

VIDOVICS-DANCS ÁGNES

Az államcsőd költségei régen és ma

Az államoknak nyújtott hitelekre gyakran gondolunk biztonságos befektetesként, lehetetlen vagy legalábbis valószerűtlen kimenetelként kezelve az államcsőd lehetőségét. Pedig államcsődök azóta vannak, amióta szuverén államok hitelt vesznek fel, és még csak nem is ritka eseményekről van szó. Amikor egy-egy válság vagy csődesemény felhívja erre a figyelmünket, a leggyakrabban elhangzó kérdés az, hogy miért következett be a csőd. Ebben a tanulmányban a szerző ennél furcsább kérdésre hívja fel a figyelmet: mi készítené egy hitelt felvevő államot arra, hogy visszafizesse hiteleit, vagyis miért *nem* megy csődbe? Ez rögtön felvet egy további, talán még meglepőbb problémát: miért kap egyáltalán egy szuverén állam hitelt? Ezekre a kérdésekre már régóta tudni véljük a választ: azért, mert az államcsődnek költségei vannak. A lehetséges költségek és a hozzájuk kapcsolódó empirikus kutatások értelmezésével és rendszerezésével, az ellentmondások feltárásával azonban a szerző felhívja a figyelmet arra, hogy bár elképzeléseink vannak és lehetnek, valójában nem ismerjük a törlesztést kikényszerítő és így az államadósságok létezését biztosító mechanizmusokat. Talán éppen azért nem, mert az államcsőd lehetséges politikai, gazdasági következményei – azaz költségei – idővel legalább annyira változnak, mint öltözködési, étkezési és közlekedési szokásaink.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: F34, H63.

A szocialista forradalom után hatalomra kerülő bolsevik kormányzat 1918 februárjában megtagadta a korábbi cári Oroszország minden adósságát, így a II. Miklós uralkodása idején kibocsátott cári kötvények törlesztését is. A kötvényekből legnagyobb mennyiségben Franciaországban vásároltak, az első világháború előtt az orosz külső államadósság 80 százaléka francia kézben volt. Oroszország évtizedekkel később, 1996-ban 400 millió dollár kártérítést fizetett a francia károsultaknak, ezzel egyidejűleg a felek – legalábbis állami szinten – kölcsönösen lemondtak az 1945 előtt keletkezett követeléseik további részéről. A francia kötvénytulajdonosok nagy része számára azonban nem volt elfogadható a megállapodás, így az ügy azóta sem zárult le teljesen. A több százezer kötvénytulajdonos számára nemzetközi szervezetet hoztak létre,

* Köszönöm Száz Jánosnak és két névtelen lektoromnak a kéziratához fűzött hasznos észrevételeit.

amely ma már 100 milliárd euró körüli összeget követel Oroszországtól. Mivel az 1996-os megállapodás után hivatalosan nincs remény a kártérítésre, a szervezet aktivistái orosz állami tulajdonban lévő értékek lefoglalásával kívánják elérni céljukat. Olaj volt a tűzre, hogy 2010 januárjában a francia bíróság orosz állami tulajdonnak nyilvánított egy Nizzában található ortodox katedrális – amelyet nem mellesleg II. Miklós cár építtetett! –; a szervezet azóta ennek az épületnek az elkobzását követeli, hogy a bevételekből kártalaníthassák a cári kötvények tulajdonosait. Érvelésük egyszerű és világos: ha Oroszország igény tart a cár korábbi tulajdonára, vállalja annak korábbi adósságait is! Nehezen képzelhető el, hogy valaha is sikerrel fognak járni (*Moore–Kaluzny* [2005], *Oosterlinck–Landon-Lane* [2005], *HVG* [1997], *Keleti* [2010]).

Mit olvashatunk ki ebből a rövid történetből? Egyrészt azt, hogy az államcsőd speciális, drasztikus formájának tekinthető adósságmegtágadás (*debt repudiation*) nem végleges megoldás, az adós ország általában előbb vagy utóbb kénytelen tárgyalóasztalhoz ülni a törlesztéssel kapcsolatban, és ezzel kimondva-kimondatlanul elismerni adósságát. Másrészt azt, hogy egy államnak kölcsönt nyújtani egészen más természetű dolog, mint egy vállalat számára. Egy szuverén adósnak nyújtott kölcsön esetében nincsen bírósági úton érvényesíthető jogi kikényszeríthetőség, az állami eszközök pedig nem jelentenek végső fedezetet a visszafizetésre. Az államcsődökkel kapcsolatban így – talán kicsit meglepő módon – az elsődleges kérdés nem az, hogy miért megy csődbe egy ország, hanem az, hogy *miért kap(ott) egyáltalán hitelt*.

Érdeemes megfigyelni, hogy a vállalati és államcsődök nem csak a jogi kikényszeríthetőségükben térnek el egymástól. A legjelentősebb különbség az, hogy az állam fizetési kötelezettségeinek egy jelentős része nincs jogszabályban vagy szerződésben rögzítve, ezért „megszegésüket” is nehéz tetten érni. Sok esetben maga az állam, a kötelezett dönti el, hogy milyen típusú feladatokat milyen mértékben lát el, még ha a filozófiai értelemben vett társadalmi szerződés vagy az alkotmányban rögzített elvek támpontot is adnak erre vonatkozóan. Például általában elvárjuk egy államtól, hogy egészségügyi ellátást biztosítson az állampolgárok számára. Az ellátás szintjét és mértékét azonban maga az állam határozza meg, és valóban különböznek is az országok aszerint, hogy (akár népesség-, akár GDP-arányosan) mekkora összegeket költenek erre a célra. További különbség a vállalatok és államok között, hogy utóbbi rendelkezik pénzkibocsátási joggal, így saját devizájában *elméletileg* akár mekkora adósságot vissza tud fizetni. Más kérdés, hogy az adósság monetizálása általában hiperinflációval és annak minden társadalmi-gazdasági következményével járna, nem is nagyon találkozunk vele a valóságban.

A szakirodalom lényegében axiómaként kezeli a szuverén és más adósságoknak azt az alapvető különbségét, hogy előbbieket esetében a hitelszerződés kikényszeríthetőségének jogi és intézményi feltételi jóval bizonytalanabbak. Ebben a tekintetben szinte egyedülálló a *Panizza–Sturzenegger–Zettelmeyer* [2009] tanulmány, amelyben a szerzők jóval árnyaltabban vizsgálják a szuverén (abszolút) immunitás jogi kategóriáját, különös tekintettel arra, hogy az államcsődök miatt kárt szenvedett hitelezők lehetőségei hogyan változnak térben és időben. A szerzők megállapításai szerint a jogi eszközök relevanciája némiképp emelkedett az 1990-es évek óta, de továbbra is meglehetősen gyenge és bizonytalan eszközökről beszélünk. Abban is

egyértelműen mutatkozik, hogy az elsődleges kérdésre a választ az államcsőd költségei adják: azért törleszt az állam, és azért mer egy racionális befektető hitelt adni neki, 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.*

Az államcsőd fogalma és legfontosabb ismérvei

A Vidovics-Dancs [2013] tanulmány az államcsődök történetének bemutatásán túl részletesen tárgyalja a csődesemények definíciós és tipizálási lehetőségeit. Ezeket a problémaköröket röviden itt is összefoglaljuk, hiszen az államcsőd költségeinek elemzéséhez szükséges, hogy szélesebb és általánosabb képet alkossunk erről a gazdasági jelenségről.

