

A COVID-19 JÁRVÁNY VÁRHATÓ HATÁSAI OLASZORSZÁG ÁLLAMADÓSSÁGÁNAK KÖZÉP- ÉS HOSSZÚ TÁVÚ FINANSZÍROZÁSÁRA

Török László

Absztrakt: A koronavírus járvány társadalmi-gazdasági következményei napjainkban a közérdeklődést leginkább foglalkoztató téma. Természetesen a társadalom és a közgazdasági szakma közvéleményét a várható negatív gazdasági hatások érdeklik a leginkább. A következmények közül is kitüntetett figyelem irányul az államok bruttó adósságának növekedésére és azok pénzügyi finanszírozására. Olaszország ebben az összefüggésben kiemelkedik az Európai Unió tagországai közül. Az olaszok kitüntetett szerepének az a magyarázata, hogy abszolút összegben és adósság rátában is ennek az országnak az államadóssága fog a legnagyobb mértékben növekedni az Unió országai közül. A tanulmány egy ökonometriai modell alkalmazásával bemutatja az olasz államadósság várható növekedését. Ezt a növekedést négy járványfutamú forgatókönyv alapján számszerűsíti a tanulmány. A kutatás végkövetkeztetése az, hogy bármilyen módon fog a koronavírus járvány véget érni, Olaszország drasztikusan megemelkedő államadósságának finanszírozása hatalmas erőfeszítéseket fog igényelni. Ennek ellenére az sem zárható ki, hogy Olaszországnak néhány éven belül a rendezett államcsőd lehetőségével kell élni.

Abstract: The socio-economic consequences of the coronavirus epidemic are a topic of most public interest today. Of course, the public of the society and the economic profession is most interested in the expected negative economic effects. Among the consequences, special attention is paid to the growth of the gross debt of the states and their financial financing. In this context, Italy stands out among the Member States of the European Union. The privileged role of the Italians is explained by the fact that, both in absolute terms and in terms of debt, this country's public debt will increase the most among the countries of the Union. The study uses an econometric model to show the expected increase in Italian public debt. This increase is quantified by the study based on four epidemic scenarios. The research concludes that in whatever way the coronavirus epidemic will end, financing Italy's drastically rising public debt will require a huge effort. Nevertheless, it cannot be ruled out that Italy will have to resort to the possibility of an orderly state bankruptcy within a few years.

Kulcsszavak: COVID-19 járvány, államadósság, finanszírozás, Olaszország

Keywords: COVID-19 epidemic, public debt, financing, Italy

1. Bevezetés

Egy korábbi tanulmányomban az Európai Unió minden egyes tagországra nézve vizsgáltam meg a COVID-19 járvány várható hatását a bruttó államadósság-ráták alakulására (Török, 2020). A kutatási téma azonos teoretikus megközelítése miatt találhatóak nem jelentős mértékű elméleti megalapozást szolgáló azonosságok jelen tanulmányban az abban foglaltakkal.

A szuverén bruttó konszolidált államadósság megfelel a múltban felhalmozott államháztartási hiány kumulált összegének. Ezzel párhuzamosan a múltban voltak és a jövőben lesznek olyan tételek, amelyek nem jelentek meg, illetve nem fognak megjelenni a hiányban (IMF, 2015). Amennyiben az államháztartás kiadásai egy adott évben meghaladják a bevételeit, akkor az így keletkezett hiány finanszírozására az állam adósságpapírokat (jellemzően kincstárjegyeket és államkötvényeket) bocsáthat ki, vagy hitelt vehet fel. A hiány finanszírozására kibocsátott

adósságelemeknek az évek során felhalmozódott állománya az államadósság (Arena, 2010).

Az államnak a meglévő adóssága után kamatfizetési kötelezettsége áll fenn. Egy eladósodott országban az állam kamatfizetések nélkül számított úgynevezett elsődleges egyenlege hiába kerül egyensúlyba, önmagában a kamatfizetések miatt hiány alakul vagy alakulhat ki (Török, 2012). Egy nemzetgazdaság államadósságának alakulását az államháztartási hiány mellett a gazdasági növekedés és az ország inflációját meghaladó reálkamat befolyásolja még. Ezeknek a tényezőknek a meghatározó szerepét fogja a tanulmány bemutatni Olaszország várható államadósságára vonatkozóan.

2. A bruttó államadósság különböző mértékei

A közgazdaságtudományban nincs egzakt szabály arra vonatkozóan, hogy mekkora az optimális mértéke egy adott nemzetgazdaság adósságrátájának. A maastrichti szerződésben foglalt 60 százalékos numerikus arány egy konvencionális megállapodás terméke, egyfajta igazodási pont. Az államadósságnak erre a mértékére mindössze az az előírás vonatkozik, hogy jó, ha „kielégítő ütemben” közelíti a GDP arányában meghatározott szintet (Benczes–Kutasi, 2016).

