

A GÖRÖG ÁLLAMADÓSSÁG FENYEGETÉSÉBEN

NOVÁK ZSUZSANNA

A tanulmány azt vizsgálja, hogy a 70-es években a jóléti államokhoz hasonlóan terjeszkedésbe kezdő görög kormányzat hogyan sodródott az államcsőd szélére, mi volt az államadósság felhalmozódását okozó tényezők közül a legjelentősebb, és az euróövezet általános pénzügyi stabilitásán felül milyen egyéb érdekek fűzik a tagállamokat Görögország szolvenciájának helyreállításához. Az elméleti irodalom néhány vonatkozó megállapításának áttekintése után (Araujo és Leon, 2004, Menguy, 2010, 2011) a nemzetközi és görög statisztikai adatbázisokban fellelhető adatok alapján a görög államadósság dinamikáját meghatározó összefüggések és finanszírozási szerkezet bemutatására kerül sor az utóbbi tíz év folyamatainak kiemelt értékelésével. Az elemzés merít az IMF és a Görög Statisztikai Hivatal jelentéseiből, valamint a nemzetközi szakfolyóiratok elemző cikkeiből.

Kulcsszavak: államadósság, elsődleges hiány, kamatfelár, szuverén válság, fiskális fegyelem, adósságmenedzsment

JEL: H63

*

Bevezetés

A globális válság óta a fejlett ipari országok államadósságának a mértéke soha nem látott mértéket öltött. Japán 200%, az Egyesült Államok 100% fölötti GDP arányos államadóssággal küzd. A görög államadósság átütő ereje és fenntarthatósága szinte mindennapos kérdés az Európai Unióban. Írország államadóssága majdnem megháromszorozódott 2008 és 2012 között. Az egy főre jutó nemzeti jövedelemhez viszonyítva a legaránytalanabb államadósság terhet Görögország, Olaszország és Portugália viseli az Európai Unióban belül. Érdekes összehasonlítani, hogy az euró bevezetése óta hogyan alakultak ezekben a gazdaságokban az államadósság felhalmozódását előidéző tényezők és hogy mitől vált Görögország az euróövezet a legkockázatosabb gazdaságává. A görög államadósság elemzését megelőzően érdemes röviden áttekinteni az elméleti irodalom néhány államadósságra vonatkozó megközelítését, mely kifejezetten a monetáris unió keretében keres választ a magas államadóssággal küzdő tagországok adósságmenedzsmentjének lehetőségeire.

Államadósság monetáris unióban

Araujo and Leon (2004) egy monetáris unió keretében vizsgálják a spekulatív támadások államadósságra és jólétre gyakorolt hatását Cole and Kehoe (1996, 1998, 2000) modellkeretének továbbfejlesztése révén. Összehasonlítják az adósságmenedzsment két megoldási lehetőségét: az adósság elinflálását ill. megtagadását adósságválság esetén és értékelik az ország finanszírozási képességét befolyásoló fertőzőségi hatást, amit a nemzetközi bankárok bizalomvesztése okoz. Az adósság nem teljesítése, valamint infláció esetén a valutaunió termelékenységi veszteséget szenved. A közös (központi) monetáris hatóság a feltételezések szerint jóhiszemű és az unió fogyasztóinak jólétét kívánja maximálni, amikor arról dönt, hogy elinflálja-e a közös valutát. A döntés során figyelembe veszi a tagállamok szavazati erejét. Tehát az inflációs adó egy alternatívája az adósság nem teljesítésének, mindkettő jóléti veszteségekkel jár együtt, de a vissza nem fizetésből származó termelékenység veszteség meghaladja az infláció okozta káros hatásokat.

Menguy (2011) elemzésében a valutaövezeten belüli adósságmenedzsment kérdését a GMU országaira adaptálja. Rámutat, hogy a GMU létrejöttével a tagállamok portfólió diverzifikálási lehetősége eltűnik, hiszen az államadósság nagy része a közös valutában denominált és ezért a tagállamok közötti verseny az állampapírok likviditási és hitelkockázati sajátosságaira korlátozódik egy kiemelkedő likviditással és hatékonysággal jellemezhető közös tőkepiacon. Menguy összefoglalja a témában született szakirodalom főbb

megállapításait, melyek hangsúlyozzák, hogy azok az országok, melyek magas adósságállományt halmoznak fel, veszélyeztetik a többi tagállam árstabilitását és kiegyensúlyozott gazdasági növekedését a monetáris unióban. Egyidőszakos modelljében, amelyben a monetáris hatóság a monetáris unió átlagos jólétét tartja szem előtt, az adósságból finanszírozott produktív beruházás csökkentheti a kormányzat veszteségét szemben a nem-produktív beruházásokkal. Menguy (2011) megerősíti, hogy a fiskális fegyelem szempontjából igen különböző államok közötti monetáris unió kialakulása ártalmas gazdasági következményekkel jár, mivel a fiskálisan erős országok az adósságukat magasabb költségen kell, hogy finanszírozzák, és a fiskálisan gyenge országok előfordulhat, hogy megtagadják adósságuk egy részének kifizetését, hacsak nem adja fel a monetáris hatóság a szigorú antiinflációs elköteleződését. Ha a súlyosan eladósodott országok száma a monetáris unióban korlátozott, a közös központi bank kevésbé fogja az országspecifikus igényeknek megfelelően igazítani monetáris politikáját, hanem méginkább az egész integráció érdekeit tartja szem előtt. Menguy (2010) azt is mérlegeli, hogy kedvező lehet-e egy közös fiskális biztosítási konstrukció létrehozása a monetáris unióban. Tanulmányában időszakos transzfer bevezetését javasolja, mely ciklikusan viszonylagosan kedvező helyzetben levő tagállamoktól a kedvezőtlen helyzetűek felé áramlik az országspecifikus vagy aszimmetrikus sokkok hatásainak ellensúlyozása érdekében. Megvizsgálja ennek a lehetséges fiskális kiegyenlítő mechanizmusnak az erkölcsi kockázatot felvető szempontjait, valamint a kockázatmegosztás előnyeit. Mivel a közös monetáris politika nem tudja teljes mértékben semlegesíteni az egyes országokban megjelenő ingadozásokat, szükségszerű lehet a nemzeti és a föderális fiskális politikai beavatkozás összehangolása. A közös fiskális biztosítási rendszer mértéke függ a különböző makrogazdasági adottságoktól: minél nagyobb mértékű a tagállam gazdasági nyitottsága és az automatikus stabilizátorok rugalmassága, a támogatás annál kisebb mértékű kell, hogy legyen. Az adott ország keresleti sokkokkal szemben mutatott output varianciája, a nemzetgazdaság kínálati függvényének az árváltozással szembeni érzékenysége, és a költségvetési politikának a hatékonysága az aggregált kereslet befolyásolását illetően pedig indokoltá teszi a hitellehetőség mértékének növelését. A központosított biztosítási mechanizmus – érvel Menguy – természetesen visszatárhathatja az egyes országokat, hogy nemzeti politikáik révén igyekezzenek a gazdasági sokkokat kezelni, ezért érdemes egy állapot független premium bevezetését is mérlegelni, mely arra ösztönözheti az országokat, hogy azokat a kontraciklikus költségvetési intézkedéseket megtegyék, melyek szükségesek a gazdasági ingadozások csillapításához.

