Czékus Bálint:

Az olasz államadósság az euróválság tükrében

Bevezetés

A 2008-ban kezdődött gazdasági-pénzügyi világválság nyilvánvalóvá tette, hogy az európai felügyeleti és előrejelző mechanizmusok alkalmatlanok voltak először a magángazdasági, majd az állami szféra adósság-válságának megelőzésére, illetve kezelésére.

A 2010 elején kirobbant görög államadósság-válság azonnali cselekvést tett szükségessé az európai politikai vezetők részéről a közvetlen fizetésképtelenség rögtönzött „vészmegoldásokkal" való elkerülése érdekében, ugyanez megismétlődött az év végén Írország, majd 2011-ben Portugália vonatkozásában.

Olaszország kiemelkedően magas államadóssága (az eurózóna tagállamai közül GDP-arányosan csak Görögországé haladja meg az olasz 120%-os értéket), illetve a krónikusan alacsony gazdasági növekedés miatt 2011 nyarán került a piaci szereplők célkeresztjébe. Azóta a piaci nyomás, az olasz államadósság fenntarthatósága szempontjából kulcsfontosságú államkötvény-hozamszintek folyamatos emelkedése lemondásra kényszerítette Silvio Berlusconi kormányát, vagyis komoly politikai következményekkel, a Mario Monti vezette szakértői kabinet felállásával járt. Kétségtelen, hogy Olaszország, illetve államadósságának alakulása központi szereppel bír az európai közös valuta jövőjét illetően is, tekintettel arra, hogy esetében már nem az eurózóna összesített gazdasági erejének 1-2%-át kitevő állam megmentéséről lenne szó.

Itália méretei, gazdasági súlya (a világ hetedik, az eurózóna harmadik legnagyobb gazdasága, illetve ez utóbbi második exporthatalma) miatt e tekintetben teljesen más „szintet" képvisel, mint Görögország, Portugália, avagy Írország. Olaszország túl nagy ahhoz, hogy komoly globális rendszerszintű következmények nélkül megmenthető legyen, arról nem beszélve, hogy ehhez jelen pillanatban mind az EU, mind a nemzetközi közösség (pl. IMF) rendelkezésre álló forrásai elégtelenek.

Az alábbi tanulmány az olasz államadósság mint legnagyobb nemzetgazdasági probléma kialakulását, terheit, kockázatait elemzi. Megfelelő figyelmet igyekszik fordítani azonban azon tényezőkre is, amelyek Olaszország erősségeit, az eurózóna periféria-államai között betöltött egyedi szerepét hangsúlyozzák, vagyis az államadósság-probléma „kevéssé tragikus" mértékét sugallják. Annál is inkább érdemes az olasz államadósság kérdését ezen, átfogóbb jellegű nézőpontból is elemezni, mert a nemzetközi – és különösen a magyar – elemzések, megjelenő újságcikkek hajlamosak kifejezetten negatív megvilágításban kezelni ezt a problémát, nem kellő figyelmet fordítva Olaszország azon erősségeire, melyek a PIGS-államoktól való éles megkülönböztetést indokolják.

1. Az adósságprobléma keletkezése és jelenlegi súlya

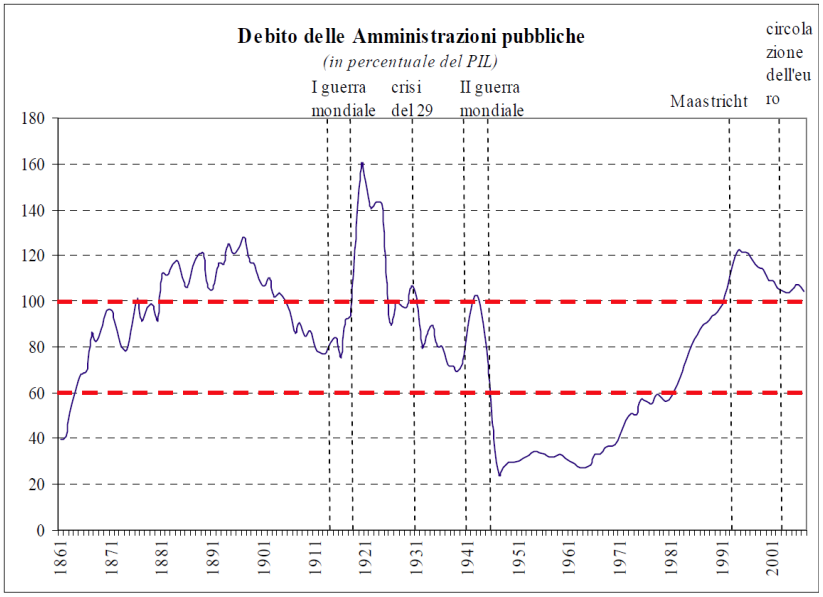
Talán mind az olasz, mind a nemzetközi elemzők egyetértenek abban, hogy Olaszország makrogazdasági helyzetét hosszú távon is meghatározó, legsúlyosabb problémája az államadósság nemzetközi összevetésben igen magas szintje.

Tekintettel arra, hogy ez az adottság alapjaiban befolyásolja az ország európai gazdasági-pénzügypolitikai szabályozásokkal kapcsolatos álláspontját, egyúttal a nemzetközi pénzpiacok felé nagyfokú kiszolgáltatottságot[1] jelent, érdemes néhány gondolatot szentelni kialakulásának körülményeire, valamint értékelésére.

1.1. Az olasz államadósság története

Az olasz államadósság növekedése csak az utóbbi évtizedekben vált igazán komoly, a nemzetközi szaksajtót is foglalkoztató problémává, mindazonáltal fontos felhívni a figyelmet egy gazdaságtörténeti érdekességre. Nevezetesen arra, hogy valójában már az egységes olasz állam is ezzel az „eredendő bűnnel" született: az európai uralkodóházak között az olasz Savoyai-ház volt a legeladósodottabb az olasz nemzetállam létrehozásakor.[2] Az olasz államadósság alakulását tekinthetjük át az alábbi ábra segítségével 1861-től napjainkig.

1. ábra: az olasz állami szféra adóssága (a GDP arányában)



Forrás: Francese – Pace (2008), 20. o.

Az olasz államadósság megugrásának okai az 1960-as évek vége és 1980-as évek eleje közötti időszakban követett gazdaságpolitikában keresendőek. Ebben a periódusban először a második világháború utáni olasz gazdasági „csoda" fulladt ki alacsonyabb növekedési ütemeket hozva magával, másrészt az 1970-es évek olajválságaival összefüggő recesszió

[1] Ezt bizonyítja a 2011 nyarán kezdődött tőzsdei spekulációs hullám, amely az olasz állampapírokat vette célba.

[2] *Un mondo soffocato dai debiti.* In *Il Sole 24 Ore*, 2011.08.15.

okozott fejtörést a nyugati ipari országok gazdaságpolitikai vezetése számára, melyet jellemzően expanzív költségvetési politikákkal igyekeztek leküzdeni. Az olasz államadósság második világháborút követő időszakban tapasztalt minimumát 1963-ban regisztrálták (a GDP 32,6%-a), attól az évtől kezdve folyamatos növekedésnek lehetünk tanúi egészen az 1990-es évtized elejéig.

A gyorsuló eladósodási folyamat két fő elemre vezethető vissza. Egyrészt, a jóléti[3] rendszer megteremtésével járó állami kiadások fokozatos bővülésére került sor, melyek GDP-arányosan 1960 (29%) és 1990 (53,5%) között csaknem megduplázódtak,[4] valamint ezzel párhuzamosan a gazdaságpolitika – a lassuló gazdasági növekedést pótolandó – keynesiánus receptek alapján növekedésösztönző beruházásokba kezdett. Másrészt, a költségvetés bevételi oldala nem tartott lépést a kiadások növekedésével, vagyis az adóterhek GDP-arányos szintje az 1960-as 25,7%-kal szemben még 1985-ben is „csak" 34,6%-ot tett ki (mely bőven a 41%-os európai átlag alatt maradt).[5]

A bevételek és kiadások közötti szakadék eredménye a vizsgált időszakban a költségvetési hiány állandósulása volt, mely az 1960-as években 2% alatti, majd az 1970-es években 5 és 9% közötti értékeket vett fel, az 1980-as években pedig már 10-11%-os deficitről beszélhetünk. E folyamatok eredményeképpen az olasz GDP-arányos államadósság (56,9%) már 1980-ban bőven meghaladta a főbb európai államok hasonló mutatóit.

Érdemes megjegyezni, hogy az 1970-es években alapvetően a „deficit spending" politikája érvényesült, magával hozva az évtized első felében az államadósság 20 százalékpontos emelkedését. Az adósság növekedési ütemét, az adósságszolgálati terheket ugyanakkor nagy mértékben enyhítette a magas infláció, mely részben a nemzeti bank – állampapír-vásárlási célú - pénzteremtési politikájára vezethető vissza. Az állampapírok negatív reálhozamai révén az állam csak 1973 és 1975 között a GDP mintegy 5%-át „szerezte vissza".[6]

Az államadósság „elinflálásában" 1981-től tapasztalható változás, amikor is megtörtént a jegybank függetlenítése a Pénzügyminisztériumtól, és ekkortól előbbi már nem kényszerült az adósság pénzkibocsátás révén történő ellentételezésére. E lépéstől függetlenül sem történt érdemi javulás a költségvetési fegyelemben, így a deficit fennmaradása mellett gyakorlatilag feltartóztathatatlanná vált az ország belépése az adósságspirálba az 1980-as években (csak 1980 és 1986 között 26 százalékpontos emelkedésről van szó).

Az államadósság 1991-ben lépte át a bruttó hazai össztermék értékét, majd a rekordszintet 1994-ben érte el a GDP 121,8%-ával, amely Franciaország, Németország és Nagy-Britannia hasonló adatainak több, mint dupláját tette ki.

[3] A jóléti állam kiépítése Olaszországban a nyugati országok közül kiemelkedő jelentőséggel bírt, tekintve, hogy a kommunista párt gyakorlatilag a hidegháború egésze alatt igen erős volt. A szociális kiadások erőn felüli - az államadósság növekedése árán történő – bővítése, a munkásság igényeinek kielégítése tehát egyfajta politikai kompromisszumként, kényszerként is felfogható. Az 1960-as évekre tehető a nyugdíjrendszer, a társadalombiztosítás, illetve a szélesebb értelemben vett szociális védőháló nyugat-európai minták alapján történt kiterjesztése.

[4] Cerniglia (2005)

[5] Istat (2011)

[6] *La lunga marcia del debito italiano.* In *La Stampa,* 2011.08.13.

1.2. Adósság és az EMU-ban való részvétel – olasz érdekérvényesítés a csatlakozás érdekében

Olaszország Gazdasági és Monetáris Unióban való részvételi szándékával ez az arány nyilvánvalóan összeegyeztethetetlen volt, így az államadósság – és a költségvetési hiány – csökkentését nem lehetett tovább halogatni.

A politikai vezetés felismerte, hogy Olaszország csak akkor lesz képes érdekeit megfelelően érvényesíteni az EMU kialakítása során, ha abban az első pillanattól kezdve teljes joggal részt vesz. Valójában ez annak a második világháború óta követett tágabb Európa-politikai vonalnak a következetes képviseletét jelentette, miszerint Itália az integráció minden egyes részpolitikájában, leágazásában a belső körhöz, a kemény maghoz kíván tartozni. Az 1990-es évek elején tapasztalt gazdasági helyzetben ugyanakkor azt is belátta, hogy Olaszország „súlyának" kellő európai érvényesítése részeként mindenekelőtt a nemzetgazdaság konszolidációját – mintegy „házi feladatként" – kell végrehajtani. Más szavakkal, az időszak legfőbb külpolitikai céljának eléréséhez elsősorban gazdasági téren kell javítania nemzetközi megítélését.

Mindennek megfelelően az olasz kormányok gazdaságpolitikája a maastrichti kritériumoknak való mielőbbi megfelelési képesség demonstrálása érdekében 1992-től kezdve elsősorban a költségvetési deficit és ennek eredményeképpen az államadósság csökkentését célozta kiadáscsökkentő és adóemelési, továbbá privatizációs intézkedések révén[7]. Az 1992 és 2001 közötti privatizációs bevételek (összesen kb. 100 Mrd eurós nagyságrendről beszélünk) évi átlagban a GDP 1,15%-ának feleltek meg, nagyban hozzájárulva az államháztartás rendbetételéhez.[8]

A sort az Amato-kormány 1992-es, mai értéken 48 Mrd eurós csomagja kezdte, ennek része volt egy nagyszabású privatizációs program beindítása is, amit már a Ciampi-kabinet folytatott. Az 1995-ben hivatalba lépett Dini-vezette szakértői kormány nyugdíjreformot hajtott végre a kontributív elv erősítése céljából. 1996-ban a Prodi-kormány újabb, 35 Mrd eurós kiigazítást vezetett be (ennek része volt a közös valuta bevezetését szolgáló rendkívüli elvonás, az ún. euróadó bevezetése).