Államcsődnek szokás nevezni, ha egy szuverén állam valamely hiteltípusú kötelezettségével kapcsolatos fizetési kötelezettségének nem vagy nem az eredeti feltételekkel tesz eleget, és a hitelezőnek ebből kára származik. Ez a meghatározás összhangban van a nagy hitelminősítő intézetek által alkalmazott definíciókkal (például *Fitch* [2013], *Moody's* [2008] és *Standard & Poor's* [2011]); és a nemzetközi szakirodalom túlnyomó többsége szintén ehhez hasonlóan határozza meg az államcsőd fogalmát. Ennek ellenére a fogalmi és definíciós kérdéseket alaposabban is érdemes végiggondolni, különösen azért, hogy a szokásos definíciók alkalmazása mellett se feledkezünk meg az állam egyéb, nem hitel típusú kötelezettségeiről. Az egyéb kötelezettségek akkor válnak különösen jelentőssé, amikor egy csődesemény kényszerű vagy stratégiai jellegű, a fizetési készség és képesség szerepét szeretnénk megítélni.

Az államcsődökkel kapcsolatban időről időre hajlamosak vagyunk elhinni azt, hogy ritka vagy nem releváns eseményekről van szó. Pedig amióta vannak államok és amióta ezek az államok hitelt vesznek fel, azóta megvan a veszélye annak is, hogy a hitelt nem fogják (tudni) visszafizetni: az ókori görög városállamok (Kr. e. 4. évszázad) és a modern, fejlett Görögország (2012) csődeseményei egy olyan, 2400 éves történetet foglalnak keretbe, amelyben térben is időben is általános jelenség volt az államadósságok nem megfelelő teljesítése.¹ A csődesemények meglehetősen változatos gazdasági és politikai körülmények között következnek be, így igencsak nehéz közöttük általános törvényszerűségeket felfedezni. *Reinhart–Rogoff* [2009] szerint, ha lehet közös vonást találni a válságok mögött, akkor az a túlzott adósságfelhalmozás, ezzel összhangban a csődhullámok és a nemzetközi hitelezés ciklikusságát *Sturzenegger–Zettelmeyer* [2006], valamint *Borensztein–Panizza* [2008] is kiemeli. Ezek a megfigyelések azonban – nagyon leegyszerűsítve – csak annyit jelentenek, hogy a csőd bekövetkezéséhez hitelre van szükség.

¹ Persze ahogyan az államok természete, idővel az államcsődök jellege is megváltozott. Egy elég markáns különbségre mutat rá például *Reinhart–Rogoff* [2009], amikor megemlíti, hogy az államadósságok újratárgyalásának egy drasztikus és határozott formája már évszázadokkal ezelőtt is divat volt: a francia uralkodóknak az volt a szokásuk, hogy adósságtörlesztési nehézségek esetében kivégeztették a legnagyobb belföldi hitelezőiket. A modern adósságtörlesztések ennél jóval békésebb körülmények között zajlanak.

A gazdaságtörténelmet kutatva tehát azt tapasztaljuk, hogy államcsőd gyakran és sok helyen következik be, a csődesemények azonban több szempontból is különböznek egymástól. A *Vidovics-Dancs* [2013] cikk alapján az 1. táblázat négy olyan szempontot foglal össze, amelyek szerint érdemes az államcsődöket megkülönböztetni egymástól. Ez a négy szempont azt vizsgálja, hogy 1. mekkora és 2. milyen adósság képezi a csőd tárgyát, továbbá 3. hogyan és 4. miért nem fizeti vissza hiteleit az adós állam.

1. táblázat

Az államcsődöket jellemző rendszerező elvek

Rendszerező elv	Lehetséges típusok
Az érintett adósság nagysága	<ul style="list-style-type: none"> • teljes/részleges • hitelállomány abszolút/relatív nagysága szerinti csoportok • hitelezőknek okozott veszteség nagysága szerinti csoportok
Az érintett adósság jellege	<ul style="list-style-type: none"> • hazai/idegen devizában denominált adósság • külső/belső adósság
A nem teljesítés formája	<ul style="list-style-type: none"> • törlesztés elmulasztása • késedelmes fizetés • kedvezőtlen átstrukturálás (névértékcsökkentés, átütemezés, visszavásárlás, kamatcsökkentés)
A nem teljesítés oka	<ul style="list-style-type: none"> • fizetési képesség hiánya: illikviditás, inszolvencia • fizetési készség hiánya: politikai megtagadás, stratégiai döntés

Az érintett adósság nagysága szerint beszélhetünk teljes vagy részleges államcsödről, illetve mérhetjük különböző mutatókkal a csődesemény által hitelezőknek okozott veszteséget. Az érintett hitelállomány típusa szerint leginkább a külső és belső, illetve a hazai és idegen devizában denominált adósság szerinti megkülönböztetés releváns. A csődesemény bekövetkeztének mikéntje lehet a törlesztőrészlet elmulasztása, ennél azonban gyakoribb a hitelezők szempontjából kedvezőtlen adósságátstrukturálás (*distressed debt exchange*), amelynek tipikus formái a névértékcsökkentés és az adósságátütemezés. Az államcsődöt közvetlenül kiváltó okokat a legnehezebb azonosítani, az azonban bizonyos, hogy minden államcsődnek van fizetési készséghez és fizetési képességhez kapcsolódó vetülete. A fizetési képességhez likviditási vagy szolvenciális nehézségek kapcsolódhatnak, a fizetési készség hiánya pedig jelentkezhet egyértelmű adósságmegtagadás formájában (ahogyan bevezető példánkban láttuk) vagy nagyon nehezen azonosítható stratégiai döntésként.

Az államcsőd stratégiai döntésként való értelmezése vezet el minket tanulmányunk fő témájához, az államcsőd költségeihez. Különös kettőség jellemzi a szakirodalmi kutatások vagy a különböző szakmai megnyilvánulások nagy részét. Egyrészt teljes az egyetértés abban, hogy az államcsődnek súlyos következményei, költségei vannak, és az állam ezek elkerülése érdekében törleszt, ezek hiányában megmagyarázhatatlan lenne, hogy miért kap egyáltalán hitelt. Másrészt viszont sokkal kevesebbet beszélnek a fizetési készség hiányáról, arról a stratégiai döntésről, amely az államcsőd okozója. A szakmai közvélemény lényegében egyetlen csődeseményt tekint

stratégiai csődnek, Ecuador 2008-as esetét. Miért ellentmondásos mindez? Azért, mert ha elfogadjuk azt, hogy az állam a nem kívánt költségek miatt törleszt, akkor burkoltan azt állítjuk, hogy stratégiai döntést hoz: mérlegeli, hogy a vissza nem fizetésből nagyobb hasznossága származik-e, mint amekkora negatív hasznosságot jelentenek a csőd költségei.

Az államcsőd költségeinek elemzése annak ellenére nem egyértelmű feladat, hogy létezésüket és jelentőségüket illetően egységes a szakirodalom. Abban ugyanis már megközelítően sincs egyetértés, hogy melyek ezek a költségek, és különösen, hogyan lehetne mérni őket. Talán éppen ezek a nehézségek azok, amelyek miatt az államcsődök stratégiai jellegét nagyon nehéz tetten érni. A szakirodalom az államadósság költségeinek általában két típusát említi, illetve vizsgálja. Az egyik a jó hírnévhez kapcsolódó, reputációs költség, a másik a közvetlen szankciók költsége. A reputációs költségeken első megfogalmazásban a nemzetközi pénzügyi piacokról való kizárást értették, a közvetlen szankciókat pedig leginkább a nemzetközi kereskedelem korlátozásával szokás azonosítani. Az elméleti és empirikus kutatások nagy része ezt a két költségtípust elemzi, ennek megfelelően ebben a tanulmányban is hangsúlyozottan foglalkozunk velük; ugyanakkor más lehetséges költségtípusokat is bemutatunk.

