

Makrogazdasági tendenciák: az olasz adósságválság

Az euróövezet jövőjére immár nem Görögország, hanem Olaszország jelentheti a legnagyobb fenyegetést adósságpályája, romló növekedési kilátásai és belpolitikai bizonytalansága miatt. Valószínűtlennek látszik, hogy Olaszország jelentős euróövezeti segítség – sőt valamilyen formában bekövetkező törlesztésképtelenné válás – nélkül túlélheti adósságválságát. Problémát jelent, hogy a hatalmas olasz államadósságra nem lehet a görögökéhez hasonló mentőcsomagot kialakítani, mivel ehhez túl nagy gazdaságról és túl sok pénzről van szó. A hatalmas Olaszország bedőlése sokkal nagyobb károkat okozna Európának és az eurónak is, mint a görög válság.

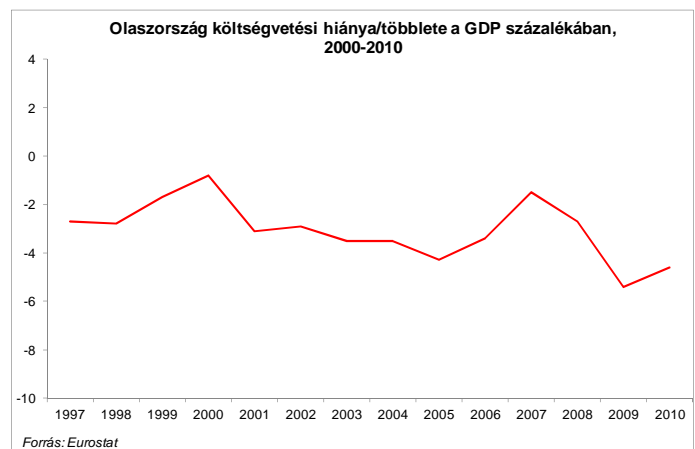
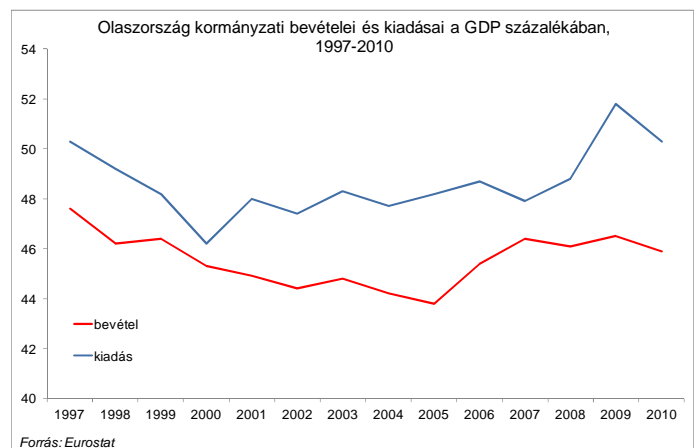
Az olasz állampapírhozámok a görög helyzet és a piaci bizalom drámai csökkenése miatt a veszélyzónába emelkedtek. Ez a miniszterelnök lemondásához és szakértői kormány megalakulásához vezetett. Az olasz helyzet felhívja a figyelmet arra, hogy több európai államban további jelentős költségvetési megszorítások véghezvitele szükséges, és a politikai instabilitás is egyre több országot érhet el.

Az előzmények

Az olasz gazdaságnak már évtizedek óta az egyik legnagyobb problémája az államadósság. Az erős olasz állami szektor lassan reagált az 1970-es évek gazdasági változásaira, az ország évről-évre egyre több adósságot halmozott fel, miközben a gyenge koalíciós kormányok csak halogatták a strukturális reformokat. A szakszervezeteknek adott engedmények, a déli területeknek juttatott támogatások folyamatosan növelték a kormányzati kiadásokat, így a kilencvenes évekre már 120 százalékot ért el a GDP-arányos államadósság. Mivel a magas államadósság súlyosan rontja az ország versenyképességét, az adósság csökkentése érdekében – többek közt az Unió ösztönzésére – többször is tett lépéseket a kormány, így az az évezred végétől a kétezres évek közepéig csökkenő tendenciát mutatott. 2004-re már 103 százalék közelébe sikerült leszorítani a GDP-arányos adósságot. A pozitív tendenciát a gazdasági világválság és a válságkezelő intézkedések törték meg, néhány év alatt a hosszú idő alatt ledolgozott adósság újra a korábbi szintre emelkedett, és 2010-ben már újból 120 százalék körül volt.

