

Államcsőd és válság	Olvasási idő: 15 perc 	Készítette: Dr. habil. Kiss Gábor Dávid 
----------------------------	---	---

Nincs stabil állam stabil gazdasági háttér nélkül és ugyanígy, a pénzügyi rendszer stabilitása nem képzelhető el az előbbi kettő egyensúlya nélkül. Egy államcsőd rendkívül pusztító gazdasági és társadalmi hatásokkal jár, valamint tovagyűrűzhet további országokra is, amennyiben a külső finanszírozás lehetőségei beszűkülnek a befektetői bizalom elillanása nyomán.

Államcsőd és válság

Államcsőd

- Amennyiben egy állam nem képes vagy nem akar eleget tenni fizetési kötelezettségeinek, akkor jellemzően
 - nem képes az államháztartási deficit fedezésére szolgáló, illetve
 - az államadósság lejáráó részének finanszírozására szolgáló államkötvény-állományt értékesíteni ésszerű hozamok mellett, illetve
 - Belföldi értékesítés mindig könnyebb – kivéve, ha nincs elég belföldi megtakarítás (és korábban komoly igény mutatkozott külföldön a kötvényeinkre)
 - Belföldi devizában denominált államadósságot nem érinti kedvezőtlenül a deviza gyengülése, viszont jellemzően ez drágább.
 - a kamatfizetés is problémákat okozhat.
- Ez nem függ a GDP-arányos államadósság szintjétől, a hosszú lejáratú államkötvény hozamok jobb mutatót jelentenek.
- Szó lehet változatlan jelenérték mellett történő **átütemezésről** vagy a jelenértéket csökkentő **átstrukturálásról, részleges elengedéséről** is.
 - A bajba jutott ország a Párizsi Klub keretei között képes tárgyalni a szuverén-, míg a Londoni Klubban a magánhitelezőivel (amennyiben nem túlságosan atomizált).
 - További lehetősége van még kormányközi hitel felvételére, amennyiben erre partnerre talál.
 - A szuverén multilaterális hitelezés intézményesített keretével végül a Nemzetközi Valutaalap (IMF) vált a Bretton Woods-i konferenciát (1944) követően.
 - Az IMF ugyanis képes diverzifikálni mind a forrásgyűjtést, mind a hitelezést,
 - miközben utóbbi feltételeinek megszabásához is rendelkezik kompetenciákkal.
 - Ezáltal elmondhatjuk, hogy amikor egy ország piaci helyett IMF-finanszírozásra tér át, azt az IMF-tagországok kollektív államadósságának terhére teszi.
- **Egy államcsőd könnyen okozhat bankválságot és viszont:**

- az államkötvények nemfizetési kockázatának növekedése a bankrendszer szolvenciáját és likviditását veszélyezteti, míg
- egy túlságosan drága bankkonszolidáció az egyébként is likviditásban szűkölködő piacon nehezen eladható államkötvénnytömeget eredményezhet.
 - A bankrendszer hitelezési veszteségeit elnyelni hivatott tőkeemelés így könnyen megrekedhet, vagy az államadósság megugrását követően magával ragadhatja az érintett államot is