Szuperszankciók és eszközfoglalások

Az államadósságok esetében hiányzó, jogi értelemben vett, bíróság által kikényszeríthető törlesztésnek drasztikus alternatívái voltak a korábbi évszázadokban a *Mitchener-Weidenmier* [2005] által *szuperszankcióknak* nevezett fegyveres beavatkozások, a politikai és fiskális ellenőrzés átvétele a csődbe ment országban. A szuperszankciók alkalmazása természetesen csak állami szinten lehetséges, leginkább akkor fordulhat elő, ha a hitelező maga is szuverén állam. A katonai erő bevetése adósságok beszedésére még a 20. században is többször előfordult. 1902–1903-ban például Nagy-Britannia, Németország és Olaszország tengeri blokád alá vette Venezuelát, mert az állam nem indította újra adósságtörlesztését a polgárháború után (*Sturzenegger-Zettelmeyer* [2006] 6. o.). Az Egyesült Államok is az ágyúnaszád-politikát alkalmazta több latin-amerikai állam esetében a 20. század eleji adósságválságok idején: 1905-ben a Dominikai Köztársaságnál, 1911-ben pedig Nicaraguánál vetették be a tengerészgyalogságot, hogy átvegyék az ellenőrzést a vámbevételek fölött; a Dominikai Köztársaságot pedig 1916-ban el is foglalták (*Hale* [2003], *Sturzenegger-Zettelmeyer* [2006]). Egyiptom brit protektorátus lett 19. századi csődje után, de Törökország és Görögország is kénytelen volt ilyen módon részben, átmenetileg feláldozni önállóságát (*Reinhart-Rogoff* [2009]). Ahogyan azt *Hale* [2003] részletesen leírja, a legszélsőségesebb példa Új-Fundland esete, amely kezdetben a demokráciát, később pedig a teljes szuverenitást veszítette el a két világháború közötti államcsőd (veszélye) miatt, az állam végül 1949-ben Kanada tartománya lett. A fegyveres beavatkozások esetében persze mindig felmerül a kérdés, hogy az adósságválság, az államcsőd mennyiben valós indok, és mennyiben csak ürügy az intervencióra, ez azonban irreleváns abból a szempontból, hogy a hitelezők ezekben az esetekben megtalálták a megoldást a hitelszerződések kikényszerítésére.

Az államadósságok másik jellegzetességeként említhető, hogy az adós eszközei nem jelentenek fedezetet a hitelekre. Az állami eszközök sok esetben elidegeníthetetlenek, a hitelezők nem férnek hozzájuk, és semmiféle eszközük nincs arra, hogy a vagyontárgy értékesítésére kényszerítsék a csődbe ment adóst. Az orosz cári kővények esetében kivételesen „szerencsés” helyzetben vannak a francia tulajdonosok, hiszen egy jelentős orosz állami ingatlanvagyon van francia területen, még sincs sok reményük arra, hogy a nizzai katedrális elkobzásából valaha is kárpótolni fogják őket. Az ilyen esetek, amikor egy államcsőd miatt veszteséget szenvedő fél az állami vagyonból próbálja visszaszerezni befektetésének értékét, lényegében reménytelen partizánakcióknak tekinthetők.²

Az aranystandard-rendszer korszakára vonatkozóan kvantitatív elemzést készített a témában *Mitchener–Weidenmier* [2005]. Az 1870–1913 közötti időszak hitelezési folyamatait és csődeseményeit vizsgálva azt tapasztalták, hogy ebben a periódusban a szuperszankciók és a magánhitelezők eszközfoglalási akciói kifejezetten általános, sőt hatékony büntetési formák voltak. Ebben az időszakban a csődöt jelentő országoknak 40 százalékos valószínűséggel kellett az említett szankciókkal számolniuk, és az esetek kétharmadában ez katonai beavatkozást vagy a fiskális szuverenitás elvesztését jelentette. A bevetett eszközök hatékonyságát mutatja, hogy a szuperszankciók alkalmazása után az *ex ante* csődvalószínűségek 60 százalékkal, a hozamfelárak pedig 800 bázisponttal visszaestek.

Reputációs költségek

Az államcsődök reputációs költségekkel való első modellezése az *Eaton–Gersovitz* [1981] tanulmányban jelenik meg. Tekintettel arra, hogy az országok tipikusan nem egyszeri alkalommal vesznek fel hitelt, a szerzők szerint a legfőbb megtorlás, amit a hitelezők jogi kényszerítő eszközök híján alkalmazhatnak egy nem törlesztő állammal szemben, a *piénzügyi piacokról való kizárás*.³ Az államok tudják, hogy egy későbbi periódusban is szükségük lehet külső forrásokra, így a modell alap gondolata szerint a jövőbeli hitelezés megtagadásától való félelem, az ebből származó költségek biztosíthatják azt, hogy visszafizetik adósságaikat. A következőkben bemutatjuk az Eaton–Gersovitz-modell feltételeit és ezek szerepét, jelentőségét a modellben.

1. A hitelek lejáratá *egy periódus*, a periódust tekinthetjük az egyszerűség kedvéért évnak. Az állam minden évben eldönti, hogy mennyi hitelt fizet vissza, illetve mekkora új hitelt vesz fel. Ha a törlesztés nem éri el az előző évben felvett hitel után visszafizetendő teljes összeget – vagyis ha az állam a csőd mellett dönt –, akkor ettől a

² Egy másik érdekes (közelmúltbeli) példa az argentin Libertad hadihajó kálváriája (bővebben lásd *Vidovics-Dancs* [2013] 300. o.).

³ Szándékosan használjuk az általános pénzügyi piac (*financial market*) elnevezést, annak ellenére, hogy a szakirodalom – az eredeti *Eaton–Gersovitz* [1981] cikk is – sokszor inkább tőkepiacról (*capital market*) beszél. A tőkepiac kifejezéssel ugyanis a pénzügyi piacok egy szegmensét, az egy évnél hosszabb lejáratú instrumentumok piacát szoktuk illetni, ezekben a modellekben azonban nincs annak jelentősége, hogy naptári értelemben mekkora a hitelek futamideje.

periódustól kezdve az állam többé nem vehet fel hitelt. Az államcsőd büntetése tehát a pénzügyi piacokról való *végleges* kizárás.

2. A modell *időhorizontja végtelen*: az adós állam a jövőbeli fogyasztások végtelen sorozatán elért hasznosságának várható jelenértékét maximalizálja. Ez a feltételezés alapvető fontosságú, hiszen – ahogyan arra *Eaton–Gersovitz–Stiglitz* [1986] is felhívja a figyelmet – véges időtávon a további hitelezésből való kizárás önmagában biztosan nem rettent el a vissza nem fizetéstől. Ha ugyanis van egy utolsó periódus, akkor ebben a periódusban a további hitelezés lehetősége már nyilvánvalóan nem ösztönző erő, az adós biztosan nem fizeti vissza ekkor lejáró hitelét. Ezt tudják a hitelezők is, az adós tehát nem kap olyan hitelt, amely az utolsó periódusban járna le, vagyis – figyelembe véve, hogy a futamidő mindig egy év – biztosan nem kap hitelt az utolsó előtti évben. Ezt azonban a szuverén adós is tudja, így az ő szempontjából racionális döntés már az utolsó előtti periódusban csődbe menni. A gondolati láncot folytatva, visszagöngyölítés (*backward induction*) segítségével belátható, hogy egy ilyen modellben a hitelezés nem működik, el sem indul (*Eaton–Gersovitz–Stiglitz* [1986]).

3. A modellben a gazdaságot érő sokkok a termelés, a *kibocsátás ingadozásában* nyilvánulnak meg, a magas és alacsony jövedelmű periódusok determinisztikus vagy sztochasztikus módon következnek be. A determinisztikus verzióban a kétféle periódus szabályosan, felváltva követi egymást, az alacsony jövedelmű periódusokban az állam hitelt vesz fel – a következő pontokban látni fogjuk, hogy milyen céllal –, majd a következőben visszafizeti azt. A pénzügyi piacon ellenkező irányú tranzakciókat is végrehajthat az állam: magas jövedelmű periódusban hitelt helyezhet ki, majd ezt a befektetését a rossz évben lezárhatja – a modellben ilyen formában jelenik meg *megtakarítás*.⁴ A 2. pont (végtelen időhorizont) feltételéhez hasonlóan a kibocsátás állandó ingadozásának szükségessége is nyilvánvaló. Pontosabban, a feltételnek az az jellemzője a meghatározó, hogy mindig pozitív a valószínűsége annak, hogy az államnak lesz még a jövőben szüksége hitelre. Ha nem így lenne, és valamely periódus után már biztosan nem kívánna több hitelt felvenni, akkor a 2. pontbelivel teljesen megegyező (visszagöngyölítésen alapuló) logikával látható, hogy a hitelezés nem működne.

