

VIDOVICS-DANCS ÁGNES

# Államcsődök<sup>1</sup>

## *Tények és alapfogalmak újragondolva*

Államcsődökre jóval többször és több helyen került sor, mint ahogyan azt gondolnánk – nem csak Dél-Amerikában, nem csak katonai puccsok után, nem csak idegen devizában, nem csak nagyon magas adósság/GDP arány mellett. Lényegében csupán egy dolgot állíthatunk biztosan: az az állam fog mindig minden adósságszolgálati kötelezettségének eleget tenni, amelyeknek nincsen adóssága. Ebben a tanulmányban egyrészt arra a kérdésre kaphatunk választ, hogy milyen szempontok szerint lehet és érdemes megszerezni az államcsődöket. Másrészt rávilágítok arra is, hogy a szokásos államcsőd-definíciók ugyan kényelmesek, de elfedik azt a tényt, hogy az államoknak nem csak hitel típusú kötelezettségei vannak; és amíg az egyéb kötelezettségek teljesítése nem áll le, addig az államcsődöket nem pusztán a fizetési képesség, hanem a fizetési készség hiánya is, a két probléma együtt okozza.

### 1. AZ ÁLLAMCSÖDÖK TÖRTÉNETE

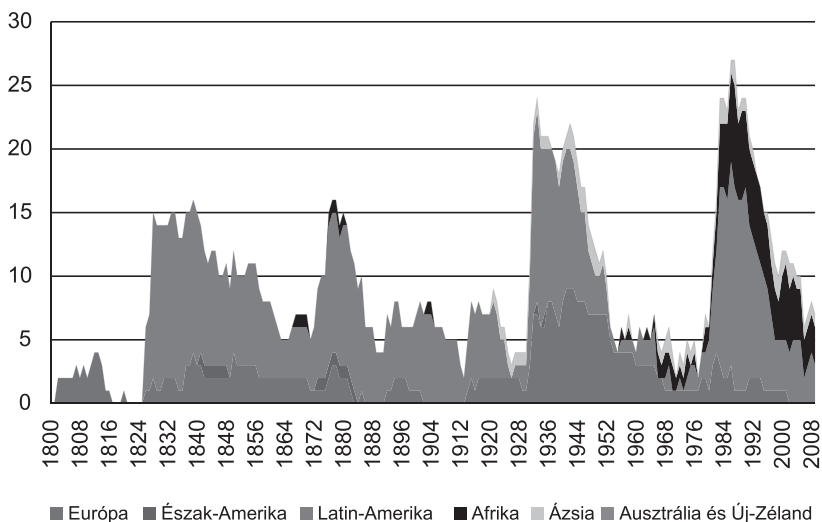
Államcsődnek szokás tekinteni, ha egy szuverén adós nem vagy nem az eredeti feltételekkel tesz eleget az adósságszolgálatnak. A világtörténelem valószínűleg első olyan eseménye, amikor – mai szóhasználattal élve – szuverén adósok felmondták az adósságszolgálatot, a Kr. e. 4. évszázad végén következett be. Ekkor történt ugyanis, hogy a déloszi templommal hitelszerződésben álló, tizenhárom görög városállam közül tíz nem tudott eleget tenni fizetési kötelezettségeinek: nyolc állam részlegesen, kettő pedig teljesen csődbe ment (*Winkler* [1933], 22. o.). Később a középkori európai válságokat az jellemezte, hogy az uralkodók fiskális problémáikat a fizetőeszközök leértékelésével oldották meg. A modern, adósságátstrukturálásban jelentkező államcsődök a 16. században jelentek meg Franciaországban, Spanyolországban és Portugáliában. Ezek az államok a következő évszázadokban is többször csődbe mentek, de más nagyhatalmak, például Poroszország és az itáliai államok is erre a sorsra jutottak (*Sturzenegger és Zettelmeyer* [2006]).

A történelmi események fényében *Reinhart és Rogoff* [2009] is arra hívja fel a figyelmet, hogy az államcsőd, sőt a sorozatos államcsőd sem a jelenlegi feltételekkel járó piacok vívmánya. Ellenkezőleg, a maga gazdasági fejlődésének első egy-két évszázadában lényegében minden ország vallott legalább egyszer – sok pedig többször is – kudarcot abban, hogy adósságait visszafizesse. Spanyolország például hatszor is csődbe ment 1800 előtt, és további hét alkalommal a 19. század folyamán. Sőt, *Reinhart és Rogoff* könyvében még nem szerepelhetett, de 2012-ben olyasmire is láttunk példát, amire a második világháború óta nem: államcsőd következett be egy fejlett országban, nevezetesen Görögországban.

1 Köszönöm *Száz János* tanár úrnak a kéziratához fűzött hasznos észrevételeit.

A 19. század eleje óta az államcsődök száma és földrajzi elterjedése is megugrott. Az 1. ábra segítségével nyomon követhetjük egy 70 országot tartalmazó adatbázison, hogy az elmúlt kétszáz év során kontinensenként hány állam volt csődhelyzetben az adott évben. Az államcsődök jelentőségét és tendenciáját jól szemlélteti az ábra.

1. ábra



### Csődhelyzetben lévő államok száma a 19. századtól

Forrás: reinhartandrogoff.com, illetve Reinhart [2010] adatai alapján saját szerkesztés

Az 1. ábra alapján az is könnyen észrevehető, hogy a csődesemények térben és időben is klasztereződnek a nemzetközi tőkeáramláshoz hasonlóan. Reinhart és Rogoff [2009], Sturzenegger és Zettelmeyer [2006], valamint *Borensztein és Panizza* [2008] is felhívja a figyelmet arra, hogy a nagy csődhullámokat mindig a hitelezés felfutása előzi meg. Az államcsődök lényegében válaszolnak a nemzetközi tőkeáramlás fellendülés-hanyatlás (*boom-bust*) ciklusaira. A 19. század eleje óta ebben a ciklikusságban kilenc nagy hitelezési hullámot figyelhetünk meg, ezeket összegzi az 1. táblázat. Az adósságfelhalmozás és a csődhullámok közötti kapcsolat az első nyolc esetben egyértelműen megfigyelhető, az utolsó esetben valószínűleg még nem értünk a történet végére.

## Hitelezési hullámok a 19. századtól

Korszak	A tőkeáramlás fő célterületei	Fő hitelezők	Politikai háttér
1822–25	Latin-Amerika, Európa néhány országa		Napóleoni háborúk vége, Latin-Amerika függetlenedése
1834–38	USA, Spanyolo., Portugália	UK, Franciao.	
1864–72	Latin-Amerika, USA, Európa, Oszmán Bir., Egyiptom		
1885–90	USA, Ausztrália, Latin-Amerika		
1905–13	Kanada, Ausztrália, Dél-Afrika, Oroszo., Oszmán Bir., Balkán, Latin-Amerika néhány országa	Franciao., UK, Németo., USA Hollandia	
1924–28	Németo., Japán, Kuba, Ausztrália, Kanada, Argentína, Brazília	UK, USA	I. világháború vége, Németország újjáépítése
1970–81	Spanyolo., Jugoszlávia, Töröko., Románia, Lengyelo., Egyiptom, Latin-Amerika, Indonézia, Afrika	USA, Nyugat-Európa	Afrika dekolonizációja
1993–97	Latin-Amerika, Ázsia, Kelet-Európa exkommunista országai	USA, Japán, Nyugat-Európa	Kommunizmus összeomlása
2003–07	Latin-Amerika, Európa és Ázsia feltörekvő piagai		

*Forrás:* Sturzenegger és Zettelmeyer [2006], illetve Suter [2012], 216. o. alapján saját szerkesztés

A hitelezési- és csődhullámok történetét elsősorban Reinhart és Rogoff [2009], Sturzenegger és Zettelmeyer [2006], valamint Borensztein és Panizza [2008] adatai alapján foglalom össze. Az 1820-as évek elején tapasztalt, Latin-Amerika új, független államaiba irányuló hitelezési fellendülést gyorsan követték a régió csődjei: 1826 és 1828 között Argentína, Bolívia, Brazília, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Kolumbia, Mexikó, Nicaragua, Peru és Venezuela is kudarcot vallott a külső adósság fizetésében, sőt a korábbi anyaországok, Spanyolország és Portugália is így járt (1831, illetve 1826).

Spanyolország és Portugália a második nagy hitelezési boom során is jelentős adósságot halmozott fel, és az újabb külső államcsőd sem váratott sokára magára (1837). Ebben a hullámban jelentős volt az USA tagállamainak eladósodása is, ezt követően, 1841–43 között ment csődbe Arkansas, Illinois, Indiana, Louisiana, Maryland, Michigan, Mississippi, Pennsylvania és Florida Territórium<sup>2</sup> (*English* [1996]).

<sup>2</sup> Florida ekkor még nem volt tagállam.

A 19. század végén még két nagyobb hitelezési fellendülés volt (harmadik és negyedik hullám), ezek elsősorban Latin-Amerikában indítottak el újabb és újabb adósságválságokat. Ebben a régióban az első világháborút megelőző adósságfelhalmozás már a háború előtt és alatt is eredményezett csődeseményeket, de az ötödik hitelezési boomot Európában is követték államcsődök, például a háború utáni politikai átrendeződésekkel összefüggésben (az Osztrák–Magyar Monarchia, az Oszmán Birodalom és a cári Oroszország bukása).

