

## Havi kitekintés – Február

### Cserhádi András: Mégis szórjunk gyöngyöt a disznó(k) elé?

Válságkezelés Görögországban – Nem kell a „görög joghurt” receptje, hisz már ismerjük

„Ne adjátok azt, a mi szent, az ebeknek, se gyöngyeiteket ne hányjátok a disznók elé, hogy meg ne tapossák azokat lábaikkal, és néktek fordulván, meg ne szaggassanak titeket.” – áll az Újszövetség első könyvében, Máté Evangéliumában. De kik ezek a disznók, mik ezek a gyöngyök, ki és miért szórja mindezt elénk? Vizsgáljuk hát meg a fenti összetett kérdés hátterét.

A PIGS amellet, hogy angolul disznókat jelent a pénzügyi szakzsargonban egy becsmérlő betűszó, melyet 2008-ban kezdtek el használni a brit és az észak-amerikai újságírók a pénzügyi és gazdasági vonatkozású szakcikkekben. A kifejezés négy dél-európai ország angol nevének kezdőbetűinek összeolvasásából állt össze: Portugália (Portugal), Olaszország (Italy), Görögország (Greece) és Spanyolország (Spain). A szóban forgó országok mindegyike tagja az Európai Gazdasági és Monetáris Uniónak (EEMU), ugyanakkor számos kritérium szerint mindig is az EEMU sereghajtóinak számítottak. Vegyes gazdasági teljesítményt nyújtanak, többnyire magas munkanélküliség jellemzi őket, gyakran hiányzik a költségvetési fegyelem és sokszor komoly folyó fizetési mérleg hiánnyal küszködnek, ami a növekvő államadósságukon keresztül a stabilitásukkal kapcsolatos aggodalomra ad okot. Áttételesen mindez pedig az egész közös gazdasági térség és az euró stabilitását is beárnyékolja. Újabban Írország (Ireland) és Nagy-Britannia (Great Britain) is felkerült a listára, kibővítve az eredeti betűszót, létrehozva ezzel a PIIGGS-et. Ne felejtjük azonban el, hogy míg Írországban a hivatalos fizetőeszköz valóban az euró, addig Nagy-Britanniában továbbra is az angol font van forgalomban. Ez utóbbiban a magyar származású Soros György által üzemeltetett Quantum Hedge Fundnak igen nagy szerepe volt, mikor 1992-ben a GBP shortolásán keresztül dollár milliárdokat keresett, és a spekulációs nyomás miatt – térdre kényszerítve a Bank of England-ot – Anglia kilépett az ERM árfolyamrendszerből. A sors érdekes fintora, hogy az eseményeket utólag szemlélve Angliának mindez nem feltétlen volt kedvezőtlen.

A 27-tagú Európai Unióban jelenleg 20 tagországban haladja meg az államháztartás hiánya a GDP 3%-ában meghatározott határértéket. Ennek oka a legtöbb esetben (de nem kizárólag) a globális világválságban kereshető, melyhez fogható a világ 1930 óta nem élt át, s amely az állami kiadások növelése révén súlyos egyensúlyhiányt eredményezett. Mint minden csoportban, itt is van egy főkolompos, aki jelen esetben nem más, mint Görögország. A tavaly októberben tartott választások után új, George Papandreou nevével fémjelzett kormány alakult. A görög gazdaság állapotáról időközben viharos gyorsasággal felbukkant részletek, egy egyre mélyülő és növekvő ingoványt valószínűsítene. Amennyiben nem lesz változás, úgy az államháztartási hiány a GDP 14,5%-ka is lehet, míg az államadósság a GDP 124 százalékára is nőhet. Mindehhez olyan „nyalánkságok” is párosulnak, mint az állami vállalatok GDP-arányosan 2-3%-os kifizetetlen tartozása, vagy a görög kormány felelőtlen garanciavállalásai. Talán az sem meglepő, hogy számos olyan intézkedésre, kreatív nyilvántartásra és statisztikai adatok meghamisítására is fény derült, mely valós helyzetet volt hivatott elkendőzni. Ez utóbbira igen jó példa Görögország 2001-es euró bevezetése, mikor a költségvetési fegyelmet demonstráló GDP arányos államháztartási hiánya papíron jóval a maastrichti kritériumokban definiált 3%-os szint alatt volt, holott a valóságban jelentősen túllógott a határértéken.

Az Európai Bizottság eközben jogsértési eljárást indított az ország ellen, mivel a görög kormány hamis adatokat szolgáltatott az államadósság tényleges nagyságáról. 2009 végére Görögország költségvetési hiánya megközelítette a GDP 13%-át, messze túllépve ezzel a korábban prognosztizált értéket. A múlt hónapban a Papandreou kormány intézkedési csomagot dolgozott ki annak érdekében, hogy a költségvetési hiányt leszorítsa az Európai Unióban megengedett – a GDP 3%-ában meghatározott – határérték alá. Ezt a célt Athén a kiadások csökkentése és az adóbevételek növelése révén kívánja megvalósítani. Nincsen tehát szükségünk a „görög joghurt” receptjére, mivel a görög válságkezelés feltűnően hasonló a hazánkban már korábban foganatosítottakhoz. A terv értelmében, a közeljövőben nagyarányú megszorításokra kerül sor a görög közsférában (bérfagyasztás, bércsökkentés) annak érdekében, hogy 2010-re a költségvetés hiánya 8,7%-ra csökkenjen. 2011-re a hiánycél 5,6%, 2012-re pedig 2,8%. További intézkedéseket is alkalmaznak a deficit csökkentésére, mint például az üzemanyagokra kivetett adók emelése, vagy a nyugdíjkorhatár kitolása.