4. A gazdaság kibocsátása a pénzügyi piaci műveletektől (hitelfelvétel, illetve megtakarítás) eltekintve teljesen meghatározza a fogyasztást. A kibocsátás ingadozása tehát hitelek nélkül a *fogyasztás ingadozását* is jelenti, ami a következő, 5. ponttal együtt megmagyarázza, hogy egyáltalán miért vesz hitelt fel az állam.

5. Az állam *kockázatkerülő*, ezt a szerzők konstans állandó relatív kockázatkerülési (*constant relative risk aversion, CRR*) hasznosságfüggvénnyel modellezik. A kockázatkerülés következményeként a szélsőséges fogyasztásokon elért átlagos hasznosság alacsonyabb, mint az átlagos fogyasztási szint hasznossága. Az állam tehát simítani akarja a fogyasztást, ez adja a modellben a hitelkeresletet.

6. A hitelpiac kompetitív, a hitelezők kockázatsemlegesek.

⁴ Ennek következtében – ahogyan arra *Gelos–Sahay–Sandleris* [2004] is rámutat – a csőd büntetése, vagyis a pénzügyi piacokról való kizárás nemcsak a további hitelfelvétel, hanem a jövőbeli megtakarítás lehetőségétől is megfosztja az államot. Ez az implicit feltétel lett később *Bulow–Rogoff* [1989] kritikájának alapja is.

Determinisztikus modelljében *Eaton–Gersovitz* [1981] megmutatta, hogy a pénzügyi piacokról való végleges kizárás elégséges mechanizmust biztosít az adósságok visszafizetésére, egyensúlyban a hitelezés nagysága pozitív, és létezik egy emelkedő hitelkínálati függvény. Az ilyen egyensúlyt, amelyben a reputációs költségek biztosítják a hitelezés működését, a szakirodalom *reputációs egyensúlynak* nevezi.

Az *Eaton–Gersovitz*-alapmodellre számos elméleti és empirikus munka épít. A reputációs költségeket ezek a kutatások általában az eredeti megfogalmazásnál lazábban értelmezik, és a hitelezésből való kizárást sokszor csak időszakosnak, átmenetinek feltételezik. E modellnek jelentős általánosítását adja például *Chatterjee–Eyigungor* [2011], amely feloldotta a hitelek egyperiódusos jellegének feltételezését, s amelyben a hitelek *különböző futamidejű* kötvények formájában jelennek meg. Egy másik kiterjesztés *Cuadra–Sapriza* [2006] modellje, amelyben a szerzők *politikai bizonytalansággal* is számoltak, és figyelembe vették, hogy az éppen kormányon lévő párt annak tudatában vesz fel hitelt, hogy azt később pozitív valószínűséggel nem neki kell visszafizetnie. Megemlíthető még *Moore–Kaluzny* [2005] tanulmánya, amely az *Eaton–Gersovitz*-modell azon alappilléret változtatta meg, amely szerint a hiteleket a fogyasztás simítására veszik fel az államok, a modellben ugyanis a forrásokat *beruházásokra, a gazdasági fejlődés elősegítésére* fordítják az adósok.

Empirikus elemzések

A reputációs költségeket vizsgáló empirikus kutatások alapján azt mondhatjuk, hogy ilyen típusú (tehát a pénzügyi piacokon jelentkező) költségek valóban léteznek, ám nem feltétlenül abban a formában jelennek meg, ahogyan elméleti keretek között modellezni szokás őket. *Borensztein–Panizza* [2008] szerint ma már egyetértés van abban, hogy az államcsőd nem vonja maga után az ország végleges kizárását a nemzetközi pénzügyi piacokról. Ellenkezőleg, egy adósságátstrukturálást követően, annak lezárása után közvetlenül a piacok nem diszkriminálnak a forrásokhoz való hozzáférés tekintetében, az ország hitelezése meglepően gyorsan újraindul.

Igazolni látszik ezeket a gondolatokat *Gelos–Sahay–Sandleris* [2004], amelyben a szerzők a fejlődő országok nemzetközi hitelekhez való hozzáférését vizsgálták az 1980–1990-es években. Értelmezésükben akkor volt hozzáférése egy országnak a nemzetközi piacokhoz, ha nyilvános kötvénykibocsátás vagy szindikált bankhitel formájában tudott forrást gyűjteni. A csődesemény tekintetében pedig a Standard & Poor's külföldi devizában denominált adósságokra vonatkozó besorolását vették alapul. A szerzők szignifikáns negatív kapcsolatot mutattak ki az államcsőd és a piacokhoz való későbbi hozzáférés között, ami a reputációs költségek létezését támasztja alá. Ugyanakkor a hozzáférés valószínűsége mindössze 3 százalékkal volt alacsonyabb egy csődesemény után, mint egyébként. Érdekesek továbbá azok a statisztikák is, amelyek a csődeseményt átélt országokban mutatják, hogy milyen gyorsan nyerték vissza ezek az államok képességüket nemzetközi hitelfelvételre. A szerzők azokat az országokat vették itt figyelembe, amelyek 1980–1999 között mentek csődbe, a csődesemény évében vagy az azt megelőző két évben volt hozzáférésük

a piacokhoz, és a csőd után legkésőbb 2000-ig vissza is nyerték azt. A nyolcvanas években 49, a kilencvenes években 13 ilyen országot találtak, és azt tapasztalták, hogy a csőd utáni pénzügyi elszigetelődés a két évtizedben átlagosan 4,7, illetve 0,3 évig tartott, a medián pedig rendre 4, illetve 0 év volt (*Gelos–Sahay–Sandleris* [2004] 36. o. A7. táblázat). A kilencvenes években tehát a piac lényegében nem büntette kizárással az államcsődöt – legalábbis a vizsgált esetekben. Fontos ugyanakkor hozzátenni, hogy a vizsgált időszakban több olyan államcsőd is volt, amely után az ország 2000-ig még nem nyerte vissza nemzetközi hitelfeltevő képességét, így nem szerepel a fenti statisztikákban.

A reputációs költségek empirikus elemzésének jelentős munkája: *Fuentes–Saravia* [2010]. A szerzők az eddigiekkel összhangban a forrásokhoz való hozzáférés visszaesését mint a csőd lehetséges következményét vizsgálták. A nemzetközi pénzügyi piacokat a külföldi működőtőke (*Foreign Direct Investments, FDI*) segítségével ragadták meg, a csödeseményeket pedig a Párizsi Klub⁵ adósságátstrukturálási eseményeivel azonosították az 1980–2003 közötti időszakban. *Fuentes–Saravia* [2010] elemzésének fontos jellemzője, hogy a csödeseményeknek nem az általános, hanem a bilaterális adós–hitelező viszonylatokban bekövetkező hatásait próbálja azonosítani.⁶

Ez a megközelítés lehetővé teszi, hogy elkülönítsük az adósságválsággal általában együtt járó vagy az aktuális világgazdaságban globálisan megfigyelhető negatív jelenségeket, illetve a nemfizetés tényleges szankcionálását a hitelezők részéről. *Fuentes–Saravia* [2010] eredményei szerint egy államcsőd után jelentősen csökken az országba beáramló működőtőke, amiért kifejezetten a csödeseményben közvetlenül érintett hitelező országok okolhatók. A csődben nem érintett országok esetében nem figyelhető meg a működőtőke visszafogása, tehát nem általános jelenségről van szó, a külföldi működőtőke visszaesése mögött egyfajta szankcionálási mechanizmus áll. Az is megfigyelhető, hogy a működőtőke visszaesése átmeneti, az államcsőd ilyen büntetése idővel lecseng. További fontos eredménye a kutatásnak, hogy a kiáramló működőtőke nem esik vissza a csödesemény után, a nemzetközi piacok tehát még átmenetileg sem büntetik az államcsődöt a külföldi befektetési lehetőségekből való kizárással. *Fuentes–Saravia* [2010] eredményei tehát alátámasztják egyfajta reputációs költség létezését: az államcsődben közvetlenül érintett hitelező országok átmenetileg visszafogják a csődbe jutott országba áramló működőtőkét. A szerzők azonban nem vizsgálták azt a kérdést, hogy ez a szankció mennyire releváns mértékű, illetve hatású.

