Gálik Zoltán

Grexit, avagy Görögország távozása az eurózónából

A 2012. májusi görög parlamenti választások eredménye nem egészen egy éven belül harmadszor is felveti azt a kérdést, hogy fenntartható-e Görögországnak az európai gazdasági és monetáris unióbeli (EGMU) tagsága. A 2011. júliusi és 2011. novemberi válsághelyzet valóban súlyos volt, és az eurózóna összeomlásához is vezethetett volna. A jelenlegi politikai patthelyzet elvben elvezethet az euró feladásához, azonban több ellensúlyozó tényezőt is számításba kell venni.

- A görög gazdaság jelenlegi (2012. május) helyzetében közgazdaságilag nem indokolt és nem szükségszerű Görögország azonnali távozása az eurózónából.
- A görög fizetésképtelenség bejelentése nem jelenti automatikusan az eurózóna elhagyását. Ha az EU/IMF felfüggeszti a pénzügyi segélycsomagok folyósítását, az kritikus helyzetet teremthet, de önmagában ez sem feltétlenül jelenti az EGMU-tagság végét. Vízválasztó a görög bankok feltőkésítésének a kérdése, illetve a görög jegy-banknak a TARGET2 elszámolási rendszerhez való hozzáférésének korlátozása lehet.
- Jogi lehetőségek hiányában Görögországot a beleegyezése nélkül nem lehet kizárni az EGMU-ból, a távozást csak és kizárólag egyeztetett tárgyalásokkal lehet elérni.

A görög államadósság helyzete 2012 májusában

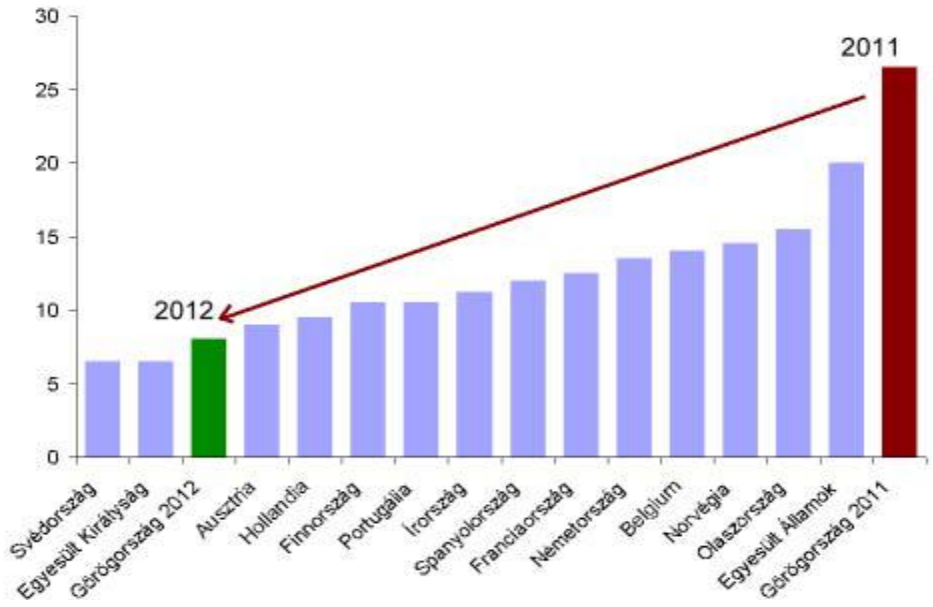
A görög államadósság helyzete 2012 májusára jelentősen javult a korábbiakhoz képest. A 2011. decemberben eldöntött és 2012 márciusában levezényelt „irányított csőd" sikeres volt: számottevően mérséklődött a görög államadósság. A magánszektor jelentős veszteségeket szenvedett el, ugyanakkor részesedése jelentősen, 62%-ról 30%-ra csökkent, miközben az Európai Központi Banké (EKB) 14%-ról 17%-ra, a többi nemzetközi szervezeté pedig 30%-ról 53%-ra nőtt.