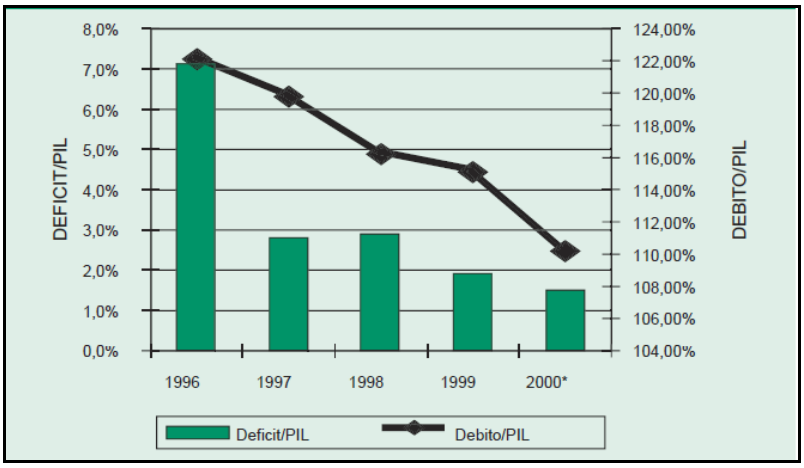
A megszorításokból kifolyólag a költségvetés elsődleges egyenlege az 1991 és 2008 közötti években végig többlettel zárt, az 1996 és 2000 közötti időszakban 4%-ot meghaladó nagyságrenddel.[9]

[7] A kiigazítás szükségességét még inkább nyilvánvalóvá tette a líra elleni 1992-es spekuláció, amely miatt Olaszország az Európai Monetáris Rendszerből való kilépésre kényszerült, és csak 1997-ben térhetett vissza.

[8] Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica (2001), 23. o., valamint *Che fretta c'era.* In *L'Espresso* , 2011. No. 30. (július 28.), 128-129. o.

[9] Cerniglia (2005), 41. o.

2. ábra: Az olasz költségvetési deficit és az államadósság alakulása a GDP arányában

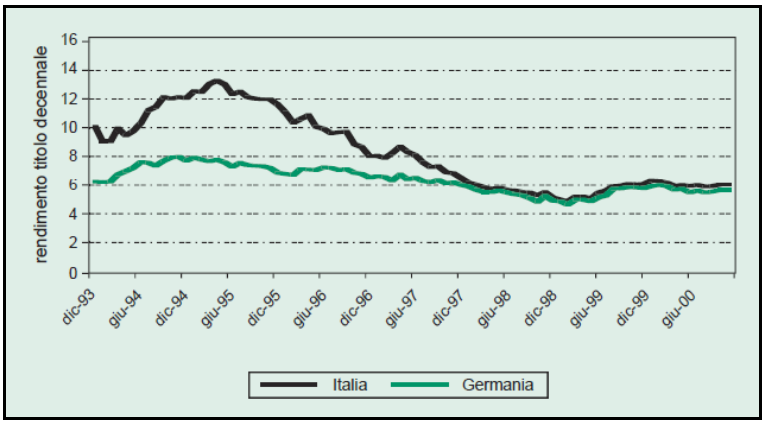


Forrás: Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica (2001), 110. o.

Az 1990-es évek költségvetési kiigazító és privatizációs lépései együttesen nagyban javították Olaszország államadósságának fenntarthatóságát, de az ország helyzetének nemzetközi piaci megítélését is. Ennek egyik egyértelmű jele az olasz és német tízéves államkötvények hozamai közti különbség fokozatos csökkenése az 1995-ös „rekord” 5%-ról (ld. az alábbi ábrát), az euró bevezetéséig gyakorlatilag egyenértékűséget létrehozva. A „spread” lenullázott állapota lényegében a 2008-as válság kezdetéig mindvégig fennmaradt.

Mindezek az intézkedések nemcsak a költségvetési helyzet stabilizálódását eredményezték, de végső soron elvezettek 1998 májusában a Gazdasági és Monetáris Unióhoz való olasz csatlakozáshoz is.[10]

3. ábra: Az olasz és a német 10 éves államkötvények hozamszintje (%)



Forrás: Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica (2001), 110. o.

[10] E ponton fontos kiemelni, hogy ez legalább annyira volt politikai döntés, mint az olasz költségvetési politika kétségkívül komoly eredményeinek honorálása. Németország ugyanis attól tartott, hogy ha Róma nem vezeti be a közös valutát, akkor továbbra is lehetősége lesz a líra leértékelése általi versenyképesség-javításra.

Ami az államadósságot illeti, a kiigazításoknak köszönhetően 1994-től kezdve folyamatosan csökkent mind annak GDP-arányos nagyságrendje (2004-ben elérve 103,8%-os minimumát), mind a törlesztésre fordított költségvetési kiadások terhe. A fordulópontot e tekintetben 1996-1997 jelentette, amikor is a Prodi-kabinet megszorításainak köszönhetően az államháztartási hiány a GDP 7,1%-áról 2,7%-ra „zuhant". Ennek megfelelően – az olasz államkötvények hozamszintjének folyamatos csökkenéséből is adódóan – a kamatfizetési kötelezettségek lényegében megfeleződtek (1993 és 2001 között a GDP 12%-áról 6,5, majd 2002-re 5,8%-ára csökkentek).

1.3. Az államadósság mai jelentősége, terhei

A 2000-es években az európai trendnek megfelelően a költségvetési hiány és az eladósodás enyhe növekedést mutatott, majd 2009-ben – a gazdasági világválság körülményei között megnövekedett kormányzati kiadásoknak, valamint a GDP csökkenésének köszönhetően – felgyorsult, és az államadósság 2010-ben ismét elérte a 119%-os szintet.

Az olasz államadósság ma abszolút értékben nemzetközi összevetésben (az USA-t, Japánt és Németországot követve) a negyedik legmagasabb, összesen 1.902 Mrd euró[11]. Az egy állampolgárra vetített adósság nem kevesebb, mint 31.000 euró, amely világszinten – Japán és az USA után – a harmadik helyezésre „jogosít fel". Ez természetesen önmagában vizsgálva hatalmas összeg, ami érthetővé teszi, miért is minősül az olasz államadósság kockázati tényezőnek a piacok szemében. Csupán a kamattörlesztés éves szinten 70-80 Mrd euró közötti terhet ró az állami költségvetésre, ami kb. a GDP 4,5%-ának felel meg.

Érthető, hogy ilyen feltételek mellett bármilyen piaci bizonytalanság, pánik – az emelkedő hozamszintek révén - többmilliárdos kihatással van az államadósság kezelésének feltételeire a lejáró részletek megújításakor elérhető kamatok formájában. Megfigyelhető ugyanis, hogy az eurózóna periféria-államainak (Görögország, Írország, Portugália, illetve Spanyolország) nehézségeivel kapcsolatos piaci bizonytalanságok, a vonatkozó CDS-felárak emelkedése idején bár mérsékelten, de minden esetben nőtt az olasz és a német államkötvények hozamszintje közötti különbség (spread) is.[12]

Az olasz kormányzati szféra adósságának szerkezetét tekintve a nominális értéken túlmutató vizsgálat a csupán az adósság nagyságrendjére koncentráló ítéletekhez képest némiképp kedvezőbb képet eredményez. Az államadósság 83%-át ugyanis államkötvények teszik ki, melyek 77%-a közép-, illetve hosszú lejáratú. Átlagos futamidejük az utóbbi években emelkedő tendenciát mutat, 2010-ben 7,8 év, vagyis a – pl. 2011 nyarán is tapasztalt - hirtelen értékpapír-piaci ingadozások nem jelentenek azonnali vészhelyzetet az adósság finanszírozási terheiben. Mindazonáltal az évente megújítandó államkötvény-állomány kb. 300 Mrd euró, és egy ekkora összegnél a hozamszintek 1 százalékpontos emelkedése az első

[11] Bankitalia (2011c)

[12] A 2011 második felében ismételten kiéleződő pénzpiaci spekulációs nyomás eredményeképpen ráadásul pontosan Olaszország államkötvényei hozamszintjének emelkedése okozott fejfájást az olasz és az európai döntéshozóknak egyaránt: a spread ugyanis 2011 novemberében már a 600 pontot közelítette.

évben (2012-ben) 3 Mrd-os pluszterhet jelentene a költségvetésnek. A magasabb kamatok állandósulása mellett a második évben ez már 6-7, a harmadikban 8-10 Mrd-ot jelent. [13]

Az olasz államkötvények tulajdonosi szerkezete ugyancsak nem indokol komolyabb aggodalmat: 46%-a hazai pénzintézetek, 10%-a egyéb hazai szereplők, míg 44%-a külföldiek birtokában van.

Ezek az arányok önmagukért beszélnek: azt jelzik, hogy – bár az állampapírpiac méretéből adódóan nyilvánvalóan érzékenyen reagálhat az eurózóna válságának mozzanataira, a „fertőzési hatásról" szóló hírekre – rövid távú fizetésképtelenségi veszély nem áll fenn. Azaz, a helyzet messze nem olyan súlyos, mint Görögország, Portugália vagy Írország tekintetében, mely országok esetében azonnali fizetésképtelenségi veszélyt követően került sor a nemzetközi közösség mentőakcióira, ráadásul ez utóbbi államok adóssága lényegesen nagyobb arányban van külföldi kézben, mint Olaszországé.

Az államadósság kibocsátó szerinti bontásban történő vizsgálata alapján megállapíthatjuk, hogy a GDP 119%-ára rúgó tételből mintegy 7%-ért „felelősek" az önkormányzatok, és ez az arány az elmúlt években tapasztalt gazdasági világválság alatt sem emelkedett számottevően, a központi kormányzat adósságával ellentétben.

4. ábra: Az államadósság kibocsátó szerinti megoszlása (a GDP százalékában)

Composition of the public debt by issuer
(as a percentage of GDP)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
General government	**108.8**	**105.7**	**104.4**	**103.9**	**105.9**	**106.6**	**103.6**	**106.3**	**116.1**	**119.0**
Central government	*104.9*	*101.9*	*99.1*	*98.4*	*99.8*	*99.5*	*96.4*	*99.5*	*108.7*	*111.8*
Local government	*3.2*	*3.4*	*5.1*	*5.4*	*6.1*	*7.1*	*7.1*	*6.8*	*7.3*	*7.2*
Social security institutions	*0.6*	*0.4*	*0.2*	*0.1*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*

Forrás: Bankitalia (2011), 103. o.

1.4. Tágabb értelmezés: az összesített adósság és annak fedezete

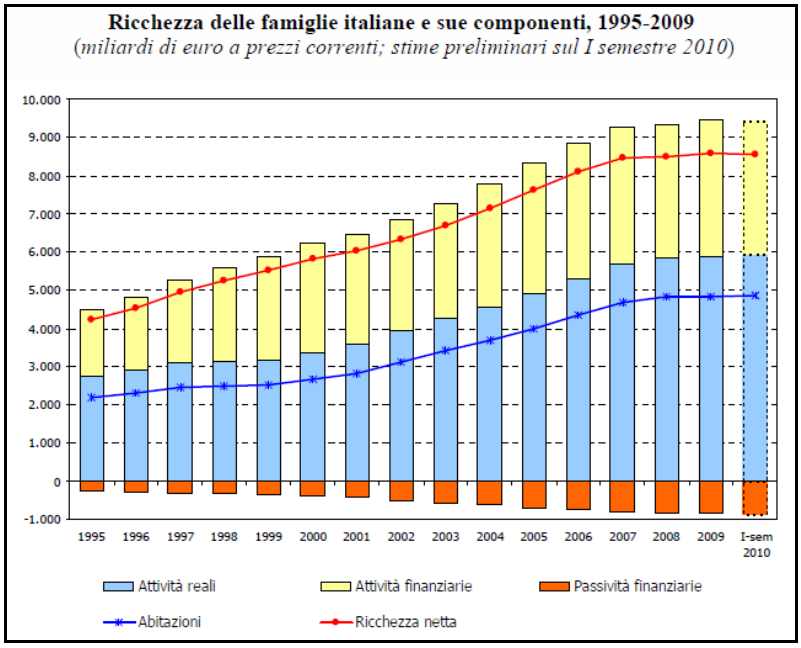
Olaszország pénzügyi helyzete egészének megértéséhez messze nem elegendő önmagában a szuverén adósságállomány vizsgálata, szükség van a többi gazdasági szereplő (háztartások, vállalatok) pozícióinak áttekintésére is. Ez ugyancsak árnyalja az államadósság kétségkívül kiemelkedő terheinek megítélését, illetve egy tágabb összefüggésbe helyezve – különösen nemzetközi összehasonlításban - annak fenntarthatóságára vonatkozóan is objektívebb képet kaphatunk.

E megfontolásból érdemes némi figyelmet fordítani a háztartások és a magánszféra eladósodottságára, valamint vagyonállományára, melynek eredményeképpen megállapíthatjuk: Olaszország nemhogy messze nem vehető egy kalap alá az ún. PIGS-államokkal, de adottságai több tekintetben kedvezőbbek, mint a fejlett államok többségében.

[13] *Sostenibilità del debito: dubbi sul medio termine.* In *Il Sole 24 Ore,* 2011.07.20.

Az olasz **háztartások** anyagi helyzete nemzetközi összevetésben igen előnyös. 2009 végén a családok nettó vagyona 8.600 Mrd eurót tett ki, melynek időbeli alakulását és összetevőit az alábbi ábra szemlélteti.

5. ábra: Az olasz háztartások vagyonállománya és összetevői, 1995-2009 (Mrd euróban)



Forrás: Bankitalia (2010a), 8. o.

A puszta számokon túlmutató jelentősége ennek az adatnak abban keresendő, hogy a háztartások vagyonállománya az államadósságot négy és félszeresen kompenzálja. A nettó vagyonállomány évek óta folyamatosan növekszik a bruttó rendelkezésre álló jövedelemmel összevetve, 2009 végén a két mutató közötti viszony 8,2-szeres volt (1995-ben még csak 6-szoros). Az egy háztartásra jutó átlagos vagyonállomány 350.000 eurót tesz ki (ebből 200.000 eurót képvisel a lakáscélú ingatlanok értéke), igaz, ennek eloszlása stabilan nagy koncentrációt mutat: a Gini-index 0,613[14]. A családok szegényebb fele az összvagyon 10%-ával, míg a leggazdagabb tizede annak 45%-ával rendelkezik.

