

Vita a nemzetközi szuverénadósság-kezelésről¹

Debate on International Sovereign Debt Management

Póra András

https://doi.org/10.47707/Kulugyi_Szemle.2022.7

Összefoglaló: A 2020-as koronavírus-világjárvány kitörése, az azt követő gazdasági leállás és annak negatív hatásai enyhítését célzó kormányzati fiskális stimulusok kapcsán világszerte újra előtérbe került az államadósság kérdésköre. A szuverén adósságok volumene folyamatosan növekszik, ezért megnőtt egy globális szuveréncsődhullám kockázata. A szabályozók és a nemzetközi intézmények is észlelték a potenciális veszélyt, így ismét felizzott a szuverénadósság-kezelés, illetve -átstrukturálás körül mindig is zajló nemzetközi vita. A tanulmány megvizsgálja és rendszerezi a nemzetközi szuverénadósság-kezelés reformjára vonatkozó 2020 előtti nemzetközi szakirodalmat, javaslatokat, majd összeveti azokat a járvány kapcsán előtérbe került újabb gondolatokkal. A legfőbb megállapítás: az újnak tűnő javaslatok nagy része a régiek leporolása, és bennük továbbra is a szerződéses megközelítés dominál.

Kulcsszavak: államcsőd, külső adósság, nemzetközi hitelezés, restrukturálás

Abstract: *The coronavirus epidemic of 2020, the subsequent economic downturn and government fiscal stimuli trying to mitigate its negative effects have brought the issue of sovereign debt back to the forefront. The volume of sovereign debt is constantly increasing, so the risk of a global sovereign bankruptcy wave has increased. Regulators and international institutions have also identified the potential problem, leading to a resurgence of the always-existing international debate over sovereign debt management and restructuring. The study examines and systematizes the pre-2020 international literature, proposals for the reform of international sovereign debt management and then compares it with new ideas that have come forward in connection with the epidemic. The key point is that many of the new proposals are dusting off the old, which is still dominated by a contractual approach.*

1 A tanulmány megjelenését a Nemzeti Közzolgálati Egyetem Széll Kálmán Állam-pénzügyi Kutatóműhelye támogatta.

Keywords: *sovereign default, external debt, international lending, restructuring*

Bevezetés

A Covid19-pandémia világméretű gazdasági válságot is okozott, ami a reálgazdaságot és a pénzügyi szektort egyaránt sújtotta. A szükséges lezárások elmélyítették a recessziót, csökkent a GDP, zuhant a nemzetközi kereskedelem volumene, és megugrott a munkanélküliség. A kormányok többnyire fiskális stimulusok révén kezelték a helyzetet.

Mindezek általában a költségvetési és államadósság-helyzet romlásához vezettek szerte a világban. Az utóbbi már a járvány előtt is kockázatos volt, most pedig – különösen a fejlődő országok számára – egy új probléma tűnt fel: az adósságválság. A fejlett gazdaságok adósságszintje egyébként magasabb volt, és nagyobb mértékben is nőtt, mint a feltörekvőké, de a rendelkezésükre álló eszköztár és lehetőségek (mennyiségi enyhítés, kamatsökkentés stb.) miatt még így is előnyösebb helyzetben vannak, mint a fejlődő országok (Makin és Layton, 2021).

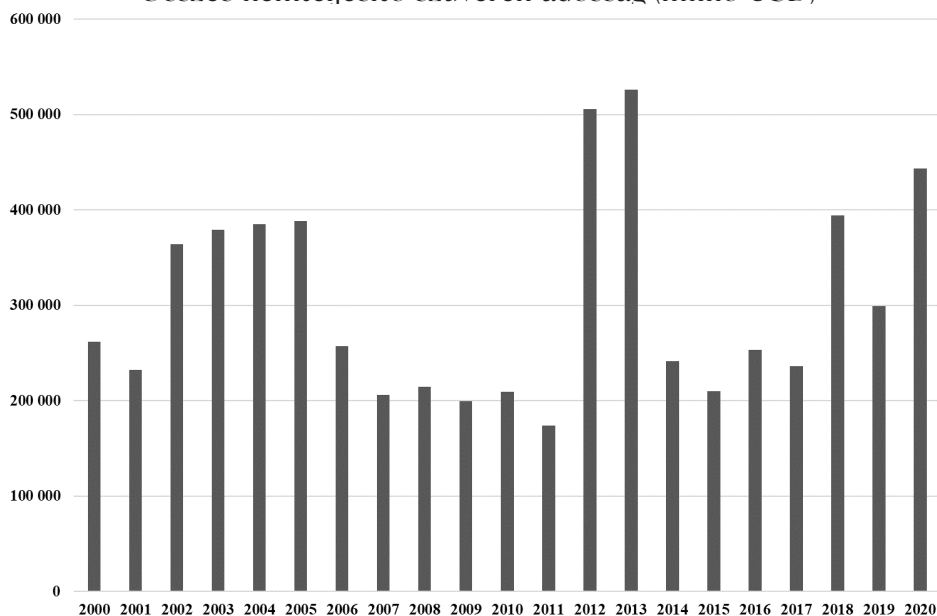
Az adósok, a hitelezői oldal és a nemzetközi intézmények folyamatosan a megoldást keresik – így történt a járvánnyal kapcsolatosan is. Számos lépés történt; ilyen volt például az Európai Unió *Next Generation EU* terve (a szabályokon alapuló fiskális politika erősítésének a szándékával), a Nemzetközi Valutaalap (IMF) által az alacsonyabb jövedelmű (elsősorban afrikai) országok számára több esetben lehetővé tett adósságfelfüggesztés vagy az ún. *Rapid Credit Facility*, valamint a *Rapid Financing Instrument*, amely minden tagállam számára elérhető. Az EKB 2020 márciusában elindította a 750 milliárd eurós „pandémia alatti eszközvásárlási programját” (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP). Az IMF jelentős összegeket helyezett ki más csatornákon keresztül is, ideértve a meglévő programok átrendezését, például huszonnyolc sebezhető ország adósságszolgálati könnyítését a *Catastrophe Containment and Relief Trust* révén (IMF, 2020).