Az államadósság visszafizetése jelenleg törékeny, de fenntartható pályán van, az adósság állománya 2020-ra a GDP 120%-ára csökkenthető. Görögország két év alatt 8%-kal (!) csökkentette az államháztartás hiányát, a munkabérköltségeket pedig átlagosan 13%-kal. Komoly átalakítások történtek az adózás területén (szolidaritási és luxusadó bevezetése, az áfakulcs emelése, ingatlanadó és a fogyasztási adók növelése), jelentős állami költségcsökkentést hajtottak végre az egészségügyi és a védelmi kiadásokban, az állami beruházások és a helyi önkormányzatok büdzséjében, továbbá megkezdődött a szociális ellátórendszer átalakítása (nyugdíjkorhatár emelése,

nyugdíjak összegének csökkentése), és a privatizáció is, lassan bár, de előrehaladt. Sok fontos döntés ebben az évben várható.

A „görög kérdés” periodikusan visszatér az EU/IMF-segélyek aktuális részleteinek kifizetésekor, hiszen a folyósítás feltétele a rendkívül szigorú, gazdasági szerkezetváltoztatást előirányzó csomagok végrehajtásának ellenőrzése. (Lehívások: 2012. március, június, szeptember, december, 2013. március, június; kötvények lejárata: 2012. március, május, június, augusztus, december, 2013. február, április, május, július.) Görögország az elmúlt két év során rendkívül komoly vállalásokat tett gazdasága átalakítására. Annak teljesítménye azonban rendkívüli mértékben csökken(t) (2011-ben a GDP 6,9%-kal, idén várhatóan 5%-kal; a munkanélküliségi ráta 21%, a fiatalok körében 54%), a társadalom terhelhetősége egészen minimálisra csökkent.

A görög adósságállomány GDP-hez viszonyított arányának
és az adósságállomány átlagos lejárati idejének aránya
az adósság-átütemezés előtt és után



Forrás: „European Economics”. *Credit Suisse Economic Research,*
http://www.credit-suisse.com/researchandanalytics, 2012. február 17. 7.

A második mentőcsomagban (2012. március) már részt vett az EU új stabilizációs intézménye, az Európai Pénzügyi Stabilitási Eszköz (EFSF), és bizonyosan a 2012 júliusától ezt követő európai stabilitási mechanizmus (ESM) is képes lesz a segítségnyújtásra.

A fizetésképtelenség következménye

A görög állam fizetésképtelenségének bejelentése nem jelenti az eurózónából való automatikus kilépést. A fizetésképtelenség úgy is bekövetkezhet, hogy Görögország az EGMU tagja marad.

A 2011. decemberi adósságátütemezéssel, illetve adósságelengedéssel az „irányított" csőd már bekövetkezett. A fizetésképtelenség bejelentésével az állam megtagadja az államkötvények után járó aktuális kamatok kifizetését, és nem vállalja a tőke visszafizetését sem. Kérdéses, hogy – az államkötvényeken túl – a fizetésképtelenség mennyiben érintené a bilaterális kölcsönöket.

- A 2012. március 14-én megállapodásra került, 130 milliárd euró értékű hitelből az IMF 28 milliárdot biztosított, az EFSF eddig 39,4 milliárd euró értékben bocsátott ki kötvényeket, és az azokból befolyt összeg lett a hitel alapja. A lejárat határideje: 2014.
- A 2012. március 14-én megállapodásra került, 130 milliárd euró értékű hitelből az IMF 28 milliárdot biztosított, az EFSF eddig 39,4 milliárd euró értékben bocsátott ki kötvényeket, és az azokból befolyt összeg lett a hitel alapja. A lejárat határideje: 2014.

Önmagában a fizetésképtelenség bejelentése nem egyenlő az eurózóna elhagyásával. A bejelentést követően az EU/EFSF és az IMF egészen bizonyosan felfüggeszti a korábbi szerződéseken alapuló kifizetéseket, ennek következtében a görög állam a külső finanszírozás hiányában magára marad. Az aktuális kormány számára két út lehetséges: vagy az eurózónán belül maradva megkísérli maga beszedni az államot megillető jövedelmeket, és ebből biztosítja a kiadásokat, vagy az alábbiakban részletezett úton elhagyja az euróövezetet, és saját pénz nyomtatásába kezd.