Az olasz családok nettó vagyonállománya a rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyítva (2009-ben 8,2-szeres) lényegében megfelel a Franciaország, Nagy-Britannia és Japán által felmutatott eredménynek, míg jóval magasabb, mint Németországban vagy az USA-ban. A háztartások világszerte összegzett vagyonállományán (160.000 Mrd euró) belül Olaszország 5,7%-os részesedéssel bír, amely csaknem duplája a világ-GDP-ben képviselt 3%-os súlyának.

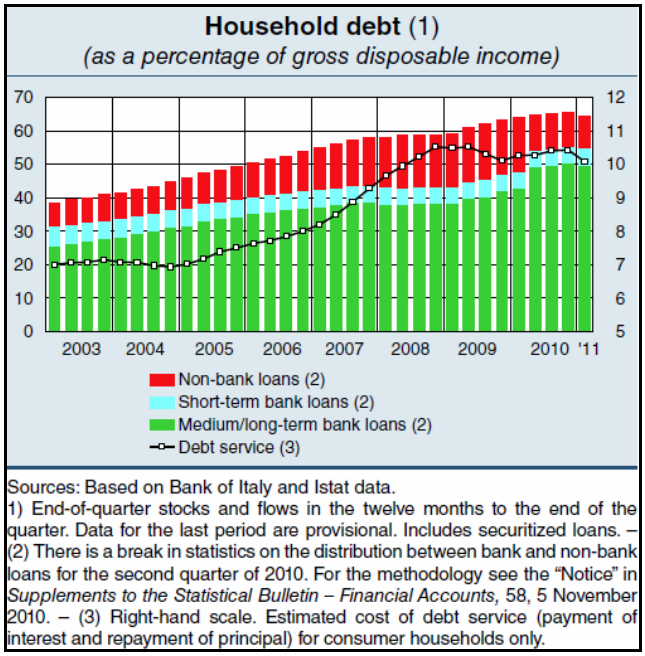
Az olasz háztartások nettó vagyonán belül az ingatlanállomány ugyancsak a rendelkezésre álló jövedelemmel összevetve 5,4-szeres értéket képvisel, ami kissé alatta marad a francia adatnak, de lényegesen meghaladja az USA, Kanada vagy Japán eredményét. A gazdasági válság fényében pozitívumnak tekinthető, hogy a megtakarítások az utóbbi évtizedben egyre nagyobb mértékben célozták meg a „reálszférát". Ennek megfelelően az össz-vagyonállományon belül az ingatlanok 68%-ot képviselnek (2000-ben ez az arány még 58%

[14] Bankitalia (2010a), 9. o.

volt).[15] A családok pénzügyi befektetéseinek súlya a rendelkezésre álló vagyonhoz viszonyítva (2,6-szeres szorzó) megfelel az angolszász országok átlagának, ugyanakkor lényegesen meghaladja az eurózóna szintjét (2-es szorzó).

A mérleg másik serpenyőjére tekintve megállapíthatjuk: a pénzügyi passzívumok Olaszországban csupán a családok rendelkezésre álló jövedelmének 64%-át teszik ki, amely a vizsgált országok közül a legalacsonyabb. Az eurózónában ez az arány átlagosan 99%, az angolszász országokban messze 100% fölötti. Más szavakkal: nemzetközi összevetésben az olasz háztartások meglehetősen kevéssé eladósodottak.

6. ábra: A háztartások adósságállománya



Sources: Based on Bank of Italy and Istat data.
1) End-of-quarter stocks and flows in the twelve months to the end of the quarter. Data for the last period are provisional. Includes securitized loans. – (2) There is a break in statistics on the distribution between bank and non-bank loans for the second quarter of 2010. For the methodology see the "Notice" in *Supplements to the Statistical Bulletin – Financial Accounts*, 58, 5 November 2010. – (3) Right-hand scale. Estimated cost of debt service (payment of interest and repayment of principal) for consumer households only.

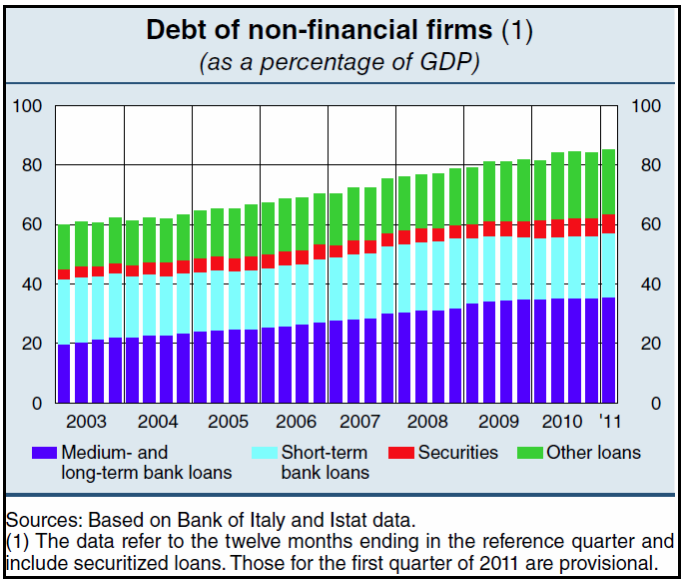
Forrás: Bankitalia (2011a), 24. o.

Hosszú ideje megfigyelhető, immár egy évtizede tartó tendencia viszont a háztartások megtakarítási hajlandóságának csökkenése, amely 2010-ben 12,1%-ot tett ki. Ennek rövid távú következményei lényegében nincsenek, és részben betudható a folyamatosan alacsony gazdasági növekedésnek is. 2004 óta a pénzügyi adósságok rendelkezésre álló jövedelmhez viszonyított aránya 21%-kal emelkedett (7%-kal gyorsabban, mint az eurózónában). Közép-és hosszabb távon viszont ez azt jelenti, hogy a belső megtakarítási források kiapadhatnak, és a növekvő gyorsaságú eladósodás előbb-utóbb rontani fogja a háztartások nemzetközi összehasonlításban igen jó relatív vagyoni helyzetét is.

Ha a háztartásokon kívül a **vállalati szektor** pénzügyi helyzetét is nagyító alá helyezzük, láthatjuk, hogy ez utóbi eladósodottsági szintje 85,3%-os értékkel is mintegy húsz százalékponttal alatta marad az eurózóna átlagának. Görögországot leszámítva a periféria-államok mindegyike ennél lényegesen kedvezőtlenebb adatot tud felmutatni.

[15] Bankitalia (2011e), 164. o.

7. ábra: Nem pénzügyi vállalkozások adósságállománya és összetétele

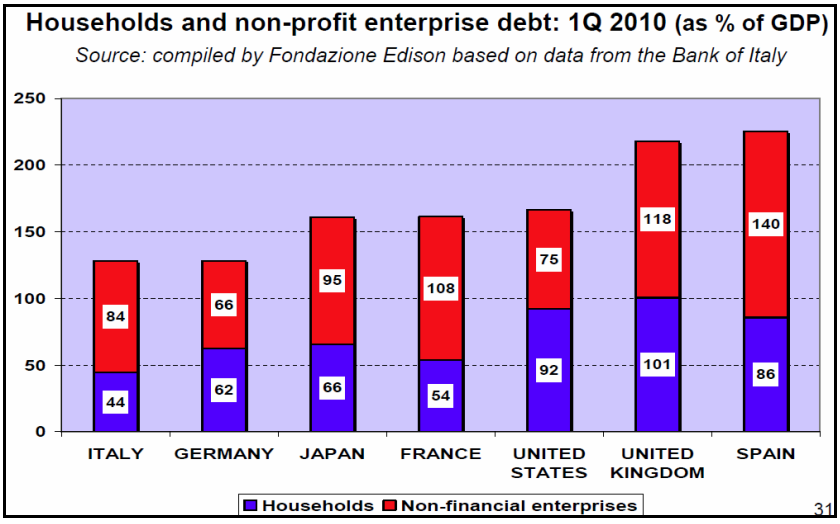


Forrás: Bankitalia (2011a), 22. o.

A háztartások és a nem pénzügyi vállalatok adósságát egészben tekintve megállapítható: Olaszországban a magánszféra adóssága nemzetközi összehasonlításban a legalacsonyabbak között van.

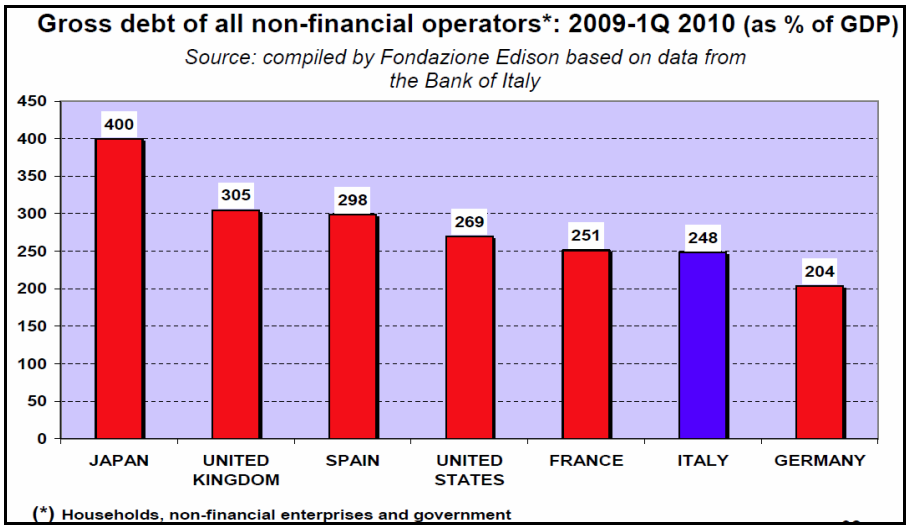
Az államadósság ezen, a magánadósság alacsony volta miatti „kompenzációja” eredményeképpen a nemzetgazdaság pénzügyi szférán kívüli szereplőinek (állam, háztartások, nem pénzügyi vállalatok) összesített adóssága terén a G-7-ek között Olaszországnál csak Németország rendelkezik kedvezőbb mutatóval.

8. ábra: Háztartások és nem pénzügyi vállalkozások adóssága (a GDP arányában)



Forrás: Fortis, M. (2010), 31. o.

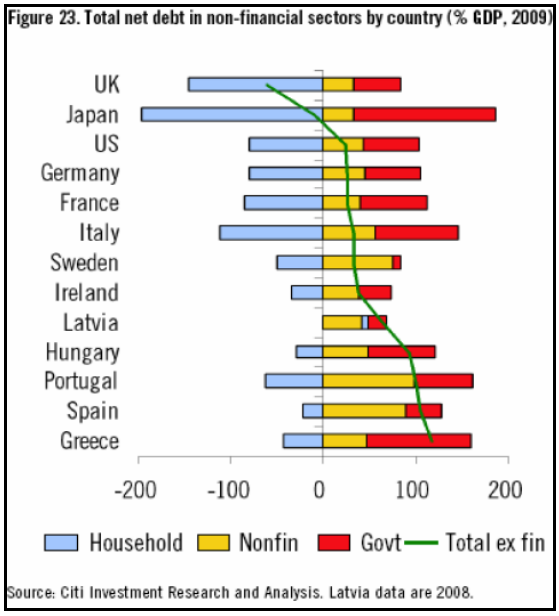
9. ábra: Nem pénzügyi szereplők bruttó adóssága (a GDP arányában)



Forrás: Fortis, M. (2010), 32. o.

A Citibank által újabban használt ***összesített nettó adósság*** mutató tekintetében – amely figyelembe veszi a háztartások vagyonállományát is – az alábbi ábrán láthatjuk, hogy Olaszország jóval kedvezőbb helyzetben van, mint az eurózóna periféria-államai. Ugyanezt támasztják alá az olasz jegybank, valamint az IMF kutatásai is (ld. az alábbi ábrákat).

10. ábra: Öszesített nettó adósság (a GDP százalékában)



Forrás: King (2010)

11. ábra: Pénzügyi stabilitási mutatók (a GDP százalékában)

Financial sustainability indicators (1)
(per cent of GDP)

	Public debt (2)		Public deficit (2)		Sustainability indicator (3)	Private debt Q1 2010 (4)		International economic accounts 2009	
	2009	2012	2009	2012		Households	Non-financial firms	Current and capital account balance	International investment position
Italy	116.0	119.9	5.3	3.5	2.6	44.3	83.8	-3.2	-19.3
Germany	73.4	75.2	3.0	1.8	4.5	62.2	66.1	5.0	37.3
France	78.1	89.8	7.5	5.8	7.1	53.7	107.7	-1.9	-12.5
Spain	53.2	73.0	11.1	5.5	15.3	85.7	139.7	-5.1	-92.1
Greece	126.8	156.0	15.4	7.6	20.3	52.4	70.0	-10.0	-84.0
Portugal	76.1	92.4	9.3	5.1	8.9	96.8	162.8	-7.5	-108.7
Ireland	65.5	114.3	14.4	9.1	14.8	118.0	210.0	-3.8	-98.4
Euro area	79.2	88.0	6.3	3.9	6.8	65.4	102.9	-0.5	-16.2
United Kingdom	68.2	86.6	11.4	6.4	13.5	100.5	117.5	-1.0	-19.7
United States (5)	84.3	102.9	12.9	6.7	14.0	92.0	74.5	-2.7	-19.4
Japan (5)	217.6	238.6	10.2	8.1	....	65.6	95.4	2.7	56.1

Sources: European Commission, IMF, national financial accounts and balance-of-payments statistics.
(1) For the public and private debt and the international investment position, end-of-period data. – (2) Data are taken from European Commission, *European Economic Forecast*, Autumn 2010, for EU countries, and from IMF, *Fiscal Monitor*, November 2010, for the United States and Japan. – (3) The increase in the primary surplus/GDP ratio needed to stabilize the debt/GDP ratio. For the EU countries, estimates are based on demographic and macroeconomic projections agreed at European level. The estimate for Italy does not include the effects of the measures concerning pensions passed in the summer, which official estimates calculate will produce savings rising to 0.5 per cent of GDP in 2030. Data are taken from European Commission, *Public Finances in EMU*, October 2010, for EU countries, and from IMF, *Country Report*, 10/248, July 2010, for the United States.– (4) Unconsolidated data. For Portugal end-2009 data. For the United Kingdom, the United States and Japan Q2 2010 data. – (5) Non-harmonized statistics. For the United States, the data for firms refer to the non-financial business sector.