Kouretas és Vlamis (2010) de Grauwe-ra hivatkozik, amikor egy közös eurókötvény kibocsátását szorgalmazza, mely a túlzottdeficit-eljárás alatt álló országoknak nyújtana könnyebbséget a Gazdasági és Monetáris Unióban belül. A közös európai értékpapír kamatát a tagországok kamatainak súlyozott számtani átlagaként határoznák meg, ezzel elkerülhetővé válna a magas államadósságot felhalmozó nemzetgazdaságok morális kockázatának érvényesülése, valamint hozzájárulhatna az európai kötvénypiacok likviditásának növeléséhez újabb befektetők piacra lépésével.

A görög állam térnyerése a XX. században

A görög külső államadósság mértéke 1957-ben a GNP 15%-át tette ki, az adósságállomány robbanásszerű növekedése valójában a 80-as években kezdődött meg (Fotopoulos 1992). Az olajválságot követően a görög állam egyre erősebb befolyásra tett szert, ahogy a jóléti állam szolgáltatásait fokozatosan kiépítette. Az államadósság ennek következtében 1994-re a két évtizeddel korábbi 20%-os GDP arányos mértékről 100%-ra emelkedett. (Moutos-Tsitsikas, 2011) Az államadósság gyors felfutása nagyban volt köszönhető a növekvő külső adósság után fizetett kamatszolgáltatásnak (mely az időszakban 6-8%-os GNP arányos mértéket öltött). Fotopoulos alapvetően a görög gazdaság szerkezeti egyensúlytalanságaira és erőforrás hiányára vezeti vissza a külső források mind erőteljesebb bevonásának szükségességét. A gazdasági liberalizáció hamar megvalósult Görögországban, megelőzve a termelőszektor megerősödését, és a verseny ösztönző hatása helyett a hatalmi elitek kezében összpontosuló tőke jellemezte a gazdaságot. A szerkezeti egyensúlytalanság nemcsak a kínálati, hanem a keresleti oldalon is megnyilvánult, ahogy Görögország külgazdaságilag egyre nyitottabb országgá vált és a 60-as évektől kezdve az EGK társult tagjaként egyre bővült az idegenforgalma, kereskedelmi előnyöket és transzferjuttatásokat élvezett. A nyitottság növekedésével a külkereskedelmi mérleg hiánya az erőforrás-hiányos gazdaságban egyre súlyosabbá vált a fokozódó importfüggőség és a romló cserearányok következtében. Görögország egyre nagyobb mértékben támaszkodott a szolgáltatási szektorára, míg ipari teljesítménye és termelékenysége egyre jobban elmaradt az EGK-ra jellemző mutatóktól. Ilyen körülmények között az EGK tagság (1981) és az ezzel együtt járó további kereskedelem liberalizáció csak tovább súlyosbította a görög gazdaság szerkezeti aránytalanságait. Ráadásul a tőkebeáramlás egyre kisebb mértékben fedezte a külső adósság visszafizetéséből fakadó tőkeigényt. Míg a gazdasági növekedés 1950 és 1973 között megelőzte az EK tagállamaiban tapasztalt mértéket és 1973-ra az

egy főre jutó GDP meghaladta Írországot és Portugáliát, a 70-es évek közepére a kibocsátás bővülése lelassult és a 80-as évekre elenyészett Görögország előnye, sőt termelékenység-növekedése ebben az évtizedben már elmaradt az EK átlagától (az egy főre jutó GDP mindössze 0,3%-kal nőtt átlagosan, szemben a tagállamok 2%-os átlagával.) (Moutos-Tsitsikas, 2011).

Mindeközben a kormányzati szektor a 80-as évekig jellemző szufficitet költségvetését egyre erőteljesebb deficit váltotta fel, és a hiány mértéke többnyire 10%-os szint körül ingadozott. Az negatív államháztartási egyenleg azonban nem a nyakló nélküli költségek következménye, sokkal nagyobb mértékben volt köszönhető a megfelelő bevétel hiányának. Bár az állami szektor mérete igen gyors növekedésnek indult a 70-es és 80-as években, ez inkább csak az EGK országainak kiadási szintjéhez történő felzárkózáshoz volt szükséges. Míg 79-80-ban a teljes államháztartás a GDP mindössze 33%-át tette ki az OECD 45%-os átlagával szemben, 85-86-ban ez a mérték a fejlett ipari országokra akkor jellemző 48%-os szintre emelkedett. (Fotopoulos, 1992) A kiadási szint növekedésének tehát nem feltétlen a dinamikája az, ami kedvezőtlen hatott az államháztartás finanszírozására. Sokkal inkább a kiadás szerkezete, mely jellemzően a közsférán belüli bérkiáramlásban és nyugdíjkifizetésekben nyilvánult meg ahelyett, hogy produktív beruházásokat szolgált volna. Továbbá egyre bővült a közsférában foglalkoztatottak létszáma, mely a 80-as évekre teljes foglalkoztatottság 1/5-t adta. A tágabb értelemben vett közszektor a GDP 65%-át nyelte el 1989-ben, ennek ellenére az állami beruházási tevékenység minimális mértékben bővült csak és nem jutott kellő hangsúly a termelősférában szükséges fejlesztésekre. Az adókikerülést nem sikerült megfékezni, így a fogyasztás vezérelte növekedést elsősorban az adósság finanszírozta fokozódó inflációtól kísérve, amely megakadályozta a versenyképesség javulását. 1985-87 között a külső-belső egyensúly javítása érdekében a görög kormány stabilizációs programot hajtott végre, mely a megszorítások révén valóban egyenleg javuláshoz és az infláció enyhüléséhez vezetett, bár hatása hamar elhalványult. 1990-92 között újabb stabilitási csomag bevezetése vált szükségessé, hogy Görögország részesülhessen az Európai Közösség kölcsönéből, amikor adósságszolgálatára már a GDP 20%-ra hágott. (Fotopoulos 1992)