A reputációs költségek az eredeti megfogalmazásuk (piacokról való kizárás) helyett sokak szerint más formában, a hitelezési költségek emelkedésében jelentkeznek: a hitelminősítések romlanak, a hozamfelárák emelkednek. Ezt a hatást – a hitelminősítés és a csödelőzmények kapcsolatát – vizsgálta például *Borensztein–Panizza* [2008] 68 országot tartalmazó, keresztmetszeti mintában. Az országok 1999–2002 közötti átlagos hitelbesorolását ugyanezen időszakra vonatkozó kontrollváltozók (például inflá-

⁵ A Párizsi Klub egy, a fejlett hitelező országokat tömörítő informális fórum, ahol szuverén államok külső adósságainak újratárgyalását, átütemezését vitatják meg. Működéséről átfogó képet kaphatunk *Rieffel* [2003] alapján.

⁶ Ennek a megközelítésnek a jelentősége megfigyelhető *Rose* [2005], illetve *Martinez–Sandleris* [2011] közvetlen szankciókat vizsgáló munkáiban, amelyekre *Fuentes–Saravia* [2010] támaszkodott is.

ció, GDP-növekedés) magyarázták, bevonva a modellbe a korábbi csödeseményeket is. A modell 91 százalékos magyarázó erő mellett szignifikáns negatív hatást mutatott ki az államcsőd és a hitelminősítés között, a korábbi csödesemény 1,7 ponttal csökkentette a becsült minősítést.⁷ Az államcsőd hatását a későbbi hozamokra az 1997–2004 közötti időszakban vizsgálták a szerzők az EMBI Global⁸ államkötvényfelárak segítségével. Azt tapasztalták, hogy a befektetők erősen (a csőd utáni évben átlagosan 400 bázisponttal) büntetik a csödeseményt, a büntetés hatása azonban meglehetősen rövid távú. A csödesemény utáni második évben a csőd együtthatójának értéke még viszonylag magas (250 bázispont), a hatás azonban nem szignifikáns. Még későbbi években pedig rendre kicsinek és nem szignifikánsnak mutatkozik a csőd hatása.

Az empirikus munkák között nagy jelentőségű *Cruces-Trebesch* [2013] új felfogásban készült elemzése. A szerzők az 1970 és 2010 között lezajlott, külföldi bankokat és kötvénytulajdonosokat érintő adósságátstrukturálásokat vizsgálták, és szignifikáns kapcsolatot mutattak ki a hitelezőknek okozott veszteség nagysága és az államcsőd reputációs költségei között. Eredményeik arra hívják fel a figyelmet, hogy a csödeseményeknek nemcsak a ténye, hanem a nagysága is fontos jellemző: mind a hitelekhez való hozzáférés, mind a hozamfelárak tekintetében megjelennek tehát jelentős államcsőd-költségek, de az eseteket differenciáltan kell kezelni.

Közvetlen szankciók

A reputációs modellek ellenpontjaként emlegetett, közvetlen szankciókon alapuló modellcsaládot *Bulow-Rogoff* [1989] munkája hozta létre. A Bulow-Rogoff-modellt valójában tekinthetjük az *Eaton-Gersovitz* [1981] modellje általánosításaként is abban az értelemben, hogy a piacokon nemcsak reputációs alapon működő hitelek érhetőek el, hanem más pénzügyi termékek is. A szerzők két fontos eredménnyel járultak hozzá az államcsödédek irodalmához. Az egyik, hogy az Eaton-Gersovitz-féle reputációs egyensúly nem létezik, ha vannak a pénzügyi piacon állapotfüggő, biztosítástípusú termékek. A másik, hogy ilyen termékek mellett a hitelek piacáról való kizárás, a reputációs veszteség helyett a hitelezők közvetlen büntetései biztosíthatják a hitelek visszafizetését, az államadósság létezését.

Bulow és Rogoff munkája nagyban eltér Eaton és Gersovitz modelljétől abból a szempontból, hogy érvelésük nem optimalizáláson, hanem arbitrázs-összefüggéseken alapul. Ennek megfelelően a reprezentatív állampolgár preferenciáira nem tesznek olyan megkötést, mint a reputációs elmélet (kockázatkerülés), csak annyit feltételeznek, hogy a hasznosságfüggvény növekvő az elfogyasztott jószág mennyiségében.

A modell szerint a nemzetközi pénzügyi piacon kétféle termék érhető el, amelyeket könnyebb tárgyalás kedvéért *hitelnek* és *biztosításnak* nevezhetünk. A hitel az Eaton-Gersovitz-féle reputációs elven működik, míg a biztosítás azt jelenti, hogy egy előre ki-

⁷ A Standard & Poor's minősítési kategóriáit numerikus értékekre konvertálták a szerzők, a legjobb AAA minősítés jelentett 20 pontot, a SD kategória 0 pontot.

⁸ Az EMBI Global (*Emerging Markets Bond Index Global*) a JP Morgan fejlődő kötvénypiaci hozamindexe.

fizetett összeg fejében az állam állapotfüggő jövőbeli kifizetést kap. A világallopotokat független, exogén sokkok sorozata határozza meg, amelyek függvényében ingadozik a gazdaság kibocsátása. Az állam minden periódusban eldönti, hogy a megtermelt outputot hogyan osztja fel fogyasztás, beruházás és nettó export között. A nettó export jelentheti hitelek visszafizetését vagy külföldi eszközök beszerzését is.

A gondolatmenet fontos eleme, hogy a hitel- és biztosítástípusú szerződések kifizetései ugyanazoktól a világallopotoktól függnnek. *Bulow–Rogoff* [1989] megmutatta, hogy ilyen feltételek mellett – és közvetlen szankciók hiányában – minden reputációs hitelszerződés esetében lesz legalább egy világallopot, amikor az állam csődbe megy, nem fizeti vissza a hitelt. Ezekben a világallopotokban ugyanis az állam a visszafizetés helyett biztosítást tud venni, ami a jövőbeli periódusokban magasabb fogyasztást tesz lehetővé, mint a reputációs szerződés. A reputációs egyensúly tehát nem létezik. Fontos észrevennünk, hogy *Bulow* és *Rogoff* kritikája az *Eaton–Gersovitz*-modellnek lényegében azt az elemét kérdőjelezi meg, hogy a megtakarítások negatív hitelek formájában jelennek meg, és így a csőd következménye, a jövőbeli hitelezésből való kizárás a megtakarításból is kizárja az államot.

Bulow és *Rogoff* tehát a reputációs egyensúly ellen érvel, véleményük szerint a hitelezést és a visszafizetést csak olyan közvetlen szankciók biztosíthatják, amelyek következtében a csődbe ment állam kibocsátása valamilyen mértékben csökken. A közvetlen büntetések leginkább az ország kereskedelmének korlátozásában vagy külföldi pénzügyi eszközeinek lefoglalásában nyilvánulhatnak meg.