Tőkepiaci fertőzés

- A fertőzések (contagion) esetében a Világbank három szintet különböztet meg;
 - **az általános definíció szerint**
 - az országok közötti sokkok, vagy bármilyen más hatás terjedését érthetjük ide, nem téve különbséget a válságok és felívelő periódusok között.
 - **korlátozott definíció értelmében**
 - a fertőzés nyomán létrejövő, szokásosnál magasabb korreláció mögött az országok között fennálló fundamentális (pénzügyi vagy finanszírozási, a termelési értéklánc határon átnyúlásából fakadó, illetve politikai) kapcsolatok húzódnak meg
 - **legszűkebb definíció szerint**
 - fertőzésről beszélhetünk abban az esetben, ha a nyugodt időszakhoz képest a válságos periódusban a korreláció szignifikáns növekedését tapasztaljuk.
- A fertőzések tanulmányozásánál fontos kiemelni a **csordaszellem** (herding behavior) jelenségét, különösen akkor, amikor a fundamentumok nem teljesen magyarázzák a pénzügyi rendszerben kialakuló sokkokat és tovaterjedésüket.
 - A csordaszellem mentén a gazdasági szereplők a többiek viselkedését túlzott mértékben utánozzák, ez hozzájárulhat az esetlegesen kialakult ár-buborékok további fennmaradásához, sőt a növeléséhez is.
- A növekvő pénzügyi nyitottság és a tőkeforgalom fokozott liberalizációja gyakran hordozza magával a **rövid távú tőkemozgások gyors irányváltását**.
 - A globalizáció ugyanis csökkentti az országspecifikus információgyűjtés iránti igényt, a befektetők maguk határozzák meg a portfólió-diverzifikáció és a költséges pótlólagos információszerzés közötti egyensúlyt. Ezáltal a homogenizáció is előtérbe kerül.
- A **keresleti és kínálati oldal között fennálló egyensúly megbomlásával** fertőzés esetén az azonos irányú tőkemozgások nemzetközi mértéket öltenek, ami a megemelkedő korrelációval karöltve keresztülhúz minden nemű védekező diverzifikációs törekvést. **A globális pénzpiaci csatornákon terjedő fertőzés erejéről, kiváltó okáról és pontos hatásáról azonban még ma sincs széles körű egyetértés.** Egyes vélemények szerint a fejlődő országokra kényszerített gyors tőkepiaci liberalizáció váltotta ki a válságokat, és okozta gyors tovaterjedésüket, mások szerint éppen a liberalizált piacok voltak azok, ahol a válságok kevésbé voltak pusztító erejűek, és a helyreállítás is gyorsabban zajlott. Az 1997-es távol-keleti, 1998-as orosz valamint a 2001-es dot-com válság kapcsán egy fertőzés terjedése nem függött az adott ország makrogazdasági fundamentumaitól, így a hirtelen sokkokkal szemben még a földrajzi alapú diverzifikáció is tehetetlen. Az orosz válság minden esetre felhívta a figyelmet a magas tőkeáttételű finanszírozásra, mint a fertőzés egy lehetséges okára, hiszen a piaci likviditás hiánya ekkor is finanszírozási problémákat okozott, és a magas tőkeáttételű alapok egyszerre vonultak ki látszólag semmilyen kapcsolatban nem álló földrajzi régiókból. A 2007-ben induló válság során fejlett pénzügyi piacok fertőződésében a strukturált termékek piaca, a bankközi piac és a tőkeáttétel leépítésén keresztül a likviditási csatorna volt a döntő.

Válságok okai

- **Belföldi tényezők:**
 - **hibás fiskális és monetáris politika:**
 - **nagy gazdasági egyensúlytalanságok**
 - Fizetési mérleg és költségvetési deficit
 - Nagy államadósság és külső adósság;
 - **hibás árfolyamrögzítés**
 - versenyképesség
 - Fizetési mérleg hiány
 - Tartalékok elvesztése;
 - **gyenge pénzügyi rendszer**
 - Gazdasági ciklusok
 - pénzügyi felügyelet hiányosságai
- **Külső tényezők:**
 - **Természeti katasztrófák**
 - **Nyersanyag-árak hullámzása**
 - **Monokultúra – egy-két export-cikk**
 - **Már országokból kiinduló fertőzések.**
- **Különböző formák**
 - **Fizetési mérleg**
 - Import kifizetése vagy adósságszolgálat (magán vagy állami);
 - **Pénzügyi válság**
 - Nem szolvens vagy illikvid bankszektor;
 - **Költségvetési válság**
 - Deficit és államadósság
 - és ezek különböző kombinációi, melyeket egy következő leckeiben ismertetünk

Stabilitási és Növekedési Paktum, mint a szabályalapú költségvetés megjelenési formája, és „az államcsődök megelőzője”

- Már az Európai Unió megalapításáról szóló szerződésbe kerültek fiskális politikára vonatkozó ajánlások, szabályok. Egész pontosan a Maastrichti kritériumok költségvetési politikára vonatkozó részei, úgy, mint a 3%-os hiánycél és a 60%-os adósságráta és az ezekre vonatkozó mentesítések.