1990-től kezdve a görög kormányzat az állami bevételek és kiadások közötti részen fokozatosan igyekezett faragni az adóterhek növelése révén, hogy az euró bevezetéséhez szükséges feltételeknek, az Európai Bizottság által elvárt kiigazításoknak eleget tehessen. A közszolgáltatások egyre kevésbé feleltek meg a nagyobb jövedelmű adófizetők igényeinek, ami tovább ösztönözte az adókikerülést, mely különösen a terciér szektorban volt erőteljes és máig is leginkább a non-tradable ágazatokat jellemzi. (Moutos-Tsitsikas, 2011) Az államháztartás valamint a külgazdaság egyensúlya tehát tovább romlott. 1990-94 között súlyosbította az államháztartás helyzetét, hogy a bankszektortól átvette az ún. kvázi állami cégek átstrukturált kötelezettségállományát állami garanciák formájában. Ez az adóskonszolidáció mintegy 10% ponttal rontotta a kormányzati szektor eladósodottsági mutatóját. További mintegy 16%-ot jelentett a nemzeti bankkal történő elszámolások transzparenszé tétele, melynek során az államadósság újabb, a jegybankkal szembeni kötelezettség formáját öltő, összetevői kerültek napvilágra. A 90-es évek második fele a GMU-ra történő felkészülés jegyében már viszonylag kiegyensúlyozott pénzügyi környezetben valósult meg (9%-os deficitcsökkenés ment végbe ezen időszak alatt), bár az államháztartás alrendszeri közötti fiskális adósságkonszolidáció (elsősorban stock-flow kiigazításoknak köszönhetően) az állam pénzügyi pozíciójának javulása ellen hatott.

Az államadósság felhalmozódása 2000 és 2011 között

Az euró bevezetése után Görögországnak az egyre súlyosbodó ikerdeficit problémájával kellett szembesülnie (IMF, 2012). A magángazdaság hitelállományának a mértéke megduplázódott 2001 és 2009 között. A globális válságot megelőzően Görögországon kívül egyedül Portugália esetében volt megfigyelhető, hogy a gazdaság nettó megtakarítása negatív tartományokba csapott át. (Moutos-Tsitsikas, 2011). A nettó külföldi devizapozíció 2009-ben már a GDP 90%-ával egyező mértékű negatívumot mutatott. Az erőteljes gazdasági növekedést főként az állami kiadások finanszírozták, az államháztartás kiadásai a GDP 51%-ára szöktek 2009-re. (Moutos-Tsitsikas, 2011) Az államadósság 2004-től fokozatosan újra gyarapodni kezdett, főként a strukturális deficit következtében (mely az időszak során 4,5%-os többletről a 14%-ot meghaladó hiányig romlott), és részben annak köszönhetően is, hogy az állam nagyon kedvező körülmények között tudta finanszírozni a hiányt a nemzetközi tőkepiacokról euróvezeti tagságának köszönhetően. A magas hiánnyal együtt járt a termelékenységet meghaladó reálbér-növekedés, mely rontotta az ország versenyképességét a kereskedelmi partnereknél jellemzően magasabb inflációs szinttel egyidejűleg. (IMF 2012) A reálárfolyam-növekedés végül igen kedvezőtlen hatást gyakorolt a folyó fizetési mérleg egyenlegére. A Stabilitási és Növekedési Egyezményben előírtakkal ellentétben a 3%-os hiány és 60%-os államadósság kritérium be nem tartását az Európai Bizottság nem büntette olyan következetesen,

mint ahogy azt például a görög esetben a fiskális szigor fellazulása indokolta tette volna. A 2003-2010 közötti mintegy 30 túlzottdeficit-eljárás ellenére sem került sor egyetlen szankcióra sem az eurózónában.

2001 és 2007 között a görög államháztartás kiadásai 87%-kal nőttek, míg bevételei mindössze 31%-kal, így folyamatosan túlzottdeficit-eljárás alatt állt. A bevételen belül pedig fokozatosan teret nyertek a direkt adók az indirekt adókkal szemben. Görögországban ezen felül fennmaradt a költséges szociális biztonság rendszere, mely többek között 35 év munkaviszony után lehetővé tette a nyugdíjbavonulást. A bér és az azt felváltó nyugdíjjaradék közti helyettesítési ráta is igen jelentős szinten, 70-80% körül rögzült, mely – figyelembe véve az Európára jellemző elöregedő társadalom veszélyét – a nyugdíjrendszer fenntarthatatlanságát vetítette előre (IMF, 2012). Sokszor merül fel kritikaként a görög közszférával szemben annak alacsony termelékenysége és emellett túlfoglalkoztatottsága. 1975 és 2009 között a kormányzati szektorban foglalkoztatottak száma 150%-kal nőtt, (Moutos-Tsitsikas, 2011) és az őket illető juttatások gyorsabban nőttek, mint az euró-zóna 12 tagállamának átlaga. Nem beszélve arról, hogy közszféra bérdinamikája jóval meghaladta a versenyszféraét, amit nem indokolt az előbbi relatív termelékenységjavulása. Az alkalmazotti bérek tehát egyre emelkedtek a szociális transzferjuttatásokkal együtt. Közben az állami vállalatok alacsony hatékonysággal működtek, jellemzően veszteséget termelve. (Pascual-Ghezzi, 2011) Ezekhez járul hozzá a GDP 25-30%-át kitevő szürkegazdaság erőteljes jelenléte, és az adókikerülés bevétel csökkentő hatása, melyben a kényszervállalkozások és a kis- és középvállalkozások meghatározó szerepet játszanak. Mindezek ellenére 2007 és 2009 között ugyan észrevehető javulás következett be a fiskális fegyverterén, ekkor azonban a globális válság elérte Európát és az európai államokat – köztük Görögországot is – gazdaságösztönző intézkedésekre kényszerítette.

A kormányzatok összességében adópolitikai reformok, kiadáscsökkentés, a pénzmennyiség szabályozása, árfolyampolitika, a gazdasági növekedés ösztönzése, megfelelő kamatpolitikai lépések (valamint a törlesztés megfelelő ütemezése) révén alakíthatják adósságuk GDP arányos mértékét. Az elmúlt tíz év folyamatainak jobb áttekintése érdekében érdemes a GDP arányos államadósságot összetevőire bontani, azaz megvizsgálni az elsődleges egyenleg, a seigniorage bevétel, a kamatkidás és a GDP növekedés hatását Görögország esetében. Az 1. táblázat összegzi ezeknek a mutatóknak az alakulását két másik, jelenleg 100% feletti GDP arányos államadóssággal küzdő euró-zónabeli tagállam, Spanyolország és Olaszország adataival együtt az Eurostat és a kiegészítő nemzeti banki statisztikák alapján. Az adatok közül a seigniorage bevételre önálló becslést tartalmaz a táblázat.