A görög államháztartás problémáit az euró is megérezte. Az Euró Index jelentősen csökkent, jelezve ezzel azt, hogy az euró komolyan gyengült az 5 devizából álló kosárral (USD, GBP, JPY, CHF, SEK) szemben. Megjelentek egyes feltételezések is, miszerint az EUR/USD kurzus év végére akár 1,20-as szintre is süllyedhet. Az euró gyengülése önmagában még nem jelent világvégét, sőt javítja az EU exportlehetőségeit, ami a versenyképesség növelésének irányába hat. Arról már nem is beszélve, hogy mindez kiváló lehetőséget teremt arra, hogy a jelenlegi, - a korábbiakhoz képest erősebb - amerikai dollár tartalékvaluta szerepét csökkenthessék a jegybankok. A jegybanki devizatartalékok túlon túl USD központúak, így érthető volt a pánik, amikor a zöldhasú 1,60-as szinteken járt az euróval szemben. Most viszont itt a lehetőség, hogy egy erősebb USD mellett, ha óvatosan is, de csökkentsek a kitétségek a jegybankok.

Ami igazán aggasztó az az, hogy az adósságválság a 16 tagot tömörítő euróövezet egészére közvetlenül és közvetve is kihat. Gondolatkísérletet végezve, egy esetleges görög államcsőd – ami szinte majdnem biztos, hogy nem fog bekövetkezni, mert egyszerűen nem engedhető meg – drámaian befolyásolná a Görögországhoz hasonló (magas államháztartási hiány, magas államadósság) országok helyzetét, legyenek azok az EEMU-ban, vagy csak az EU-ban. Soros György és a Nobel-díjas közgazdász, Joseph Stiglitz szerint is abszurd feltételezni egy uniós tagállam államcsődjét.

A görög példa végső soron azt mutatja, hogy hová vezethet egy hitelből finanszírozott hibás gazdaságpolitika: államcsőd közeli helyzethez. Látni kell, hogy a görög intézkedések önmagukban nagyon valószínűen nem lesznek elégségesek, még abban az esetben sem, ha azokat drákói szigorral véghez is viszik. Arról nem is beszélve, hogy a görög nép részéről már most hatalmas az ellenállás. Az ország nagyon rövid időn belül nemzetközi segítségre (EU, ECB, Világbank, IMF, stb.) fog szorulni, annak érdekében, hogy elkerülje a fizetési képtelenséget. Igenis szükség van tehát a „gyöngyökre”, de úgy, hogy emellett a görög kormány nagyon komoly strukturális változtatásokat hajts végre a költségvetési politikáját illetően. Mindezt a többi hasonló helyzetben lévő országnak is meg kell tennie, hiszen az EU nem kreálhat egy olyan negatív precedenst, ami esetleg arra biztatná a többi ólon belüli, vagy éppen kívül eső „malackát”, hogy folytassanak mindent úgy, ahogy korábban tették, majd érkezik a külső felmentő sereg. Ez utóbbira több egymást követő csödközelbe jutó ország esetén kérdésessé válna a fedezet. Görögországnak hatalmas szerencséje, hogy az EEMU tagja, példája megmutatja nekünk is, hogy mi lett volna velünk abban az esetben, ha Magyarország hasonlóan hagyja elszaladni a már amúgy is nagyon magas hiánymutatóit.

## A szóban forgó országok főbb előrettekintő gazdasági mutatói

|               | GDP<br>növekedés (%) | Államháztartási<br>hiány* | Államadósság* | CDS** |
|---------------|----------------------|---------------------------|---------------|-------|
| Olaszország   | 0,5                  | -5,0                      | 119           | 139   |
| Spanyolország | -0,7                 | -9,5                      | 67            | 145   |
| Írország      | -1,4                 | -11,6                     | 78            | 154   |
| Portugália    | 0,3                  | -8,8                      | 85            | 210   |
| Görögország   | -0,3                 | -14,5                     | 124           | 375   |
| Magyarország  | 0                    | -6,5                      | 84            | 262   |

\*A GDP százalékában; 2010-es várakozás

\*\* 5 éves, bázispont; 2010.02.10

Forrás: Bloomberg, UniCredit Economics & FI/FX Research; AEGON Alapkezelő

---

Készítette az AEGON Global Asset Management / AAM CEE

Cserhádi András – senior termékmanager

Felügyeleti szerv: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

Az oldalon megjelenő valamennyi információ kizárólag tájékoztatásul szolgál. A múltbéli hozamok nem jelentenek garanciát a jövőbeni hozamokra nézve. Az AEGON Global Asset Management / AAM CEE nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.