Bankitalia (2010), 12. o.

Amennyiben vizsgálódásunkat kiterjesztjük a **pénzügyi világ** szereplőire, akkor megállapíthatjuk, hogy Olaszország e vonatkozásban sincs veszélyzónában: a pénzintézetek bruttó adóssága (a GDP 99%-a) jóval alacsonyabb az eurózóna átlagánál (148%), de a spanyol, belga, francia, és különösképpen az ír adatnál is. Ugyanez igaz az olasz bankok tőkeáttételi mutatójára, amely – 21,5-es átlaggal, az európai 27,5-es értékkel szemben - európai összevetésben a legalacsonyabbak között van.[16] Mindez bizonyítja, hogy az olasz bankszektor befektetési-hitelezési gyakorlata inkább konzervatív, amely a jelenlegi gazdasági-pénzügyi világválság során inkább előnyt jelentett, mint hátrányt.[17]

Az olasz bankszféra stabil helyzetét bizonyítja az a tény is, hogy az EU által lebonyolított 2011. júliusi banki stressz-tesztet[18] az összes hazai pénzintézet eredményesen kiállta.

Mindamellett, az olasz bankok még a 2011-es piaci turbulenciáknak is sikeresen látszanak ellenállni. Az év első feléről szóló beszámolók szerint az öt legnagyobb olasz bankcsoport jövedelmezősége (éves szinten 4,5%-os tőkearányos nyereség) nemzetközi összehasonlításban ugyan alacsony de stabil, lényegében változatlan a korábbi időszakhoz képest. További kedvező fejlemény, hogy a 2011 tavaszán végrehajtott tőkeemeléseknek köszönhetően a legnagyobb olasz bankcsoportok stabilitása tovább emelkedett (június végére az átlagos core tier 1 mutató 8,6%-ra emelkedett a 2010 végi 7,4%-ról).[19]

Az egyes nemzetgazdaságok különböző szektorainak pénzügyi helyzetének áttekintésére az alábbi ábra tesz kísérletet:

[16] *Ecco i debiti sovrani che spaventano l'Fmi.* In *Il Sole 24 Ore,* 2011.04.17.
[17] *Banche italiane virtuose sulla leva.* In *Il Sole 24 Ore,* 2011.08.12.
[18] Amelynek hitelességét a 2011. őszi események, pl. a Dexia megmentésének szükségessége okán részben megkérdőjelezik.
[19] Bankitalia (2011b), 34. o.

12. ábra: Eladósodottsági mutatók egyes fejlett országokban (2010, a GDP százalékában)

Table 1.1. Indebtedness and Leverage in Selected Advanced Economies[1]
(Percent of 2010 GDP, unless noted otherwise)

	United States	Japan	United Kingdom	Canada	Euro area	Belgium	France	Germany	Greece	Ireland	Italy	Portugal	Spain
Government gross debt, 2011[2]	100	229	83	84	87	97	88	80	152	114	120	91	64
Government net debt, 2011[2,3]	72	128	75	35	67	82	78	55	n.a.	95	101	86	53
Primary balance, 2011[2]	-9.0	-8.6	-5.5	-4.1	-1.7	-0.5	-3.5	-0.3	-0.9	-7.5	0.2	-1.6	-4.6
Households' gross debt[4]	91	74	107	93	72	55	69	62	68	129	50	103	90
Households' net debt[4,5]	-230	-231	-184	n.a.	-129	-204	-131	-130	-56	-60	-178	-126	-74
Nonfinancial corporates' gross debt[4]	76	138	128	n.a.	142	161	157	69	71	278	119	154	205
Nonfinancial corporates' debt over equity (percent)	105	176	89	72	106	43	76	105	218	113	135	145	152
Financial institutions' gross debt[4]	97	188	735	n.a.	148	139	148	95	21	664	99	65	113
Bank leverage[6]	13	23	24	18	26	30	26	32	17	18	20	17	19
Bank claims on public sector[4]	8	76	7	20	n.a.	22	19	25	27	28	32	16	22
Total economy gross external liabilities[4,7]	144	64	696	91	174	417	254	181	194	1,598	153	293	215
Total economy net external liabilities[4,7]	19	-52	14	7	13	-43	11	-39	99	102	20	106	90
Government debt held abroad[8]	32	7	27	20	29	68	64	53	61	59	47	57	50

Sources: Bank for International Settlements (BIS); Bloomberg, L.P.; EU Consolidated Banking Data; U.S. Federal Deposit Insurance Corporation; Haver Analytics; IMF, International Financial Statistics, Monetary and Financial Statistics, and World Economic Outlook databases; BIS-IMF-OECD-World Bank Joint External Debt Hub; and IMF staff estimates.

[1]Cells shaded in red indicate a value in the top 25 percent of a pooled sample of all countries shown in table from 1990 through 2009 (or longest sample available). Green shading indicates values in the bottom 50 percent, yellow in the 50th to 75th percentile. The sample for bank leverage data starts in 2008 only.

[2]World Economic Outlook projections for 2011.

[3]Net general government debt is calculated as gross debt minus financial assets corresponding to debt instruments.

[4]Most recent data divided by 2010 GDP.

[5]Household net debt is calculated using financial assets and liabilities from a country's flow of funds.

[6]Leverage is defined as tangible assets to tangible common equity for domestic banks.

[7]Calculated from assets and liabilities reported in a country's international investment position.

[8]Most recent data for externally held general government debt (from Joint External Debt Hub) divided by 2010 gross general government debt.

Forrás: IMF (2011), 6. o.

1.5. Az adósságprobléma egészének értékelése, kommunikációja

Az olasz államadósság valóban súlyos problémáját viszonylagossá teszi a gazdaság egyéb szereplőinek vagyoni és eladósodottsági helyzete. Ennek megfelelően igaz ugyan, hogy az államadósság jóval magasabb, mint az eurózóna egészének átlaga – és e vonatkozásban Olaszország inkább a periféria-államokkal mutat hasonlóságot, de mindennek megvan a „fedezete". Elsősorban a lakosság kiemelkedően magas vagyonállományára kell gondolnunk, amely végső esetben egy esetleges vagyonadó bevezetésével garanciát jelenthet az államháztartás stabilizációjára, az államadósság fenntarthatóságára. Ezen túlmenően fontos tényező mind a pénzintézetek, mind a magánszféra nemzetközi összevetésben szignifikánsan alacsony eladósodottsági szintje. Ez utóbbi megállapítás nem igaz a PIGS-államokra, vagyis a többi periféria-ország és Olaszország között lényegében ez jelenti a minőségi különbséget.

A nemzetközi fórumokon Olaszország igyekszik kihasználni ezt a nemzetgazdaságára jellemző kettősséget. Mindent megtesz azért, hogy az államadósság – számára kedvezőtlen – mutatóját relativizálja és annak fenntarthatóságát hangsúlyozza. Ebből adódik az a törekvés, hogy bevezesse a köztudatba az összesített, azaz aggregált adósság fogalmát, így relativizálva államadóssága negatív megítélését a gazdaságára jellemző alacsony magánadóssági által.

Az olasz gazdaságdiplomácia másik megfigyelhető törekvése volt annak tudatosítása, hogy bár államadóssága magas, az államháztartást sikerült „kézben tartani" a 2008-ban kezdődő világgazdasági válság ellenére is. E megállapítás helytállóságára kísérel meg választ találni a következő fejezet.

2. Olasz államháztartás és eladósodás az európai adósságválság idején

A 2007-ben kezdődött pénzpiaci megingás, majd 2008-ban a Lehman Brothers csődje által nyilvánvalóvá vált és a reálgazdaságra is kihatással bíró nemzetközi pénzügyi válság Olaszországot sem kímélte.

A recesszióra adott általános nyugat-európai és észak-amerikai reakciók a kormányzatok által végrehajtott bankmentő és gazdaságélénkítő csomagok voltak, melyek magukkal vonták a költségvetési hiány elszabadulását, és a későbbiekben mindebből adódóan természetesen az államadósság is meredek emelkedésnek indult. Kissé leegyszerűsítve a képet azt mondhatjuk, hogy a magánadóssági válság (az USA-ban és egyes európai periféria-államokban „kipukkant" ingatlanpiaci buborékok) átalakult államadóssági válsággá, az állam közbelépése révén a magánszféra adóssága pedig államadóssággá változott át. A legtöbb államban ennek a folyamatnak a része volt a pénzintézetek csődjétől való félelem miatt kidolgozott gigantikus bankmentő csomagok és a bankszféra feltőkésítésére irányuló intézkedések elfogadása. Csak 2009-ben Hollandia a GDP 10, az Egyesült Királyság 8, Luxemburg 7, Belgium 6, Németország 4%-át fordította ilyen célra.

Az olasz bankok esetében szinte egyedülálló módon – a konzervatívabb hitelezési gyakorlatnak köszönhetően – ilyen nagyszabású állami mentőcsomagra nem volt szükség, a pénzintézetek „kisegítésére" mindössze 4 Mrd eurót, a GDP 0,3%-át fordították.[20] Mindemellett az államháztartás a válság éveiben – a nyugati gazdaságokkal összhangban – átmenetileg letért az egyensúlyi pályáról.

E tény mellett megállapíthatjuk, hogy lehetőségeihez képest az olasz kormány igyekezett fenntartani a fiskális szigort, mely irányvonalat – több alkalommal nem egy minisztertársával is konfliktusba keveredve – Giulio Tremonti pénzügyminiszter képviselt a legkeményebben. A felelős költségvetési politikára törekvés a magas államadósság finanszírozási igényeivel, mint fő kockázati tényezővel függ össze. A pénzügypolitika az ország azon alapvető érdekét tartotta szem előtt, hogy ne növekedjen a görög, ír és portugál minta szerinti spekulációs nyomás az olasz államkötvénypiacra.

A gazdasági növekedés beindulására nyilvánvalóan negatív hatással volt ez a törekvés, de megállapítható, hogy Olaszország inkább a kézben tartott költségvetés, mint a deficitből – azaz adósságból – történő GDP-növekedés gyakorlatát alkalmazta a válság éveiben. Ennek megfelelően a költségvetési hiány 2008-2009 során tapasztalt nagyfokú emelkedése 2010-ben megtört, és az államháztartás európai összehasonlításban viszonylag kedvező helyzetbe került.

A fiskális politika alapvetően a 2008-ban elfogadott hároméves költségvetési program szerint alakult, de a görög államadósságot érintő piaci turbulenciák mellett a kormány 2010 májusára hozta előrébb a 2011-2013-ra vonatkozó kiigazító csomag elfogadását. (Ez a csomag 2011-re 12 – a GDP 0,8%-a -, 2012-re és 2013-ra egyaránt 25 Mrd eurós – a GDP 1,5%-a – nagyságrendű, elsősorban a kiadások és az adóelkerülés mérséklésére vonatkozó intézkedéseket tartalmazott.)[21]

[20] Ministero dell'Economia e delle Finanze (2011a), 63. o.
[21] Bankitalia (2011e), 157. o.

A gazdasági visszaesés következtében a költségvetés bevételei 2009-ben 2,2%-kal (16 Mrd euró) csökkentek, míg 2010-ben enyhe, 0,9%-os (6,6 Mrd euró) emelkedésre került sor, elérve a GDP 46,6%-át.

13. ábra: A központi kormányzat bevételei (a GDP százalékában)

General government revenue (1)
(as a percentage of GDP)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Direct taxes	14.7	13.9	13.4	13.3	13.3	14.4	15.1	15.3	14.7	14.6
Indirect taxes	14.2	14.3	14.0	14.0	14.2	14.8	14.7	13.8	13.6	14.0
Capital taxes	0.1	0.2	1.3	0.6	0.1	0.0	0.0	0.0	0.8	0.2
Tax revenue	**29.0**	**28.4**	**28.7**	**28.0**	**27.6**	**29.2**	**29.8**	**29.1**	**29.0**	**28.8**
Social security contributions	12.3	12.5	12.6	12.6	12.8	12.8	13.3	13.8	14.1	13.8
Tax revenue and social security contributions	**41.3**	**40.8**	**41.4**	**40.6**	**40.4**	**42.0**	**43.1**	**42.9**	**43.1**	**42.6**
Other current revenue	3.5	3.5	3.4	3.6	3.5	3.6	3.5	3.6	3.8	3.8
Other capital revenue	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Total revenue	**45.0**	**44.5**	**45.1**	**44.5**	**44.2**	**45.8**	**46.9**	**46.7**	**47.1**	**46.6**

Source: Based on Istat data.
(1) Rounding may cause discrepancies.

Forrás: Bankitalia (2011), 95. o.

A kormányzati kiadások ezzel szemben 2008-ban 1, 2009-ben pedig 3 százalékponttal nőttek, vagyis a számok is alátámasztják, azt az állítást, hogy Olaszországban nem „szaladtak el" a kiadások olyan mértékben, ami a költségvetési hiány fenntarthatatlanságát okozta volna. 2010-ben ráadásul a második világháborút követő időszakban első ízben csökkentek nominálisan is (0,5%-kal, a GDP 46,7%-ára) a kormányzat elsődleges kiadásai.