1. Táblázat: A bruttó államadósság közgazdasági összetevői 2000-2011 (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<i>Görögország</i>												
elsődleges egyenleg	-3,60	-2,00	-0,70	+0,70	+2,60	+0,70	+1,40	+2,00	+4,80	+10,60	+5,00	n.a.
seigniorage	0,32	0,31	0,10	0,10	0,08	0,08	0,08	0,08	0,06	0,06	0,06	n.a.
nominális GDP hatása	-7,05	-7,23	-6,81	-9,41	-6,81	-4,89	-7,68	-6,69	-4,68	0,62	2,46	6,31
(reál GDP növekedés)	(3,50)	(4,20)	(3,40)	(5,90)	(4,40)	(2,30)	(5,50)	(3,00)	(-0,20)	(-3,30)	(-3,50)	(-5,50)
GDP arányos kamatteher	7,40	6,50	5,60	5,00	4,80	4,60	4,60	4,80	5,10	5,10	5,80	n.a.
(kamat/adósság)	(7,09)	(6,21)	(5,46)	(5,08)	(4,81)	(4,54)	(4,29)	(4,47)	(4,51)	(3,94)	(4,00)	n.a.
1, becslés		100,82	101,62	100,58	94,53	100,27	101,56	105,58	107,45	118,13	145,57	158,09
2, becslés		100,18	101,61	100,76	94,97	100,19	102,33	105,18	107,48	117,96	145,72	158,38
államadósság/GDP	104,39	104,67	102,59	98,34	99,77	101,23	107,33	107,42	112,97	129,31	144,89	162,83
<i>Olaszország</i>												
elsődleges egyenleg	-5,40	-3,10	-2,50	-1,50	-1,20	-0,20	-1,20	-3,40	-2,50	+0,80	+0,10	n.a.
seigniorage	0,07	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,01	0,07	0,03	n.a.
nominális GDP hatása	-6,76	-4,96	-3,83	-3,13	-4,15	-2,78	-4,00	-4,18	-1,37	3,35	-2,17	-2,25
(reál GDP növekedés)	(3,70)	(1,90)	(0,50)	(0,00)	(1,70)	(0,90)	(2,20)	(1,70)	(-1,20)	(-5,10)	(1,50)	(0,50)
GDP arányos kamatteher	6,30	6,30	5,60	5,10	4,80	4,70	4,60	4,90	5,10	4,50	4,40	n.a.
(kamat/adósság)	(5,81)	(5,82)	(5,33)	(4,91)	(4,64)	(4,46)	(4,34)	(4,75)	(4,82)	(3,90)	(3,72)	(n.a.)
1, becslés		102,59	106,38	104,41	104,38	102,89	107,15	105,49	100,40	107,03	124,10	120,73
2, becslés		103,52	106,34	104,48	104,38	102,93	107,14	105,47	100,48	107,07	124,45	120,64
államadósság/GDP	108,51	108,17	105,15	103,91	103,44	105,43	106,10	103,08	105,81	115,51	118,43	120,47
<i>Portugália</i>												
elsődleges egyenleg	0,00	+1,40	+0,20	+0,40	+0,80	+3,40	+1,40	+0,20	+0,60	+7,30	+6,80	n.a.
seigniorage	0,02	0,03	0,03	0,02	0,02	0,04	0,06	0,10	0,12	0,12	0,09	n.a.
nominális GDP hatása	-3,37	-2,58	-2,19	-1,08	-2,18	-1,84	-2,56	-3,41	-1,06	1,44	-2,02	0,51
(reál GDP növekedés)	(3,90)	(2,00)	(0,80)	(-0,90)	(1,60)	(0,80)	(1,40)	(2,40)	(0,00)	(-2,90)	(1,40)	(-1,90)

GDP arányos kamatteher	2,90	2,90	2,80	2,70	2,60	2,40	2,70	3,00	3,10	2,90	3,00	n.a.
(kamatt/adósság)	(5,98)	(5,66)	(5,20)	(4,83)	(4,51)	(3,82)	(4,22)	(4,39)	(4,33)	(3,49)	(3,21)	(n.a.)
1, becslés		47,98	52,89	54,62	57,87	58,84	66,68	65,39	67,95	74,10	94,53	101,01
2, becslés		48,04	52,72	54,48	57,82	58,73	66,50	65,36	67,95	74,03	94,81	100,83
államadósság/GDP	48,48	51,20	53,84	55,88	57,65	62,75	63,92	68,27	71,58	83,01	93,32	101,56

Forrás: Eurostat, Ameco, Bank of Greece, Bank of Italy, Banco de Portugal - saját szerkesztés

Mivel az EKB a pénzkibocsátásból származó jövedelmét megosztja a tagállamok között, aztán az egyes nemzeti bankok az adott évi nyereségüket felosztják részvényeseik között (illetve tartalékokat képeznek belőle), közöttük a kormánzzal, a felosztott nyereség felhasználható ilyen számításokra.

Ahogy azonban Czeti-Hoffman (2006) is hangsúlyozza, a központi bank sokkal komolyabb szerepet játszik az államadósság kezelésében, hogy azt egyszerűen az állami költségvetésbe átutalt nyereségként értékelhetnénk, azáltal, hogy kereskedik az állampapírokkal és szabályozza a gazdaságban forgalomban lévő pénz mennyiségét és így hatással van az infláció mértékére. Az egyszerűség kedvéért azonban a fenti számítások esetében a nemzeti bankok által a kormánzzal nyújtott osztlékaként közelítettem a seignorage bevétel mértékét a GDP arányában kifejezve.

A nominális GDP növekedés államadósság csökkentő hatására az Ameco adatbázis becslést ad (1. becslés). Az Eurostat GDP deflátor statisztikáinak felhasználásával gazdasági növekedés hatására egy második közelítést is készítettem, így az adott évi államadósság komponensek által magyarázott értékére 2001 és 2010 között még egy becslés rendelkezésre áll. (2. becslés) A két becslés kis mértékben alul- vagy felülbecsli az adott évi GDP arányos államadósság mértékét, de az esetek többségében jól jelzi a változás irányát. A különbség statisztikai hibákból, árfolyam-változásból, adósság átutemezéséből, ill. privatizációs bevételek keletkezéséből is adódhat.

Ami az adósságot előidéző főbb makrogazdasági tényezőket illeti, Görögország és Portugália esetében az elsődleges hiány nagyban hozzájárult az állomány növekedéséhez, és inkább enyhítette az adósság mértékét Olaszország esetében.

Az államadósság/GDP mutató folyamatos növekedése nagyban betudható annak is Görögországot illetően, hogy 2008 után egyre nőtt a rés a kamatláb és a GDP növekedés között, nem beszélve arról, hogy néhány évben a nominális GDP növekedés is negatív volt.¹ Görögországban a beruházások erős hanyatlásnak indultak 2009-ben, ezután megkezdődött az állami takarékoskodás, majd 2011-ben a magánfogyasztás is erős visszaesésnek indult. (IMF, 2012). Menguy (2011) megállapítja, hogy a közös monetáris politika hatásossága Görögországban és Portugáliában azért is megkérdőjelezhető, mert ezekben az országokban az output varianciája erősen függ a nemzeti sajátosságok által meghatározott növekedési ütemtől, így pont a legnagyobb adóssággal küzdő államokat sújtja a legjobban az alkalmazott közös kamatpolitika bizonyos gazdasági időszakokban. Görögország legalább 2008-ig összességében erőteljes növekedést mutatott, Olaszország és Portugália azonban a vizsgált időszak egészében komoly veszteségeket szenvedett el a kamatteherhez képest relatíve alacsony GDP növekedési rátája következtében.