A hatodik nagy eladósodási hullám az 1920-as években zajlott, az azt követő gazdasági világválság és második világháború természetesen számos állam csődjével járt együtt. A háború után a nemzetközi tőkepiac szerepe visszaesett, a legtöbb fejlődő ország nem jutott hitelekhez, így az államcsődök szempontjából meglehetősen nyugodt periódus köszöntött be.

Az 1973-as olajválság után ismét robbanásszerűen megugró hitelezés (hetedik hullám) jellegzetessége volt, hogy a fejlődő országok szindikált bankhitelek formájában adósdottak el a korábbi kötvényekkel szemben. Az új hitelforma azonban nem hozott változást az adósságfelhalmozás következményében: már a hetvenes években több állam csődbe jutott a bankhiteleken, az 1982-es mexikói válság pedig egészen nagy lavinát indított el. Latin-Amerikához ezúttal az újonnan önállósodott (és eladósodott) afrikai országok csatlakoztak nagyszámú csődeseménnyel.

Az 1980-as évek végi adósság-átstrukturálásokban jelentős szerepe volt a Brady-kötvények kibocsátásának, amely egyben megalapozta az újabb, nyolcadik hitelezési hullámot a következő évtizedben. Ennek a hitelezési fellángolásnak a vége lett az 1991–2004 közötti csődorszak nagyszámú csődeseménye, Afrikában jellemzően bankhitelek, Latin-Amerikában kötvények bedőlésével.

Összességében megállapíthatjuk a modern csődeseményekről, hogy olyan univerzális jelenségről van szó, amely földrészeken és évszázadokon is átível. Az egyes esetek persze térben és időben is nagyban különbözhetnek egymástól, ahogyan az őket körülvevő gazdasági, társadalmi és politikai körülmények is eltérnek.

Egy ilyen általános különbség például a Fitch Ratings hitelminősítő szerint, hogy régebben sokkal gyakrabban húzódtak meg politikai okok, főleg fegyveres konfliktusok, hatalmi harcok egy-egy államcsőd mögött, később azonban a gazdasági tényezőkre került a hangsúly. A hitelminősítő értékelése szerint az országok hitelbesorolásának megállapításakor manapság már ritkábban kell háborús fenyegetettséget figyelembe venni, ha mégis, akkor azonban ez a tényező minden mást felülírhat. Akármilyen jók ugyanis egy ország gazdasági és likviditási mutatói, egy fegyveres konfliktus veszélye önmagában is jelentősen növeli a csőd kockázatot és rontja a hitelminősítést (*Fitch* [2002]).

Érdekes megfigyelni, hogy jelentősen megváltozott az államcsőről mint gazdasági jelenségről való gondolkodás is. *Terray* abbé, aki 1768–1774 között volt a francia állam pénzügyminisztere, a gazdasági élet természetes velejárójának tartotta az ilyen eseményeket, hiszen azt vallotta, hogy az egyensúly fenntartása érdekében minden államnak csődbe kell mennie százévente legalább egyszer (*Winkler* [1933], 29. o.). Ezzel szemben az államcsődöt ma már sokkal inkább negatív eseménynek, gazdasági válságok szélsőséges kimenetelének szokás felfogni, bár abban valószínűleg különböznek az országok, hogy mekkora árat hajlandóak fizetni a nem kívánt csőd elkerülése érdekében.

## 2. AZ ÁLLAMCSÖDÖK TÍPUSAI

Akár elméleti, akár empirikus oldalról vizsgáljuk az államcsődöt mint pénzügyi-gazdasági jelenséget, több szempontot is találhatunk, amelyek mentén különbséget tehetünk az ilyen események között. A következőkben négy olyan tényezőt mutatok be, amelyek fontos ismérveit adják az államcsődöknek. Ezek a tényezők arra a kérdésre adnak választ, hogy (1) mekkora és (2) milyen adósság képezi a csőd tárgyát, továbbá (3) hogyan és (4) miért nem teljesít a szuverén adós.

### 2.1. *Mekkora adósságot nem fizet az állam?*

Egy csödeseménynek fontos ismérve, hogy a teljes adósságportfóliót vagy annak csak egy részét érinti-e. Ebből a szempontból megkülönböztethetünk *teljes* és *részleges* államcsődöket, amelyek közül inkább az utóbbival találkozhattunk az elmúlt időkben. Részleges államcsőd esetében a hiteleknek valamilyen, például a következő alpontban szereplő szempontok (hazai-idegen deviza, külső-belső adósság) szerinti alcsoportján következik be a csödesemény. Az is előfordulhat, hogy kifejezetten csak egy vagy néhány hitelinstrumentumot nem törleszt az adós, mint például Ecuador 2008-as csődje esetében, ahol a dél-amerikai ország két kötvénysorozatát tagadta meg.

A „mekkora adósságot?” kérdésre nemcsak abban az értelemben válaszolhatunk, hogy teljes vagy részleges-e a csőd, hanem az érintett hitelállomány abszolút és relatív nagysága is érdekes lehet. Minél magasabbak ezek az értékek, annál nagyobb a hitelezőknek okozott kár, és várhatóan annál súlyosabbak az államcsőd költségei is. Ezen a téren új eredményekre jutott *Cruces* és *Trebesch* [2013a], akik szignifikáns kapcsolatot mutattak ki a hitelezőknek okozott veszteség nagysága és az államcsőd reputációs költségei között, felhívva ezzel a figyelmet arra, hogy a csödeseményeknek nemcsak a ténye, hanem a nagysága is fontos jellemző.

### 2.2. *Milyen adósságot nem fizet az állam?*

Egy (állam)adósság-portfóliót sokféleképpen lehet megszerezni. A csödesemények kapcsán talán a legfontosabb rendszerező elv a devizanemek szerinti megkülönböztetés, a hazai és az idegen devizában denominált adósságok ugyanis jelentős pénzügyi-közgazdaságtani különbségeket hordoznak. Ez a megfigyelés indokolja azt is, hogy a szuveréneket saját és idegen devizában külön-külön sorolják be a nemzetközi hitelminősítők.

Egy szuverén országot mindig kevésbé kockázatos<sup>3</sup> saját devizájában hitelezni, hiszen bevételeinek jelentős része is ebben a pénznemben keletkezik, így a törlesztés kevésbé bi-

3 Természetesen itt hitelkockázatról, más szóval partnerkockázatról van szó. Amennyiben egy devizakülföldi gazdasági szereplő hitelezi az államot, akkor a piaci kockázatokat tekintve éppen ellentétes a kapcsolat: a hitelező nagyobb kockázatot vállal, ha a szuverénnek saját devizájában nyújt hitelt, hiszen ez számára idegen deviza, és így árfolyamkockázatot jelent. Például, ha egy amerikai bank forint- vagy dollárhitelt akar nyújtani Magyarországnak, akkor a forinthelel alacsonyabb hitelkockázatot fut, viszont vállal egy extra piaci kockázatot, a forint dollárhoz képesti felértékelődésének kockázatát.

zonytalan. Sőt, a korlátlan pénznyomtatási lehetőségre hivatkozva olyan megfogalmazásokkal is találkozhatunk, hogy egy állam nem is mehet csődbe a saját devizájában. A későbbiekben szó lesz arról, hogy igazából az adósság elinflálását is tekinthetnénk államcsődnek, ez csak definíciós kérdés. Ezen a ponton arra szeretném felhívni a figyelmet, hogy a szokásos definíciók mellett sem igaz az iménti állítás, a szuverének igenis csődbe mehetnek saját pénznemükben is, és több példát is találhatunk arra, hogy egyes államok ezt meg is tették.

A Fitch hitelminősítő a közelmúltban készített egy tanulmányt arról, hogy a pénznyomtatás nem csodaszer, így a szuverének saját devizában hangoztatott kockázatmentessége csupán mítosz. A jegybanki függetlenség elve a központi bank monetáris politikai (például inflációs) célkitűzéseivel együtt jogi és elvi akadályt jelenthet; az adósság szerkezete (főleg lejáratú struktúrája) és a gazdasági környezet pedig az elinflálás hatékonyságát teheti kétségessé. Trivialitás például, de indexált kötvények<sup>4</sup> formájában felvett hitelek esetében semmit sem ér a pénznyomás. Ha ezeken a problémákon túl is lépünk, és feltételezzük, hogy valamely szuverénnek elvi síkon és technikailag is rendelkezésre áll a monetáris finanszírozás lehetősége, akkor sem állíthatjuk biztosan, hogy csökkönzeli helyzetben élne is ezzel a lehetőséggel. Ennek oka meglehetősen egyszerű: az inflációnak gazdasági, társadalmi és politikai költségei vannak, amelyek meghaladhatják az államcsőd költségeit (Fitch [2013b]). Hasonlóan érvel Reinhart és Rogoff [2009] is, akik az infláció bankrendszert és pénzügyi szektort torzító hatásait hangsúlyozzák, amikor azt taglalják, hogy az államcsőd vonzóbb lehetőség lehet, mint az adósság reálértékének jelentős csökkenése pénznyomtatás útján.

A Fitch [2013b] adatai alapján 1994 óta tizenegy hazai devizában bekövetkezett államcsőd történt, ebből hét eset volt monetáris szuverenitással rendelkező országok „igazi” csődeseiménye<sup>5</sup>: Ruanda (1994), Oroszország (1998), Ukrajna (1998), Ecuador (1999), Argentína (2001), valamint Jamaica (2010 és 2013). Hosszabb időtávot vizsgálva természetesen további példákkal is találkozhatunk.