14. ábra: A központi kormányzat kiadásai (a GDP százalékában)

General government expenditure (1)
(as a percentage of GDP)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Compensation of employees	10.5	10.6	10.8	10.8	11.0	11.0	10.6	10.8	11.3	11.1
Intermediate consumption	5.1	5.2	5.3	5.4	5.5	5.2	5.2	5.5	6.0	5.9
Market purchases of social benefits in kind	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	2.8	2.7	2.7	3.0	2.9
Social benefits in cash	16.2	16.5	16.8	16.9	17.0	17.0	17.1	17.7	19.2	19.3
Interest payments	6.3	5.5	5.1	4.7	4.6	4.6	5.0	5.2	4.6	4.5
Other current expenditure	3.2	3.3	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	3.8	4.1	4.0
Total current expenditure	**43.9**	**43.8**	**44.2**	**44.0**	**44.4**	**44.2**	**44.3**	**45.6**	**48.1**	**47.8**
of which: current expenditure net of interest payments	*37.6*	*38.3*	*39.1*	*39.3*	*39.8*	*39.5*	*39.3*	*40.4*	*43.5*	*43.2*
Gross fixed investment (2)	2.4	1.7	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.5	2.1
Other capital expenditure	1.8	1.9	1.9	1.5	1.7	2.7	1.7	1.5	1.8	1.4
Total capital expenditure (2)	**4.2**	**3.6**	**4.3**	**4.0**	**4.1**	**5.0**	**4.0**	**3.8**	**4.4**	**3.5**
Total expenditure (2)	**48.1**	**47.4**	**48.6**	**48.0**	**48.5**	**49.2**	**48.4**	**49.4**	**52.5**	**51.2**
of which: expenditure net of interest payments (2)	*41.8*	*41.9*	*43.4*	*43.3*	*43.9*	*44.6*	*43.4*	*44.2*	*47.8*	*46.7*

Source: Based on Istat data.
(1) Rounding may cause discrepancies. – (2) The proceeds of sales of public assets are recorded as a deduction from this item.

Forrás: Bankitalia (2011), 97. o.

A gazdasági válság első éveiben tehát a költségvetési hiány megugrásának betudhatóan a nettó eladósodás komoly emelkedésnek indult (a 2007-es 23,5 Mrd eurós szintjéről 2008-ban 42, 2009-ben 82 Mrd-ra). Ebből adódóan a GDP-arányos államadósság is nagymértékben, a 2007-es 103,6%-ról 2008-ban 106,3, 2009-re 116,1%-ra, majd 2010-re 119%-ra emelkedett.

A GDP-arányos költségvetési hiány tekintetében leszögezendő, hogy Olaszországban ez az adat ugyan 2008-ban enyhén (2,7%) meghaladta az eurózóna átlagát (2%), de mind 2009-ben (5,4%), mind 2010-ben (4,6%) alulmúlta azt. Különösen érdekes a kép, ha a költségvetési hiány alakulását a PIGS-államokéval vetjük össze, ugyanis ez esetben is láthatjuk, hogy Olaszország költségvetési politikáját jóval nagyobb kontroll alatt sikerült tartani. Portugáliában és Spanyolországban az olasz szinthez viszonyítva rendre kétszeres, Görögországban csaknem háromszoros, Írországban 2008-ban és 2009-ben csaknem háromszoros, 2010-ben pedig hétszeres arányról beszélhetünk.

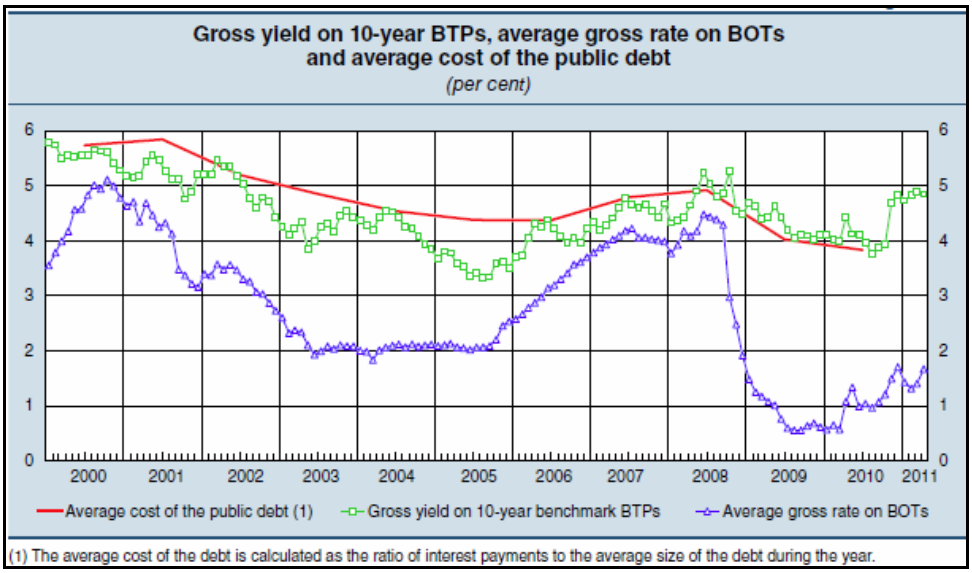
15. ábra: EU-tagállamok költségvetési hiánya (a GDP százalékában)

TIME	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GEO										
European Union (27 countries)	-1,4	-2,5	-3,1	-2,9	-2,5	-1,5	-0,9	-2,4	-6,8	-6,4
Euro area (17 countries)	-1,9	-2,6	-3,1	-2,9	-2,5	-1,4	-0,7	-2,0	-6,3	-6,0
Belgium	0,4	-0,1	-0,1	-0,3	-2,7	0,1	-0,3	-1,3	-5,9	-4,1
Germany (including former GDR from 1991)	-2,8	-3,7	-4,0	-3,8	-3,3	-1,6	0,3	0,1	-3,0	-3,3
Estonia	-0,1	0,3	1,7	1,6	1,6	2,4	2,5	-2,8	-1,7	0,1
Ireland	0,9	-0,4	0,4	1,4	1,6	2,9	0,1	-7,3	-14,3	-32,4
Greece	-4,5	-4,8	-5,6	-7,5	-5,2	-5,7	-6,4	-9,8	-15,4	-10,5
Spain	-0,6	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	2,0	1,9	-4,2	-11,1	-9,2
France	-1,5	-3,1	-4,1	-3,6	-2,9	-2,3	-2,7	-3,3	-7,5	-7,0
Italy	-3,1	-2,9	-3,5	-3,5	-4,3	-3,4	-1,5	-2,7	-5,4	-4,6
Cyprus	-2,2	-4,4	-6,5	-4,1	-2,4	-1,2	3,4	0,9	-6,0	-5,3
Luxembourg	6,1	2,1	0,5	-1,1	0,0	1,4	3,7	3,0	-0,9	-1,7
Malta	-6,4	-5,5	-9,9	-4,7	-2,9	-2,8	-2,4	-4,5	-3,7	-3,6
Netherlands	-0,2	-2,1	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,2	0,6	-5,5	-5,4
Austria	0,0	-0,7	-1,5	-4,5	-1,7	-1,6	-0,9	-0,9	-4,1	-4,6
Portugal	-4,3	-2,9	-3,0	-3,4	-5,9	-4,1	-3,1	-3,5	-10,1	-9,1
Slovenia	-4,0	-2,5	-2,7	-2,3	-1,5	-1,4	-0,1	-1,8	-6,0	-5,6
Slovakia	-6,5	-8,2	-2,8	-2,4	-2,8	-3,2	-1,8	-2,1	-8,0	-7,9
Finland	5,0	4,0	2,4	2,3	2,7	4,0	5,2	4,2	-2,6	-2,5
United Kingdom	0,5	-2,1	-3,4	-3,4	-3,4	-2,7	-2,7	-5,0	-11,4	-10,4

Forrás: Eurostat (http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/), letöltés: 2011.08.30.

Az olasz államháztartás számára e helyen mindenképpen megemlítendő előnyt jelentett az euróövezetben tapasztalt refinanszírozási kamatláb-csökkenés. Ez tette lehetővé, hogy az államadósság nagyfokú emelkedése ellenére – az olasz államkötvények hozamának mérséklődése által – a GDP-arányos adósságszolgálat nem indult robbanásszerű emelkedésnek.

16. ábra: Tíz- (BTp) és egyéves (BOT) államkötvények hozamszintje (%) és az államadósság átlagos finanszírozási igénye (a GDP százalékában)



Bankitalia (2011), 99. o.

Az államadósság finanszírozási igénye a 2007-es 27 Mrd-ról 2008-ban 49, majd 2009-ben 86 Mrd euróra (a GDP 5,4%-a) nőtt. E tekintetben ugyanakkor már 2010-ben mutatkoztak a stabilizáció jelei, amikor is az adósságszolgálat csaknem 20 Mrd-dal, 67 Mrd euróra (a GDP 4,6%-a) mérséklődött.

2010-re – a GDP-nek az államadósság kamatterheire fordított 4,6%-os részétől eltekintve – lényegében költségvetési egyensúly alakult ki, ami európai összevetésben kiemelkedő eredmény.

17. ábra: A központi kormányzat egyenlegei és adóssága (millió euró)

General government balances and debt
(millions of euros)

	2006	2007	2008	2009	2010
Net borrowing	49,921	23,541	42,705	81,741	71,211
Total borrowing requirement	59,282	26,812	49,144	85,912	67,036
Borrowing requirement net of privatization receipts (1)	59,320	30,312	49,163	86,711	67,045
Debt	1,584,096	1,602,116	1,666,603	1,763,864	1,843,051
Memorandum items:					
Treasury deposits at the Bank of Italy	22,864	9,721	20,333	31,731	43,249
Loans to EMU member states	–	–	–	–	3,890
Average residual maturity of the debt (in years)	7.2	7.2	7.5	7.6	7.8

Source: For net borrowing, Istat.
(1) The privatization receipts are those of central government.

Bankitalia (2011), 101. o.

18. ábra: Fő költségvetési mutatószámok (a GDP százalékában)

Main indicators of the general government finances (1)
(as a percentage of GDP)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Revenue	45.0	44.5	45.1	44.5	44.2	45.8	46.9	46.7	47.1	46.6
Expenditure (2)	48.1	47.5	48.6	48.0	48.5	49.2	48.4	49.4	52.5	51.2
of which: interest payments	*6.3*	*5.6*	*5.1*	*4.8*	*4.7*	*4.7*	*5.0*	*5.2*	*4.6*	*4.5*
Primary surplus	3.2	2.7	1.6	1.2	0.3	1.3	3.5	2.5	-0.7	-0.1
Net borrowing	3.1	2.9	3.5	3.5	4.3	3.4	1.5	2.7	5.4	4.6
Borrowing requirement net of privatization receipts	5.0	3.1	4.3	4.2	5.3	4.0	2.0	3.1	5.7	4.3
Debt	108.8	105.7	104.4	103.9	105.9	106.6	103.6	106.3	116.1	119.0

Source: Based on Istat data for the general government consolidated accounts items.
(1) Rounding may cause discrepancies. – (2) The proceeds of sales of public assets are recorded as a deduction from this item.

Bankitalia (2011), 94. o.

Az euróövezetben a nettó eladósodás ugyancsak érdemben emelkedett ebben az időszakban, a 2007-es 0,7%-kal szemben 2009-re a GDP 6,3%-ával „tetőzött", majd 2010-ben 6%-ra mérséklődött. Az eurózóna egészének államadóssága ugyancsak emelkedett a gazdasági-pénzügyi válság éveiben, a 2009-es 79,3, majd a 2010-es 85,4%-s GDP-arányos szintig.Bár az olasz államadósság összességében ezt a szintet mintegy 35 százalékponttal meghaladja, fontos kiemelni, hogy míg az eurózóna átlaga tovább növekszik (2012-ben meg fogja közelíteni a 89%-ot), addig Olaszországban 2012-ben már az államadósság GDP-arányos szintjének csökkenése várható.

19. ábra: A központi kormányzat nettó eladósodása és adósságállománya (a GDP százalékában)

General government net borrowing and debt
(as a percentage of GDP)

	Net borrowing				Debt			
	2009	2010	2011 (1)	2012 (1)	2009	2010	2011 (1)	2012 (1)
Austria	4.1	4.6	3.7	3.3	69.6	72.3	73.8	75.4
Belgium	5.9	4.1	3.7	4.2	96.2	96.8	97.0	97.5
Cyprus	6.0	5.3	5.1	4.9	58.0	60.8	62.3	64.3
Estonia	1.7	-0.1	0.6	2.4	7.2	6.6	6.1	6.9
Finland	2.6	2.5	1.0	0.7	43.8	48.4	50.6	52.2
France	7.5	7.0	5.8	5.3	78.3	81.7	84.7	86.8
Germany	3.0	3.3	2.0	1.2	73.5	83.2	82.4	81.1
Greece	15.4	10.5	9.5	9.3	127.1	142.8	157.7	166.1
Ireland	14.3	32.4	10.5	8.8	65.6	96.2	112.0	117.9
Italy	5.4	4.6	4.0	3.2	116.1	119.0	120.3	119.8
Luxembourg	0.9	1.7	1.0	1.1	14.6	18.4	17.2	19.0
Malta	3.7	3.6	3.0	3.0	67.6	68.0	68.0	67.9
Netherlands	5.5	5.4	3.7	2.3	60.8	62.7	63.9	64.0
Portugal	10.1	9.1	5.9	4.5	83.0	93.0	101.7	107.4
Slovakia	8.0	7.9	5.1	4.6	35.4	41.0	44.8	46.8
Slovenia	6.0	5.6	5.8	5.0	35.2	38.0	42.8	46.0
Spain	11.1	9.2	6.3	5.3	53.3	60.1	68.1	71.0
Euro area	6.3	6.0	4.3	3.5	79.3	85.4	87.7	88.5

Source: European Commission, *Spring Forecasts*, May 2011.
(1) Forecasts.