Az államadósság pénzkibocsátáson keresztüli finanszírozása lényegében már az euróövezeti csatlakozás előtt elveszítette a jelentőségét, részben mivel a nemzeti bankok nem finanszírozhatták közvetlen a kormánzzal hitelnyújtás révén. A seignorage-bevétel mértéke már a 90-es évek elején, jóval az EKB megalakulása előtt 1% alá csökkent mindhárom országban.² Erdemes megemlíteni, hogy a seignorage-bevétel az EKB működéséből fakadó további kiesését jelentősen ellensúlyozza az eurózónában működő likvid és hatékony értékpapírpiacon, amely éveken keresztül kedvező kamatfeltételek melletti állampapír kibocsátást tett lehetővé a részt vevő országok számára. (Az adósság külföldi valuta komponense a vizsgált időszak alatt mindössze 0,2-2%-os mértékre tehető mindhárom országban.) A közös valutaövezet mindemellett káros lehet azon országok számára, melyek fenntartják a fiskális fegyelmet. Válságos időszakban ezen felül egy-egy tagország legalábbis részleges adósság megtagadásához vezethet (Menguy, 2011), ahogy az Görögország esetében megfigyelhető volt 2011-ben.

Finanszírozási szerkezet

¹A táblázatban úgy jelenik meg, mint a "nominális növekedés hatása", melyre az Ameco adatbázis saját becslést ad meg, melyet kiegészít a szerző saját becslése "2. becslés"

²Cash flow alapon különösen elhanyagolhatóvá vált (Gros, 1996)

Portugália és Olaszország esetében az államadósság finanszírozásában legjelentősebb szerepet a pénzügyi szektor és külföld tölti be. A nem-pénzügyi magánszektor szerepvállalása 10-30% (ezen belül a nem pénzügyi vállalkozások alig 5%-ot tesznek ki) körüli mértékű, és folyamatos csökkenést mutat a vizsgáltidőszak során. Ebből megállapítható, hogy a kormányzati adósságmenedzsment igen kevés hatást képes gyakorolni a hazai magánszektor fogyasztási és megtakarítási döntéseire. A görög államadósság pénzügyi, nem-pénzügyi magán, háztartások és külföld szerinti szektorális finanszírozási szerkezetére vonatkozó adatait az Eurostat nem teszi közzé. Ez valószínűleg betudható Görögország hiányos adatszolgáltatásának is, hiszen a Görög Statisztikai Hivatal és a Görög Központi Bank adatbázisában sem található ilyen szempont szerinti csoportosítás.

Nem beszélve arról, hogy a válság során a görög kormányzat igyekezett olyan komplex pénzügyi eszközökkel fedezni az államháztartás hiányát, melyek eltakarták az államadósság valós szintjét. Néhány európai vezető ezért szorgalmazta, hogy többek között a derivatív ügyletek tiltásával szigorítsák a pénzügyi szabályozást, mivel véleményük szerint ezek a termékek hozzájárultak a görög válság kialakulásához (Nelson et al., 2010).

2009-ben a kormányzat be is jelentette, hogy adatszolgáltatása félrevezető volt Görögország fiskális pozícióját illetően, főként a közlekedési ágazatban és a honvédelem terén működő állami vállalatok veszteségei következtében, melyet nem konszolidáltak a teljes államháztartás adataival. (Pascual-Ghezzi, 2011)

A görög államadósság finanszírozási szerkezetéről így összehasonlító idősor nem áll rendelkezésre. A Görög Statisztikai Hivatal bulletinjei nem részletezik az államadósság finanszírozási szerkezetét, a Görög Államadósságkezelő Ügynökség kiadványai pedig csak a központi költségvetés vonatkozásában közölnek részletes statisztikákat.

Leginkább magánbankok és pénzügyi elemzők közleményeiből lehet információt szerezni az államkötvény-állomány tulajdonosi megoszlásáról. Ami egyértelműen kiderül az elemzésekből az az, hogy a görög államkötvény-állomány finanszírozása elsősorban európai ügy, hiszen főként európai bankok állnak a kötelezettségállomány mögött. 2011. I. negyedévében (Credit Suisse, 2011) ennek finanszírozásában 90%-ot tett ki az európai befektetők részaránya, ezen belül 29%-ot a görög rezidenseké. Szektor szerinti bontásban a bankok jelentik a legnagyobb befektetői csoportot, 124 Mrd eurót kitevő portfólióval 2011. I. negyedévében 43%-os részarányt képviselnek a görög államkötvények finanszírozásából. (Az államadósság 2011-ben összességében kb. 350 Mrd euróra rúgott). Különböző befektetési alapok, nyugdíjalapok és biztosítók adósságállomány mintegy 47%-át tudhatják magukénak, 4%-ban szuverén hitelezők és központi bankok, valamint további 4%-ot egyéb befektetők megtakarításai szívtak fel. (Credit Suisse, 2011) Az EKB, kormányzati kötvénycsomagból. (Pascual-Ghezzi, 2011) A bankok közül a francia tulajdonúaknak a legnagyobb a kockázati kitettsége Görögországgal szemben, a német és angol bankok ugyan szintén jelentős követelésállományt halmoztak fel a görögökkel szemben, nagyobb az Írországgal szembeni kitettségük, a spanyoloknak pedig a portugál adósság finanszírozásában van jelentősebb szerepük. Az olasz bankok csak minimális kitettséggel rendelkeznek a többi súlyosan eladósodott eurózónabeli országban. A kötelezettségállomány jelentős része kötvényben testesül meg (2011-ben mintegy 75%), melynek többsége euróban denominált és elenyésző része nemzetközi kötvény. A két hivatalos hitelező közül az EU mintegy 15, az IMF pedig 5%-ot képvisel a teljes hitelállományból 2011 elején. Ez utóbbiak várhatóan egyre jelentősebb részt vállalnak majd az államadósság finanszírozásában és egyre csökken a kötvényállományban megjelenő magán befektetés részaránya. (Credit Suisse, 2011)

Érdekességként megjegyzendő, hogy Görögország esetében az EU nyújtotta hitelek nem az Európai Pénzügyi Stabilitási Alap forrásaiból származnak, hanem bilaterális alapon nyújtott kölcsönök formájában kerültek a görög kormányhoz.