Az államadóság-portfólió másik lehetséges felosztása a külső és belső adósság megkülönböztetése, amelyet kétféleképpen is lehet értelmezni. Az egyik értelmezés szerint ez a külföldi és belföldi hitelezők által nyújtott hiteleket jelenti, a másik szerint a külföldi és hazai joghatóság szerint kibocsátott kötvényeket. Ezek a megkülönböztetések sajnos sokszor keverednek, sőt néha összemosódnak az idegen-hazai deviza szerinti csoportosítással is. Ennek legfőbb oka az, hogy sok ország esetében egybeesik a három tényező, az egybeesés azonban nem tökéletes – sem időben, sem térben –, így a külső adósságra úgy érdemes gondolni, mint az idegen jog szerint kibocsátott kötvényekre, amelyeket *legtöbbször* idegen devizában denominálnak és *általában* külföldiek tartanak.

Reinhart és Rogoff [2009] arra hívja fel a figyelmet, hogy a belső adósságon bekövetkezett csödőket sokszor elhanyagolható jelentőségű vagy lehetetlen eseményekként aposztrofálják, pedig ez nem igaz. A belső csődeseiményekkel kapcsolatosan sokkal kevesebb információ és adat áll rendelkezésre, és kisebb nemzetközi figyelmet is kapnak, ez azonban még csak azt sem jelenti, hogy ritka epizódokról lenne szó. A szerzők 64 országból álló mintájában a 19. század óta 70 belső és 250 külső államcsődöt azonosítottak.

4 A (tőke)indexált instrumentumok a hagyományos kötvényekkel szemben nem nominális, hanem reál értelemben ígérnek fix hozamot, kifizetéseiket az inflációval korrigálják.

5 Két államcsőd valutaunióban (Kamerun, 2004 és Görögország, 2012) történt, másik kettő pedig lényegében csak technikai, adminisztratív okokból következett be (Srí Lanka, 1996 és Venezuela, 1998).

Összességében azt mondhatjuk, hogy a saját devizában és/vagy belső adósságon bekövetkező államcsődök kevésbé gyakoriak, mint az idegen devizában denominált és/vagy külső csődök, kifejezetten ritkának vagy különösen lehetetlennek azonban nem nevezhetjük őket.

### 2.3. *Hogyan nem fizet az állam?*

A szokásos definíciók szerinti, hitelinstrumentumokon bekövetkező államcsődök mikéntje alapvetően kétféle lehet: (1) a szuverén adós ténylegesen nem fizet ki egy esedékes tőke- vagy kamatrészletet, késedelembe esik; vagy (2) egy a hitelezők szempontjából kedvezőtlen adósság-átstrukturálás (*distressed debt exchange*) következik be. Az első lehetőség tiszta formájában meglehetősen ritkán jelentkezik; ha egy csődesemény úgy is indul, hogy az állam elmulasztja a kifizetést, a történet valószínűleg a hitelezőkkel való tárgyalásokkal és meg egyezés esetén a második lehetőséggel, átstrukturálással folytatódik. Cruces és Trebesch [2013b] az 1970 és 2010 közötti, magánhitelezőket érintő csődesemények között 19 olyat azonosított, amely nem adósságátrendezéssel végződött, ez töredéke az újratárgyalásokkal megoldott államcsődöknek. Ilyen eset volt például Kuvait 1990-es csődje, amikor az ország az öbölháború és az azt közvetlenül megelőző események miatt<sup>6</sup> nem fizette adósságait, 1991-ben azonban helyreállt az adósságszolgálat, Kuvait minden fizetési kötelezettségének eleget tett, átstrukturálásra nem került sor (Cruces és Trebesch [2013b]).

Az adósság-átrendezés két tipikus formája az adósságcsökkentés (*debt reduction*) és az adósság-átütemezés (*debt rescheduling*). Előbbi esetben a hitel vagy kötvény névértékét csökkentik, utóbbi esetben pedig időben későbbre ütemezik a törlesztést. Az átrendezés járhat továbbá a hitelek kamatának (kötvények kuponjának) csökkentésével vagy az adósság értéken aluli visszavásárlásával (*debt buy back*) is. Az ilyen, a hitelezők szempontjából általában nagyon kedvezőtlen visszavásárlások (a 2. táblázat B részében szereplő esetek mind ilyenek) abban különböznek élesen a többi lehetőségtől, hogy nem új hitelinstrumentum kerül kibocsátásra, hanem a szuverén pénzben váltja meg az adósságot.

Az államadósság újratárgyalásának menete alapvetően attól függ, hogy kik a hitelezők. Amennyiben az állam másik szuverén(ek) által nyújtott hiteleket kíván újratárgyalni, ennek közvetítő, informális fóruma a Párizsi Klub. A klub első adósság-átstrukturálása Argentína 1956-os csődjéhez kapcsolódott, azóta különböző feltételrendszereket és eljárásokat dolgoztak ki a szuverének egymás közötti adósság-újratárgyalásaira. A Párizsi Klubnak jelenleg 19 állandó tagja van, egy-egy adósság-újratárgyalás során azonban más, az átstrukturálásban jelentősen érintett hitelező országokat is bevonnak. Megalakulása óta 429 szuverén adósság-átrendezés ment végbe a Párizsi Klubon keresztül.<sup>7</sup>

A kereskedelmi bankokkal folytatott, bankhitelek átstrukturálására irányuló tárgyalások a Londoni Klubon keresztül szoktak zajlani. A Londoni Klub nem londoni és nem is igazán klub, működése sokkal szervezetlenebb és kevésbé dokumentált, mint a Párizsi Klubé, és leginkább a fejlődő országok nyugati bankokkal kialakított adósság-átrendezési mechanizmusát jelöli a kifejezés. A Párizsi és Londoni Klub eredetéről és működési mechanizmusairól átfogó, részletes könyvet írt Rieffel [2003].

6 Irak 1990. augusztus 2-án rohanta le Kuvaitot.

7 Az információk a Párizsi Klub hivatalos honlapjáról származnak: <http://www.clubdeparis.org/>.

A magán kötvénytulajdonosokkal való adósság-átrendezések intézményi- és kisbefektetőket is érinthetnek, a hitelezők csoportja így akár egészen szervezetlen, szétszórt is lehet. A szuverén kötvények adósság-átrendezésében ezért nagy szerepet játszik a hitelezők körének feltérképezése, a kötvényesek elérése és minél nagyobb hányaduk meggyőzése az adósság-átrendezési ajánlat elfogadásáról. Argentína 2005-ös csődje esetében a nemzetközi kötvények közel fele kisbefektetők kezében volt, ez mintegy 600 ezer magánhitelezőt jelentett. Ellenpéldaként említhetjük Moldova 2002-es csődjét, amelyben a kötvények 78 százaléka egyetlen intézményi befektető kezében volt (*Das, Papaioannou és Trebesch [2012]*).

Az elmúlt hatvan év adósság-átrendezéseinek elemzését adja *Das, Papaioannou és Trebesch [2012]*, elsősorban a külföldi magánhitelezőket érintő újratárgyalások körében. A szerzők 1950 és 2010 között 95 országban 186 ilyen átstrukturálás-epizódot azonosítottak. (Mint fentebb említettem, a szuverén hitelezőket érintő hasonló események száma a Párizsi Klub adatai szerint közel 450.) Az átstrukturálás típusai közül az adósság-átütemezés kettő olyan gyakori volt, mint a névértékcsökkentés, az adósság-visszavásárlások pedig kifejezetten ritkák (rendre 129, 57 és 26 eset)<sup>8</sup>. A bankhiteleket és szuverén kötvényeket érintő esetek közül előbbiek sokkal gyakoribbak voltak (rendre 168 és 18 eset). Megfigyelhető továbbá, hogy az átrendezési folyamat hossza jelentős szórást mutat, a tárgyalások véget érhetnek néhány hónapon belül, de elhúzódhatnak akár évekig is.

Az adósság-átstrukturálások során bekövetkező hitelezői veszteségeket (*haircut*) többféleképpen lehet mérni. Szokás például a névértékben bekövetkező százalékos csökkenést alapul venni, ez a mutató azonban csak az adósságcsökkentés típusú esetekben használható. Másik két fontos mutató a H1 és H2 hányados, ezek az új hitelinstrumentum jelenértékét viszonyítják a régi névértékéhez vagy jelenértékéhez (*Das, Papaioannou és Trebesch [2012]*; *Cruces és Trebesch [2013a]*).

$$H1 = 1 - \frac{PV_{új\ adósság}}{N_{régi\ adósság}}, \quad (1)$$

$$H2 = 1 - \frac{PV_{új\ adósság}}{PV_{régi\ adósság}}, \quad (2)$$

ahol  $PV$  a jelenértéket,  $N$  a névértéket jelöli.

A 2. táblázat *Cruces és Trebesch [2013a]* adatai alapján szemlélteti az 1970 és 2010 között lezajlott, külföldi bankokat és kötvénytulajdonosokat érintő adósság-átstrukturálások rekordereit különböző szempontok szerint.

<sup>8</sup> Az esetek között átfedés van, a legtöbb visszavásárlás a hitel névértékének a csökkentésével járt együtt.