A gazdaság

A hatalmas olasz államadósság ellenére a magas belső megtakarítások miatt korábban nem volt fenntarthatatlan az államadósság pályája. Az olasz privátszféra eladósodottsága kifejezetten alacsonynak tekinthető, mindössze 40 százalékos. Az olasz háztartások igen jómódúnak számítanak, a teljes államadósság csupán a negyede a lakosság nettó vagyonának. További kedvező mutató, hogy bár az államadósság mennyisége hatalmas, lejáratí ideje viszonylag hosszú, mintegy hét év, így elosztható lenne a megnövekedő kamatok terhe. Emellett a papírok több mint fele a belföldi szereplők kezében van, így



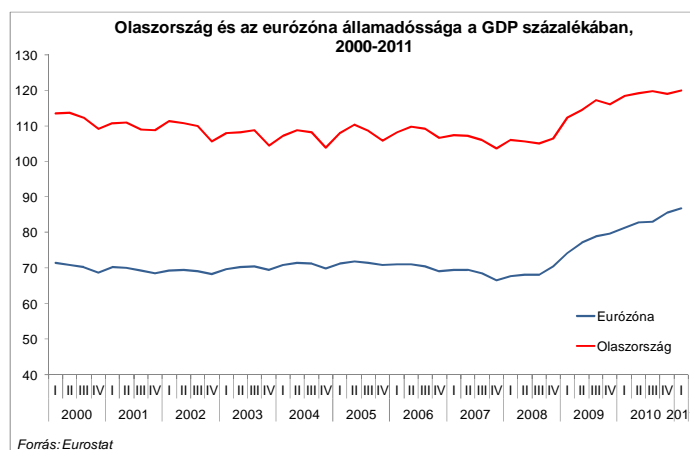
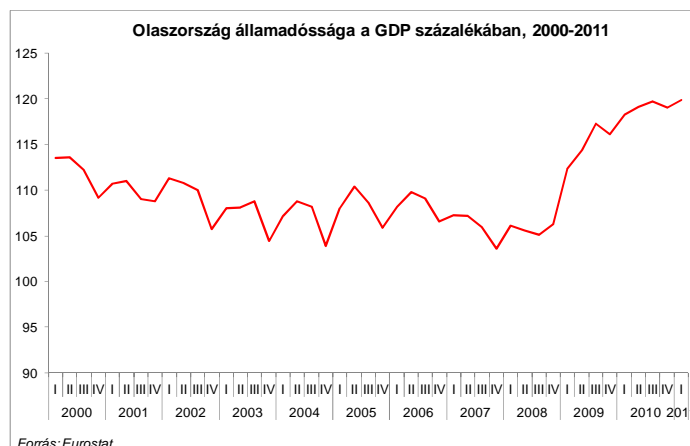
nem csak a külföldi befektetők kockázatvállalási hajlandóságától függ az olasz papírok helyzete.

Az évek óta igen lassú (az eurózónában a legalacsonyabb ütemű) gazdasági növekedés ellenére a reálgazdaságban is fellelhetők biztató jelek: az export a második negyedévben 28,9 százalékos növekedést produkált. Az sem lebecsülendő, hogy vész esetén bevethető lehet Olaszország közel 2500 tonnás aranytartaléka is, ami jelenleg körülbelül 120 milliárd eurót érhet.

A válság

Az utóbbi hónapokban alapvetően megváltozott a helyzet: az olasz makrogazdasági kilátások jelentősen romlottak, a piaci bizalom pedig drámai mértékben visszahúzott az országgal kapcsolatban. Utóbbiban a görög helyzet erősen fertőző hatásai mellett nagy szerepe volt magának az olasz belpolitikának is. Az, hogy Berlusconi az utolsó pillanatig ragaszkodott a kormányfői poszthoz, azt üzent a befektetőknek: népszerűségi okok miatt a 2013-as választásokig korlátozott az esélye az igazán fontos költségvetési kiigazítások és szerkezeti reformok keresztülvitelének. Emiatt a befektetői bizalom gyorsan apadt. Az amiatti aggodalom, hogy az olasz állam idővel finanszírozási korlátokba ütközik az állampapírcsúcsra, jelentős nyomás alá helyezte az olasz állampapírok árfolyamát, így a hozamok intenzíven emelkedtek.