A görög államadósság és a szuverén válság

A görög államadósságot illetően a befektetők bizalma különösen akkor rendült meg, amikor 2009 októberében a görög kormány bejelentette, hogy a tervezett 6,7%-os deficit helyett 12,7% lesz az államháztartási deficit mértéke. Nem sokkal ezt követően a görög kötvényeket leminősítették. 2010 májusában közös EU és IMF mentőcsomagot készítettek elő Görögország javára. Az EU által nyújtott 30 milliárd euró hitel 5%-os kamatozású volt, valamivel drágább, mint a dél-európai országok által felvett hitel kamata, de jobb feltételeket jelentett, mint amit a magánbefektetők vártak. Az IMF ugyanekkor 15 Mrd euró készenléti hitelt nyújtott Görögországnak, a szokásos fizetési mérleg egyensúlytalanság esetén alkalmazott hitelkonstrukció keretében. Valójában nem egyszeri hitelnyújtásról volt szó, hanem egy 110 Mrd eurós

csomagról állapodtak meg az eurózónabeli országok és az IMF a 2010-2012 közötti időszakra. A tárgyalásokat követően, melynek során a németek a költségvetési megszorítások ütemtervének közzétételét követelték, a görög kötvényeket újra leminősítette az egyik hitelminősítő, a Moody's. 2010-ben Görögországban jelentős megszorításokat helyeztek kilátásba: befagyasztották a közszektorban dolgozók bérét és az állami nyugdíjkifizetéseket, elvontak béren kívüli juttatásokat, növelték az ÁFA kulcsát és az egyes termékekre kivetett jövedéki adó mértékét is. ezzel egyidejűleg meghirdették az egészségügyi és nyugdíjrendszer, valamint az állami adminisztráció átalakítását is. Ennek ellenére az állami kifizetések csúszása, a lassuló gazdasági növekedés és a vártnál magasabb deficit mérték azt jelezte, hogy Görögországnak újabb pénzügyi segítségre lesz szüksége. A kormány a parlament elé vitte az EU javaslatára összeállított középtávú fiskális kiigazításról szóló stratégiáját, mely többek között tartalmazta a 2014-ig megvalósítandó 50 Mrd eurós (az államadósság mintegy 20%-át kitevő) privatizációs programját (Pascual-Ghezzi, 2011). 2011-re nyilvánvalóvá vált, hogy a görög államadósság jobban növekszik, mint a gazdaság teljesítménye.

2011 októberében, az eurózóna kormányainak júliusi megállapodását követően Cline (2011) igen optimistán közelíti meg a görög államadósság fenntarthatóságának kérdését. Véleménye szerint a helyzet nem olyan kilátástalan, mint amire az államadósság szintje alapján következtethetnénk, mivel a nettó (követelésállománnyal csökkentett) államadósság sokkal kedvezőbb képet fest, mint a bruttó és a kamatfeltételek egyre kedvezőbbben alakulnak. Az adósságválság ugyanis komoly kamatemelkedést okozott, de a júliusi megállapodás csökkentette a fizetendő kamat mértékét, többek között a magángazdaság bevonása révén (PSI), valamint az Európai Uniónak fizetett adósságszolgálat tekintetében. A privatizációs program tervezettnél (50 milliárd euró) nagyobb mértéke, valamint az adósság átütemezése 10 és 30 év lejáratúra az eurózónabeli finanszírozás esetén, ill. kibővítés 30 éves lejáratra a magánszektorral szembeni kötelezettségállomány esetén mind a fenntarthatóságot erősíti. Bár Cline (2011) megjegyzi, hogy az elsődleges egyenlegnek 6% többletet kellene mutatnia több éven át, hogy az államadósság csökkenő pályára állhasson. Mindemellett az is elmondható, hogy Görögország államháztartásának GDP arányos mértéke előrejelzi a kiadáscsökkentés lehetőségét, hiszen az 2009-10-ben jellemző 46%-os mértékével felülmúlja a G7 42%-os átlagát. (Cline, 2011) Cline a 6%-os éves elsődleges többletre és évi 2-3%-os GDP növekedésre alapozva 2020-ra 113%-os GDP arányos bruttó államadósságot jelez előre Görögországot illetően.

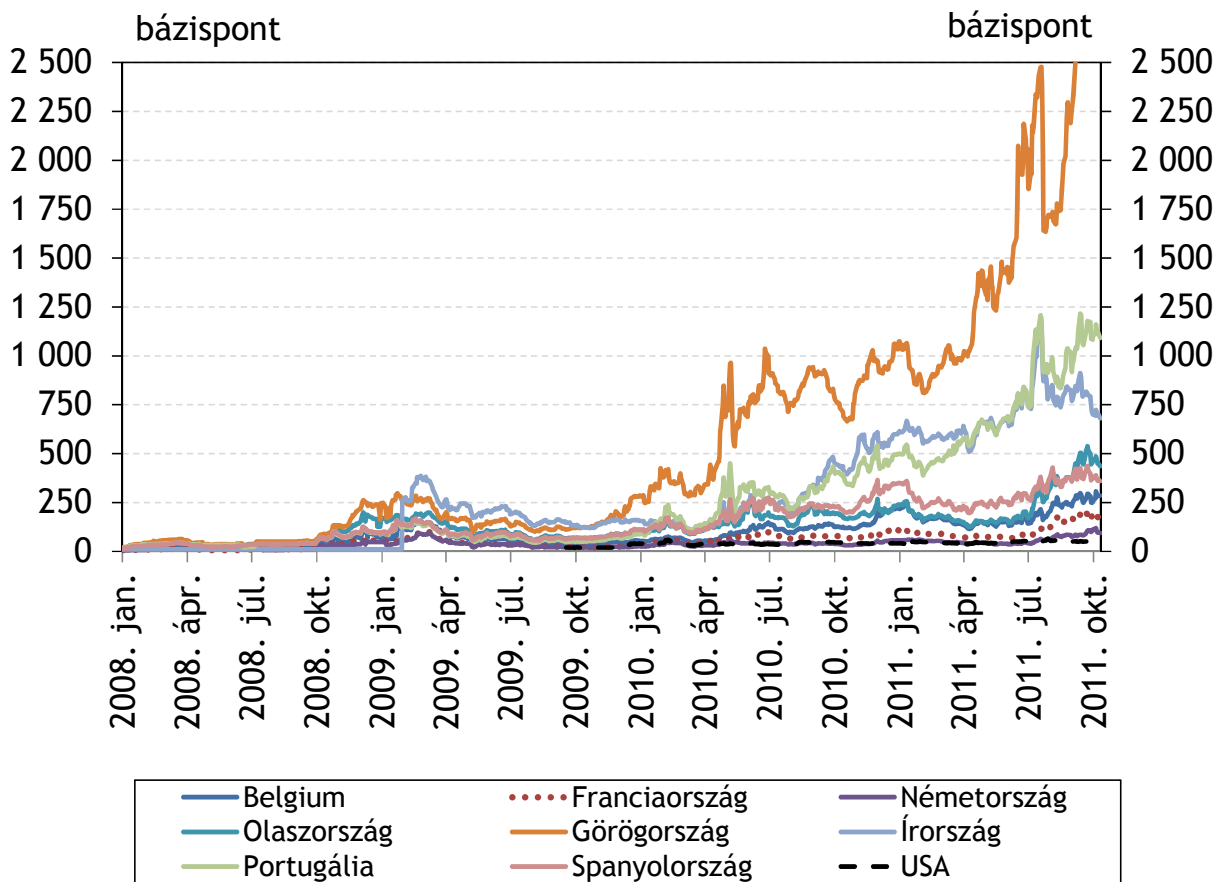
A szuverén válsággá mélyült adósságkérdés az eurózónában szükségessé tette az európai stabilizációs mechanizmus létrehozását, majd a piac bizalmának helyreállítása érdekében Írország és Portugália számára készült mentőcsomag. 2011 májusában a Standard&Poor's bejelentette a görög adósság leminősítését. 2011 júliusában az EU újabb csomaggal állt elő Görögország számára, mely nemcsak újabb hitelkeretről (109 milliárd euró), hanem a meglévő görög államadósság átstrukturálásáról is rendelkezett. Ezekkel a görög államadósság kamatterhe is jóval kisebb mértékű lett (a korábban tervezett 5% körüli kamatterh helyett 3,5%-ra csökkent az euróövezet országaival szemben fizetendő kamat mértéke a 2011-2014 közötti időszakra). A visszafizetésre vonatkozó türelmi időszak 10 évre történő kibővítésével és a magánszektorra vonatkozó rendelkezések alapján az adósság nominális értékének részbeni elengedésével és adósságcserevel (ez mintegy 135 Mrd euró veszteséget irányoz elő 2020-ig a magánbefektetők számára) tovább enyhült az államadósság terhe (MNB 2011). 2012-re megkezdődött az athéni repülőgép területének, a görög gázipari társaság, az állami lottó és egy szerencsejáték vállalat privatizációja. Ami némiképp rontja a pozitív várakozásokat az az, hogy a bankok feltőkésítése, valamint a magán szektor adósság fedezetének megújítása állami tőkeinjekciót igényel. A fertőzési hatás megelőzése érdekében is fontos a görög bankok tőkemegfelelésének biztosítása, hiszen az európai bankok portfóliójában jelentős a görög bankok által kibocsátott kötvényállomány. (Toschi, 2011)