A Stabilitási és Növekedési Egyezmény 1997-ben került elfogadásra. E Paktum tulajdonképpen egy gazdaságpolitikai keretrendszer, melynek célja a tagországok költségvetési politikájának összehangolása, a fenntartható állami gazdálkodásra való ösztönzés, illetve a már a Maastrichti szerződésben megfogalmazott túlzottdeficit-eljárás felgyorsítása, az erőteljesebb fiskális politikai felügyelet elérése.

- Az egyezménynek két ága van, egy **preventív** (megelőző), illetve egy **korrektív** ága.
 - **Preventív ág** célja a fiskális fegyelem ex ante biztosítása (azaz ne kerüljön később „rossz” helyzetbe, ne kelljen később megsértenie a maastrichti kritériumokat),
 - **Korrektív ág** célja, hogy a maastrichti kritériumok megsértése esetén az ország minél előbbi korrekciója, vagy adott esetben szankcionálása.
- A preventív ág esetén kezdetben az volt a megfogalmazás, hogy az országoknak középtávon egy szufficites vagy legalább egyensúlyi költségvetési egyenleget kell elérnie, illetve konvergencia vagy stabilitási programot kellett benyújtaniuk, melyben többek közt az is leírásra került, hogy ezt hogyan szeretnék megvalósítani.

- A korrekciós ág esetén meghatározásra került, hogy a maastrichti kritériumok megsértése esetén mikor indulhat túlzott deficit eljárás, illetve mikor mentesül az ország az eljárás megindítása alól. Ennek értelmében egyszeri, rendkívüli esetben mentesül (azaz pl. a gazdasági kibocsátás csökkenése esetén), illetve mentesül ha kielégítő ütemben közelít a referenciaértékhez. Azonban, hogy ez a **kielégítő ütem pontosan milyen közeledést jelent, az nem került tisztázásra...**
- **2005-ben a preventív ág** előírásai megváltoztak, már külön országspecifikus középtávú egyenlegek kerültek meghatározásra, a korábbi szufficit meghatározás helyett.
 - Oka, hogy a döntéshozók belátták, hogy **nem lehetséges homogén országsoportként kezelni a tagállamokat**, jelentős eltérések vannak köztük mind eladósodottságban, mind gazdasági növekedésben, mind demográfiai folyamatokban.
 - Olyan egyenlegcél kerül meghatározásra, mely ezeket a tényezőket figyelembe veszi, továbbá **strukturális egyenleg kerül vizsgálatra**, hiszen ez mutatja meg hogy hosszabb távon merre halad a költségvetés, ugyanis ezen egyenlegnél kiszűrésre kerülnek mind az egyszeri tételek, mind a gazdaság ciklikus pozíciója miatti változások.
 - Ezen kívül **mentesítést** ad bizonyos reformok esetén, melyek ugyan pár éven keresztül negatív hatást gyakorolnak az egyenlegre, de hosszú távon éppen a fenntarthatóság felé mutatnak (klasszikusan ilyenek lehetnek a nyugdíjreformok).
- **2010-ben a preventív ág** előírásai közé bekerül egy **kiadási szabály**, mely értelmében a kiadások éves növekedési üteme nem haladhatja a GDP éves növekedési ütemét. Ennek a szabálynak való megfelelést akkor vizsgálják, ha az adott ország nem felel meg a középtávú költségvetési cél (MTO) követelményének. Ha ezen preventív szabályoknak nem felel meg az ország, akkor elindulhat ellene egy ún. significant deviation procedure nevű eljárás, mely nem egyenlő a túlzottdeficit-eljárással. Ez a preventív ághoz kapcsolódó „jelentős eltérés eljárás” eddig csak Magyarország és Románia ellen indult.
- **2010-ben a korrekciós ágban** is módosulás történt, a korábbi kielégítő ütem pontosításra került. Életbe lépett az egyhuszados szabály,
 - **azaz**, ha egy ország **GDP-arányos államadóssága 60% felett** van, akkor **évente a 60% feletti rész egyhuzadával kell csökkenteni az adósságrátáját**, és akkor megfelel az előírásoknak.
 - Így pl. 80%-os államadósság esetén legalább 1 százalékponttal, 70% esetén legalább 0,5 százalékponttal.
 - Ha **meghaladja az államadósság a 60%-ot**, akkor a fenti **egyhuszados szabály teljesülését három módszerrel is megvizsgálják**, és ha valamelyik alapján megfelel a feltételnek, akkor teljesíti a kritériumot.
 - Ez a három feltétel az **előre tekintő, visszatekintő és a ciklikusan igazított**. Ha az alábbiak alapján számolt adósság (vagy ciklikusan igazított adósság) $\leq$ feltétel, akkor megfelel a szabálynak.