Számos tanulmány vizsgálta azt, hogy az államadósság milyen mértéke az, amely már negatívan hat egy adott nemzetgazdaság gazdasági növekedésére. Ezt vizsgálva (Reinhart–Rogoff, 2010), arra a következtetésre jutottak, hogy a GDP 90 százaléka feletti államadósság csökkenti az adott nemzetgazdaság növekedését. Ezzel szemben (Herndon et al., 2010) azt állapították meg, hogy nincs nagy különbség a 90 százalékos küszöbérték alatti vagy feletti adósságállománnyal rendelkező országok átlagos és medián GDP-növekedésében. Következtetésük az, hogy az államadósság és a GDP növekedése jelentősen különbözött országonként és időszakonként. Olaszország jelenlegi államadóssága jelentősen magasabb a 90 százalékos mértéknél, a koronavírus járvány miatt pedig drasztikusan meg fog növekedni a ráta értéke. Vannak olyan nemzetgazdaságok, ahol az államadósság meghaladja a 230 százalékot. Példa erre Japán, ahol az államadósság GDP-hez viszonyított aránya 237 százalék volt 2019-ben. A szakértők eltérő véleményen vannak erről a magas rátáról, számos tanulmány kimutatta, hogy a finanszírozás szempontjából ez már riasztóan magas államadósság-ráta (Tomomi–Kazuki, 2017).

Fontos felismerésekre jutottak a pénzügyi válság után az államadósságról végzett kutatások. Egyik ilyen felismerés volt globális államadósság növekedés kutatásának az, hogy a monetáris politika önmagában nem elegendő. A pénzügyi válságkezelés során szükség van a fiskális politika aktív használatára is (Blanchard et al., 2010). Hasonló megállapításra jutott Arestis (2014) kutatásában. Ebben ő kiemeli, hogy a nemzeti gazdaságpolitikák erősödnek, ha a monetáris és a fiskális politika megfelelően összehangolódik a pénzügyi stabilitás megteremtése érdekében.

3. Olaszország gazdasága a koronavírus járvány előtt

Olaszország COVID-19 előtti társadalmi-gazdasági állapotának, a közeljövőben várható tendenciáinak rövid összefoglalását adja az Index (2020). Az olasz gazdaság rossz állapotát jelzi, hogy a 2019 évi bruttó hazai össztermék, az éves GDP alig több, mint a 2004 évben mért érték. Az olasz gazdaság növekedési üteme a 2008-as pénzügyi válság óta csak háromszor haladta meg az éves egy százalékot. Az olaszoknál már a koronavírus járvány előtt is alacsony volt a növekedés értéke. 2019 utolsó negyedében 0,3 százalékkal csökkent a GDP az előző félévhez képest, az év egészét tekintve csak 0,3 százalékkal nőtt. A gazdasági növekedésnek ez az értéke a legalacsonyabb volt az Európai Unióban. Az ipari termelés egy éve csökken, a munkanélküliség 10 százalék környékén van, a 25 éven aluliak körében ennél is nagyobb, 28,9 százalék, az államadosság a GDP 130-135 százaléka között stabilizálódott. Ez a ráta a második legmagasabb az Unióban.

Az olasz gazdaság termelékenysége évtizedek óta stagnál, a foglalkoztatási ráta a legalacsonyabb a fejlett országok között. Olaszország az elmúlt 15 évben gazdaságilag szinte nem fejlődött semmit. A gazdaság stagnálásának okai régi problémákra vezethetők vissza. Az olaszok arányaiban kevesebb pénzt investáltak az oktatásba és a technológiai innovációba, mint a németek, vagy a franciák. Emiatt az olasz munkaerő képzettsége gyenge, a gazdaság legnagyobb arányát jelentő kis- és középvállalkozások versenyképessége rossz. Visszafogja az olasz gazdaságot a társadalom öregedése és a jelentős külföldi elvándorlás is. Közkeletű adat az, hogy a jól képzett dolgozók ötöde külföldön vállal munkát. Közismert az is, hogy alacsony hatékonyságú az államigazgatás és körülményes az olasz jogi szabályozás.

Fontos tényező még az olasz bankszektor jelenlegi rossz állapota is. Az olasz bankoknak sok nem teljesítő hitel van, ami azt jelenti, hogy az adósok egy jelentős része nem fizeti vissza a bankoktól korábban felvett hitelét. A nem teljesítő hitelek aránya az összes hitelhez viszonyítva 2016-ban 18 százalékon tetőzött. Értéke meghaladta a 350 milliárd eurót, ebből 200 milliárd a teljesen bedőlt, soha vissza nem fizetett kölcsönök összege. Ez a probléma évek óta létezik, amely egy súlyosabb válság esetén magával ránthat sok más európai bankot. Ezt a banki problémát az utóbbi években sikerült a világgazdaságban tapasztalt pénzbőségnek és más intézkedések segítségével mérsékelni. Napjainkban már kevéssel jobb a hitelezési helyzet, mint néhány évvel ezelőtt volt.