Bankitalia (2011), 38. o.

A kormány által 2011 áprilisában elfogadott gazdasági és pénzügyi dokumentum kötelezettséget vállal a nettó eladósodás 3% alá szorítására, majd 2014-re – Európában szinte egyedülálló módon - a költségvetési egyensúly elérésére.

A 2011 nyarán az olasz államkötvényeket ért spekulációs támadások miatt végül egy kiegészítő kiigazítási csomag elfogadásával lényegében 2013-ra hozták előre a költségvetési egyensúly elérését. Emögött az a törekvés húzódik meg, hogy ezúttal – az 1980-as évek végének gyakorlatával ellentétben – a költségvetés elsődleges hiányát érintő intézkedéseket ne „semlegesíthesse" a kamatfizetésre fordított teher növekedése.

A kormányzati tervek szerint az államadósság – a 2011 augusztusában kidolgozott kiigazító intézkedések eredményeképpen, egyensúly-közeli költségvetés mellett – 2014-re a GDP 113%-ára csökken. 2014-től pedig - az európai gazdasági kormányzás új szabályai szerint – a 60%-on felüli részt évente egyhuszaddal kell csökkenteni. Ily módon 2015-től húsz év alatt, 2034-re mérséklődne az olasz államadósság a bruttó hazai össztermék 80%-a alá, természetesen csakis folyamatos szigorú költségvetési politika mellett.

A 2011. nyári kiigazító csomagok és a felülvizsgált növekedési adatok fényében aktualizált mutatókat szemlélteti az alábbi ábra:

20. ábra: A központi kormányzat egyenlegei (a GDP százalékában)

General government balances (1)
(millions of euros and percentages of GDP)

	2010	2011	2012	2013	2014
Net borrowing	71,211	61,668	25,296	1,690	-2,839
as a % of GDP	*4.6*	*3.9*	*1.6*	*0.1*	*-0.2*
Primary balance	-1,059	14,925	60,510	89,102	97,141
as a % of GDP	*-0.1*	*0.9*	*3.7*	*5.4*	*5.7*
Interest payments	70,152	76,593	85,806	90,792	94,302
as a % of GDP	*4.5*	*4.8*	*5.3*	*5.5*	*5.5*
Debt	....	....	....	....	....
as a % of GDP	*119.0*	*120.6*	*119.5*	*116.4*	*112.6*
Memorandum item:					
Real GDP growth	*1.3*	*0.7*	*0.6*	*0.9*	*1.2*

Sources: For the general government consolidated accounts for 2010, Istat; for 2011-14, Economic and Financial Document update.
(1) Rounding may cause discrepancies in totals.

Bankitalia (2011b), 39. o.

3. A gyenge gazdasági növekedés problémája

Az államadósság magas szintje önmagában nem indokolna egy olyan mértékű piaci nyomást Olaszországgal szemben, mint amilyet 2011 második felében tapasztaltunk. A pénzpiaci szereplők aggodalma az olasz gazdasági növekedési teljesítmény és kilátások negatívumai felé fordulnak, vagyis attól tartanak, hogy a GDP-növekedés beindítása nélkül Olaszország hosszú távon nem lesz képes törleszteni adósságait.

Anélkül, hogy a gyenge növekedés – egy külön tanulmányt kitevő - okait (magas adóterhelés, a munkaerőpiac rugalmatlansága, az adóelkerülés magas aránya, az infrastruktúra-ellátottság hiányosságai, az alacsony K+F ráfordítások, stb.) részletesen is áttekintenénk, érdemes annak hatásait röviden összefoglalni, különösen ami az államadósság alakulását illeti.

A második világháborút követő tízéves újjáépítési időszak, majd az 1955 és 1963 közötti „gazdasági csoda” éveit jellemző magas növekedési mutatók után egyre kisebb GDP-bővülést tapasztalunk. Az 1960-as évtizedben még ezzel együtt is kedvező, éves átlagban 6% körüli gazdasági növekedés jellemzi Olaszországot.

Az 1970-es években – az olajválságok, a líra leértékelődése, a magas infláció és a társadalmi elégedetlenségi hullámok körülményei között – a korábbi időszakhoz képest jóval szerényebb, mintegy 3,5%-os éves átlagnövekedéseket tapasztalunk. Ez annak fényében különösen problematikus helyzet volt, hogy az évtized második felében lényegesen emelkedett az államadósság kamatterhe, 1978-ban elérve a GDP 5%-át.

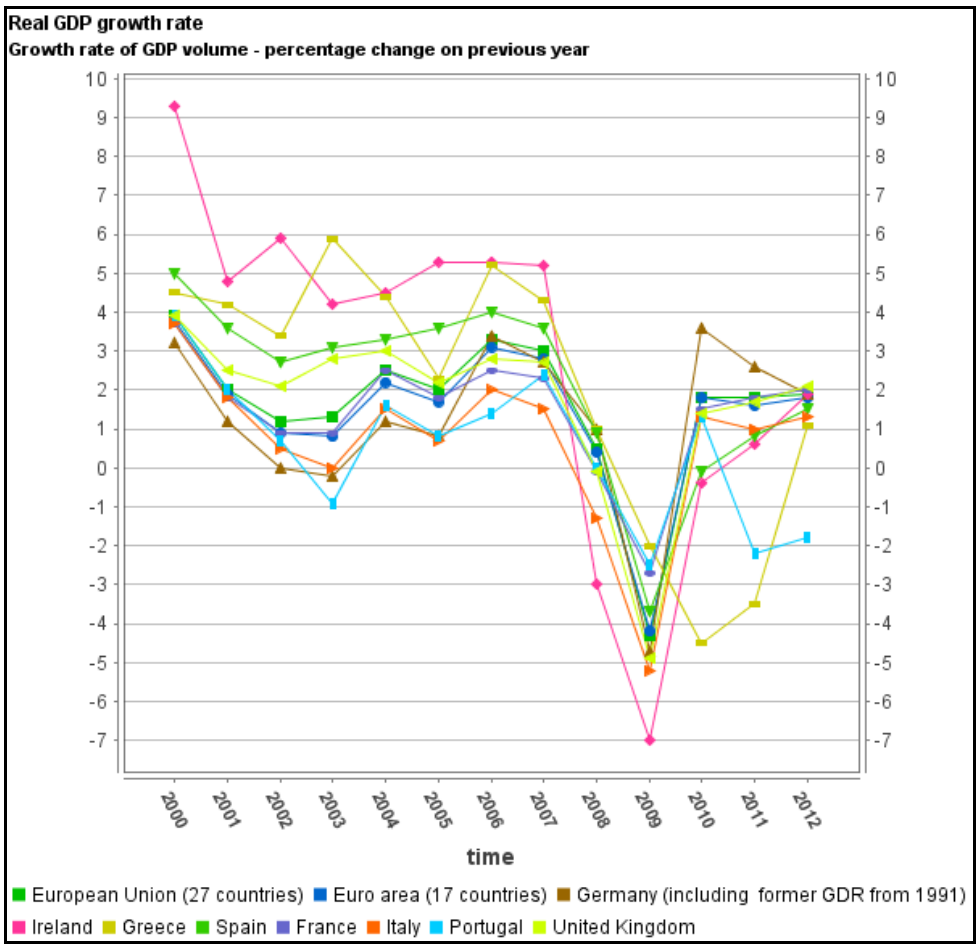
Az 1980-as évtizedben a GDP-növekedési ütem tovább mérséklődik, immár a 2%-ot alig meghaladó éves értékekkel. Hangsúlyozandó, hogy részben pontosan az államadósság magas szintje és ezáltal a költségvetésből kamattörlesztésre fordított összegek nagyságrendje által behatárolt forráshiány az, ami igencsak leszűkíti az olasz politikai vezetés mozgásterét a gazdaság stimulálásában pl. infrastruktúra, K+F, stb. beruházások révén. Ily módon a magas államadósság és az alacsony GDP-növekedés között Olaszországban különösen nagy az összefüggés, és eddig nem sikerült „kirörési utat” találni ebből a dilemmából, azaz a magas államadósság terheinek mérséklése mellett az európai átlagot legalábbis megközelítő gazdasági növekedést produkálni.

Ezt a folyamatot erősíti az 1990-es évek óta érvényben lévő német típusú, a stabilitási szempont dominanciáját feltételező gazdasági paradigma is, mely először az euróövezethez való csatlakozás, majd a Stabilitási és Növekedési Paktum előírásainak betartása érdekében szigorú költségvetési politikát, a kiadások féken tartását tette szükségessé. Ennek megfelelően az 1990-es évektől kezdve Olaszország növekedési mutatói rendre az európai átlag alattiak. Lényegében megtört a korábbi évtizedekben tapasztalt felzárkózási folyamat, és egyre nyilvánvalóbbá válik az ország lemaradása a fő európai partnerekhez képest.

Természetesen nem arról van szó, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió lenne az alacsony olasz gazdasági növekedés oka, hanem arról, hogy – megfosztva az önálló monetáris politika, a líra leértékelésének eszközétől – fokozódik az ország versenyképességének romlása, amely folyamat megfordítására egyelőre nem sikerült megtalálni a belső erőforrásokat.

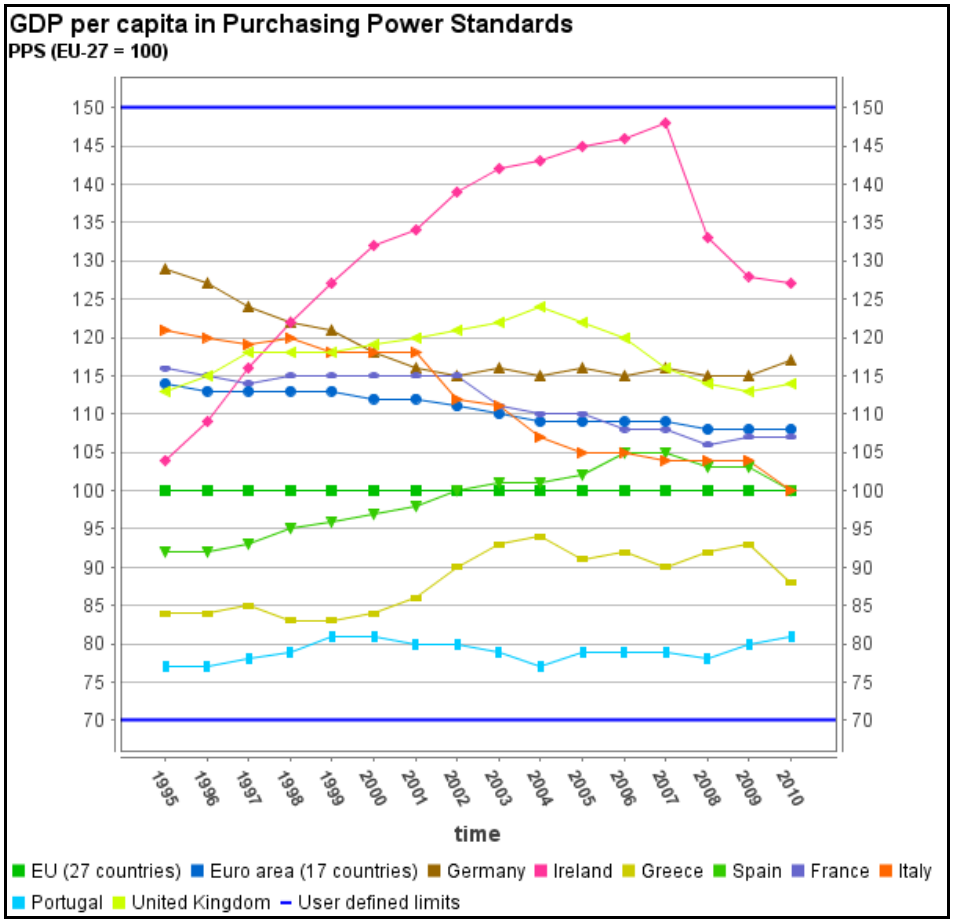
Mint az alábbi ábrákon is látható, Olaszországot már a 2008-ban kezdődött világgazdasági válság előtt is az európai átlagot messze (rendre egy-másfél százalékponttal) alulmúló növekedési adatok jellemezték, majd a visszaesés is komolyabb volt az évtized utolsó éveiben. A vásárlóerő-paritáson számított egy főre eső GDP 2000-ben még 17%-kal meghaladta a Huszonhetek átlagát, 2010-re már az uniós átlaggal megegyező értéket mutatott (az eurózóna 2000-es 112, illetve 2010-es 108%-ával szemben).

21. ábra: Reál GDP-növekedés az EU-ban



Forrás: Eurostat (http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/), letöltés: 2011.08.30.

22. ábra: Egy lakosra jutó, vásárlóerő-paritáson számolt GDP az EU-ban



Forrás: Eurostat (http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/),

Még szembetűnőbbé válik Olaszország lemaradása, ha összehasonlítjuk Franciaország teljesítményével: míg ez utóbbiban 2000-hez képest ma – nominálisan - 12%-kal magasabb a bruttó hazai össztermék, Itáliában csak 3%-kal.[22] Nem véletlenül van konszenzus abban vezető olasz gazdasági szakemberek között, hogy a 2000-es évek első évtizedét Olaszország „elvesztegette". A mélypontot 2009-ben érte el Olaszország 5,2%-os GDP-visszaeséssel (az európai átlag 4,2% volt). A 2008-2009-es válságban Olaszország összességében a GDP 7%-át vesztette el, és 2009 nyara óta ebből csak 2%-ot sikerült „visszaszerezni".