Empirikus elemzések

A reputációs költségekhez hasonlóan a közvetlen szankciókkal kapcsolatban sem egyértelműek az empirikus kutatások eredményei. *English* [1996] az amerikai szövetségi államok adósságtörlesztési gyakorlatát vizsgálta az 1840-es években. Az amerikai államok között szabad kereskedelem volt, a külföldi hitelezők így egy-egy állammal szemben nem alkalmazhattak kereskedelmi korlátozásokat, az egész szövetséget büntetni pedig a hitelezőknek sem lett volna érdekük. Egyrészt a legjelentősebb hitelező Nagy-Britanniának például az Egyesült Államok jelentős felvevő piacot jelentett, másrészt az amerikai államok voltak a legfőbb beszállítói a brit ipar legfontosabb nyersanyagának, a gyapotnak. Ennek ellenére a legtöbb amerikai állam visszafizette hiteleit ebben az időszakban, ami megkérdőjelezi a közvetlen szankciók szükségességét a csőd elkerülésében. Azokban az államokban pedig, ahol mégis volt csödesemény, a korábbi érvelésnek megfelelően nem találkoztunk tényleges közvetlen kereskedelmi szankciókkal. A szerző arra is felhívja a figyelmet, hogy a csődbe ment államok sokkal nehezebben vagy egyáltalán nem jutottak hitelekhez az 1840-es, 1850-es években, míg az adósságszolgálatot teljesítő államok nem szembesültek ilyen nehézségekkel. Ez a megfigyelés a reputációs modellkeret érvényességét sugallja a vizsgált esetben.

Az empirikus kutatások többsége mégis inkább azt támasztja alá, hogy az államcsőd befolyásolja az ország kereskedelmi pozícióját, a szankciók azonban nem olyan tiszta formában jelentkeznek, mint például a kvóták vagy az embargó bevezetése. A tényle-

gesen bevezetett, esetleg ma is érvényben lévő embargók mögött sokkal inkább politikai okok (például terrorizmus elítélése, emberi szabadságjogok, demokratikus jogok védelme) vagy fegyveres konfliktusok állnak, mint a hiteltörlesztés kikényszerítése. Embargók helyett inkább a kereskedelmi forgalom visszaesése, illetve a kereskedelmi (tipikusan rövid lejáratú) hitelekhez való nehezebb hozzájutás tűnik meghatározónak az államcsődök és a nemzetközi kereskedelem kapcsolatában.

Rose [2005] empirikus vizsgálataiban az 1948–1997 közötti mintegy fél évszázadban vizsgálta 200 ország kereskedelmi kapcsolatait és a Párizsi Klub adósság-újratárgyalásainak hatását ezekre a kapcsolatokra. Rose eredményei szerint az adósság újratárgyalásának jelentős negatív hatása van az adós és hitelező közötti bilaterális kereskedelemre, amely csaknem 7–9 százalékkal esik vissza. A hatás ráadásul tartós is, mintegy 15 éven keresztül megfigyelhető ezen a szinten. Ezeket az eredményeket azonban *Martinez–Sandleris* [2011] újraértelmezte, a szerzők arra hívták fel a figyelmet, hogy Rose vizsgálataiból a modellspecifikáció miatt nem derül ki, hogy a kereskedelem visszaesése valóban az adós–hitelező bilaterális kapcsolatában következik-e be, vagy annál általánosabb. Az eredmények ez utóbbira engednek következtetni, sőt arra utalnak, hogy a kereskedelem csőd utáni általános hanyatlásán túl az adós és a csődben *nem* érintett kereskedelmi partnerek között tapasztalható a nagyobb visszaesés. Ez a megállapítás alapjaiban kérdőjelezi meg a közvetlen szankciók elméletének azt a megközelítését, hogy a hitelezők kereskedelmi korlátozásokkal büntetnék az államcsődöt, és ezek a büntetések biztosítanák a hitelezés és visszafizetés mechanizmusát. Fontos azonban hangsúlyozni, és ez félreérthető a tanulmányban, hogy *Martinez és Sandleris* eredményei nem kérdőjelezik meg, sőt éppen alátámasztják az államcsőd kereskedelemre gyakorolt negatív hatását, az ilyen típusú költségek létezését. Vizsgálataik csupán azt sugallják, hogy az általában közvetlen szankcióknak nevezett költségeknek – az elnevezés ellenére – nem közvetlen szankcionálás, hanem valamilyen más csatornán keresztül kell érvényesülnie. Ennek a csatornának a pontos feltárása és megismerése még várat magára, azt azonban ezek a kutatások jól példázzák, hogy – ahogyan arról még lesz szó részletesebben is – a költségek érvényesülési területe és mechanizmusa két külön dimenzió, amelyeket nem lenne szabad összekeverni.

További érdekes eredmény, hogy *Mitchener–Weidenmier* [2005] is elvégezte a Rose által alkalmazott vizsgálatokat egy korábbi periódusra (1870–1913), ám a szerzők azt tapasztalták, hogy ebben az időszakban a csődeseményeknek egyáltalán nem volt statisztikailag szignifikáns hatásuk a kereskedelmi kapcsolatokra. Véleményük szerint ennek az az oka, hogy – amint arról korábban már volt szó – az aranystandardrendszer idején még sokkal inkább szuperszankciók formájában jelentkezett az államcsődök hatása.

Egyéb költségek

A reputációs és közvetlen költségeken túl természetesen más negatív következményei is lehetnek egy államcsődnek. *Borensztein–Panizza* [2008] az államcsődök költségei két további típusára is felhívja a figyelmet. Az egyik a hazai bankrendszerre gyakorolt hatás, a másik a politikai következmények csoportja.

Az államcsődök irodalma alapvetően a nemzetközi hitelezési folyamatokat vizsgálja, a hitelezők azonban nem csak külföldiek, és így a csőd *hazai gazdaságra* – mindegyiknek a bankszektorra – gyakorolt hatását is figyelni kell. Különösen igaz ez akkor, ha a hazai bankok jelentős mértékben finanszírozzák az államadósságot. Ezen túl egy csődesemény bizalmi válságot, a bankok megrohanását is okozhatja. Mindez sérülékkennyé teheti a hazai pénzügyi rendszert, a hitelezés leállhat, bankválság alakulhat ki. *Borensztejn–Panizza* [2008] 149 országot vizsgált az 1975–2000 közötti időszakban, és azt találta, hogy a felhasznált mintában a bankválság valószínűsége 3 százalékos körüli volt, a csődeseményekre vonatkozó feltételes valószínűség azonban már 14 százalékos. A feltételes és feltétel nélküli valószínűségek közötti különbség statisztikailag szignifikáns volt. Ugyanakkor az adatok azt nem támasztották alá, hogy az államcsőd jelentős hitelösszeomlást okozna, a csődeseményeknek nem volt statisztikailag kimutathatóan nagyobb hatásuk a külső forrásoktól jobban függő iparágakra. Az okozati összefüggéseket vizsgálva a szerzők arra jutottak, hogy inkább az államcsőd okozhat bankválságot, mint fordítva. Ez a kissé bizonytalan megállapítás felhívja a figyelmet egy olyan problémára, ami általánosabban is jellemzi a csődök költségei vizsgálatát: sok esetben nehezen elkülöníthető, hogy egy-egy negatív gazdasági jelenség mennyiben okozója és mennyiben következménye a csődeseménynek.

Az államcsődök *politikai költsége* kormányváltásban, vezető kormányzati tisztviselők bukásában jelentkezhet. Ezek a költségek azért is jelentősek, mert a komoly politikai következmények arra ösztönözhetik a döntéshozókat, hogy egyéni érdekekből olyankor is késleltessék az államcsődöt, amikor összetársadalmi szinten már az újratárgyalás lenne racionális. *Borensztejn–Panizza* [2008] azokat a demokratikus berendezkedésű országokat vizsgálta, amelyek 1980 és 2003 között legalább egyszer csődbe mentek. Az esetek felében a kormányfőt a csőd évében vagy a következő évben leváltották, a kormányzó politikai erők támogatása pedig átlagosan 16 százalékponttal csökkent a következő választásokon.