Összefoglalva az kijelenthető, hogy az olasz gazdaság azért tudott egyáltalán működni az utóbbi években, mert kedvező külső világgazdasági környezet volt a globális gazdaságban. Ennek része volt a fejlett világban megtapasztalt pénzügyi-befektetési forrásbőség és alacsony kamatkörnyezet, valamint az Európai Központi Bank (ECB) olaszokat támogató monetáris politikája is (Reuters, 2020).

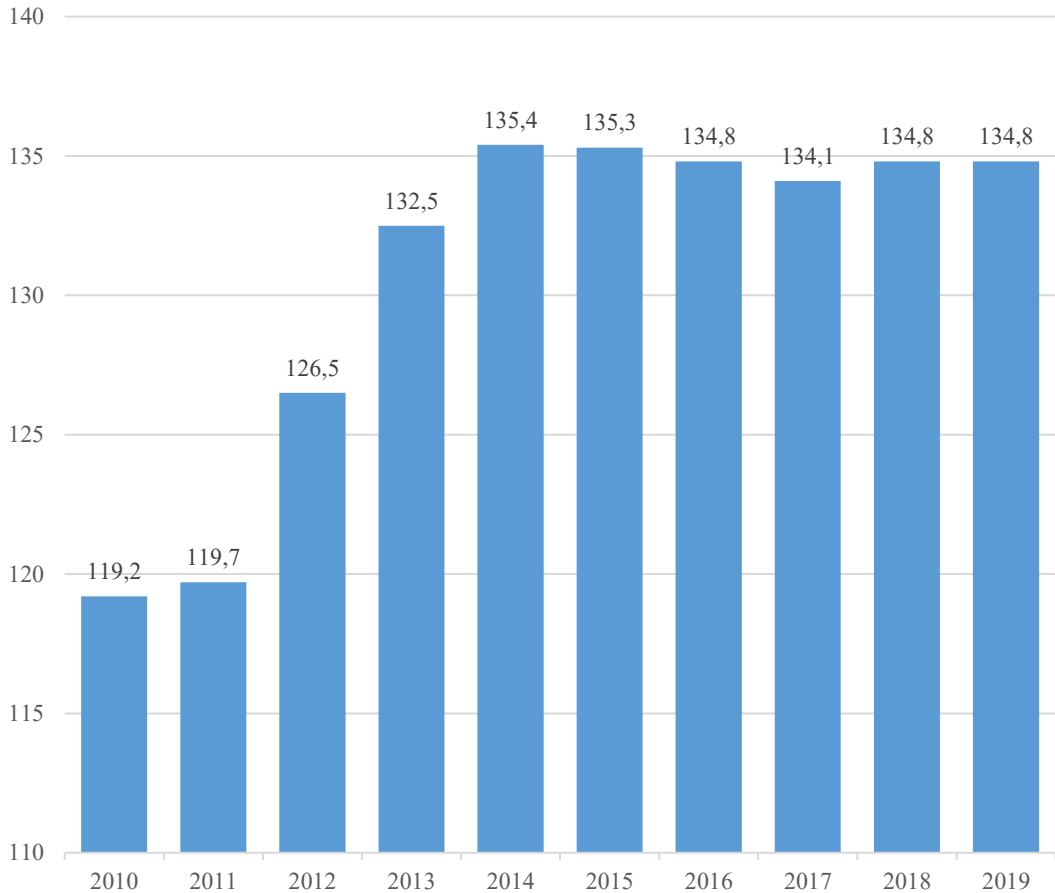
4. Olaszország szuverén bruttó államadossága

Az olasz államadosság 2019-ben mintegy 2300 milliárd euró, a bruttó hazai termékének több, mint 134 százaléka (Eurostat, 2020). Ez Görögország után a

második legmagasabb arány az Európai Unióban, több mint duplája a maastrichti 60 százalékos uniós ajánlásnak.

Olaszország 2010-2019 közötti államadosságának változását mutatja az 1. ábra:

1. ábra: Olaszország bruttó államadosságának alakulása a GDP százalékában (2010-2019)



Forrás: Eurostat (2020) alapján, saját szerkesztés

Olaszország bruttó államadossága 2008-ban még csak 106 százalék volt. A 2008-ban kialakult globális pénzügyi válság azonban az olasz állami költségvetést is nehéz helyzetbe hozta. A költségvetés hiánya erőteljesen növekedett, ennek következtében az államadosság is emelkedni kezdett. Az olasz államháztartás pénzügyi megszorító intézkedései és az elkezdődő globális növekedés meghozta az eredményeket. A költségvetési hiány tekintetében az eurózána átlagához képest az olaszok kifejezetten jobb adatokat értek el. Szinte egyedülálló módon, már 2013-ra megvalósult az olaszoknál a költségvetési egyensúly, az államadosság csak kis mértékben növekedett (Czékus, 2012). Ezt követő években az államadosság rátája alig 3 százalékot emelkedett, ezután mérsékelten csökkenni kezdett, a múlt évben 134,8 százalékon zárt. A kismértékű csökkenés azt jelezte, ha nem fog a gazdaságban

recesszió bekövetkezni, akkor az olasz állam eladósodása csökkenő pályára fog állni. Az olasz vállalatok versenyképességi lemaradása a nemzetközi élelményektől is hozzájárul ahhoz, hogy a költségvetés (és annak hiányából következően is az államadosság) nehezen képes érdemben javulni. Az olasz vállalati versenyképesség mérséklődésének részletesebb elemzését adja Grimaldi (2019).