$$1. \quad \text{Feltétel}_{t+2} = 0,6 + \frac{0,95}{3}(\text{Adósság}_{t+1} - 0,6) + \frac{0,95^2}{3}(\text{Adósság}_t - 0,6) + \frac{0,95^3}{3}(\text{Adósság}_{t-1} - 0,6)$$

$$2. \quad \text{Feltétel}_{t+2} = 0,6 + \frac{0,95}{3}(\text{Adósság}_{t+1} - 0,6) + \frac{0,95^2}{3}(\text{Adósság}_t - 0,6) + \frac{0,95^3}{3}(\text{Adósság}_{t-1} - 0,6)$$

$$3. \quad \text{Ciklus}_t = \left(\frac{\text{Adósság}_t + \sum_{j=0}^2 (C_{t-j})}{Y_{t-3} \prod_{h=0}^2 (1 + y_{t-h}^{\text{pot}})(1 + p_{t-h})} \right), \text{ ahol } C_t \text{ a ciklikus komponens, } Y_t \text{ a GDP nominális értéke, } y_t^{\text{pot}} \text{ a potenciális növekedés mértéke, míg } p_t \text{ a GDP-deflátor.}$$

- A korrekciós ág, azaz a maastrichti kritériumok esetén alkalmazható szankciókat az alábbi ábrán láthatjuk:



Forrás: MNB Oktatási Füzetek – Költségvetési szabályok (2017), 52.o.

Források:

Csiki M. – Kiss G. D. (2018): Tőkepiaci fertőzések a visegrádi országok részvénypiacain a Heckman-féle szelekciós modell alapján. HITELINTÉZETI SZEMLE / FINANCIAL AND ECONOMIC REVIEW 17 : 4 pp. 23-52.

IMF: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/crislend.htm>

Kiss G. D. (2017): Volatilitás, extrém elmozdulások és tőkepiaci fertőzések. Szeged, Magyarország : JATEPress Kiadó.

MNB Oktatási Füzetek – Költségvetési szabályok (2017): <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-oktatasi-fuzetek-14-szam-digitalis.pdf>

Önellenőrző kérdések:

1. Miért nem fognak a háztartások belföldi bankoknál megtakarítani, ha a múltban előfodult(ak) államcsőd(ök)?
2. Miért szükséges megmenteni a bajba került bankokat, de ez fiskális szempontból miért veszélyes?
3. Miben tér el az adósság átütemezése annak elengedésétől?
4. Mitől fertőzőek a válságok?
5. Várható-e az Európai Unió fiskális szabályrendszerének további bővülése?

Jelen tananyag a Szegedi Tudományegyetemen készült az Európai Unió támogatásával. Projekt azonosító: EFOP-3.4.3-16-2016-00014