2. táblázat

**A legnagyobb adósság-átstrukturálások  
különböző szempontok szerint**

	Eset	Adósságállomány (millió USD)	Névérték- csökkentés	H1	H2
<b>A) Az érintett adósságállomány abszolút nagysága szerint</b>					
1	Brazília, 1988	62 100	0,0%	22,8%	18,4%
2	Argentína, 2005	60 572	29,4%	78,8%	76,8%
3	Mexikó, 1990	54 300	13,1%	43,7%	30,5%
4	Mexikó, 1987	52 300	0,0%	28,9%	18,1%
5	Brazília, 1994	43 257	9,1%	38,9%	29,3%
<b>B) A névértékcsökkentés nagysága szerint</b>					
1	Jemen, 2001	607	97,0%	97,0%	97,0%
2	Togo, 1997	75	92,3%	92,3%	92,3%
3	Etiópia, 1996	226	92,0%	92,0%	92,0%
4	Nicaragua, 1995	1 100	92,0%	92,0%	92,0%
5	Szenegál, 1996	80	92,0%	92,0%	92,0%
<b>C) A H1 mutató szerint, ha nem volt névértékcsökkentés</b>					
1	Honduras, 1989	132	0,0%	73,2%	73,2%
2	Zaire, 1989	61	0,0%	70,2%	50,6%
3	Lengyelország, 1982	2 225	0,0%	62,9%	62,9%
4	Madagaszkár, 1990	49	0,0%	61,3%	52,7%
5	Niger, 1986	52	0,0%	58,1%	45,8%
<b>D) A H2 mutató szerint, ha nem volt névértékcsökkentés</b>					
1	Honduras, 1989	132	0,0%	73,2%	73,2%
2	Lengyelország, 1982	2 225	0,0%	62,9%	62,9%
3	Nicaragua, 1982	100	0,0%	56,3%	56,3%
4	Szudán, 1985	920	0,0%	54,6%	54,6%
5	Madagaszkár, 1990	49	0,0%	61,3%	52,7%

Forrás: Cruces és Trebesch [2013a] adatai alapján saját szerkesztés

## 2.4. Miért nem fizet az állam?

Egy fizetési kötelezettség nem teljesítése alapvetően két okból következhet be: az adós nem *tud* vagy nem *akar* fizetni. A csődesemények fizetési képesség és készség szerinti megkülönböztetése közel sem olyan egyértelmű, mint például a hazai-idegen devizában bekövetkező csődök elkülönítése. Az államcsődök történelmét és szakirodalmát vizsgálva azt

gondolom, hogy alapvetően négyféle közvetlen ok<sup>9</sup> lehetséges meglétét, csődeseményben betöltött szerepét érdemes vizsgálni.

A szuverén adós nem fizet, mert

(1) nem ismeri el tartozását (*adósságmegttagadás*);

(2) illikvid;

(3) inszolvens;

(4) az államcsőd várhatóan kevésbé költséges, mint az adósságszolgálat fenntartása (*stratégiai államcsőd*).

Könnyen belátható, hogy az (1) és (4) okok a fizetési készséghez, míg a (2) és (3) okok a fizetési képességhez kapcsolódnak. Egy szuverén államnál a fizetési hajlandóságnak jóval nagyobb szerepe van az adósság törlesztésében, mint más adósok esetében, hiszen az országokat nem lehet bírósági úton kényszeríteni a hitelek visszafizetésére. Az (1) és (4) okok közötti lényeges különbség az, hogy az adósságmegttagadás inkább politikai, míg a stratégiai államcsőd gazdasági, esetleg gazdaságpolitikai indíttatású. Továbbá, az adósságmegttagadás egyértelműen beazonosítható csődök, ahol a szuverén adós nyíltan vállalja, hogy nem akar törleszteni, míg a stratégiai államcsőd éppen az ellenkező véget, ezt az államcsődökot akarja – mind a négy közül – a legkevésbé felvállalni egy ország. A (2) és (3) okok kifejezetten gazdasági jellegűek, és közel is állnak egymáshoz, ezért együtt fogom őket bemutatni.

Mielőtt bővebben kifejteném a négyféle okot, két kérdést is fontosnak tartok tisztázni. Először, a fenti okok alapján nem lehet diszjunkt halmazokra bontani az államcsődepizódokat, egy adott csődesemény mögött általában ezeknek valamilyen keveréke húzódik meg. Másodsor, az okok beazonosítása vagy „bizonyítása” (az adósságmegttagadás kivételével) a legtöbb csőd esetében nagyon nehéz, akadályozhatja ezt például objektív mérőszámok hiánya is, vagy pusztán az, hogy az adós országnak nem érdeke felfedni a valós okot. A 3. táblázat a négyféle csődök legfontosabb ismérveit összegzi.

3. táblázat

### A közvetlen csődök legfontosabb ismérvei

	Megttagadás	Illikviditás	Inszolvenca	Stratégiai döntés
<b>Jelleg</b>	ideológiai/ politikai	gazdasági (rövid távú)	gazdasági (hosszú távú)	gazdasági/gazdaságpolitikai
<b>Fizetési készség/ képesség</b>	készség	képesség	képesség	készség
<b>Beazonosíthatóság/ mérhetőség</b>	egyértelmű	nehézkes	nehézkes	nagyon nehéz
<b>Példa*</b>	Oroszország, 1918	Brazília, 1998	Ecuador, 1999	Ecuador, 2008

Megjegyzés: \*A példák olyan csődeseményeket mutatnak, ahol az adott csődök az általános szakirodalmi megítélés szerint elsődleges szerepet játszott, ez azonban nem zárja ki a többi ok jelenlétét sem.

Forrás: saját készítés

9 Közvetlen okról beszélek, tehát nem a csődhöz vezető, hosszú utat szeretném nyomon követni, hanem a csődesemény bekövetkezését konkrétan kiváltó tényezőt beazonosítani.

### 2.4.1. Adósságmegtágadás

Az adósságszolgálat megtágadása (*repudiation, renouncement*) esetében a hitelt felvevő állam azért nem hajlandó törleszteni, mert vagy az adósságát általában, vagy a hitelezőjét nem ismeri el. Ez az államcsőd legritkább – egyre ritkább – fajtája, általában szélsőséges kül- vagy belpolitika okai vannak. A tipikus *külpolitikai ok* a háborús konfliktus, amelynek során a szembenálló országok felfüggesztik egymással szemben fennálló adósságuk törlesztését. Ilyen esetekben lényegében nem is az adósságot, hanem a hitelezőt tagadja meg az adós ország. Az első világháború kitörésekor Törökország, Bulgária és az Osztrák–Magyar Monarchia, míg a második világháború elején Törökország, Olaszország és Japán tagadta meg az ellenséges országok hitelezőinek való fizetést (Sturzenegger és Zettelmeyer [2006], 4. o.).

Az adósság el nem ismerésének *belpolitikai oka* általában valamely radikális politikai erő, ideológia hatalomra kerülése, amely sokszor erőszakos úton, puccsal történik. Az államcsőd ilyenkor úgy jelentkezik, hogy az új rezsim nem tekinti jogelődjének az előzőt, annak adósságait illegitimnek tartja, és így törleszteni sem hajlandó azokat. A világtörténelem során a kommunista hatalomátvételek jellemzője volt az adósság megtágadása. Erre került sor 1914-ben Mexikóban, 1918-ban Oroszországban, 1949-ben Kínában, 1952-ben Csehszlovákiában és 1960-ban Kubában (Sturzenegger és Zettelmeyer [2006], 4. o.).

Fontos megjegyezni, hogy a hitelező vagy az adósság megtágadása mögött a nyilvánvaló politikai, ideológiai okok mellett általában nehéz gazdasági körülmények is rejlenek. Előfordulhat, hogy éppen egy mély recesszió idéz elő olyan társadalmi feszültségeket, amelyek forradalomhoz vezetnek, vagy fordítva, egy elhúzódó fegyveres konfliktus sodorja gazdasági válságba az országot. Így ezekben az esetekben az államadósság fenntartása, az adósságszolgálat valószínűleg pusztán gazdasági okokból is kérdéses lenne, a fizetési hajlandóság hiánya mellett a fizetési képesség is kétséges. Az adósságszolgálat megtágadása azonban kizárja az újratárgyaláson, enyhítésen alapuló megoldási lehetőségeket. Ha egy hatalom nem ismeri el az előző rezsim által vállalt kötelezettségeket, akkor nehezen lenne magyarázható, ha kedvezőbb feltételekkel mégis hajlandó lenne azokat törleszteni. Mégis azt tapasztaljuk, hogy a politikai okok megszűnése vagy enyhülése, a körülmények megváltozása könnyen eredményezheti azt, hogy az adósságait megtágadó ország később tárgyalóasztalhoz ül a törlesztéssel kapcsolatban. Ez kimondva-kimondatlanul azt jelenti, hogy az állam – kommunikáljon is bármit – elismeri az adósságát, csak nem tudja vagy nem akarja azt teljes mértékben visszafizetni, vagyis előtérbe kerül az államcsőd másik három lehetséges oka. Az adósságmegtágadás klasszikus példája Oroszország 1918-as csődje. Azért tartom ezt klasszikus példának, mert jól azonosítható a megtágadás mögötti politikai-ideológiai ok (bolsevik hatalomátvétel az adós országban, szemben a nyugat-európai hitelezőkkel); egyértelmű az is, hogy nem ez az egyetlen ok (súlyos gazdasági válság a világháború után); és bekövetkezik a későbbi enyhülés, a hitelezők részleges kártalanítása is.