Elképzelhető az a forgatókönyv, hogy az EU/EKB/IMF által alkotott „trojka" taktikát vált, és a görög állam fizetésképtelenségének nyilvánvalóvá válása után a görög bankszektor megmentésére koncentrál. (Az EGMU esetleges elhagyását követően az IMF számára ez a szerep mindenképpen elkerülhetetlen lesz.) Kulcskérdés lehet, hogy a „trojka " együttesen részt kíván-e venni ebben a műveletben.

Jogi lehetőségek hiányában a tagállamok nem tudják rákényszeríteni Görögországot a távozásra, a piacok azonban kikényszeríthetnek olyan helyzetet, amelyben a görög kormány maga kezdeményezi a távozást.

Közvetlenül mi idézheti elő a görög kilépést?

- **Az EU/EFSF, illetve az IMF által folyósítandó hitelek aktuális részletei folyósításának megtagadása**

  A korábban kibocsátott kötvények visszafizetésére vonatkozó, lejáró kötelezettségeket a görög állam a kölcsön folyósítása nélkül nem tudja teljesíteni, fizetésképtelenséget kell bejelentenie; az EU/IMF-források megszűnésével pedig külső finanszírozás nélkül marad. Kérdés, hogy a hatalmon lévő kormány, az

adósságszolgálattól megszabadulva, szigorú tőkeellenőrzés bevezetésével megkísérli-e az ország irányítását a belső jövedelmekre alapozni. Az igazán nagy problémát ebben az esetben az jelentheti, hogy a második segélycsomag részeként a görög bankok feltőkésítésére szánt források is elapadnának, az elvileg már lehívott források viszont az állam és a bankok közti viták miatt nem jutottak el teljes körűen az utóbbiakhoz. (Jelenleg még 23 milliárd eurót kellene erre a célra felhasználni.)

- **A betétkivonás, tőkemenekülés felgyorsulása, banklerohanás**

  A betétkivonás, a tőkemenekülés (pl. német bankokba irányítják át megtakarításaikat a görög cégek, vállalatok) az EKB mérlegében vezetnek átalakuláshoz, a görög jegybank egy bizonyos pontig képes kezelni a helyzetet. A bankok lerohanása és a készpénzbe menekülés (jelenleg körülbelül 35 milliárd euró van „matracban") megrendítheti a pénzügyi rendszert, de az európai elszámolási rendszeren keresztül a görög bankok veszteségei még egy darabig kompenzálhatók. Való igaz, hogy az EKB az utóbbi hónapokban fizetésképtelenség gyanújára hivatkozva már több görög banktól megtagadta a hitelezést, de a görög jegybank technikailag képes egy ideig a monetáris unió elszámolási rendszerén keresztül fedezni a veszteségeket. A bankból kivont állományok után a feltőkésítés kérdése lesz kulcsfontosságú – erre a jelenlegi forrásokon túl az IMF segítségére is szükség lehet.

- **A görög jegybank az európai TARGET2 elszámolási rendszeren keresztül nem jut forráshoz, mert azt az EKB elutasítja**