A kedvezőbb kamatozás és a hitelösszeg is szükségszerű és időszerű volt, mivel a piaci kamatfelárak alapján 2012-ben egyértelművé vált, hogy Görögországot nem lehet a privát tőkepiacról finanszírozni. Sokszor felmerült a Görögországgal kapcsolatos hírverésben, hogy az államadósság magánszektor által finanszírozott összetevőjének 50%-át érdemes lenne leírni. Az ilyen értékelés – figyelembe véve azt is, hogy az államadósság felét kitevő állami finanszírozású adósságállomány elsőbbséget élvez a magánadóssággal szemben – csak rontotta Görögország megítélését és tovább emelte a kamatfelárakat. A magas kamatfelárak pedig rontották a súlyosan eladósodott két másik ország, Spanyolország és Olaszország megítélését is, így az újabb mentőcsomag jelentősége részben abban rejlett, hogy a „fertőzést megállítsa” és megakadályozza a többi eurózónabeli tagország esetleges bedőlését. Közintézmények a teljes görög adósság 38%-át aláírásukkal garantálták, hogy ezzel is csökkentsék a szuverén kockázatot. (Toschi, 2011) Az EKB és az

eurózóna tagállamai számára tehát első számú szempont volt Görögország likviditásának biztosítása és a hosszú távú fizetőképesség fenntartása, valamint az országgal szembeni bizalom helyreállítása.

2008-ban, a válságot megelőzően pár tíz bázispontnyi különbség volt a görög és a német 10 éves kötvényfelárak között, mely 2010-re 400 bázispontra szélesedett. (Nelson et al., 2010) Az 5 éves szuverén CDS felárak jól érzékeltetik, hogy a bizalom visszanyerése nem volt maradéktalan 2011 végén, de még 2012 februárjában sem, amikor a 10 éves államkötvényeket jellemző felár 3200 bázispontot is elért. (IMF, 2012). Ez a piaci reakció nagyban volt köszönhető a magángazdaság befektetőinek a várható veszteségét övező bizonytalanságnak is. A piac összességben 65%-os bedőlési valószínűséggel számolt 2011-ben (Toschi 2011) 2012. február 21-én végül az IIF vezette hitelezői csoporttal végül sikerült kiegyezni a magánbefektetőket érintő adósságsere feltételeiről, ami csillapítólag hatott a piaci várakozásokra.

1. ábra: 5 éves CDS felárak az euróövezetben 2008 és 2011 között



Forrás: MNB, 2011

2012-ben Görögország újabb hitelfelvételi szándékkal folyamodott az IMF-hez, márciusban így a kibővített hitellehetőség (*extended fund facility*) keretén belül négy évre újabb 28 Mrd euró hitelkeretet kapott, amit egyenlő részletekben hívhat le és mellyel előző szerződése érvényét veszítette. A kellő fedezet előteremtésére 2012 elején különösen nagy szükség volt, hiszen nagyobb összegű kötvényállomány futamidejének lejárt a vált esedékessé. Az euróövezet tagjai 2012-14 között további 144,7 Mrd euróval járulnak hozzá Görögország finanszírozásához. A korábbi készenléti megállapodásban meghatározott célokhoz képest Görögországnak számos lemaradást le kell még küzdenie. Nem sikerült a megfelelő mértékű költségvetési kiigazítást megvalósítania (bár 2009 és 2011 között összességében több mint 8% pontot javított az elsődleges egyenlegén ÁFA, jövedelmi és vagyoni adók növelése révén, 2011-ben az elsődleges deficit 2,5%-ot öltött az eredetileg tervezett 1,5%-os többlet helyett), bevételi oldalon még mindig számos gonddal küzd az államháztartás az alacsony adófizetési hajlandóság következtében. Kiadási oldalon a nyugdíjreform ellenére is továbbra jellemző a szociális transzferkifizetések jellemzően magas mértéke, mely ugyancsak az utóbbi évtizedben keletkezett. Makroökonómiai mutatói kevésbé javultak, mint azt valószínűsítették, többek között a versenyképesség reálárfolyam-mutatói, leszámítva a munkaerő-egységköltség alapút, mely 2010 óta

mintegy 10%-ot esett. A görög gazdaságnak továbbá sokat emlegetett hiányossága a munkaerőpiac nem kellő rugalmassága, mely akadályozza, hogy a gazdaság növekedő pályára álljon, és a munkanélküliség csökkenjen. Az alapvetően turizmusra és hajózási iparra épülő gazdaság az általános európai recesszió következtében nehezen lábál ki a visszaesésből. Az IMF (2012) a reál GDP növekedését először 2014-re valószínűsíti, 2012-ben még 4,8%-os visszaesséssel, 2013-ban pedig stagnáló gazdasági teljesítménnyel számol. 2014-2020 között azonban már átlagosan 2,5-3%-os növekedést jelez előre.