### 2.4.2. Illikviditás és inszolvenca

A likviditás és a szolvenca egymáshoz szorosan kapcsolódó fogalmak, mégis fontos őket megkülönböztetni. A likviditás rövid távon jellemzi a fizetési képességet: ha egy gazdasági szereplő nem rendelkezik elegendő likvid pénzügyi eszközzel ahhoz, hogy esedékes kötelezettségeinek eleget tegyen, akkor illikvid. A szolvenca ezzel szemben a hosszú távú fenn-

tarthatóságot jellemzi: vállalatok vagy bankok esetében akkor beszélünk inszolvenciáról, ha az idegen források meghaladják az eszközök értékét. Szuverén államok csődeseményei kapcsán is gyakran elhangzik az, hogy a csőd illikviditás vagy inszolvencia miatt következett be, ezeket az okokat azonban meglehetősen nehéz beazonosítani, szétválasztani vagy mérni. A szolvenciát, vagyis lényegében az adósság fenntarthatóságát valamilyen adósságrátával szokás jellemezni, az államadósság állományát viszonyítják a GDP-hez, az exporthoz vagy az állami bevételekhez. Ezek a mutatók azonban eltérően ítélik meg egy adott állam adósságának fenntarthatóságát. Fontos továbbá, hogy az országoknak mind a likviditási, mind a szolvenciális helyzete dinamikusan változik (Roubini [2001]).

Ahogy az a következő pontban bővebben kifejtem, olyan csődeseményt találni, amely de facto illikviditás vagy inszolvencia miatt következett be, meglehetősen nehéz. A likviditási vagy szolvenciális problémákkal küszködő, emiatt adósságválságra hajlamos országokat már valamelyest könnyebb beazonosítani. Kiváló elemzést készített ebben a témakörben Manasse és Roubini [2005], az ő eredményeiket ismertetem itt részletesebben.

A szerzők 1970 és 2002 között vizsgálták 47 feltörekvő ország gazdaságát a céllal, hogy meghatározzák a szuverén adósságválságokat jellemző gazdasági-politikai környezetet. Egy ország helyzetét akkor tekintették adósságválságnak, ha az „csőd” minősítést kapott a Standard & Poor’s hitelminősítőtől, vagy ha nagy összegű, nem koncessziós hitelt kapott a Nemzetközi Valutaalaptól. A szerzők 50 lehetséges gazdasági és politikai magyarázó változót teszteltek a rekurzív bináris fa (*binary recursive tree*) módszerének segítségével, és azt találták, hogy ezek közül 10 elegendő az adósságválságok osztályozásához és előrejelzéséhez. Ezek a változók a következők: teljes külső adósság a GDP arányában; rövid lejáratú adósság a devizatartalékok arányában; a reál GDP növekedési üteme; külső államadósság a fiskális bevételek arányában; fogyasztói árindex (CPI); a következő választásokig hátralévő idő; az amerikai kincstárjegyek (USA Treasury Bill, T-bill) hozama; a folyó fizetési mérleg egyenlegének és a rövid lejáratú adósság összegének aránya a devizatartalékokhoz képest (külső finanszírozási igény); devizaárfolyam felülértékeltsége; a devizaárfolyam volatilitása.

Az elemzés eredményeként kapott empirikus fa (lásd 2. ábra) segítségével az országok az adósságválság szempontjából négy csoportba sorolhatók. Ezek közül egy csoport tekinthető biztonságosnak, a másik három viszont válságra hajlamos. Ez utóbbi három csoport azért nem egy egységes osztályt alkot, mert eltérőek a válságra való hajlam okai. Manasse és Roubini tehát a következő csoportokat határozta meg:

- (1) „Biztonságos” végpontok: 1., 4., 6., 8., 9., 11., 3. A legtöbb „Biztonságos” környezetet alacsony GDP-arányos teljes külső adósság (<49,7 százalék), alacsony tartalék-arányos rövid lejáratú külső adósság (<130 százalék), alacsony bevételarányos külső államadósság (<215 százalék), alacsony infláció (<10,5 százalék) és nem túl mély recesszió (-5,5 százaléknál nagyobb növekedés) jellemez.
- (2) „Likviditási válságra hajlamos” végpontok: 7. és 10. Ezekben a végpontokban alacsony vagy közepes külső adósságarányokat tapasztalunk, a tartalékarányos rövid lejáratú adósság azonban magas (<130 százalék). A likviditási válsághoz ezt még politikai bizonytalanságnak (választások 5,5 éven belül) és alacsony devizaárfolyamvolatilitásnak, vagy magas T-bill hozamoknak (>9,7 százalék) kell kiegészíteniük.

- (3) „Szolvenciális válságra hajlamos” végpontok: 5., 12., 13., 14. Ezekben az esetekben a GDP-arányos teljes külső adósság és/vagy a bevételarányos külső államadósság magas (>49,7 százalék, illetve >215 százalék). A magas adósságállományok mellett erős infláció (5 és 14 végpontok) vagy magas külső finanszírozási igény (13 végpont) biztosíthatja a szolvenciális válságra való hajlamot.
- (4) „Makroválságra hajlamos” végpont: 2. Ezt a típust mély recesszió (–5,5 százaléknál kisebb növekedés) és a devizaárfolyam jelentős túlértékeltsége (>48 százalék) jellemzi. Ezek a tényezők a tipikus likviditási és szolvenciális mutatók kedvező értékei mellett is az adósságválság veszélyét jelzik.

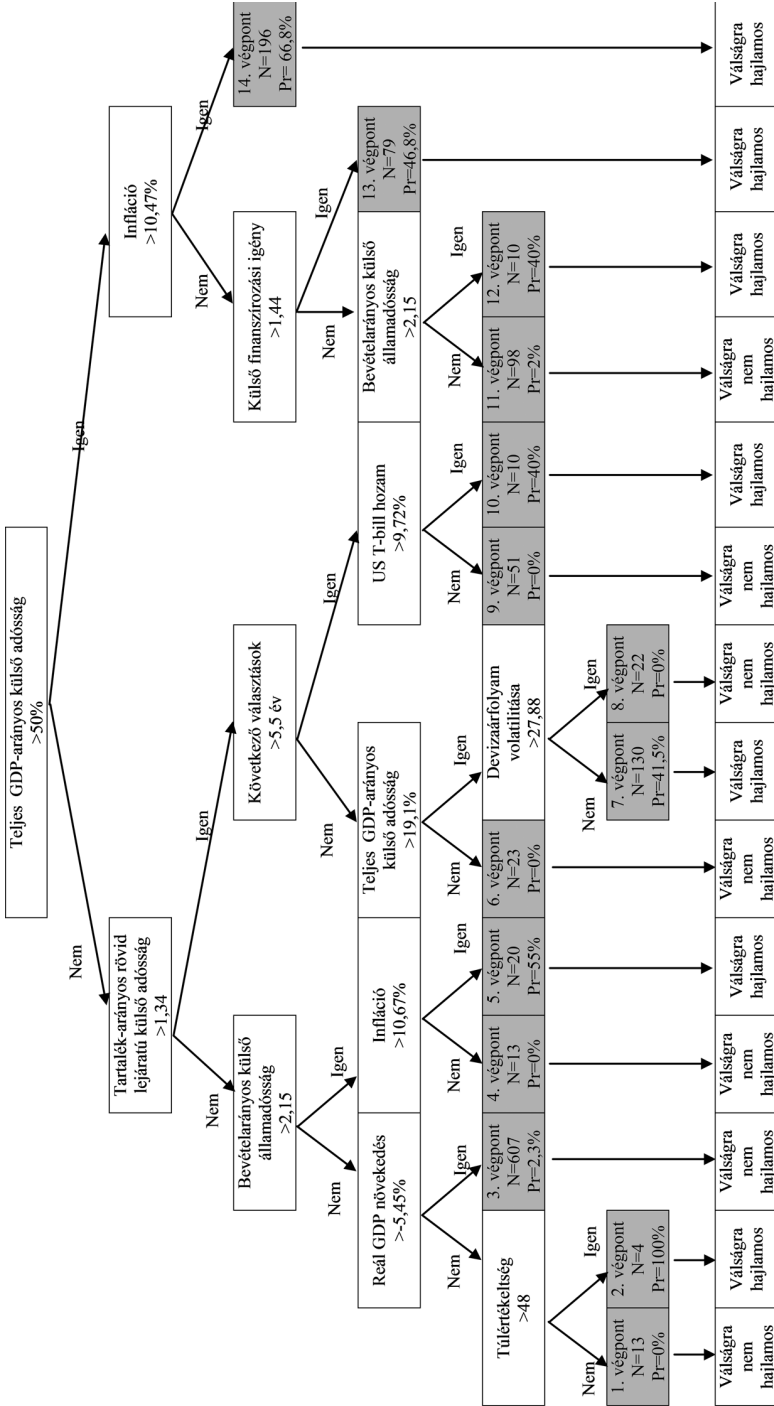
Az empirikus fa élesen elválasztja egymástól az adósságválság szempontjából veszélyeztetett és biztonságos gazdasági környezeteket. A teljes mintában 20,5 százalék volt az adósságválság valószínűsége, a „Biztonságos” végpontokban ez minimálisra (0–2,3 százalék) csökkent, míg a válságra hajlamos csoportokban 40–100 százalék közé emelkedett.

A fenti tipizálás segítségével meglehetősen jól megragadhatók az 1990-es évek szuverén adósságválságai. A „Likviditási válságra hajlamos” kategóriába kerültek például Korea (1997), Mexikó (1995), Brazília (1998; 2001), Pakisztán (1998) és Ukrajna (1998); a „Szolvenciális válságra hajlamos” besorolást kapta Ecuador (1999), Indonézia (2002) és Törökország (2000); a „Makroválságra hajlamos” típusú lett El Salvador (1981) és Uruguay (1983) csődeseménye. Néhány válságepizódót ugyanakkor nem tudott előre jelezni a modell: Oroszország (1998) és Argentína (1995) például „Biztonságos” minősítést kapott.