  A J.P.Morgan 2012. május 11-i elemzésében rámutat arra, hogy a kilépést közvetetten a görög banki források, közvetlenül a görög jegybanki források elapadása okozhatja. Az elemzés szerint a görög bankok az utóbbi hónapokban már nem jutottak forráshoz az EKB-tól. (A bankoknak az EKB által elfogadott biztosítékot kell bemutatniuk a hitelhez.) Az EKB-finanszírozás hiányában a bankok a görög jegybankhoz fordulhatnak, amelytől likviditási segélynyújtást kérhetnek. Mivel jelenleg megközelítőleg 250 milliárd eurós biztosítékkeret áll a rendelkezésükre (ami a duplája a valóban felhasználható összegnek), és ebből eddig 120 milliárd euró értékű biztosítékot felhasználtak (60 milliárdot már lehívtak), megközelítően 65 milliárd euró lekérésére van még lehetőségük. „A bankok másik lehetősége a likviditás biztosítására, hogy az állam által garantált értékpapírt bocsátanak ki, azonban az Európai Központi Bank minősített többséggel egy bizonyos mennyiség után visszautasíthatja a görög jegybank biztosítékainak befogadását, amennyiben túlzottan kockázatosnak tartja azokat. Ebben az esetben a görög jegybank gyakorlatilag nem tud új forráshoz jutni az európai elszámolási rendszeren (TARGET2) belül, és forrás hiányában saját pénz nyomtatására kényszerülhet."

A távozás forgatókönyve

Az elmúlt félév során az Európai Unió és a Nemzetközi Valutaalap sokkal jobban felkészült arra, hogy Görögország esetleg elhagyja az eurózónát. Az EFSF garanciavállalási határának megnövelése és az IMF tőkeemelése a korábbiaknál komolyabb pénzügyi beavatkozás kereteit teremtette meg. Az EKB két, egyenként 1

trillió euró értékben végrehajtott likviditást javító csomagja érdemben járult hozzá az európai bankok likviditási problémáinak megoldásához.

Görögország alapvető problémája a gazdaság versenyképességének kritikus csökkenése. Az átlagos termékegységre jutó munkaköltség Németországhoz viszonyítva Görögországban nőtt a leggyorsabban 1995 óta, megelőzve sorrendben Portugáliát, Írországot, Spanyolországot és Olaszországot. Akár az eurózónán belül, akár azon kívül, a versenyképesség megteremtése, a gazdaság strukturális reformja megkerülhetetlen. Az adósságválság csapdájából – a déli periféria többi államához hasonlóan – nem tud kikerülni: a monetáris unió miatt nem tudja „elinflálni" az adósságot, a GDP jelentősen csökkent, a belső kereslet nem nő, az adóbevételeket nem tudta érdemben növelni, a privatizáció lassan halad. A fizetésképtelenség bejelentése és a görögök távozása az EGMU-ból közel 400 milliárd eurós veszteséget jelentene, amiből 240 milliárd eurón az EU és az IMF osztozna; a TARGET2 rendszeren belül felhalmozódott passzívum további 130 milliárd, a bankok vesztesége 25 milliárd euró körül alakulna.

Komoly veszélyt jelent a válság továbbterjedése Spanyolország irányába. Görögország esete élesen elkülönül ugyan a déli periféria többi országában és az Írországban zajló válságtól, ennek ellenére fontos emlékeznünk arra, hogy a világgazdasági válság és az európai szuverén adósságválság egyik legfontosabb oka a pénzügyi szféra szereplői között kialakult bizalmi válság volt. A görögnek az EGMU-tagságot feladó lépésére reagáló piacok önbeteljesítő folyamatként átragaszthatják a válságot Spanyolországra és Olaszországra. Veszélybe kerülhetnek a megközelítőleg 1,6 trillió eurót elérő spanyol és a közel 1,4 trilliónyi olasz bankbetétek, továbbá a külföldi befektetők 800 milliárd eurót, valamint a hazai bankok 500 milliárd eurót kitevő államkötvényeinek visszafizetése.

