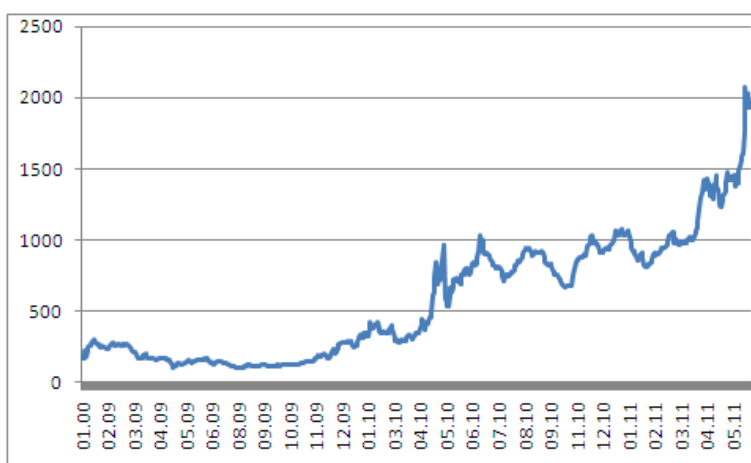


Kitekintő – 2011. Július**Orbán Gábor: Made in Greece**

Az elmúlt másfél évben megszokhattuk, hogy újra és újra a görög adósságválság kerül a gazdasági címlapokra. Meddig tart ez még? A GDP másfélszeresét kitevő, döntő mértékben külső szereplők által tartott államadósság egy fejlettnek mondott országban ijesztő helyzetet eredményez. Az eurozónában, ahol a fizetési mérleg fogalma „értelmét veszítette” és a piaci reakciók nem fegyelmezik a gazdaságpolitikát, a valós költségvetési helyzettel való szembenézés hiánya és az évtizedeken át tartó, statisztikákkal való játék különösen messzire sodorta a görög gazdaságot a lejtőn. A befektetők nem hajlandók finanszírozni a görög államot, így hivatalos forrásokkal kell ezt pótolni. Az első, több mint 110 milliárd eurós csomagról tavaly döntöttek, erről viszont most már látszik, hogy kevés: nem állta ki ugyanis az idők próbáját az a feltételezés, hogy a szupranacionális forrás javítja majd annyira a piaci bizalmat, hogy lehetővé tesz valamekkora piaci eredetű finanszírozást is. Emellett kérdésessé vált a költségvetési kiigazításhoz szükséges belpolitikai támogatás is Görögországban; a parlamentnek bizalmi szavazást kellett tartania, majd végül kiigazító csomagról döntött június utolsó előtti hetében – ez vezetett a mostani ismételt fellángoláshoz.

Görögország 5 éves CDS felárák alakulása:

Forrás: Bloomberg, Aegon Alapkezelő

A legtöbb befektető belefáradt az események követésébe, és nem állítható, hogy a tőkepiaci mozgások mind csak a görög sztori leképeződései lennének. Az azonban biztos, hogy mindenki fejében ott motoszkál a kis valószínűségű, de annál nagyobb hatású katasztrófa-forgatókönyv: mi történik, ha a görög „végekifejlet” olyan helyzetbe taszítja a fejlett gazdaságok bankrendszerét, hogy a Lehman-csődhez hasonló dominó indul el, ledöntve a bankok mellett további dél-európai államokat, amit a gazdaságpolitika tehetetlenül néz majd végig. Így aztán sokan úgy érzik, legjobb lenne már túlesni az egészen, látni a veszteségek pontos mértékét, és magunk mögött tudni az egész témát. Részemről egyáltalán nem vagyok benne biztos, hogy ebbe az irányba megyünk.

Ha egyszer mindenki ennyire unja már, miért nem állnak a sarkukra a politikusok, és hoznak egy döntést? Állandóan kapjuk a híreket a német, a francia és más európai politikusok, valamint az Európai Bizottság és az Európai Központi Bank közötti nézetkülönbségekről az adósságválság megoldásával kapcsolatban. A vita elsősorban a magánszektor bevonhatóságáról szól. Ez egyrészt a görögök fizetéseképtelensége miatt keletkező veszteségek terítéséről szól, másrészt viszont egy olyan, önkéntes alapon történő lejárási adósságrefinanszírozásról, mint amit a nyugat-európai bankrendszer is vállalt közép-kelet európai leánybankjaival szemben 2009-2010 folyamán. Hitelminősítők ugyanakkor már jelezték, hogy ez az „önkéntes” forma ugyanúgy csődnek, adósságátütemezésnek minősülne, annak minden messzebbre ható következményével együtt. A németek szorgalmazzák a banki és befektetési alapoknál tartott papírokon keletkezett veszteségek minél szélesebb körű leírását, tehát a csőd valamilyen formáját, míg franciák és az EKB ellenállnak. Persze kézenfekvő magyarázat, hogy a francia bankrendszer ül a legnagyobb görög államadósságon, és az európai jegybank is betárazott rendszeresen a görög papírokból. A valóságban azonban nem biztos, hogy ezek a szempontok határozzák meg a törésvonalakat.

A helyzet inkább az, hogy a technikai értelemben vett görög csőd egyelőre elodázhatóan látszik, márpedig a rövid távú érdekek mindenütt ezt diktálják. Bár másfél éve húzódik az ügy, a görög költségvetési kiigazítás mértéke még egyáltalán nem tekinthető eget rengetőnek. Nagyon lassan javuló, még mindig kétszámjegyű fizetési mérleg hiányuk arra enged következtetni, hogy a hellén társadalom, amely évtizedeken keresztül nyújtózkodott túl a takarója szélén, továbbra is messze lehetőségein felül él. Éles a kontraszt a balti országokkal vagy akár hazánkkal, ahol a pénzügyi válságban óriási, a GDP 5-10%-át is elérő csökkenést okozott az új külföldi forrásbevonás mértékében, mintegy nullára, vagy az alá csökkentve azt, holott azok államok nem is váltak fizetéseképtelenné. A keményebb német fellépést talán inkább a komolyabb megszorítások és nem a csőd követeléseként kell értelmezni. A másik érvem amellet, hogy a görög ügy végső megoldására még sokat kell várunk az az, hogy bármilyen nagynak tűnik is a görög adósság, egy újabb finanszírozási csomaggal és egy komolyabb privatizációval hosszabb időre elodázhatóak a fizetési problémák, amennyiben a költségvetési hiány kellően csökken és így új hitelre nincs szükség. Ha az EKB mégis megújítaná a nála lejárási görög állampapírokat, az egyéb lejáratokat pedig a Valutaalap és az európai államok által biztosított forrásokból, valamint a privatizációs bevételekből finanszíroznák, a piaci szereplők bevonása nélkül fenntartható lenne még pár évig a görögök pénzügyi helyzete. Tény, hogy ez az euróövezet többi államának pénzébe kerül, hiszen rendkívül olcsó forráshoz jut így Görögország. Egyébként nem biztos, hogy ez a jó megoldás, főleg, hogy a görög gazdaságpolitika fölött minden eddiginél erősebb kontrollt kellene tudni gyakorolni az európai országoknak ahhoz, hogy működjön a dolog. De ismerve a politikusok félelmét a csőd beláthatatlan következményeitől, lehet, hogy mégiscsak errefelé tartunk, legalábbis amíg a görög belpolitikai helyzet nem mérgesedik el még sokkal jobban.

Készítette az AEGON Global Asset Management / AAM CEE

Orbán Gábor – makroelemző, kötvény-üzletágvezető

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.