A politikai döntéshozók bukása egy meglehetősen nehezen számszerűsíthető, több szempontból is speciális költségtípus. Egyrészt nem az egész államot vagy a társadalom széles rétegeit érinti, csak néhány embert, esetleg pártot. Ebből a szempontból kevésbé tűnik jelentősnek ez a költségtípus. Ugyanakkor pontosan egy olyan kisebb csoportról van szó, amelynek közvetlenül lehetősége van dönteni a hitelek visszafizetéséről, a csőd elkerülése érdekében szükséges gazdaság(politika)i áldozatokról. Másrészt ez a költségtípus leginkább másodlagos költségként jelentkezhet: az államadósság-válság és végső soron az államcsőd miatt valamilyen negatív hatás éri a társadalmat (ez az elsődleges költség), és ezért a választópolgárok megbüntetik a politikai vezetést.

A költségek dimenziói

Az államcsődökhöz kapcsolódó főbb költségtípusok áttekintése után több érdekességre és problémára figyelhetünk fel. Először is, a legjelentősebbnek tartott két költségtípus – reputációs költségek és közvetlen szankciók – és a hozzájuk kapcsolódó

kutatási irányok elnevezése meglehetősen félrevezető, ami megnehezíti a kutatási eredmények értelmezését.

Az elmúlt 30 év során rutinszerűen azonosítják a reputációs költségeket a hitelezésből való kizárással vagy a hozamfelárák emelkedésével, a közvetlen szankciókat pedig a kereskedelmi kapcsolatok romlásával. Pedig az elnevezések egyáltalán nem erre utalnak. A reputáció elvesztése azt jelenti, hogy az adott országot rossz adósnak tekintjük, vagyis egy csődesemény után valószínűbbnek tarthatunk egy újabb csődeseményt. Ennek nyilvánvaló következménye valóban az, hogy nem vagy csak drágábban hiteleznek az adott ország számára. A közvetlen szankciók elnevezés azt sugallja, hogy a költségek büntetési mechanizmuson keresztül érvényesülnek, ám a büntetés éppúgy lehet a hitelezési, mint a kereskedelmi kapcsolatok romlása, de még nyilvánvalóbb megjelenési formája lehet a katonai beavatkozás is. A költségtípusok elnevezése tehát valójában a költségek érvényesülési mechanizmusára utal, az empirikus kutatások azonban azzal próbálják azonosítani őket, hogy mely gazdasági ágazatokban érvényesülnek. A következőkben a költségeknek ezt a két dimenzióját különítjük el, részletesen kifejtve a szankcionálással kapcsolatban felmerülő problémákat.

Egy költségtípus kapcsán érdemes tisztázni, hogy az a csődbe ment állam szempontjából elsődlegesen *politikai vagy gazdasági jellegű*. Ezeket a kategóriákat tovább is részletezhetjük: a politikai költségek lehetnek bel- és külpolitikaiak, a gazdasági jellegűek pedig különböző ágazatokat (kereskedelem, ipar, idegenforgalom stb.) érinthetnek. Fontos különbség, hogy a politikai következmények általában sokkal nehezebben számszerűsíthetők, mint a gazdaságiak. Az eddig bemutatott költségek közül a hitelezési feltételek romlása, a kereskedelem visszaesése és a bankválság egyértelműen gazdasági, a kormányzat bukása pedig politikai költség. A szuperszankciók mindkét típusúak lehetnek, hiszen az elnevezés csak arra utal, hogy fegyveres erő bevetéséről van szó. Egy háborús konfliktus, a szuverenitás elvesztése vagy csorbulása elsődlegesen politikai költség, de ha a katonai erő kifejezetten az adó- és vámbevételek megszerzéséhez szükséges, akkor inkább gazdasági jellegű az államcsőd-költség.

A költségek másik dimenziója az *érvényesülési mechanizmus*. Ennek természetes formája a büntetés, nehezebben azonosíthatók a gazdasági mechanizmusok. Ahogyan arra már rámutattunk, egy csődesemény utáni drágább hitelezés mind a kétféle csatornán keresztül érvényesülhet: lehet a csődben kárt szenvedett hitelező szankciója, de az is lehet, hogy a hitelezők az újabb csődtől való félelmükben kérnek magasabb kockázati felárat. Ez a megkülönböztetés egyáltalán nem elhanyagolható, hiszen a büntetés csak olyan hitelezők részéről képzelhető el, akik a csőd bekövetkeztekor is hitelezők voltak, míg a magasabb csődvalószínűség minden későbbi befektető hitelezési feltételeit befolyásolja. A témában kivételesnek tekinthető *Benczúr–Ilut* [2006], amelyben a csődesemények szuverén bankhitelekre gyakorolt hatását vizsgálták fejlődő országok 1973 és 1981 közötti adatai alapján, oly módon, hogy elkülönítették a fenti két csatornát. A szerzők a kamatok alakulásában meghatározó tényezőnek találták mind a múltban megtörtént csődeseményeket, mind a jövőbeli potenciális csőd kockázatát. Úgy tűnik tehát, hogy a befektetők a múltat és a jövőt is árazták a vizsgált esetekben.

Láthatuk, hogy lehetséges büntetesként a kereskedelemben jelentkező költségeket (*közvetlen szankciók*) és a fegyveres beavatkozásokat (*szuperszankciók*) szokás em-

líteni. A szankcionálás azonban elvileg bármilyen területen bekövetkezhet, ahol a veszteséget szenvedő hitelezőnek (és/vagy szövetségeseinek) az adós szempontjában hasznos kapcsolata van. Úgy tűnhet tehát, hogy a büntetés nemcsak logikusan adódó, hanem sokféle formában is megjelenő következménye lehet egy csődeseménynek. A szankcionálásnak azonban komoly korlátai vannak.

Az egyik jelentős korlát, hogy a hitelezők együttműködnek-e, és megfelelő szövetségeket találnak-e a büntetés végrehajtásához. Egy szuverén állammal szemben leginkább egy másik állam vagy több állam szövetsége tud olyan mértékű szankciót kilátásba helyezni, amely jelentős költségeket okozna az adósnak. Visszatérve a cári kötvények esetéhez, a francia kötvénytulajdonosok kellően sokan voltak ahhoz, hogy a francia állam felépjen az érdekükben, és 1996-ban kártérítést alkudjon ki Oroszországtól. Ugyanakkor az is valószínűnek tűnik, hogy hiába tömörültek a kötvényesek egységes szervezetbe, az állami segítség nélkül további, magasabb összegű kárpótlásra nincs reményük.

A szankcionálás következő korlátja, hogy van-e hozzá elégséges eszköze a hitelezőnek. Például, ha a büntetés a további hitelekkel való kizárás, akkor kérdés lehet, hogy szüksége van-e egyáltalán az adósnak a szankcionálásban részt vevő hitelezőktől újabb hitelre. Amikor Correa elnök 2008 decemberében felmondta Ecuador két nemzetközi kötvénysorozatát, a pénzügyi világ nagy része stratégiai csődöt emlegetett, és az átstrukturálás után nem adott újabb hitelt az országnak. Ecuador mégsem maradt teljesen forrás nélkül, új gazdasági-pénzügyi partnert keresett és talált: a dél-amerikai ország 2012 szeptemberéig összesen 7,3 milliárd dollár hitelt vett fel Kínától, cserében pedig nyersanyagokat biztosít a Kínai Népköztársaságnak (*Gill [2012]*)

Végül, a büntetési mechanizmus legizgalmasabb problémája az, hogy egyáltalán érdekében áll-e a hitelezőnek a szankcionálás. A kereskedelmi kapcsolatokban például a hitelezőnek éppúgy hasznosak és fontosak lehetnek ezek a kapcsolatok, mint az adósnak, így azok visszaszorítása elképzelhető, hogy egyáltalán nem jelent hihető fenyegetést. Az is lehetséges, hogy egy csődhelyzetben lévő vagy abból éppen kilábaló államot azért sem racionális gazdasági szankciókkal sújtani, mert azzal elmélyülne vagy megismétlődhetne a válság, ami a hitelezőnek is újabb károkat okozhat.