A kilépés során több szempontból is kulcsfontosságú az időzítés kérdése. A kormánynak több intézkedést meglepetésszerűen kell meghoznia, de így sem lehet bizonyosra venni, hogy az európai közös piac megzavarása nélkül célt érnek-e azok. A kilépés magával vonhatja a görög pénzügyi szektor összeomlását, a vállalati és a lakossági megtakarítások eltűnését, a tőke-, sőt a határellenőrzés bevezetését is. E szcenárió egyik sarokpontja a görög jegybank bankjegy-kibocsátási folyamata. A saját bankjegyek kibocsátásának viszonylag gyorsan meg kell történnie, mivel a tőkemenekülés a kilépés nyilvánvalóvá válásától az azt korlátozó intézkedések mellett is jelentősen felgyorsulhat. Az euróbankjegyek forgalmának felfüggesztése, a bankok ideiglenes bezárása, a készpénz-automaták leállítása lehetetlen hosszú időn keresztül a gazdaság további sérelme nélkül. A nemzetközi tapasztalatok alapján hat hónapra tehetjük az új bankjegyek nyomtatásához és forgalomba helyezéséhez, valamint a szükséges infrastrukturális fejlesztések megvalósításához szükséges időt. (A görög állam rendelkezik saját bankjegynyomtatási lehetőséggel, de a világ egyik legnagyobb, erre szakosodott nyomdája, a brit De La Rue is készen áll.) Technikailag valószínűsíthetőbb az euróbankjegyek felülbélyegzése és az új bankjegyekkel történő párhuzamos használata.

Az EGMU-ból való kilépés és az azt követő helyzet sincs jogilag szabályozva. Az EGMU önkéntes elhagyása, illetve a tagállam kizárása jogilag nem lehetséges, csak tárgyalások révén lehet új jogi kereteket kialakítani. Ehhez vagy ki kell egészíteni az Európai Unióról

és az Európai Unió működéséről szóló szerződést, vagy hozzá kellene kapcsolni egy jegyzőkönyvet. Mindkét esetben a tagállamok (köztük Görögország) hozzájárulása szükséges, a dolog hordereje miatt a ratifikáció hosszabb időt vehet igénybe. Mivel a módosítás/kiegészítés veszélyes precedenst teremthet, kérdéses, hogy mennyire gyorsan végezhető el a teljes folyamat a megállapodástól a ratifikáción át a hatályba lépésig.

Egyszerűbb és más szempontból is praktikusabb (bár hosszadalmas) lehet Görögország távozása az Unióból (jogalap: TEU 50. cikk), majd egy társulási megállapodás megkötése. Az euró feladását követő gazdasági sokk miatt fontos lehet a vámhatárok ideiglenes visszaállítása. Az új valuta értékvesztése és a várhatóan bekövetkező hiperinfláció miatt az import jelentősen megdrágul, a vámbevételekből befolyó jövedelmek rövid távon korlátozottak lehetnek. A vámok visszaállítása az EU-tagállamok részéről is kívánatos, hiszen bevezetésük nélkül a többi tagország termelői/szolgáltatói joggal panaszkodhatnak arra, hogy az árfolyamgyengülésből következő előnyök megzavarják a piaci versenyt. Az import megdrágulása miatt közvetlen állami beavatkozásra is szükség lehet.

Nemcsak magára a kilépésre, de a kilépés után helyzetre sem léteznek szabályok. Az Európai Gazdasági és Monetáris Unión való kívülmaradásra csak azok az államok kaptak lehetőséget, amelyek már annak létrehozásakor tagok voltak (az Egyesült Királyság, Dánia), a többieknek kötelező bevezetniük az eurót, illetve mindent megtenniük a csatlakozásért. Ha Görögország az EU tagja marad, új konvergenciaprogramot kell kidolgoznia.

A kilépést követően az Európai Központi Banknak a vele kötendő megállapodás alapján szolgáltathatja vissza a jegybanki devizatartalékokat. A rövid távú következmények sötét képet vetítenek előre. A bevezetésre kerülő új fizetőeszköz rendkívül gyorsan elveszítené értékének 30, 50, egyes elemzések szerint akár 70%-át, ami a társadalmilag leginkább lecsúszott rétegeket különösen nehéz helyzetbe hozná. Amennyiben az állam törvényileg rendelkezik az euró és az új valuta piaci árfolyamától eltérő átváltási árfolyamokról, a külföldi bankoknál jelentős veszteség keletkezhet. A jelenleg is számottevő gazdasági visszaesés akár a GDP 20%-át is elérheti, a munkanélküliségi ráta 25%-ra emelkedhet, és 8-12 év is eltelhet a gazdasági helyzet normalizálódásáig. Az ország évekig nem juthat tőkéhez a tőkepiacon, elveszítené az EFSF/ESM támogatásának a lehetőségét, egyetlen komoly külső támasza az IMF lehet, amely a finanszírozás biztosítására a jelenlegieknél is szigorúbb feltételeket szabhat. (Minta lehet az izlandi program, amelyet az ország sikeresen hajtott végre; ám annak elemei a mostani helyzetben nem alkalmazhatók.)