Manasse és Roubini eredményei azért is jelentősek, mert rávilágítanak arra, hogy az egy-egy indikátor segítségével meghatározott küszöbértékek valójában nagyon keveset árulnak el a csődvalószínűségről, érdemes inkább több mutató együttes alakulását figyelemmel kíséreni. Például a sokat emlegetett adósság/GDP arány alacsony értéke nem szükséges, nem is elégséges feltétele a „Biztonságos” kategóriának. A legkevesebb mutatóval megragadható válságtípusnak a 14. végpont tekinthető, ahol a magas külső adósságállomány és a jelentős infláció együttes jelenléte elegendő a „Szolvenciális válságra hajlamos” kategóriába soroláshoz. Ez a végpont ráadásul meglehetősen markáns: 66,8 százalékos valószínűséget rendel a válsághoz, és a mintában megfigyelhető csődesemények fele ebbe a kategóriába esik.

2. ábra

**Empirikus fa a szuverén adósságválságok ökölszabályairól**



Megjegyzés: N: megfigyelések száma; Pr: csődvalószínűség  
 Forrás: Manasse és Roubini [2005], 17. o.

### 2.4.3. Stratégiai államcsőd

Stratégiai csődnek (*strategic default*) nevezhetjük azt, ha egy állam azért nem törleszti adósságát, mert az adósságszolgálatból származó hasznosság kisebb, mint a csőd költségei. Rövidebben fogalmazva, az államnak nem éri meg törleszteni, emiatt előtérbe kerül a fizetési készség hiánya. A stratégiai jelzőt én a legszorosabb értelemben vett racionalitáson alapuló, közgazdasági fogalomként használom: ha a szuverén adós két lehetőség (adósságszolgálat vagy csőd) közül választhat, és a kettő közül a nagyobb hasznossággal (kisebb költséggel) járót választja, akkor stratégiai döntésről van szó.

Az államcsődök stratégiai aspektusát véleményem szerint sokkal ritkábban hangoztatják, mint amekkora a jelentősége. A pénzügyi-gazdasági világ és a szakirodalom lényegében egyetlen államcsődöt tart egybehangzóan stratégiainak, Ecuador 2008-as esetét. Jelentős elméleti munka ezen a téren *Grossman* és *Van Huyck* [1988] vizsgálata, amely bevezette a megbocsátható csőd (*excusable default*) fogalmát, empirikus kutatások azonban kevésbé foglalkoznak az államcsődök stratégiai jellegével, ami több szempontból is érthető. Először, az állam fizetési készségét mérni meglehetősen nehéz. Másodsor, a „stratégiai csőd” kifejezés akarva-akaratlanul hordoz egyfajta morális jelentéstartalmat, mintha bűnösnek tartanánk az ilyen megoldást választó államot, és ezért diplomatikusan inkább nem foglalkoznánk ezzel az aspektussal. Pedig az államcsődök mögött a fizetési képesség mellett valamilyen mértékben mindig szerepet játszik a fizetési készség is, ettől lesz az államcsőd a vállalati csődöktől különböző, „külön állatfajta” (Reinhart és Rogoff [2009], 52. o.).

A legtöbb (szokásos definíció szerinti) államcsőd nem úgy következik be, hogy az állam ténylegesen kifogy minden likvid pénzeszközéből, hiszen számos állami kiadás folyósítása nem áll le az adósságszolgálat felfüggesztésekor sem. Az is nehezen elképzelhető, hogy egy állam, egy nemzet annyira el tudja adósodni, hogy minden vagyona, jövőbeli jövedelemtermelő kapacitása kisebb legyen az adósságállományánál. Mondhatjuk-e azt egy államcsödre, hogy illikviditás miatt következett be, ha az egyéb – államcsőd-definícióból kimaradt – kötelezettségeket továbbra is fizeti, képes fizetni az állam? Azt mondhatjuk inkább, hogy egy likviditási problémákkal küzdő állam olyan döntési helyzetbe került, ahol választania kellett az adósságszolgálat felfüggesztése és a társadalom valamilyen súlyos gazdasági megszorítása között. Társadalmilag és/vagy politikailag persze nem lenne megengedhető, hogy bizonyos határon túl az egyéb állami kiadások rovására (például nyugdíjak folyósításának beszüntetése, közegészségügy finanszírozásának leállítás) törlessze az állam a hiteleit, de egészen addig, amíg más célokra van pénz, nemcsak illikviditásról, hanem stratégiai döntésről is szó van. Hasonlóan vélekedhetünk a szolvenciális kérdésekről is. Fontos persze azt is hozzátenni, hogy a fizetési készség és az adósságszolgálat mindenáron való fenntartása hosszú távon az ország fizetési képességét is ronthatná, ez azonban nem befolyásolja azt a ténnyt, hogy az államcsődöknek van egy stratégiai vetülete is. Az államcsődöket pusztán likviditási vagy szolvenciális problémaként kezelni tehát félrevezető lehet, erre már *Eaton*, *Gersovitz* és *Stiglitz* [1986] felhívta a figyelmet a téma egyik korai alapművében, újabban pedig Reinhart és Rogoff [2009] is többször érvel könyvében így. Az államcsődök likviditási, szolvenciális és stratégiai aspektusainak *együttes* vizsgálata újszerű és érdekes kutatási irányba lehet a témának, azt a tanulságot azonban mindenképpen le kell vonni, hogy érdemes lehet kiszakadni kicsit a hitelminősítők által sugallt definíciós és fogalmi keretből, és rugalmasabban tekinteni az államcsődök jelenségére.

### 3. MIÉRT FONTOS A FIZETÉSI KÉSZSÉG?

A vállalati hitelezés mint pénzügyi folyamat létezésének és működésének alapfeltétele a szerződések jogi kikényszeríthetősége, illetve a – közvetlen vagy végső – fedezetként szolgáló eszközök megléte. A hitelező azért ad, azért mer hitelt adni a vállalatnak, mert jól definiált jogi következményei vannak egy esetleges törlesztési mulasztásnak. Ha pedig az adós végképp nem tud fizetni, a vállalati eszközök végső fedezetet jelentenek a hitelező követelésére, és ez a szempont akkor is jelentős, ha figyelembe vesszük, hogy a vagyon nem mindig, nem feltétlenül elégséges a teljes adósság megfizetésére.

Az államnak mint szuverén adósnak nyújtott hitelek esetében a fenti értelemben vett jogi biztonság hiányzik, a bíróság általi kikényszerítésnek vagy vagyonek Kobzásnak nincsenek meg sem a jogi, sem az intézményi feltételei. Alternatív megoldás lehet az adós országok eszközeinek önkényes lefoglalása vagy – a hitelezők állami szintjén – a fegyveres erő bevetése. Ebben a témakörben született *Mitchener* és *Weidenmier* [2005] tanulmánya, amelyben az 1870–1913 közötti időszak hitelezési folyamatait és csődeseményeit vizsgálták, és azt tapasztalták, hogy ebben a periódusban az általuk szuperszankcióknak nevezett katonai kényszerítés és a magánhitelezők eszközfoglalási akciói kifejezetten általános, sőt hatékony büntetési formák voltak. A szuperszankciók azonban ma már nem elfogadott és nem is alkalmazott megoldások, az állami eszközök elkobzására tett kísérletek pedig inkább elszigetelt partizánakcióknak tekinthetők.<sup>10</sup>

A fentiek értelmében elfogadhatjuk azt a nézetet, hogy az államadósság visszafizetésére nincsenek olyan közvetlen és főleg bírósági úton érvényesíthető kényszerítő erők, mint a vállalati hitelek esetében. A szuverén és egyéb adósságoknak ezt az alapvető különbözőségét lényegében axiómaként kezeli a szakirodalom, nehéz olyan munkát találni, amelyben ne jelenne meg ez a gondolat. Felmerül a kérdés, hogy ilyen körülmények között mégis miért ad egy racionális befektető hitelt egy szuverén államnak. Az általánosan elfogadott válasz szerint azért, mert az esetleges vissza nem fizetésnek súlyos költségei vannak. A csőd nem kívánt költségei biztosítják tehát azt a mechanizmust, amely magának az államadósságnak, a szuverén államok számára nyújtott hiteleknek a létezését lehetővé teszi; és az államcsőd nem kívánt költségeinek a megítélése, a hozzájuk társított – akár országonként különböző – hasznosságcsökkenés fogja befolyásolni az államok fizetési készségét is.

Az államcsőd költségeihez kapcsolódó szakirodalom két legnépszerűbb kutatási iránya a jó hírnévhez kapcsolódó reputációs költségek (*reputational costs*); a másik a közvetlen szankciók (*direct sanctions*) vizsgálata. A reputációs költség első megfogalmazásában (Eaton és Gersovitz [1981]) a nemzetközi pénzügyi piacokról való kizárást jelentette,

<sup>10</sup> Ezek a partizánakciók egyébként kifejezetten érdekesek, ezért egy viszonylag friss történetet említenék. Az amerikai Elliott Capital Management fedezeti alpnak jelentős veszteségei keletkeztek a 2001–02-es argentin államcsőd miatt, és nem fogadta el az újratárgyalások alatt kialakult, mintegy 30 százalékos visszafizetési rátát. 2012 októberében a fedezeti alap egy argentin hadihajó, az akkor éppen Ghána partjainál tartózkodó Libertad lefoglalását kezdeményezte az őt ért károkért cserébe. Egy ghánai bíróság helyt adott a fedezeti alap követelésének, és megakadályozták a Libertad kifutását Ghána kikötőjéből. Az ügyből természetesen nemzetközi konfliktus keletkezett, amelynek az ENSZ Tengerjogi Törvénysszéke tett pontot a végére. A törvénysszék kimondta, hogy a Libertad mint hadihajó immunitást élvez, és Ghánának feltétel nélkül ki kell adnia. Ez hamarosan meg is történt, a Libertad mintegy két és fél hónapnyi fogság után hazaért Argentínába (BBC [2012], JONES és WEBBER [2012]).



a csődbe ment ország nem kap (és nem is adhat) többé hitelt. A későbbi (főleg empirikus) kutatások enyhítettek a megfogalmazáson, és a hitelek magasabb kamatfelárával azonosították a reputációs költségeket. A reputációs modellek ellenpontjaként emlegetett, közvetlen szankciókon alapuló modellcsaládot *Bulow és Rogoff* [1989] munkája hozta létre.<sup>11</sup> A közvetlen szankciók leginkább a nemzetközi kereskedelem korlátozását, az ország abból való kizárását jelenthetik, szélsőséges esetben például embargó formájában.