5. Koronavírus járvány hatása Olaszország gazdaságára

A koronavírus járvány az elsők között kezdett el terjedni Olaszországban, azon belül is annak Északi országrészében. Ez a terület Európa leggazdagabb és legdinamikusabb régiói között van, az olasz gazdaság harmadát teszik ki. Lombardia egyedül az ipari termelés és az export 40-40 százalékát adja. Az autógyárak és más ipari üzemek mellett a pénzügyi világ, a divat és a luxusmárkák központjai is itt vannak.

A járvány elsőként az olasz gazdaság egyik legfontosabb szektorát támadta meg, a GDP 14 százalékát adó turizmus ágazatot. A szállodáknak 50-80 százalék közötti foglalástörlésekre kell számítani. Hatalmas GDP csökkenést fog jelenteni az olaszoknak, ha a főszezonban elmaradnak a jelentős turisztikai bevételek. Olaszország gazdaságát három olyan tényező is nehezíti, amelyek az államadosság növekedését fogják okozni. Ezek közül az első tényező a gazdasági kibocsátás csökkenése. Ez a GDP visszaesésében fog megmutatkozni. Ennek mértékét pontosan nem lehet meghatározni, csak azt lehet biztosan tudni, hogy a GDP csökkenés 8,2-11,3 százalék között várható. A gazdaság több hónapos leállása miatt a termelő és szolgáltató ágazatok kibocsátása jelentősen csökkenni fog. A második tényező az olasz költségvetés várható deficitje. Ennek mértéke az előrejelzések szerint -8,3 és -10,3 százalék között lesz (RAM, 2020).

Az olasz állam sok támogatást fog adni a gazdaságnak azért, hogy az működni tudjon. A háztartásokat is támogatásban kell részesíteni, például a megemelkedő munkanélküliség miatt. Erre azért lesz szükség, hogy ne alakuljon ki tömeges elszegényedés. A GDP visszaesése miatt gazdaság és a háztartások sokkal kevesebb adót és társadalombiztosítási járulékot fognak az államnak befizetni, ezért is csökkenni fog az államháztartás bevétele. Végül a harmadik tényező, ami Olaszország államadosságát befolyásolni fogja, az a reálkamatának jövőbeli mértéke. A reálkamat az a kamat többlet, amivel az államadosságot finanszírozó államkötvények után az infláció felett kell az államnak kifizetni a hitelezők javára. A reálkamat várhatóan emelkedni fog, azért mert az olasz államadosság finanszírozására hatalmas összegre lesz szükség. A befektetőknek idővel egyre kockázatosabbá fog válni a finanszírozás, ezért azt várják el, hogy az olasz költségvetés magasabb kamatot fizessen az állami kötvényekre.

6. Adat és módszertan

Összefoglalva: egy országnak a várható államadosság rátája alapvetően az előző mondatokban bemutatott reálkamat és gazdasági növekedés viszonyától, illetve az államháztartás elsődleges egyenlegétől függ (Balatoni–Tóth, 2011). Releváns

tényező még az államadósság alakulásában a devizában fennálló adósságrész esetleges átárzódása. Amennyiben a nemzeti deviza leértékelődik, akkor a devalválódás értéke növeli, amennyiben felértékelődik, akkor a pozitív értékkülönbözlet csökkenti az államadósságot. Azért, mert az olasz államadósság döntően euróban denominált, így ezzel a tényezővel a tanulmányban nem kell számolni.

A tanulmány készítésének időpontjában a gazdasági visszaesés értékének meghatározása az egyik releváns tényező. Ennek definiálására a koronavírus járvány európai megjelenését követően az Európai Parlament honlapján nyilvánosságra hozott országonkénti adatokat fogom felhasználni. Ezek az adatok az adott Unió tagország jegybankjainak jelentéseiből származnak, de nem teljes körűek (EP, 2020). Másik két alapvető adatforrást a világméretű járványt követően megjelent (World Bank, 2020), valamint a Nemzetközi Valutaalap (IMF, 2020) előrejelzései képezték.

Költségvetés elsődleges egyenlegének becsléséhez az Unió tagországok államháztartási elsődleges egyenlegének prognosztizálása is sok bizonytalanságot hordoz. A költségvetési egyenlegek jövőbeli értékeinek adatforrását is az EP, WB és IMF adatbázisok képezték.