November elején az olasz kormány hozzájárult ahhoz, hogy a Nemzetközi Valutaalap (IMF) ellenőrizze az államháztartási reform és a takarékosági intézkedések végrehajtását. A római vezetés azt is elfogadta, hogy az Európai Unió is figyelemmel kísérje az erőfeszítéseket, amelyek a piaci bizalom erősítését szolgálják. Az olasz kabinet további megszorításokról is döntött, Silvio Berlusconi miniszterelnök pedig a cannes-i G20 csúcson hangoztatta, hogy kormánya 2013-ra egyensúlyba hozza az államháztartást, a tervezett újabb intézkedésekhez pedig november végéig megszerzik a parlament hozzájárulását. November 8-án az olasz parlament elfogadta a zárszámadási törvényt, de csak az ellenzék távolmaradásának köszönhetően. Ezzel Berlusconi elvesztette a parlament abszolút többségének a támogatását, kormánya kisebbségbe került. Másnap a tízéves lejáratú olasz államkötvények hozama átlépte a veszélyzóna alsó határának tekintett 7 százalékos szintet és az Európai Központi Bank (EKB) intervenciót hajtott végre a másodlagos államkötvénypiacon. Ezzel párhuzamosan az olasz részvényárfolyamok is több mint 3 százalékkal estek. November 12-én Berlusconi benyújtotta lemondását. Az államfő a közigazgató Mario Monti kért fel kormányalakításra. Ez a lépés segíthet a bizalmi válságon: a technokrata kormány megalakulása esélyt adhat a reformok keresztülvitelére és az olasz államháztartás strukturális átalakítására.



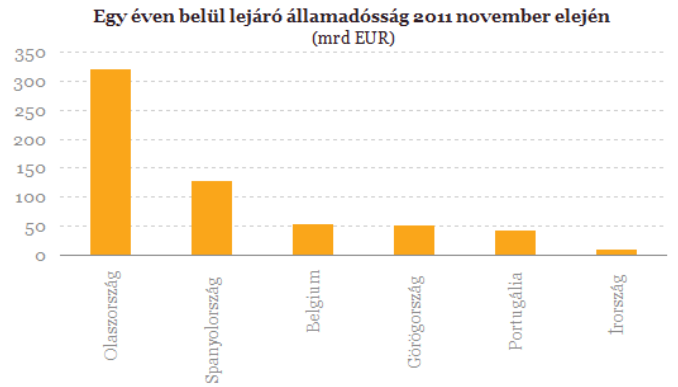
A hitelek

Olaszországnak 2012-ben nagyjából 360 milliárd euró hitelt kell majd visszafizetnie. Az újabb piaci kölcsönök felvétele azonban problémákba ütközhet, ha a befektetők úgy látják, hogy az általuk folyósított pénz csak kölcsöntörlesztésre menne el, és nem látnának garanciát arra, hogy megtérülnek majd mostani befektetéseik. Róma helyzete Athénhoz képest azért is jóval nehezebb, mert Olaszországnak jelentősen nagyobb hitelállománya van, mint Görögországnak. Az 1600 milliárd eurónyi hitel, amit az olasz kormánynek kezelni kell, felülmúlja Spanyolország, Írország és Portugália összesített hitelállományát. Október végén Róma 3 milliárd euró hitelt vett fel a piacokról 6 százalékos fölötti kamattal, ami már 1,5 százalékponttal volt magasabb a nyári hitelezési átlagnál. A Bloomberg számításai szerint az országnak 37 milliárd eurót kell az év végéig visszafizetnie, majd további 307 milliárdot jövőre. Ezen a hitelállományon még átlagosan 4,15 százalékos kamat van, ami jóval kedvezőbb a mostani helyzetenél. Az európai bankok most visszafogják az egymásnak nyújtott hiteleket, és biztosan magasabb kamatokot fognak kérni az olasz államtól, ha egyáltalán adnak neki hitelt.