Összegzés

Miért adnak racionális befektetők hitelt szuverén államoknak, miközben a szerződések jogi kikényszeríthetősége nem biztosított? Túlságosan sokszor és túlságosan nagy veszteségeket szenvedtek már el a hitelezők ahhoz, hogy bizalmi kérdésről vagy az elrettentő precedens hiányáról legyen szó. Sokkal inkább az államcsőd gazdasági és politikai költségei állhatnak a háttérben, a költségeket vizsgáló empirikus elemzések azonban egyelőre nem hoztak egyértelmű eredményeket. Nehezíti persze a vizsgálatokat, hogy a költségek formája időben változik: a 20. század elején még gyakori volt a csődbe ment állam katonai erővel való kényszerítése, ma már a pénzügyi piacokról való kizárás sem igen figyelhető meg.

Az ellentmondásos empirikus eredmények egyik oka lehet, hogy a költségek két legfőbb dimenzióját – mely területen és hogyan érvényesülnek – nem különítik el megfe-

lelően. A kézenfekvő büntetési mechanizmusnak például olyan elméleti akadályai vannak (megvalósítható és hihető-e a fenyegetés; érdekében áll-e a hitelezőnek), amelyeket figyelembe kell venni, akármelyik területen vizsgáljuk is a csőd költségeket. A másik, jelentősebb ok az, hogy az elemzésekben általában a kiválasztott csődeseményeket egységesen kezelik, a mintában szereplő államcsődök költségeit egyformán próbálják megragadni. Szerencsésebb lenne azonban, ha a költségeket differenciáltan vizsgálnánk, hiszen a különböző típusú csődesemények eltérő súlyú következményekkel járhatnak. A csődesemény nagysága és a hitelezési feltételek romlása között már sikerült kapcsolatot kimutatni, a költségek azonban differenciáltak lehetnek más szempontok szerint is. Érdekes lehetőség továbbá annak elkülönítése, hogy kis vagy nagy országban, diktatúrában vagy demokráciában, szocializmusban vagy kapitalizmusban következik be a csőd. Jelentősége lehet továbbá annak, hogy egy államcsőd oka mennyiben volt a fizetési képesség vagy a fizetési készség hiánya. Tanulságos példa erre az ecuadori csődesemény, ahol a szokásosnál jóval nagyobb hangsúlyt kapott a hitelezésből való kizárás költsége. Talán nem véletlen, hogy ez éppen annál az államcsődnél következett be, amelyet stratégiai csődnek minősítettek a hitelezők.

Hivatkozások

- BENCZÚR PÉTER–ILUT, C. [2006]: Determinants of Spreads on Sovereign Bank Loans: The Role of Credit History. MNB Working Papers, 2006/1.
- BORENSZTEIN, E.–PANIZZA, U. [2008]: The Costs of Sovereign Default. IMF Working Paper, 08/238. International Monetary Fund, Washington.
- BULOW, J.–ROGOFF, K. [1989]: Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget? The American Economic Review, Vol. 79. No. 1. 43–50. o.
- CHATTERJEE, S.–EYIGUNGOR, B. [2011]: Maturity, Indebtedness, and Default Risk. Working Paper, Federal Reserve Bank of Philadelphia, No. 11–13., augusztus, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.232.1323&rep=rep1&type=pdf>.
- CRUCES, J.–TREBESCH, C. [2013]: Sovereign Defaults: The Price of Haircuts. American Economic Journal: Macroeconomics, Vol. 5. No. 3. 85–117. o.
- CUADRA, G.–SAPRIZA, H. [2006]: Sovereign Default, Interest Rates and Political Uncertainty in Emerging Markets. Working Papers, Banco de Mexico, 2006-02.
- EATON, J.–GERSOVITZ, M. [1981]: Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis. Review of Economic Studies, Vol. 48. No. 2. 289–309. o.
- EATON, J.–GERSOVITZ, M.–STIGLITZ, J. E. [1986]: The pure theory of country risk. European Economic Review, Vol. 30. No. 3. 481–513. o.
- ENGLISH, W. B. [1996]: Understanding the Costs of Sovereign Default: American State Debts in the 1840's. The American Economic Review, Vol. 86. No. 1. 259–275. o.
- FITCH [2013]: Fitch Ratings Sovereign 2012 Transition and Default Study. Fitch Ratings, március 12.
- FUENTES, M.–SARAVIA, D. [2010]: Sovereign defaulters: Do international capital markets punish them? Journal of Development Economics, Vol. 91. No. 2. 336–347. o.
- GELOS, G. R.–SAHAY, R.–SANDLERIS, G. [2004]: Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access? IMF Working Paper, WP04/221. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04221.pdf>.

- GILL, N. [2012]: China Loans Boost Access to OPEC Nation After Ecuadorean Default. Bloomberg, szeptember 25., <http://www.bloomberg.com/news/2012-09-25/china-loans-boost-access-to-opec-nation-after-ecuadorean-default.html>.
- HALE, D. [2003]: The Newfoundland Lesson. *The International Economy Magazine*, nyári szám, 52–61. o. http://www.international-economy.com/TIE_Su03_Hale.pdf
- HVG [1997]: Francia–oroszl adósságügy. HVG Archívum, június 7. http://archivum.hvg.hu/article/199723Franciaoroszl_adossagugy.aspx.
- KELETI MIKLÓS [2010]: Százmilliárdot követelnek francia befektetők Oroszországtól. MR1-Kossuth Rádió, február 13.
- MARTINEZ, J. V.–SANDLERIS, G. [2011]: Is it punishment? Sovereign default and the decline in trade. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 30. No. 6. 909–930. o.
- MITCHENER, K. J.–WEIDENMIER, M. [2005]: Supersanctions and Debt Repayment. NBER Working Paper Series, 11472. <http://www.nber.org/papers/w11472>.
- MOODY'S [2008]: Sovereign Default and Recovery Rates, 1983–2007. Moody's Global Credit Research, március, <https://www.moodys.com/sites/products/DefaultResearch/2007100000482445.pdf>.
- MOORE, L.–KALUZYŃ, J. [2005]: Regime change and debt default: the case of Russia, Austro-Hungary, and the Ottoman empire following World War One. *Explorations in Economic History*, Vol. 42. No. 2. 237–258. o.
- OOSTERLINCK, K.–LONDON-LANE, J. [2005]: Hope springs eternal... French bondholders and the Soviet Repudiation (1915–1919). Working Papers, Department of Economics, Rutgers, the State University of New Jersey, 13. <http://hdl.handle.net/10419/31289>.
- PANIZZA, U.–STURZENEGGER, F.–ZETTELMEYER, J. [2009]: The Economics and Law of Sovereign Debt and Default. *Journal of Economic Literature*, Vol. 47. No. 3. 651–698. o.
- REINHART, C. M.–ROGOFF, K. S. [2009]: *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press, Princeton.
- RIEFFEL, L. [2003]: *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery*. Brookings Institution Press, Washington.
- ROSE, A. K. [2005]: One reason countries pay their debts: renegotiation and international trade. *Journal of Developed Economics*, Vol. 77. No. 1. 189–206. o.
- STANDARD & POOR'S [2011]: Default, Transition and Recovery: Sovereign Defaults and Rating Transition Data, 2010 Update. RatingDirect, február 23. <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?assetID=1245302231824>.
- STURZENEGGER, F.–ZETTELMEYER, J. [2006]: *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*. MIT Press, Cambridge.
- VIDOVICS-DANCS ÁGNES [2013]: Államcsödlök. Tények és alapfogalmak újragondolva. *Hitelintézetl Szemle*, 12. évf. 4. sz. 285–305. o. http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/1357/1/hsz_2013_p285.pdf.