Fontos változás az Unió korábbi szabályozásához képest az, hogy a koronavírus-járvány okozta gazdasági helyzetre tekintettel az Európai Unió felfüggeszti az államháztartási hiányra vonatkozó szigorú szabályokat. Erre a lazításra azért van szükség, hogy lehetővé váljon a tagállami kormányok számára a gazdaság rugalmasabb finanszírozása. A döntés a gyakorlatban azt jelenti, hogy az Unió engedi a tagállamok költségeit a járvány elleni védekezés, valamint a koronavírus-helyzet gazdaságra gyakorolt hatásának minimalizálása érdekében. Mindeközben az Unió eltekint a költségvetési hiányra vonatkozó szabályoktól (Portfólió, 2020). Ezek egyik alaptétele a 3 százalékos alatti GDP-arányos deficitkorlát, amely így túlléphető lesz az olaszok által is.

A reálkamat előrejelzése is sok bizonytalansági tényezőt tartalmaz. A bizonytalanság ellenére a koronavírus járvány elleni védekezés során mind fiskális, mind monetáris élénkítés kezdődött el a fejlett nemzetgazdaságokban, így Olaszországban is. Ez elméletileg a jelenlegi kamatszintek megmaradását erősíti. Álláspontom szerint azonban a megemelkedő államadósságok finanszírozása hatalmas új források kényszerű bevonását teszi szükségessé. Ebből következően megítélésem szerint a jelenlegi negatív reálkamatok 2021 végére megszűnnek az Unió tagországainak többségében, 2022-ben pedig már várhatóan az Unió összes nemzetgazdaságában pozitívak lesznek. Ezt a tendenciát építettem be az Olaszországgal kapcsolatos modellszámításba is.

A következő makroökonómiai modell alkalmas előre jelezni egy nemzetgazdaság várható államadósságát:

$$b_t = [(1 + r_{t-1})/(1+g_{t-1})] b_{t-1} - pb_t \quad (1)$$

ahol:

b és pb a GDP-arányos államadosságot, illetve a költségvetés elsődleges egyenlegét jelöli, r a reálkamatot, g pedig a gazdasági növekedést. A t alsó index a tárgyévet jelöli.

A koronavírus járvány hatására Olaszország várható bruttó államadossága növekedni fog. Az államadosság mértékének az alakulásában azonban nem mindegy, hogy a járvány milyen forgatókönyv szerint fog lezajlani. Összesen négy különböző verzióban vizsgálom meg azt, hogy mennyi lesz az olasz államadosság-ráta a járvány végére. A járvány négy lehetséges forgatókönyve a következő alakzatokat írhatja le: V, W, U1 és U2 alak /ezekről a lehetséges forgatókönyvekről lásd részletesebben (FC, 2020)/. A 2022 évre előre jelzett olasz gazdasági adatok arra vonatkoznak, hogy ebben az évben véget ér a koronavírus járvány és még ebben az évben az ország gazdasága visszatér a járványt megelőző évben prognosztizált gazdasági növekedéshez. Olaszország esetében ez a válságtól függetlenül is negatívra volt korábban betervezve.

A négy járvány-forgatókönyv szerint várható makrogazdasági változók értékeit mutatja az 1. táblázat.

1. táblázat: A makroökonómiai modell input értékei az olasz GDP százalékában (2020-2022)

GDP alakulása (g)					Reálkamat (r)					Költségvetési hiány (pb)				
2020			2021	2022	2020			2021	2022	2020			2021	2022
V	W	U1	U2	Krí- zis után	V	W	U1	U2	Krí- zis után	V	W	U1	U2	Krí- zis után
p.	p.	p.	p.		p.	p.	p.	p.		p.	p.	p.	p.	
-9,1	-11,3	-8,2	-3,1	0,8	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	-8,3	-10,3	-6,6	-3,7	-1,3

(p.= járvány pálya. A számításokhoz felhasznált bázis év 2019, adatok: államadosság: 134,8, gazdasági növekedés:0,1 a GDP arányában, reálkamat: 0 százalék)

Forrás: EP (2020), WB (2020), IMF (2020)