Az alacsony gazdasági növekedés a magas államadósság mellett az olasz nemzetgazdaság legkomolyabb problémája, ráadásul ez a két adottság kölcsönösen hat egymásra is. Az államadóssággal összefüggő törlesztési és kamatfizetési kötelezettségek „elszívják" a forrásokat a gazdaság élénkítésére szolgáló beruházások elől. Egyes elemzések évi 300 Mrd euróra teszik az utóbbi 20 évben az európai átlaghoz képest alacsonyabb gazdasági növekedésből eredő veszteséget nemzetgazdasági szinten.[23] A jelenlegi strukurális akadályok kiiktatása által elérhető magasabb növekedés értelemszerűen az államadósság fenntarthatóságát, sőt csökkentését is hitelesebben, nagyobb megrázkódtatások nélkül lenne képes garantálni.

[22] *I 10 anni persi della crescita italiana.*In *Il Sole 24 Ore,* 2011.06.01.
[23] *Raddoppiando la crescita si dimezza l'indebitamento.*In *Il Sole 24 Ore*, 2011.07.29.

A gyenge versenyképességnek természetesen több strukturális oka van, de ezeket súlyosbítja az a földrajzi dualitás, amely lényegében minden adottságban, gazdasági mutatóban tetten érhető. Ez a fejlettségbeli és közigazgatási értelemben vett dualitás összefoglalható azzal a megállapítással, hogy Itáliában egy államon belül vannak jelen a leggazdagabb német területek szintjét képviselő (északi) és a Görögország legrosszabb paramétereit „produkáló" (déli) régiók. E kettősség kezelése szinte lehetetlen feladat elé állítja a mindenkori kormányt, nem beszélve arról, hogy az ország belpolitikai életére is rányomja bélyegét.

A fentiek alapján megállapítottuk, hogy a gazdasági növekedés tekintetében Olaszország strukturális hátrányban van a fő európai államokhoz képest, az egy főre eső GDP tekintetében – az európai átlagot el nem érő növekedés következményeképp – pedig folyamatos relatív lecsúszást él meg. E mutató tíz év alatt 17 százalékponttal csökkent, vagyis ennyiben számszerűsíthető az Olaszország által elmulasztott gazdasági fejlődés. Ennek az a következménye, hogy fejlettségi szintje ma már elmarad az eurózónáétól, és a Huszonhetek átlagával egyezik meg.

Az alacsony gazdasági növekedés állandósulása pedig visszahat az olasz nemzetgazdaság másik súlyos problémájára, a magas államadósságra. Ez utóbbiból az adódik, hogy az országban tapasztalt adóterhek ugyancsak magasak nemzetközi összevetésben. Az adóterhek mérséklésére pedig egyrészt az EMU-szabályok által megkövetelt szigorú fiskális politika, másrészt a magas államadósság miatti spekulációs veszély, a periféria-államok felől jelentkező „fertőzési hatás" miatt nincs reális lehetősége a mindenkori kormányzatnak. Ily módon sem az adóterhek csökkentése, sem a nagyszabású kormányzati (infrastruktúra-) beruházások formájában nem képzelhető el a gazdaság élénkítése. Kiutat a gazdaság liberalizációja, illetve az adóelkerülés és a feketegazdaság visszaszorítása jelenthet, azonban ezek hatásainak érvényesítéséhez hosszabb időre van szükség.

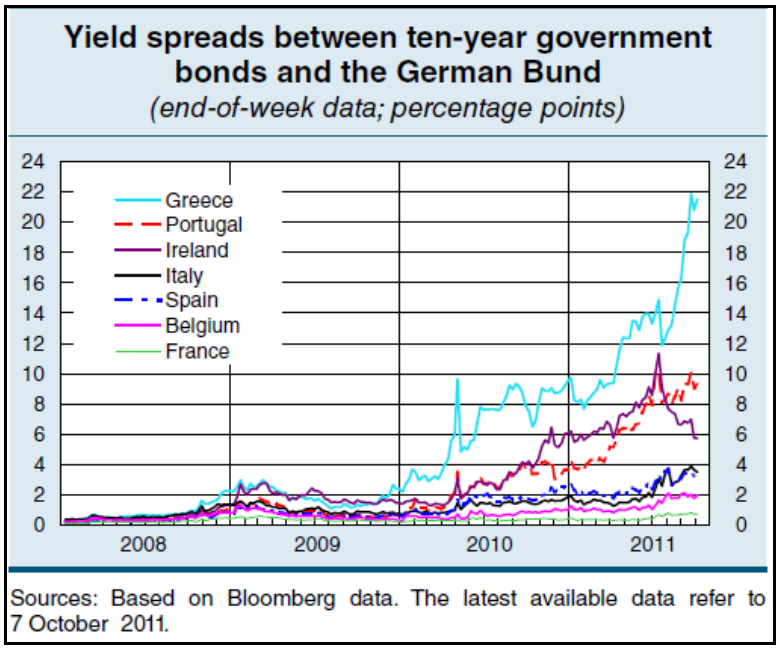
Az ország belső lehetőségei a gazdaság élénkítésére, és egyúttal az adósságszolgálat csökkentésére mindezek alapján igen korlátozottak, ezért Olaszország e dilemmára inkább európai szinten igyekszik megoldást találni. Mindezek fényében jobban meg tudjuk érteni az olasz Európa-politika, ezen belül is a gazdasági szabályozásokra vonatkozó elképzelések első ránézésre ultra-föderalista jellemzőinek valódi hátterét és mozgatórugóit.

4. A 2011-es év: kellemetlen átmeneti megingás vagy ízelítő a hanyatláshoz?

Amint azt a fentiekben is láttuk, Olaszország a gazdasági válság alatt nemzetközi összevetésben viszonylag jól kézben tartotta államháztartását, államadósságának törlesztése sohasem jelentett számára problémát, azt mindig piaci alapon bonyolította. Legfőbb gyengesége, az államadósság mértéke ugyanakkor – a krónikusan alacsony növekedési potenciál mellett – 2011 tavaszán került igazán reflektorfénybe, mégpedig a periféria-államokra nehezedő ismételt és fokozódó piaci nyomás miatt. A görög államcsőd „beárazása" mellett a piac – tartva az Olaszországra is kiterjedő dominó-hatástól – egyre inkább vesztette el bizalmát az olasz államadósság fenntarthatóságát illetően is (megjegyzendő, hogy a Spanyolországra nehezedő spekulációs nyomás ugyancsak erősödött ebben az időszakban). Ily módon a másodlagos piacokon eladási nyomás jelentkezett az olasz államkötvényeket illetően, amely később tükröződött az olasz vállalati szféra,

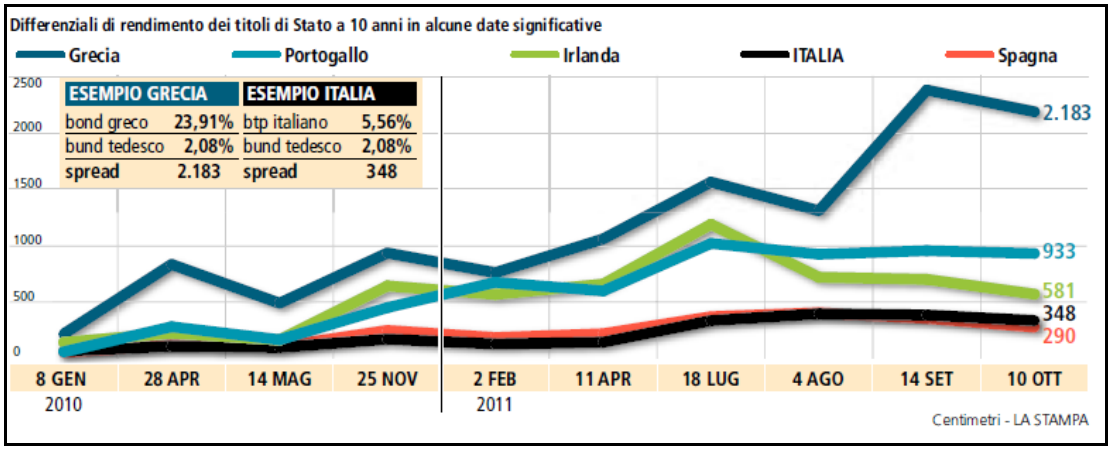
elsősorban a bankok részvényei terén is. Ennek eredményeképpen mind az olasz államkötvények hozamszintjei (és ezzel együtt azok német állampapírokhoz viszonyított hozamkülönbsége, azaz „spread”-je), mind a szuverén adósságkockázat elleni biztosítási – CDS - felárak meredeken emelkedni kezdtek, melynek következménye az volt, hogy az elsődleges állampapír-piacon is egyre magasabb kamatszinteket kellett elkönyvelni.

23. ábra: EU-tagállamok tízéves állampapírjainak német államkötvényekhez viszonyított hozamkülönbsége



Forrás: Bankitalia (2011b), 19. o.

24. ábra: PIIGS-államkötvények spread-jei 2010-ben és 2011-ben



Forrás: *La Stampa,* 2011.10.11.

Ezt a folyamatot az olasz kormány által 2011. június 30-án elfogadott, a nullszaldós deficit 2014-ben történő elérését célzó (a GDP 4,3%-ának megfelelő) költségvetési kiigazító intézkedések sem tudták megállítani, különösen a július 21-i, a piacok által negatívan értékelt

– ti. Görögország részleges fizetésképtelenségét és a magánszektor részvételét magában foglaló - eurózónabeli állam- és kormányfői csúcstalálkozó fényében.

Míg 2011. június 1-jén a spread még 171 bázisponton állt (azt megelőzően pedig, 2008-2009 során 100 pont körül), addig július közepén már meghaladta a 300 pontot is. Nyári csúcspontját augusztus 5-én érte el 416 ponttal, innentől kezdve pedig egy, a reálgazdasági adatokkal kevéssé magyarázható jelenségnek is tanúi lehettünk: a spanyol állampapírok spread-je ugyanis alatta maradt az olaszokénak. Ez lényegében azt jelenti, hogy az Olaszországgal szembeni bizalmatlanság még az egyértelműen komolyabb reálgazdasági problémákkal küzdő (pénzügyi szféra adóssága, ingatlanbuborék, magas munkanélküliség, stb.) Madridot is pozitívabban értékeli, mint Olaszországot.

A helyzet komolyságát a Berlusconi-kormány a tapasztalatok fényében alulértékelte: bár egyértelmű volt, hogy minél előbb újabb, kiegészítő megszorító csomagra van szükség, azt csak augusztus 12-én, illetve a kormánykoalíción belüli egyeztetési folyamat hosszadalmassága miatt végleges formában szeptember közepén fogadta el. E kiigazítás lényege a költségvetési egyensúly egy évvel, azaz 2013-ra történő előre hozása a piacok megnyugtatása érdekében. Lényegében ez volt az a feltétel, melyet egy augusztus 5-én kelt bizalmas levélben Jean-Claude Trichet, illetve Mario Draghi, az EKB aktuális és következő elnöke „javasolt" Berlusconi kormányfőnek az olasz állampapírok másodlagos piacon történő, a piaci nyomást „semlegesítő" vásárlások megindításáért cserébe a közös jegybank részéről.[24]

Az EKB kötvényvásárlásai a Securities Markets Programme (SMP) keretében végül augusztus 8-án kezdődtek meg, és a hozamszintek azonnali, 100 bázispontos csökkenését hozták magukkal. Ezzel a lépéssel nem értett egyet Jürgen Stark, az EKB Igazgatóságának német tagja, ezért szeptember 9-én benyújtotta lemondását – újabb piaci pánikot előidézve. Ennek megfelelően az olasz állampapírokat érintő feszültségek ismét kiéleződtek, a szeptember 22-én tapasztalt 411 pontos spread megközelítette az augusztusi, vagyis az EKB támogató vásárlásait megelőző rekordot. A CDS-ek tekintetében hasonló folyamat zajlott le: míg június 3-án még „csak" 150 bázispont volt Olaszország csődbiztosítási felára, szeptember végén már az 550 pontot közelítette.[25]

Az egyébként Európa-szerte jellemző tőzsdei visszaesések különösen keményen érintették a milánói indexet: a FTSE MIB a 2011. június 29-i szinthez képest szeptember végéig 25%-ot (200 Mrd eurónak megfelelő értéket) vesztett. A zuhanás kifejezetten erősnek bizonyult a banki részvények esetében: ezek ugyanezen időtartam alatt értékük 32%-át vesztették el.

A bankpapírokra helyeződő nyomás oka egyértelműen azok olasz államkötvénypiacnak való kitettségére vezethető vissza: portfólióiban az öt legnagyobb hazai pénzintézet mintegy 150 Mrd eurónyi állampapírt tart, amely a teljes olasz állampapír-állomány kb. egytizede. A teljes pénzügyi (bank- és biztosítói) szféra által birtokolt olasz államkötvény-állomány ezzel szemben óvatos becslések szerint a 200 Mrd eurót is eléri.[26]

[24] Már önmagában a levél megszületése is élénk belpolitikai vitát keltett: számos politikai szereplő szerint ezáltal Olaszország az EKB „felügyelete" alá került. Mások viszont éppen hogy kívánatosnak tartották és üdvözölték ezt a „gyámságot".

[25] *La sfiducia sull'Italia si amplifica in Borsa.* In *Il Sole 24 Ore,* 2011.10.04.

[26] *In banca 150 miliardi di BTp. In Il Sole 24 Ore,* 2011.09.01.

A bankközi piac bizalomcsökkenés miatt világszerte tapasztalható beszűkülése miatt az olasz bankok is egyre fokozódó mértékben vették igénybe az EKB finanszírozási forrásait: az Euró-rendszer keretében történő refinanszírozási tevékenységük 2011 májusához képest (34 Mrd euró) csaknem megháromszorozódott 2011 augusztus végére (89 Mrd euró).[27]

A fentiek feltartóztathatatlanul éreztették hatásukat az olasz állampapír-aukciókon is: míg az EKB olasz kötvényvásárlásai némileg mérsékelték a kamatszinteket 2011 augusztusában, addig 2011. szeptember 28-án a tízéves olasz államkötvények (BTp) kamata 1997 óta nem látott magasságokba, 5,86%-ra emelkedett.[28] (Az újabb csúcspontot a másodlagos piacon a tízéves államkötvények terén november 9-én tapasztalt 575 pont jelentette.) Árnyalja a képet, hogy a kötvénykibocsátások során eddig még minden esetben túljegyzés történt, vagyis a piaci szereplők továbbra is hajlandóak finanszírozni az olasz államadósságot, igaz, magasabb hozamszintek mellett.