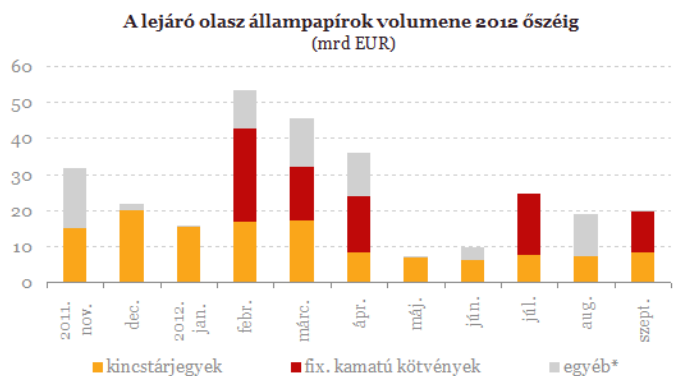
Az olasz válság alapvetően azért jelent vészhelyzetet az egész eurózóna számára, mert a világ harmadik legnagyobb, az eurózónában pedig a legnagyobb állampapírpiaconról beszélünk. Így a válságkezelés a hagyományos eszközökkel (a görög-ír-portugál recept alapján néhány éves hitelprogramokkal kiveszik az országot a piaci finanszírozás alól) nem lehetséges. Október végén az olasz államkincstár adatai szerint 1597 milliárd eurós adóssága volt az olasz államnak, amely az eurózóna teljes adósságának mintegy 23 százalékát tette ki. A három éven belül lejáró adósság kb. 620 milliárd eurót teszi ki, miközben az EFSF-ből a bankrendszer feltőkésítése után mintegy 300 milliárd eurónyi rész használható fel hitelezésre. Az IMF jelenleg szabadon bevethető pénzügyi forrásai mintegy 290 milliárd dollárt (210 milliárd eurót) tesznek ki.

Az eurózóna

A szakértők az elmúlt hónapok eseménysorozata alapján úgy látják, alapvetően az baj az eurózónával, hogy az elrontott válságkezelési kísérletek során annyi állampapír került az Unió bankjaiba, hogy a rendszernek mára nem maradt egyetlen egészséges pontja sem. Ugyanis akkor, ha egy nagyobb méretű tagország csődöt jelent, az valamennyi tagállamot lehetetlen helyzetbe hozza, mivel legfontosabb bankjaik azonnali és rendkívül nagy mértékű tőkepótlásra kényszerülnek a csődbe kerülő ország államkötvényein elszenvedett veszteségeik miatt. Az európai bankrendszer problémái mára olyan kiterjedtségűvé váltak, hogy egyre kevesebb hitelezőt találni, aki hajlandó ezeknek a bankoknak hitelt nyújtani. Ennek hiányában azonban bármilyen jelentősebb tőkepótlás csak állami pénzből



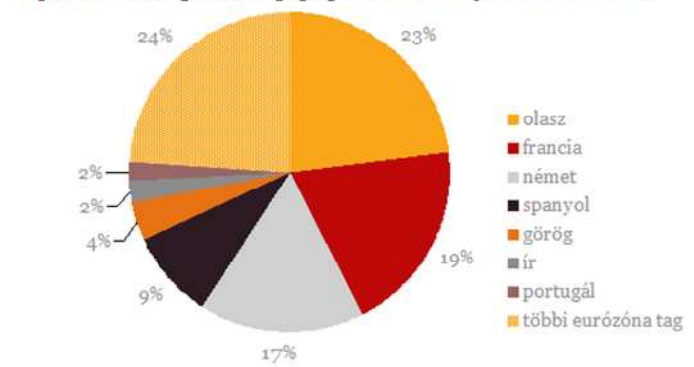
Forrás: Datastream, Portfolio.hu



Forrás: tesoro.it, Portfolio.hu

*: pl. indexált kötvények

A periféria országok állampapírpiaconak aránya az eurózónában



Forrás: Datastream, Portfolio.hu

történhet, ami tovább növeli az európai országok egyébként is óriási adósságállományát. Vagyis három probléma jelentkezik egyszerre: az európai bankrendszer romló likviditási helyzete, az európai bankok középtávú tőkeproblémája, illetve az európai országok államadósság-terhe. Nincs más megoldás, a politikusoknak vállalniuk kell a tartós és jelentős költségvetési megszorításokat, hogy rendbe tegyék az államháztartásukat és megindulhasson az adósság leépítése. Ennek pedig nyilvánvalóan jelentős politikai akadályai vannak. Leegyszerűsítve ebbe bukott bele a görög és az olasz kormány, és nem lenne meglepő, ha további országokat is elérne a belpolitikai instabilitás.

Forrás: portfolio.hu, index.hu, origo.hu

*Írta: Makó Ágnes (elemző, GVI)
E-mail: agnes.mako@gvi.hu*

*Publikáció esetén kérjük, hogy elemzésünkre az
alábbiak szerint hivatkozzon:
MKIK GVI: Gazdasági Havi Tájékoztató,
2011 / december, Budapest,
2011-12-06*

*Minden kedves Olvasónknak kellemes ünnepeket és
sikerekben gazdag, boldog Újévet kívánnak a GVI munkatársai!*