7. Eredmények

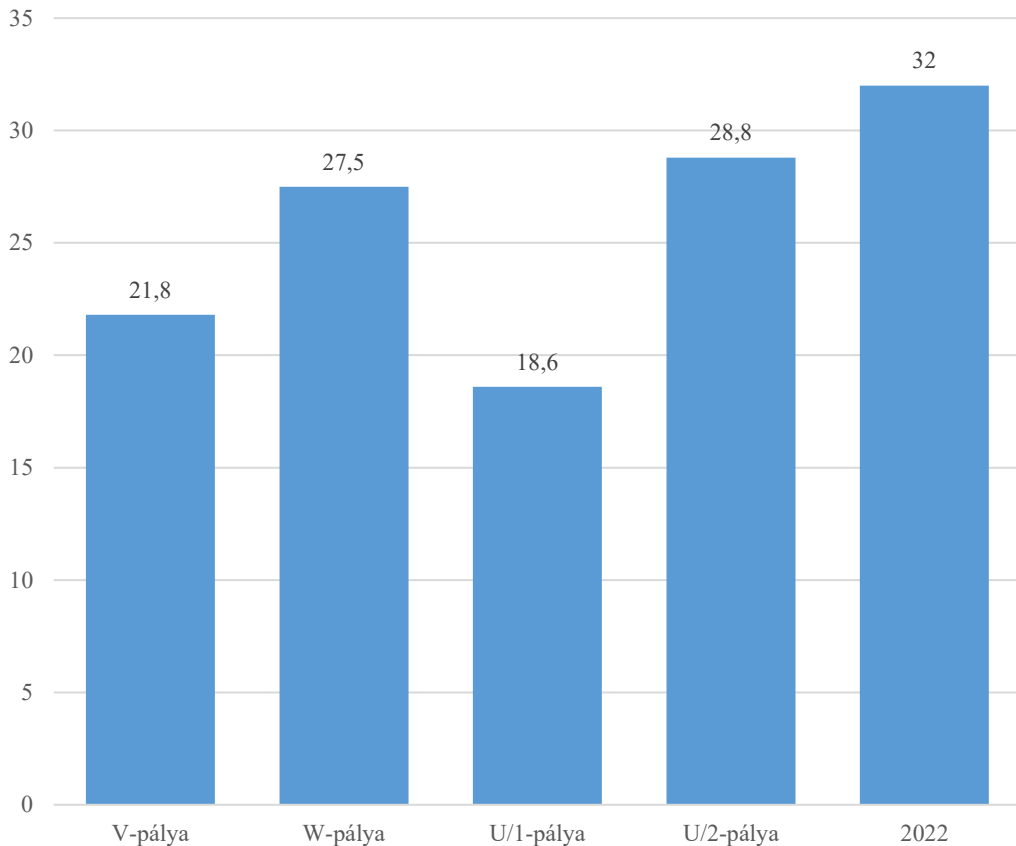
Bármilyen forgatókönyv alapján fog lezajlani a járvány, Olaszország államadossága robusztus növekedést fog mutatni. Az input adatok felhasználásával Olaszország közeljövőben várható államadosságának GDP-hez mért arányára az alábbi 2. táblázatban és 2. ábrán látható végeredmények prognosztizálhatók:

2. táblázat: Várható államadosság növekedések Olaszországban különböző járvány forgatókönyvek esetében, a GDP százalékában (2019-2022)

2019	2020			2021	2022	Változás a krízis végére
Bázis év	V-pálya	W-pálya	U/1 pálya	U/2 pálya	Krízis után	(2021-2019)
134,8	156,6	162,3	153,4	163,6	166,8	+28,8

Forrás: saját számítás

2. ábra: Olaszország várható államadósság rátájának növekedése eltérő járvány lefutások esetében a GDP százalékában



Forrás: saját szerkesztés

Az olasz állam bruttó államadósság-rátája a koronavírus járvány miatt a fenti adatok alapján biztosan hatalmas mértékben fog növekedni. Az adósság növekedése a járvány bármilyen forgatókönyve szerint is legkevesebb 21,8 százalék (V-pálya), legrosszabb esetben 28,8 százalék (U/1+U/2 pálya). Olaszország 2022-re várható államadóssága is növekedést mutat (+32 százalék a 2019. év rátájához mérve). Ez ellentétben áll az Európai Unió tagországainak várható államadósság adataival, ugyanis az olaszokon kívül minden más nemzetgazdaságnak az államadóssága ekkorra már csökkenni fog az előrejelzések szerint.

Ha figyelembe vesszük az olaszok 2019 évi bruttó államadósságának 2 300 milliárd eurós összegét, kiszámítható az, hogy az adósság növekedés abszolút összege 501,4 és 662,4 milliárd euró között lesz. Önmagában az olasz államadósság finanszírozása az egész Európai Unió adósság növekedésének finanszírozására tervezett 1 350 milliárd eurós keret az Euractiv (2020) szerint több, mint negyven százalékát igénybe fogja venni.

Következtetések

Olaszország gazdaság helyzetét csak több mutatószám együttes elemzésével lehetséges megítélni. Ezen mutatószámok közül az egyik legfontosabb indikátor az államadosság, mivel alakulásában számos fontos gazdasági folyamat – gazdasági növekedés, kamatszint, költségvetési hiány – egyszerre tükröződik. Ezeknek az indikátoroknak az előrejelzését végezte el a tanulmány, a számított eredményekből az alábbi következtetéseket lehet levonni.

Az olasz államadosság közép- és hosszútávú finanszírozásának vannak pozitív és negatív makroökonómiai faktorai. Pozitív elem az, hogy az államadosságot finanszírozó források reálkamatának /a nominális kamatláb és a várható infláció különbségének mértéke/ évtizedek óta nem tapasztalt alacsony szinten van. Napjainkban ennek mértéke a nulla közelében van. Ez azt jelenti, hogy az olasz állami költségvetés olcsón jut jelenleg finanszírozási forrásokhoz. A reálkamat rendelkezik azzal a képességgel, hogy ha annak mértéke annyira alacsony, hogy gazdasági növekedés üteme meghaladja azt, akkor az államháztartási eladósodás /az államadosság/ beavatkozás nélkül is stabilizálódik, bármekkora legyen is az induló adósságállomány.

