államkötvényeket az eredeti feltételekkel a görög kormány nem lesz képes visszafizetni a jövőben, mert ehhez nem lesz kellő likviditása. Véleményem szerint tehát – az euró zóna széthullását elkerülendő – nagyobb realitása Görögország vonatkozásában továbbra is a rendezett államcsőd (-ök) megismétlődésének van a közeljövőben.

Hivatkozások:

- [1] ESM (2018) *Greece emerges from crisis – Three programmes restore growth, confidence.* <https://www.esm.europa.eu/assistance/greece>, letöltve: 2018-07-21
- [2] Eurostat (2017a) *General government deficit.* <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=teina20>, letöltve: 2018-08-12
- [3] D. Györffy (2014) *Válság és válságkezelés Görögországban, A puha költségvetési korlát szerepe a gazdasági összeomlásban.* Közgazdasági Szemle, LXI. évf., 2014. január, 27–52.
- [4] Eurostat (2017b) *General government gross debt.* <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsdde410&plugin=1>, letöltve: 2018-08-12
- [5] Á. Vidovics-Dancs (2014) *Az államcsőd költségei régen és ma.* Közgazdasági Szemle, LXI. évf., 2014. március, 262–278.
- [6] MNB (2018) *Változatlan célok egy változó világban.* http://www.mkt.hu/wp-content/uploads/2018/05/Virag_Barnabas_eloadas.pdf, letöltve: 2018-09-06
- [7] M. Szanyi (2009) *A globális válság eredete, fő dimenziói és egyéb jellemzői.* In: *A globális válság: hatások, gazdaságpolitikai válaszok és kilátások*, MTA, Budapest, 8-27.
- [8] L. Török (2012) *A magyar államadósság lehetőségei és lehetetlenségei.* *Competitio*, 26-43.
- [9] A. Balatoni – Cs. Tóth G. (2011) *Fenntartható makrogazdaság és államadósság-kezelés.* Nemzeti Fenntartható Fejlődési Tanács, Budapest,
- [10] I. Dedák (1998) *Államadósság és gazdasági növekedés.* Közgazdasági Szemle, Vol. 45, No. 11:989–1003.
- [11] I. Bessenyei (2014) *Gazdasági növekedés és fenntarthatóság.* Nemzeti Fenntartható Fejlődési Tanács, Műhelytanulmányok – No. 20, Pécs,
- [12] European Commission (2017) *Financial assistance to Greece, Information on the stability support programme, its implementation and reviews in Greece.* <https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-financial-assistance/>, letöltve: 2018-07-14
- [13] L. Török (2018) *Görögország államadósság-válsága kezelésének jövőbeli jogi és közgazdasági akadályai: A privatizáció mennyiben lehet megoldás?* *Külgazdaság* 62 (1-2), 4-26.

- [14] C. M. Reinhart – K. S. Rogoff (2008) *Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison*, Working Paper. 13761
<http://www.nber.org/papers/w13761>, letöltve: 2018-08-29.
- [15] J. Király – M. Nagy – E. V. Szabó (2008) *Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei*. Közgazdasági Szemle, LV. évf., 2008. július–augusztus, 573–621.
- [16] J. E. Stiglitz (2010) *The dangers of deficit reduction*. <http://www.project-syndicate.org/commentary/thedangers-of-deficit-reduction>, letöltve: 2018-08-23
- [17] MNB (2012) *Monetáris politika Magyarországon*.
http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_egyebkiadvanyok_hu/monetaris-politika-magyarorszagon-2011/monetaris_politika_magyarorszagon_2012.pdf, letöltve: 2018-09-11
- [18] A. Artner (2015) *Görögország vergődése az átalakuló világban*. Eszmélet - 27. évf. 108. sz. (2015. tél)
- [19] I. Magas (2018) *A pénzügyi alkalmazkodás kis, nyitott gazdaságokban a „lehetetlen szentháromság” trilemma tükrében*. Hitelintézeti Szemle, 17. évf. 1. szám, 2018. március, 5–33.
- [20] Tradingeconomics (2018) *Greece - Real interest rate*.
<https://tradingeconomics.com/greece/real-interest-rate-percent-wb-data.html>, letöltve: 2018-09-11
- [21] KSH (2018) *A bruttó hazai termék (GDP) volumenének változása – ESA2010 (2000–)*(2/2)*.
http://www.ksh.hu/docs/hun/xstadat/xstadat_eves/i_int026b.html, letöltve: 2018-09-11
- [22] Eurostat (2017) *Real_GDP_growth_2006-2016*. [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Real_GDP_growth_2006-2016_\(%25_change_compared_with_the_previous_year;%25_per_annum\)_YB17.png](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Real_GDP_growth_2006-2016_(%25_change_compared_with_the_previous_year;%25_per_annum)_YB17.png), letöltve: 2018-08-02