Az államcsőd költségeinek jelentőségét illetően egységes a szakirodalom, sőt a kutatások jelentős hányada ezeket a költségeket vizsgálja.<sup>12</sup> Nincs azonban egyetértés abban, hogy pontosan melyik költség a domináns, melyik kényszeríti ténylegesen az államot arra, hogy törlesszen. Különösen nehéz kérdésnek tűnik az, hogy mekkorák ezek a költségek, és hogyan lehetne mérni őket.

## 4. AZ ÁLLAMCSÖD FOGALMA

Az eddigiekben én is a pénzügyi piacokon szokásosnak tekinthető, hitelinstrumentumokon értelmezett államcsőd-meghatározást vettem alapul; az államcsődök okainak, a csődbe ment szuverén állam viselkedésének, döntési helyzetének megértése szempontjából azonban alapvető fontosságú a definíciós kérdéseket alaposabban is végiggondolni. A szokásos definíció ismertetésén túl ezért azt fogom most körüljárni, hogy egyáltalán milyen elemeket kell tartalmaznia egy ilyen definíciónak – ezeket *fogalmi kellékek*nek fogom nevezni –, és bemutatom, hogy milyen tartalommal lehetne elvileg megtölteni ezeket a kellékeket.

### 4.1. A definíció kellékei

A legáltalánosabb meghatározás szerint csőd az, ha valamely gazdasági szereplő – jelen esetben egy szuverén állam – nem teljesíti fizetési kötelezettségeit azok jogosultjai felé. Ez a megfogalmazás meglehetősen pontatlan, és így nem is tekinthető egzakt definíciónak. Arra azonban rávilágít, hogy egy államcsőd-definíciónak két kötelező kellékkel kell rendelkeznie: szükséges tisztázni, hogy (1) milyen kötelezettségeket kell figyelembe venni és ezzel összefüggésben, kik a jogosultak, valamint (2) mit jelent a nem teljesítés. Az első kelléket azért nem bontottam fel két külön részre, mert a kötelezettségek implicite meghatározzák a jogosultakat is. A következőkben sorra veszem, hogy ez a két kellék elvileg mit tartalmazhat, miből válogathatunk, ha pontosabb államcsőd-definíciót szeretnénk kapni.

Ad (1). A kötelezettségek között könnyen azonosítható csoport a hitelek köre. A szokásos definícióban kifejezetten csak az ilyen instrumentumokkal kapcsolatban értelmezik az államcsődöt. Nem hagyhatjuk ugyanakkor említés nélkül azt a tényt sem, hogy az államnak számos további kötelezettsége van. Ezek egy része hasonló, jól körülhatárolt kötelezett-

<sup>11</sup> Nem tartozik szorosan a cikk kérdéseire, de meg kell említenem, hogy a két megközelítés valójában nem egymás ellentettje, a Bulow–Rogoff-modell tekinthető az Eaton–Gersovitz-modell általánosításának is.

<sup>12</sup> A reputációs költségekhez kapcsolódik például GELOS, SAHAY és SANDLERIS [2004] vagy FUENTES és SARAVIA [2010], a közvetlen szankciókhoz ROSE [2005], illetve MARTINEZ és SANDLERIS [2011] munkája, mindkét költségtípust vizsgálja BORENSZTEIN és PANIZZA [2008].

ség, mint amilyenekkel egy vállalat rendelkezik, gondoljunk például az állami szférában dolgozók munkabérére. Másik jelentős részük azonban nehezen megfogható kötelezettség, amellyel kifejezetten saját állampolgárainak, a társadalomnak tartozik az állam: nagyon leegyszerűsítve, közszolgáltatásokat kell nyújtania, például nyugdíjakat fizetnie vagy egészségügyi ellátást biztosítani. Ezeket a feladatokat nagyon nehéz lenne kvantitatív elemzésekben figyelembe venni, hiszen a legtöbb esetben nem egzakt szerződésben rögzített, és különösen nem összecszerűen meghatározott kötelezettségekről van szó, ráadásul az állam maga dönt arról, hogy milyen mértékben vállalja és teljesíti őket. Akár beleértjük az ilyen típusú kötelezettségek (valamilyen határon túli) megszegését az államcsőd fogalmába, akár nem, a létezésüket és jelentőségüket mindenképpen szem előtt kell tartanunk, hiszen befolyásolják az egyértelműbb, hitelügyletekből származó kifizetések teljesíthetőségét vagy az azokon bekövetkező csőd megítélését is.

Ad (2). A nem teljesítés nyilvánvaló megjelenési formája az, ha a figyelembe vett kötelezettségek körében valamely esedékes összeget nem fizet ki az állam. Kevésbé nyilvánvaló, de a kötelezettség megszegésének tekinthető annak kedvezőtlen, a jogosultaknak kárt okozó átalakítása is, mint például hitelek esetében a már tárgyalt adósságátstrukturálás. Más esetekben, ahol már maga a kötelezettség sem egzakt, ott nyilvánvalóan a nem teljesítés is nehezen beazonosítható vagy bizonyítható.

A nem teljesítés lehetséges formái kapcsán külön említést érdemel egy speciális kategória. A szuverén állam abból a szempontból is különleges szereplője a gazdaságnak, hogy rendelkezik pénzkibocsátási joggal. Ezzel a joggal élve, egy önálló monetáris politikával rendelkező állam elvileg megteheti, hogy kötelezettségeinek pénznyomtatással tesz eleget, legalábbis a hazai devizában denominált és nominális értelemben rögzített kötelezettségek esetében. Gyakran találkozhatunk is azzal az elméleti állítással, hogy a szuverének saját devizájukban soha nem mehetnek csődbe, hiszen saját devizát korlátlan mértékben előállíthatnak. Ez persze a legtöbb esetben olyan mértékű pénznyomtatást jelentene, amely hiperinflációval, ennek következtében súlyos gazdasági és politikai következményekkel járna. A szuverének ilyen értelemben vett kockázatmentessége azonban még elméleti síkon is csak az államcsőd definíciós kérdésének tekinthető. Reinhart és Rogoff is úgy érvel, hogy „*a váratlan nagy infláció de facto ekvivalens a nyílt államcsőddel*” (Reinhart és Rogoff [2009], xxvi. o.). Amennyiben az államcsőd definíciójában a követelés elinflálása is kimeríti a nem teljesítés és így a csőd kategóriáját, akkor ez a stratégia még saját devizában sem védheti meg a szuverént a csődtől, pusztán többféle csődalternatívát biztosít számára.

#### **4.2. A szokásos definíció**

A pénzügyi piacokon alapvetően a három nagy hitelminősítő intézet (Fitch Ratings, Moody's és Standard & Poor's) megfogalmazását szokás alapul venni az államcsőd definiálásakor. A hitelminősítők – nevüknek megfelelően – hitelinstrumentumokat vizsgálnak, így az államcsőd definíciójának első kelléke, a kötelezettségek fogalma az államadósságot alkotó, tipikusan bankhitel vagy kötvény formájában megjelenő pénzügyi eszközöket foglalja magába. A kötelezettségek ilyen behatárolása pontosan meghatározza a jogosultak körét is, amely így a hitelezőket, kötvénytulajdonosokat takarja.

A második kellék, a nem teljesítés kapcsán meglehetősen szigorú a definíciós gyakorlat, a hitelek kifizetéseivel kapcsolatban lényegében a legapróbb mulasztást is csődnek tekintik. Csődesemény így természetesen bármilyen esedékes törlesztőrészlet elmulasztása, legyen az kamat- vagy tőketörlesztés. Ezen túl azzal is pontosítani szokás a definíciót, hogy a kötelezettségeknek nem az eredeti feltételekkel, hanem a hitelezők szempontjából kedvezőtlenebb kondíciókkal (például késedelmesen, alacsonyabb névértékkel vagy kuponnal) való teljesítése is csődöt jelent.<sup>13</sup> Ezeket a lehetséges nem teljesítési formákat tárgyaltam én is korábban.

A hitelminősítő intézetek széles körben elfogadott meghatározása szerint államcsődnek tekinthetünk tehát minden olyan szituációt, amelyben *a szuverén adós nem, vagy nem az eredeti feltételekkel teljesíti az adósságszolgálatot, és a hitelezőnek ebből kára származik*. Az egyes intézetek precíz megfogalmazása persze különbözhet, a részletes definíciók megtalálhatók például: Fitch [2013a] (8. o.), Moody's [2008] (3. o.) és Standard & Poor's [2011] (34–35. o.). Ezen az egységes meghatározáson túl a Standard & Poor's még egy további formáját is nevesíti az államcsődnek, ez pedig az az eset, amikor a központi bank által kibocsátott pénz a névértéknél alacsonyabb értéken átkonvertálják újra (Standard & Poor's [2011], 34. o.), ahogyan az például Ghánában történt 1979-ben és 1982-ben. Ez utóbbi csődesemény-meghatározás is felhívja a figyelmet arra, amit már megelőlegeztem: az állam tartozásai, kötelezettségei sokrétűek, és így a nem megfelelő teljesítés is többféleképpen jelentkezhet.