A napjainkban tapasztalt alacsony reálkamat pozitívan képes hozzájárulni az olasz államadosság növekedésének csillapításához. Augusztus hónapban egy százalék alá süllyedt az olasz 10 éves kötvényhozam, amely egyben gyakorlatilag történelmi mélypontnak is megfelel. A modellszámítás eredményei azonban azt mutatják, hogy közép- és hosszú távon növekedni fog finanszírozási források iránt az olasz költségvetés kereslete, ami a reálkamatok növekedését fogja eredményezni. Ezt a pénzügyi várákozást építettem be a számításokba és ennek negatív eredményei megmutatkoznak a 2021-2022 évek várható államadosság növekedésében.

A COVID-19 koronavírus okozta járvány, illetve a megelőzésére hozott intézkedések következtében Olaszországban a gazdasági tevékenység drasztikusan visszaesett. Ennek következtében az állami bevételek számottevően mérséklődnek, miközben a járvány negatív hatásainak enyhítésére a jelentős pótlólagos költségvetési kiadásokat kell teljesíteni /vállalatok és háztartások támogatása, munkanélküli segély stb./. Ezek a várákozások megjelennek az elvégzett számításokban. A modellszámításban a költségvetési deficit a dinamikus tag azért, mert a hiány közvetlenül növeli az államadosságot. A legrosszabb járvány scenárióban a költségvetési hiány várható mértéke megközelíti a 15 százalékot az éves GDP-hez viszonyítva. Olaszország esetében az is hozzá fog járulni az államadosság növekedéséhez, hogy az előrejelzések szerint 2022-ben is deficit lesz a költségvetés, annak ellenére is, hogy ekkor már nem várható járvány.

Végül a gazdaság teljesítményének és az ebből következő GDP várható alakulásáról lesz szó a COVID-19 következményeként. Az olasz gazdaság teljesítménye az első negyedévben 5,4 százalékkal csökkent az előző negyedévhez képest, majd a második negyedévben további 12,4 százalékkal zuhant a GDP. Utóbbi egyébként valamelyest kedvezőbb volt a várákozásoknál. Napjainkban már biztos, hogy Olaszország sem reménykedhet a V-alakú kilábalásban, mivel elkezdődött a járvány második szakasza, sőt annak már harmadik szakasza várható. Ez alapján

megalapozottnak tűnnek a modellszámításban alkalmazott negatív GDP értékek. A gazdasági visszaesés kevésbé dinamikus tag az alkalmazott modellben, mint a költségvetési hiány. Ez azzal magyarázható, hogy a GDP alakulása csak közvetten hat az államadóságra. A GDP növekedésekor növekszik a reálgazdaság kibocsátása, ennek következtében emelkednek az államnak befizetett adók és járulékok, ezért van pénzügyi forrása az államadóság csökkentésének. Recesszióban éppen fordítva, csökkennek az állam bevételei, és ha hiány alakul ki a költségvetésben, akkor növekszik az államadóság. Olaszország azok közé az Unió tagországok csoportjába tartozik, amelyekben a legnagyobb mértékben csökkent a reálgazdaság kibocsátása, tehát a GDP.

Olaszország államadóságát szimuláló kutatás alapján megalapozottnak tűnik az, hogy középtávon drasztikusan növekedni fog annak GDP-hez mért aránya. Az olasz gazdaság Európa harmadik legnagyobb gazdasága, nagy összegű GDP-vel, és ebből következően abszolút összegben gigantikus összegű államadósággal. Azonban az eurózónából nem lehetséges a kilépés (Nizzai Szerződés, 2001), amely lehetőség ilyen esetben teoretikusan felmerülhet a finanszírozással összefüggésben.

Olaszország jelenleg még tudja finanszírozni államadóságát a nemzetközi pénzpiacokon. Középtávon azonban már bizonytalan az, hogy az olaszok képesek lesznek elegendő forráshoz jutni. Elméletileg tehát nem zárható ki egy rendezett államcsőd végrehajtása. A rendezett államcsőd során a hitelezőket felszólítanak az olaszok arra, hogy az olasz államadóságot finanszírozó államkötvények értékének egy részéről ők önként mondjanak le. A COVID-19 járvány következményeként egy ilyen nem szokványos döntés talán nem is okozna nagy meglepetést a befektetők körében. A rendezett államcsőd nem ismeretlen az Európai Unióban, mivel Görögország esetében ez megtörtént már 2012-ben (Török, 2018).