A leértékelés, a bankcsőd, a pénzmennyiség felpumpálása hiperinflációt gerjeszthet; a bankcsődök elkerülése érdekében a bankszektor azonnali államosítása válik szükségessé, továbbá likviditást kell biztosítani a pénzintézetek számára, és muszáj lesz feltőkésíteni őket. Az állam elesne a közös pénz nyomtatásából adódó pénzkibocsátási *(seigniorage)* jövedelmektől. A kormánynak azonnal devizakorlátozást kell bevezetnie, amely a lakosságon túl a vállalati szektort is érzékenyen érintheti. A görög vállalatok a tőkeerős külföldi tulajdonú cégekkel szemben több szempontból is rendkívül nehéz helyzetbe kerülhetnek, hiszen fennálló euróalapú adósságukat nem tudják visszafizetni

az értékét folyamatosan vesztő valutában, eurótartalékukat pedig egy szigorú devizaszabályozás mellett nem tudják szabadon felhasználni. Az EGMU-ból való távozás után nem lesz lehetőség arra, hogy az életszínvonal továbbra is olyan szinten maradjon, mint amilyent fenn tudtak tartani a kölcsönökből; a kormány a strukturális reformokra mindenképpen rákényszerülne. További problémát jelent, hogy az EGMU elhagyása komoly következménnyel lehet a görög gazdasághoz szorosan kapcsolódó Ciprusára, és Törökország erőteljesebb fellépése miatt kiújulhat a görög–török konfliktus is.

Felhasznált irodalom:

„European Economics". *Credit Suisse Economic Research,* http://www.credit-suisse.com/researchandanalytics

„Greece: A Restructuring Scenario Analysis. Credit Suisse Fixed Income Research". *Credit Suisse Economic Research,* http://www.credit-suisse.com/researchandanalytics

„Flows & Liquidity. Greek Contagion". *J.P.Morgan*, https://mm.jpmorgan.com/stp/t/c.do?i=9B92E-2&u=a_p*d_853647.pdf*h_3qq3fd0p%0D%0A

„Greece Macro Monitor". *Eurobank Research,* http://www.eurobank.gr/research

Florian Flachenecker: „The Ability to Achieve Political Reforms in the Eurozone". *Deutsche Bank Research, Research Briefing,* http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000286257/The+ability+to+achieve+political+reforms+in+the+eurozone.pdf

Andrew Bosomworth: „TARGET2: A Channel for Europe's Capital Flight". *PIMCO,* http://europe.pimco.com/EN/Insights/Pages/TARGET2-A-Channel-for-Europes-Capital-Flight.aspx

Jesus Felipe – Utsav Kumar: „Unit Labor Costs in the Eurozone: The Competitiveness Debate Again". *Levy Economics Institute, Working Paper,* No. 651. (2011). Elektronikus változat: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_651.pdf

José M. Abad, Axel Löffler és Holger Zemanek: „TARGET2 Unlimited: Monetary Policy Implications of Asymmetric Liquidity Management within the Euro Area". *CEPS Policy Brief,* http://www.ceps.eu/book/target2-unlimited-monetary-policy-implications-asymmetric-liquidity-management-within-euro-area

Willem H. Buiter, Ebrahim Rahbari és Juergen Michels: „The Implications of Intra-Euro Area Imbalances in Credit Flows". *CEPS Policy Insight,* No. 57. (2011). Elektronikus változat: http://www.cepr.org/pubs/policyinsights/PolicyInsight57.pdf

(Első közlés: *MKI-elemzések,* E-2012/14.)