Amennyiben elfogadjuk a hitelminősítők által használt csőddefiníciókat, akkor a minősítésekre alapozva, látszólag könnyedén összegyűjthetjük a múltbeli csődeseményeket. A leltár azonban térben és időben is korlátozott lehet, hiszen az intézetek értelemszerűen csak azokkal az adósokkal és csak azokkal a hitelinstrumentumokkal kapcsolatban határozzák meg, hogy következett-e be csődesemény, amelyeket minősítenek. Minél hosszabb időtávon szeretnénk vizsgálni az államcsődöket, annál kevésbé támaszkodhatunk ezekre a minősítésekre, és annál inkább az elemző feladata lesz megtalálni a gazdaságtörténelem ilyen epizódjait. Jelentős munkák a témában *Beim* és *Calomiris* [2000], Sturzenegger és Zettelmeyer [2006] vagy Reinhart és Rogoff [2009] könyvei. Azt, hogy a definíciós kérdések valóban nem annyira egyértelműek, mint ahogyan elsőre tűnnek, jól mutatja, hogy a különböző szerzők által készített csődesemény-katalógusok nem fedik tökéletesen egymást. A csődesemény bekövetkeztén túl azt sem mindig egyértelmű (sőt, talán még nehezebb is) megállapítani, hogy meddig tart az adott csődepizód.

Az államcsőd fogalmát meghatározni tehát látszólag egyszerű feladat, támaszkodhatunk a hitelminősítő intézetek meghatározásaira. Ki más tudná megmondani, hogy mi a csőd, ha nem a Standard & Poor's? Ugyanakkor nem kell, hogy a közgazdasági elemzéseket a hitelminősítő intézetek definíciós gyakorlata irányítsa, és különösen nem szabad, hogy korlátozza azokat.

13 Ebben a tekintetben sem teljesen egységes a szakirodalom. DAS, PAPAIOANNOU és TREBESCH [2012] például csak az esedékes törlesztés elmulasztását tekinti csődnek, az átstrukturálást nem érti bele az államcsőd fogalmába.

## 5. ÖSSZEGRÉS

Államcsődnek szokás tekinteni, ha egy szuverén adós nem vagy nem az eredeti feltételekkel tesz eleget az adósságszolgálatnak. A csődesemények fontos ismérvei, hogy mekkora és milyen adósság törlesztését nem teljesíti az állam, továbbá, hogy miért és hogyan következik be ez a nem teljesítés. A csődesemények legnehezebben megragadható aspektusa az, hogy a fizetési képesség (legyen az likviditás vagy szolvencia) és a fizetési készség hiánya milyen arányban járul hozzá az államcsödhöz. Az államcsődök stratégiai jellegének megértéséhez figyelembe kell vennünk az állam azon kötelezettségeit is, amelyek nem szerepelnek a csődesemény definíciójában, így ugyanis egyértelművé válik, hogy a csőd általában nem úgy következik be, hogy az állam minden likvid pénzeszközéből vagy vagyonából kifogy. Ezzel szemben az esetek túlnyomó többségében a fizetési képesség és készség hiánya együttesen jelentkezik: azért következik be a csőd, mert az állam csak olyan áldozat árán *tudná* törleszteni az adósságot, amelyet nem *akar* vállalni. Érdekes kutatási iránynak ígérkezik (annak ellenére, hogy nehezen mérhető) figyelembe venni a szuverének fizetési készségét is abban a tekintetben, hogy később milyen és mekkora költségekkel „bűnhődik” az állam a csőd bekövetkeztéért.

## IRODALOMJEGYZÉK

- BBC [2012]: Seized Argentina navy ship leaves Ghana. BBC News (online), december 19. <http://www.bbc.co.uk/news/world-latin-america-20790567>, letöltve: 2013. július 4.
- BEIM, DAVID–CALOMIRIS, CHARLES [2000]: Emerging Financial Markets. New York: McGraw-Hill/Irvin.
- BORENSZTEIN, EDUARDO–PANIZZA, UGO [2008]: The Costs of Sovereign Default. IMF Working Paper, 08/238. Washington: International Monetary Fund.
- BULOW, JEREMY–ROGOFF, KENNETH [1989]: Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget? *The American Economic Review*, 79(1), pp. 43–50.
- CRUCES, JUAN–TREBESCH, CHRISTOPH [2013a]: Sovereign Defaults: The Price of Haircuts. *American Economic Journal: Macroeconomics* (megjelenés előtt), <https://sites.google.com/site/christophtrebesch/research>, letöltve: 2013. július 21.
- CRUCES, JUAN–TREBESCH, CHRISTOPH [2013b]: Supplementary Appendix, Sovereign Defaults: The Price of Haircuts. Appendix B: Cases Not Included, <https://sites.google.com/site/christophtrebesch/research/Haircuts-Appendix-B.pdf>, letöltve: 2013. július 21.
- CUADRA, GABRIEL–SAPRIZA, HORACIO [2006]: Sovereign Default, Interest Rates and Political Uncertainty in Emerging Markets. Working Papers, *Banco de Mexico*, 2006-02.
- DAS, UDAIBIR S.–PAPAIOANNOU, MICHAEL G.–TREBESCH, CHRISTOPH [2012]: Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. IMF Working Paper, 12/203. Washington: International Monetary Fund.
- EATON, JONATHAN–GERSOVITZ, MARK [1981]: Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis. *Review of Economic Studies*, 48(2), pp. 289–309.
- EATON, JONATHAN–GERSOVITZ, MARK–STIGLITZ, JOSEPH E. [1986]: The pure theory of country risk. *European Economic Review*, 30(3), pp. 481–513.
- ENGLISH, WILLIAM B. [1996]: Understanding the Costs of Sovereign Default: American State Debts in the 1840's. *The American Economic Review*, 86(1), pp. 259–275.
- FITCH [2002]: Sovereign ratings. Rating methodology. Fitch Ratings.
- FITCH [2013a]: Fitch Ratings Sovereign 2012 Transition and Default Study. Fitch Ratings, március 12.
- FITCH [2013b]: Why Sovereigns Can Default on Local-Currency Debt. Printing Money No Panacea as High Inflation Is a Costly Policy Option. Fitch Ratings, május 10.

- FUENTES, MIGUEL–SARAVIA, DIEGO [2010]: Sovereign defaulters: Do international capital markets punish them? *Journal of Development Economics*, 91(2), pp. 336–347.
- GELOS, GASTON R.–SAHAY, RATNA–SANDLERIS, GUIDO [2004]: Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access? IMF Working Paper, 04/221. Washington: International Monetary Fund.
- JONES, SAM–WEBBER, JUDE [2012]: Argentine navy ship seized in asset fight. *FT.com* (online), The Financial Times Ltd., október 3., <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/edb12a4e-0d92-11e2-97a1-00144feabdc0.html#axzz2Y4g9DXY1>, letöltve: 2012. október 13.
- MANASSE, PAOLO–ROUBINI, NOURIEL [2005]: Rules of Thumb for Sovereign Debt Crisis. IMF Working Paper, 05/42. Washington: International Monetary Fund.
- MARTINEZ, JOSE VICENTE–SANDLERIS, GUIDO [2011]: Is it punishment? Sovereign default and the decline in trade. *Journal of International Money and Finance*, 30(6), pp. 909–930.
- MITCHENER, KRIS JAMES–WEIDENMIER, MARC [2005]: Supersanctions and Debt Repayment. NBER Working Paper Series, 11472. Cambridge: National Bureau of Economic Research, június.
- MOODY'S [2008]: Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2007. Moody's Global Credit Research, március.
- REINHART, CARMEN M. [2010]: This Time is Different Chartbook: Country Histories on Debt, Default, and Financial Crises. NBER Working Paper Series, 15815. Cambridge: National Bureau of Economic Research, március.
- REINHART, CARMEN M.–ROGOFF, KENNETH S. [2009]: This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton: Princeton University Press.
- RIEFFEL, LEX [2003]: *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery*. Washington: Brookings Institution Press.
- ROSE, ANDREW K. [2005]: One reason countries pay their debts: renegotiation and international trade. *Journal of Developed Economics*, 77(1), pp. 189–206.
- ROUBINI, NOURIEL [2001]: Debt Sustainability: How to Assess Whether a Country is Insolvent. Stern School of Business, New York University, december 20., <http://people.stern.nyu.edu/nroubini/papers/debtsustainability.pdf>, letöltve: 2013. július 19.
- STANDARD & POOR'S [2011]: Default, Transition and Recovery: Sovereign Defaults and Rating Transition Data, 2010 Update. RatingDirect, február 23.
- STURZENEGGER, FEDERICO–ZETTELMEYER, JEROMIN [2006]: Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises. Cambridge: MIT Press.
- SUTER, CHRISTIAN [2012]: Debt Crises in the Modern World-System. In: BABONES, SALVATORE–CHASE-DUNN, CHRISTOPHER (szerk): *Routledge International Handbook of World-System Analysis*. Oxford: Routledge, pp. 215–223.
- WINKLER, MAX [1933]: *Foreign Bonds: An Autopsy*. Philadelphia: Roland Swain, Philadelphia.