Irodalomjegyzék

- Arena, M. (2010): The Corporate Choice between Public Debt, Bank Loans, Traditional Private Debt Placements, and 144A Debt Issues. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 36(3). <https://doi.org/10.1007/s11156-010-0182-3>
- Arestis, P. (2014): Coordination of Fiscal with Monetary and Financial Stability Policies Can Better Cure Unemployment. *University of Cambridge, UK*. 1–17. <https://doi.org/10.4337/roke.2015.02.07>
- Balatonai A., Tóth G. Cs. (2011): *Fenntartható makrogazdaság és államadóság-kezelés*. Nemzeti Fenntartható Fejlődési Tanács, Budapest,
- Benczes I., Kutasi G. (2016): *Hiány, államadóság és fenntarthatóság. Költségvetési pénzügyek*. Akadémiai Kiadó, Budapest. <https://doi.org/10.1556/9789630598422>
- Blanchard, O., Dell’Ariccia, G., Mauro, P. (2010): Rethinking Macroeconomic Policy. *IMF staff Position Note, sPN/10/03*. <https://doi.org/10.5089/9781455224982.004.a001>
- Czékus B. (2012): Olaszország és az európai gazdasági kormányzás reformja: közösségi kihívások és nemzeti érdekek. *Külügyi Szemle*, 2012. 3. szám, 1–25.
- European Parliament (2020): The economy and coronavirus: Weekly Picks. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/645717/IPOL_BRI\(2020\)645717_EN.pf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/645717/IPOL_BRI(2020)645717_EN.pf) (2020.10.02.)
- Eurostat (2020): General government gross debt-annual data. <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/teina225/default/table?lang=en> (2020.10.12.)

- Euractiv (2020): EU Commission will propose ‘borrowing’ to finance recovery plan: Dombrovskis. <<https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/eu-commission-will-propose-borrowing-to-finance-recovery-plan-dombrovskis/>> (2020.10.22.)
- Fastcompany (2020): U-shaped or V-shaped recovery? Here’s your guide to the geometry of recessions. <<https://www.fastcompany.com/90494041/u-shaped-or-v-shaped-recovery-heres-your-guide-to-the-geometry-of-recessions>> (2020.10.24.)
- Grimaldi, F., (2019): The relationship between financial crisis and earnings management: Some evidence from the Italian context. January 2019 *Corporate Ownership and Control* 17 (1): 325–335. <https://doi.org/10.22495/cocv17i1siart13>
- Herndon, T., Ash, M., Pollin, R. (2014): Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff. *Cambridge Journal of Economics*, 38 (2): 257–279. <https://doi.org/10.1093/cje/bet075>
- International Monetary Found (2020): World Economic Outlook, April 2020 Chapter 1. <<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>> (2020.11.01.)
- Index (2020): A koronavírus megtalálta az eurózóna leggyengébb láncszemét. <https://index.hu/gazdasag/2020/03/07/olaszorszag_koronavirus_gazdasag_novekedes_valsga_penzugyi_szektor_rossz_hitelek_bankok/> (2020.10.03.)
- Nizzai Szerződés (2001): Treaty of Nice amending the Treaty on European Union, the Treaties establishing the European Communities and certain related acts. <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:12001C/TXT&from=HU>> (2020.11.05)
- Portfólió (2020): Ilyet még soha sem csinált Brüsszel: felfüggeszti a deficitre vonatkozó szabályokat. <<https://www.portfolio.hu/gazdasag/20200320/ilyet-meg-soha-sem-csinalt-brusszel-felfuggeszti-a-deficitre-vonatkozoz-szabalyokat-421019#>> (2020.11.02)
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2010): Growth in a time of debt. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 100., 573–578. <https://doi.org/10.1257/aer.100.2.573>,
- Reuters (2019): Italian banks face 2019 funding crunch without ECB help. <<https://www.reuters.com/article/us-italy-banks-funding/italian-banks-face-2019-funding-crunch-without-ecb-help-idUSKCN1P928H>> (2020.11.29)
- Research and Markets (2020): Impact of COVID-19 on the Italian Economy. <<https://www.researchandmarkets.com/reports/5013540/impact-of-covid-19-on-the-italian-economy>> (2020.10.01.)
- Tomomi M., Kazuki, O. (2017): The Sustainability of Japan’s Government Debt: A Review. *Theoretical Economics Letters*, 2017, 7, 1632-1645. <https://doi.org/10.4236/tel.2017.76110>,
- Török L. (2012): A magyar államadosság lehetőségei és lehetetlenségei. *Competitio*, 11 (2): 26–42. <https://doi.org/10.21845/comp/2012/2/2>
- Török L. (2018): Görögország államadosság-válsága kezelésének jövőbeli jogi és közgazdasági akadályai – a privatizáció mennyiben lehet megoldás?. *Külgazdaság*, 62 (1–2): 4–26. <https://doi.org/10.21791/IJEMS.2019.4.13>
- Török L. (2020): A koronavírus miatti államadosság-növekedés az Európai Unió országaiiban /A válságból való kilábalás utáni államadosság-ráták eltérő recessziós scenáriók mentén/. *Pénzügyi Szemle* 2020/3, 350-363. https://doi.org/10.35551/PSZ_2020_3_2
- World Bank (2020): Fighting COVID-19, Office of the Chief Economist. <<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/33476/9781464815645.pdf?sequence=5&isAllowed=y>> (2020.12.01.)