Olaszország számára további presztízsveszteséget okozott, hogy 2011 szeptemberében elsőként a Standard&Poor's, majd októberben a Moody's és a Fitch is leminősítette az ország szuverén adósság-besorolását. Az a paradox helyzet alakult ki, hogy 2011 októberére Olaszország egy kategóriába került Lengyelországgal, Máltával és Botswana-val, CDS-e pedig a lengyel 300 ponttal szemben megközelíti a 450 pontot. Vagyis, a pénzpiacok szemében Róma kockázatosabbnak minősül, mint a közös valutát nem használó Lengyelország.

Ez tükrözi az olasz politikai bizonytalanságokkal szembeni elégedetlenséget, de természetesen már nem kizárólag Olaszország felé üzenet: azt is bizonyítja, hogy a piaci elemzők elszakadtak a reálgazdasági tényektől és ítéleteik tükrében az eurózóna egészével szemben is meglehetősen korlátozott bizalommal bírnak.

Napjaink híradásait figyelve tapasztalhatjuk, hogy az európai államadósság-válság az európai vezetők immár rendszeres bejelentései, tanácskozásai ellenére sem enyhül. Olaszországra a piaci nyomás elsősorban az államkötvények hozamszintjeinek emelkedése formájában nehezedik. Pontosan a spread folyamatos emelkedése (2011 novemberére a 475 pontot is elérve) váltotta ki Olaszországban 2011. október végén-november elején azt a belpolitikai pánikhelyzetet, amelynek megoldása Silvio Berlusconi kormányfő lemondása, illetve a vitathatatlan nemzetközi tekintéllyel rendelkező Mario Monti szakértői kormányának hivatalba lépése volt.

A szakértői kabinet egyik első lépéseként újabb, 34 Mrd euró összértékű költségvetési kiigazítást hajtott végre, amelyből 21,4 Mrd-ot deficitcsökkentő, ugyanakkor – a korábbi megszorító csomagokhoz képest újdonságként – 12 Mrd-ot a növekedésösztönző lépések tesznek ki. A Monti-kabinet kiigazító csomagja alapvetően azt a célt szolgálja, hogy tartható legyen a 2013-ra előirányzott költségvetési egyensúly, még az időközben rosszabbodó gazdasági növekedési kilátások mellett is.

Az Olaszországgal szembeni bizalomvesztés, az állampapírok hozamszintjének emelkedése mindamellett – ha az átmenetinek bizonyul – nem jelent áthidalhatatlan problémát az államadósság fenntarthatósága szempontjából, és az eurózóna egészével kapcsolatos aggodalmak, bizonytalanságok táplálta globális környezetbe illesztendő. Szakértői elemzések szerint pl. az olasz és a német tízéves államkötvényei közötti hozamkülönbség reális szintje – normál piaci viszonyokat feltételezve – 200 pont körül alakulna.

[27] Bankitalia (2011b), 31. o.
[28] *BTp, rendimenti ai massimi dal 1997.* In *Il Sole 24 Ore,* 2011.09.30.

A 2011 decemberében tapasztalható hozamszintek mellett a következő években az államadósság átlagos kamatterhe a 2011-es 4,9%-hoz képest növekedni fog: 2012-ben 5,8%-ra (ez 16,9 Mrd-os pluszterhet jelent), 2013-ban 6,1, 2014-ben 6,2%-ra.[29]

A nagyobb veszély inkább onnan származik, ha a bizalmatlanság „begyűrűzik" a reálgazdaságba, vagyis a gazdasági szereplők visszafogják fogyasztásukat, beruházásaikat. Ebben az esetben – különösen az európai kilátások romlása fényében – a gazdasági növekedés tovább mérséklődne, és nem kizárt egy újabb recesszió sem. Ez már komolyan visszahatna a kormány által 2013-ra kitűzött nulla deficit elérésére és fenntartására, ugyanis ehhez újabb és újabb kiigazító csomagokra lenne szükség.

Pontosan ebből a megfontolásból elengedhetetlen a 2011 nyarán elfogadott kiigazító csomag „kiegészítése" az olasz gazdaság versenyképességét hosszabb távon is javítani képes strukturális intézkedések, reformok érvénybe léptetésével. Lényegében ez lenne a 2011 novemberében hivatalba lépett Monti-féle szakértői kormány feladata, a szükséges reformlépéseket az alábbi öt pontba sorolva:

- A nyugdíjrendszer átalakítása, amely magában foglalja a nyugdíjkorhatár emelését,
- Az adórendszer reformja a vállalkozások és a munka terheit csökkentve, egy „mini-vagyonadó" bevezetésével,
- Az állam ingatlanvagyonának és társasági részesedéseinek értékesítése, privatizációja,
- A szolgáltatások és a szakmák liberalizálása, a versenyfelügyelet jogköreinek kibővítése,
- Az infrastruktúra-bővítési programok felgyorsítása a kormányzat folyó kiadásainak csökkentése révén, valamint a fejlesztési források jobb felhasználása.

Következtetések

Olaszország első számú nemzetgazdasági problémája minden kétséget kizáróan a nemzetközi összevetésben igen magas, a GDP 120%-át kitevő államadósság. Ennek mértéke miatt érthető, hogy Itália szempontjából folyamatos fenyegetést jelent az eurózóna válságának megoldatlansága, ugyanis az számára folyamatosan magas kamatszintek formájában jelentkezik.

Egyelőre az olasz államadósság törlesztése nem jelent fizetésképtelenségi problémát, azonban annak megújítása a jelenlegi büntető jellegű kamatszintek mellett egyre nagyobb nehézséget jelenthet a mindenkori kormány számára.

Az adósságválság európai alakulását is figyelembe véve azonban Olaszország messze nem sorolható „azonos platformra" a PIGS-államokkal. Mind államadóssága összetételét (a külföldi kézben lévő kötvények aránya), mind annak lejárati szerkezetét (a közép- és hosszútávú rész döntő súlya) tekintve lényegesen kedvezőbb helyzetben van, mint a jelenleg európai mentőcsomagokban részesülő kisebb periféria-államok.

[29] *Spesa per interessi +16,9 Mld nel 2012.* In *Il Sole 24 Ore,* 2011.12.09.

Ezen túlmenően a valóban magas államadósság mellett kifejezetten alacsony vállalati és lakossági eladósodottsági szintet tapasztalunk Olaszországban, vagyis az ily módon kalkulált „aggregált adósság” tekintetében nemzetközi összevetésben kifejezetten alacsony, egyenesen Németországét megközelítő teljesítményt produkál.

Olaszország további előnye, hogy itt a gazdasági válság idején mindvégig szigorú kontroll alatt sikerült tartani a költségvetési politikát. Sőt, az eladósodás üteme, valamint a költségvetési hiány tekintetében az eurózóna átlagához képest Róma kifejezetten előnyösebb adatokat mutatott fel: szinte egyedülálló módon már 2013-ra megvalósul a költségvetési egyensúly.

A PIGS-államokhoz képest Olaszország további erőssége, hogy a magas államadósságot jóval, négy-ötszörösen meghaladó lakossági vagyonállománnyal rendelkezik. Ez tehát megfelelő „nemzetgazdasági” garanciát, fedezetet jelent az államadósságra, amely adottság a többi periféria-államban nem jellemző.

Ugyancsak elkerülték Olaszországot a Spanyolországban, Portugáliában, illetve Írországban tapasztalt ingatlanpiaci „buborékok”, ennélfogva bankszektora is lényegesen egészségesebb.

Mindezen pozitívumok mellett meg kell említeni, hogy az olasz államadóssággal kapcsolatos piaci várakozás – így annak finanszírozására való hajlandóság - nagyban függ majd a GDP-növekedés érdekében tett intézkedésektől. Annál is inkább, mert a magas államadósság elszívja a forrásokat az aktív növekedésösztönző beruházásoktól, növekedés hiányában ugyanakkor hosszabb távon megkérdőjelezhető az államadósság fenntarthatósága.

Az alacsony strukturális növekedési potenciál miatt a 2000-es évek első évtizedét Olszország „elvesztegette”, mindeddig nem sikerült a növekedést gátló tényezők terén hosszú távú megoldásokat kidolgozni, a magas államadósság - alacsony növekedés ördögi körének megszakítása érdekében.

A 2011-ben Olaszországot is elért spekulációs hullám erősödése politikai következményekkel, kormányváltással járt, és a Mario Monti vezetésével felállt szakértői kormány elsődleges hivatása a növekedés feltételeit megteremtő strukturális reformok meghozatala, illetve kivitelezése lesz.

A gazdasági növekedés beindítására alkalmas lépések szükségessége – politikai színezettől függetlenül – sürgető és innovatív feladat elé állítja a jelenlegi és a következő kormányokat.

Olaszország hosszabb távú makrogazdasági pozíciója, egyúttal ebből adódó presztízse és érdekérvényesítő képessége Európában - az európai szinten meghozandó nem kevésbé fontos döntéseken túl - lényegében ennek sikerétől függ.

Felhasznált irodalom

Artoni, R. - Biancini, S. (2003): Il debito pubblico dall’Unità ad oggi. In: Ciocca P. - Toniolo G.: Storia economica d’Italia. Laterza, Roma

Az Európai Unió Tanácsa (2011): Az euróövezet állam-, illetve kormányfői és az EU intézményeinek vezetői által tett nyilatkozat – 2011.07.21.

Bankitalia (2010): Financial Stability Report

Bankitalia (2010a): La ricchezza delle famiglie italiane 2009

Bankitalia (2011): Abridged Report 2010.

Bankitalia (2011a): Economic Bulletin No. 61.

Bankitalia (2011b): Economic bulletin No. 62.

Bankitalia (2011c): Supplemento al bollettino statistico, 2011.08.12.

Bankitalia (2011d): Le infrastrutture in Italia: dotazione, programmazione, realizzazione. Banca d'Italia, «Seminari e convegni» n. 7, aprile 2011.

Bankitalia (2011e): Relazione annuale – anno 2010

Bankitalia (2011f): Supplements to the Statistical Bulletin Monetary and Financial Indicators. The Public Finances, borrowing requirement and debt. Volume XXI - 14 September 2011 No. 46

Bernardi, L. (2000): La finanza pubblica dopo l'aggiustamento degli anni '90: premessa e sintesi del rapporto, In: Bernardi, L.: La finanza pubblica italiana. Rapporto 2000, Il Mulino, Bologna.

Bonvicini, Gianni – Colombo, Alessandro (2011): La politica estera dell'Italia. Edizione 2010. IAI-ISPI, Il Mulino

Bruni, Franco (2011): Le critiche alla Bce e la stabilità finanziaria. ISPI Commentary

Cerniglia, Floriana (2005): La spesa pubblica in Italia: articolazioni, dinamica e un confronto con gli altri Paesi. Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano

Confindustria-Deloitte (2011): Imposizione societaria, regimi fiscali a confronto

Eurostat (2011): Taxation trends in the European Union

Európai Tanács (2011): Következtetések – 2011.június 23-24. EUCO 23/11.

Fagiolo, Silvio (2011): La crisi dell'euro e il gioco d'azzardo della Merkel. www.Affarinternazionali.it, letöltés: 2010.11.29.

Fenoaltea, Stefano (2006): L'Economia Italiana dall'Unità alla Grande Guerra, Laterza, Bari

Ferkelt Balázs (2010): Gazdasági és monetáris együttműködés. In: Kengyel Ákos, szerk.: Az Európai Unió közös politikái. Akadémiai Kiadó

Fortis, Marco. (2010): Italy and Europe. Globalization and Crisis

Francese, Maura – Pace, Angelo (2008): Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica. Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers). Banca D'Italia

Franco, D. (1993): L'espansione della spesa pubblica in Italia, (1960-1990). Il Mulino, Bologna.

Gianniti, Luigi (2011): Il meccanismo di stabilità e la revisione semplificata del Trattato di Lisbona: un'ipoteca tedesca sul processo di integrazione? Documenti IAI 11/02

IMF (2011): Global Financial Stability Report – April 2011.

Istat (2011): Rapporto annuale 2010. La situazione nel paese

King, Matt (2010): How debt is too much debt? Citibank előadás, 2010. október 14.

Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica (2001): Libro bianco sulle privatizzazioni

Ministero dell'Economia e delle Finanze (2011): Combined Report on the Economy and Public Finance for 2010

Ministero dell'Economia e delle Finanze (2011a): Documento di Economia e Finanza 2011.

Ministero dell'Economia e delle Finanze (2011b): Gruppo di lavoro sull'"Economia Sommersa e il Flussi Finanziari" – rapporto finale

Monorchio, A. (1996): La finanza pubblica italiana dopo la svolta del 1992. Il Mulino, Bologna.

OECD (2011): Economic Surveys Overview – Italy May 2011

OECD (2011a): Tax Policy Study No. 21: Taxation and Employment

Rossi, Salvatore (2007): La politica economica italiana 1968-2007. Laterza Editori

Toiolo, Gianni (2011): L'Italia e l'economia mondiale, 1861-2011. Bankitalia

Tosato, Gian Luigi (2011): La Corte costituzionale tedesca e il futuro dell'euro. Documenti IAI 11/11

Villafranca, Antonio (2011): L'euro sconti il suo "peccato originale". ISPI Policy Brief No. 212