Az IMF (2012) 2014-re 4%-os elsődleges többletet irányoz elő és 2020-ra megfelelő adósságelengedés mellett lehetségesnek tartja, hogy 2020-ra 120%-ra lehet csökkenteni az államadósság mértékét. Természetesen számos kockázatot is azonosít a megvalósíthatóság vonatkozásában, így megállapítja, hogy folyamatos EKB refinanszírozási műveletek és hivatalos támogatás hiányában a tervezett adósságpálya nem valósul meg és ez elvezethet oda is, hogy Görögországnak ki kell lépnie az euróövezetből, ami a Valutaalap számára is veszélyt hordoz magában.

Nagyon sok múlik tehát a soron következő választások eredményén, hogy mennyire lesz elkötelezett az új kormányzat a strukturális reformok megvalósítása és általában a költségvetési fegyelem hosszú távú fenntartása iránt.

Összegzés

Görögország ékes példája annak, hogy a sokak szerint közgazdasági tartalmat nélkülöző maastrichti kritériumok betartása – különösen az időről időre felmerülő pénzügyi válságok hatását figyelembe véve – nélkülözhetetlen a gazdaságilag igen eltérő fejlettségi szintet képviselő tagállamokból álló monetáris unió stabilitása érdekében. Görögország megmentése nem egyszerűen presztízskérdés az euróövezet tagországai számára, hiszen a görög válság–korábbi válságok következményeiből kiindulva–magában rejtheti a fertőzés veszélyét. Egy tagország csődje az eurózóna fellazulását és végső soron feloszlását is előidézheti, ami a nyilvánvaló politikai következményeken túl hatalmas bonyodalmakat okozna az európai finanszírozási kapcsolatokban, hisz a közös valuta használata szükségtelessé tette a nemzetközi vállalatok árfolyamkockázatának menedzsmentjét, legalábbis az euróövezeten belül, és a hitelfelvétel esetében pedig a bankok közötti mérlegelést is, legalábbis földrajzi elhelyezkedésük tekintetében. Hirtelen a homogén valutában kifejezett adósságállomány helyett újból 17 különböző pénzben megjelenő kötelezettségekkel találnák magukat szembe magát az európai bankrendszer intézményei és ügyfelei.

Az eurózónában megfigyelhető külgazdasági egyensúlytalanság kérdése pedig felveti annak szükségességét, hogy a tagállamok közös megegyezéssel kárpótolják egymást a fizetési mérleg egyensúlytalanságokért, a többlettel rendelkezők kompenzálják az átmeneti hiány kárvallottjait. A fiskális politikák jobb összehangolása ugyancsak megfontolandó, így a közös biztosítási mechanizmus működtetése vagy európai szintű kötvények kibocsátása egyre realisabb megoldási lehetőségeknek tűnnek.

Felhasznált irodalom

- Araujo, A., Leon M.(2004): *Speculative Attacks on Debts and Optimum Currency Area: a Welfare Analysis*. Working Paper Series. 84/2004. Banco Central do Brasil.
- Cline, W. R. (2011): *Sustainability of Greek Public Debt*. Peterson Institute for International Economics. Number PB11-15
- Czeti, T., Hoffmann, M. (2006): *A magyar államadósság dinamikája: elemzés és szimulációk*. MNB-tanulmányok. 50.
- Credit Suisse (2011): *Greece. A restructuring scenario analysis*. Fixed income research. 16 May 2011. http://www.cincodias.com/5diasmedia/cincodias/media/201202/21/mercados/20120221cdscdsmer_1_Pes_PDF.pdf. (2012. április 5.)
- Eurobank EFG (2012): Equity Research. February 23, 2012. <http://www.eurobankequities.gr>. (2012. április 8.)
- Fotopoulos, T. (1992): *Economic restructuring and the debt problem: the Greek case*. International Review of Applied Economics. Volume 6, Issue 1. pp. 38-64.
- Gros, D. (1996): *Seigniorage in the EC*. In: *Functioning of the International Monetary System* (ed.: Frenkel, J. A., Goldstein, M.). Volume I. pp. 218-231. IMF
- Garcia, C., Restrepo, J. E., Tanner, E. (2011): *Fiscal Rules in a Volatile World – A Welfare Based Approach*. WP/11/56. IMF Working Paper.

- Hellenic Statistical Authority (2011): *Press release: fiscal data for the years 2007-2010*. Athens, 17 October 2011. <http://www.statistics.gr>. (2012. január 2.)
- IMF (2012): *IMF country report*. No. 12/57. March 2012. www.imf.org. (2012. április 6.)
- Kouretas, G., P., Vlamis, P. (2010): *The Greek Crisis. Causes and Implications*. *Panoeconomicus*. 2010. 4. pp. 391-404.
- Menguy, S. (2010): *How to limit the moral hazard related to a European Stabilization Mechanism*, *Journal of Economic Integration*. Vol. 25. pp. 252-275.
- Menguy, S. (2011): *Inflation rate, indebtedness and interest rates on public debt in a monetary union. Conference on Macro and Financial Economics: Theory and Applications*, Brunel University, West London (26 May, 2011). http://www.qass.org.uk/2011-May_Brunel-conference/2011_ParallelSessions.htm (10.11.2011)
- MNB (2011): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*. 2011. november. www.mnb.hu. (2011. november 8.)
- Moutos, T., Tsitsikas, Ch. (2010): *Whither Public Interest: The Case of Greece's Public Finances*. CESifo Working Paper No. 3098
- Nelson, R., M., Belkin, P., Mix, D. E. (2010): *Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses and Implications*. Congressional Research Service. 7-5700. www.crs.gov. (2012. április 2.)
- Pascual, A., Ghezzi, P. (2011): *The Greek Crisis: Causes and Consequences*. CESifo Working Paper No. 3663.
- Toschi (2011): *Restoring the Economy*. J. P. Morgan Asset Management. <http://www.jpmorganinstitutional.com>. (2012. április 8.)
- Van Aarle, B., Bovenberg, L., Raith, M. (1986): *Money, Fiscal Deficits and Government Debt in a Monetary Union*, No. 1996-34. Discussion paper from Tilburg University. Center for Economic Research

*

www.southeast-europe.org
dke@southeast-europe.org

© DKE 2012

Figyelem! Kedves kutató! Ha erre a tanulmányunkra hivatkozik, vagy idézi annak egy részét, kérjük, küldjön erről egy email-t a főszerkesztő részére a dke@southeast-europe.org címre. *A tanulmányt a következőképpen idézze:*

Novák Zsuzsanna: A görög államadósság fenyegetésében. *Délkelet-Európa – South-East Europe International Relations Quarterly*, Vol. 3. No. 1. (2012 Tavasz) 10 p. Együttműködését köszönöm. *A főszerkesztő*