A másik alapvető fontosságú intézkedés a G20 adósságszolgálat-felfüggesztési kezdeményezése (*Debt Service Suspension Initiative*, DSSI) volt. Ennek keretében hetvenhárom alacsony jövedelmű ország számára vált lehetővé, hogy felfüggeszsze a bilaterális kormányzati kölcsönök



kifizetését. A kezdeményezést 2021 végéig hosszabbították meg, a multilaterális fejlesztési bankok pedig több mint száz ország számára kínálták fel az adósságfelfüggesztést. Ezenkívül a G20 pénzügyminiszterei megállapodtak egy 650 milliárd dollár értékű különleges lehívási jog (*Special Drawing Right*, SDR) friss kibocsátásáról, amelyet kizárólag alacsony jövedelmű országok számára tettek elérhetővé. Ezen átmenetinek tekinthető lépések után vezették be a DSSI-n túlmutató közös adósságkezelési keretrendszert (*Common Framework for Debt Treatment*), amely biztosítja, hogy „egy IMF-program keretében a fenntarthatatlan adóssággal rendelkező államok egy hivatalos bilaterális hitelezőket magában foglaló reorganizációs folyamat részesei lehessenek, ahol a magánhitelezőkkel szemben is hasonló bánásmódban részesülhetnek” (OECD, 2021).

1. ábra¹
Összes nemteljesítő szuverén adósság (millió USD)



1 Az adatok forrása: *Bank of Canada*, 2021.

Az említett intézkedések mindegyike a szuveréncsődök elkerülését szolgálja, és bizonyos mértékig sikeres is, de a helyzet továbbra sem enyhült igazán. A teljes nemteljesítő adósságállomány emelkedni kezdett, lásd az 1. ábrát (utóbbi ábrázolására egyébként egy kartogram-térkép, lásd *Klinghammer* [2018] is érdekes lenne, a földrajzi bontás kapcsán). Ezért egyre nagyobb az igény egy hatékonyabb, mindenki számára előnyös szuverén-adósságkezelési rendszer iránt.

Bár jelenleg (még) nem tartunk a 2010-es évek európai szuverén-válságának a szintjein, de az 1. ábrán kirajzolódó tendencia alapján nem zárható ki, hogy az idő előrehaladtával a helyzet még annál is rosszabb lehet. Emiatt úgy tűnik, hogy az eddig alkalmazott intézkedések összességében nem voltak elégségesek. Ennek okai többfélék, amelyek közül álljon itt néhány (*OECD*, 2021; Bulow, Reinhart, Rogoff és Trebesch, 2020; Stiglitz és Rashid, 2020):

- A magánhitelezők nem léptek kapcsolatba a DSSI-vel. Kína stratégiája például teljesen eltér a többi országétól.
- Néhány fejlődő ország lemondott e programokról, mert attól tartottak, hogy pusztán a részvételükről szóló információ következményeként romlik a hitelminősítésük.
- Bizonyos országok számára e lépések egész egyszerűen nem voltak elegendőek. Például az Afrikai Unió kérelmezte, hogy a DSSI futamideje – ahol szükséges – két éven túl nyúljon, és egyes esetekben az államadósság átstrukturálását is felvetette.
- Jelentős visszaesés történt a külföldön dolgozó feltörekvő országokbeli állampolgárok hazautalásaiban (becslés szerint 20%).
- A magánbefektetők új „kitartási” (*holdout*)² és pereskedési taktikái, amelyekkel ellenállnak a jelentős adósságleírásoknak és -átütemezésnek. A jelenlegi trend a restrukturálás helyett a perek irányába mutat. A magánszektor egyébként az 1990-es évek elejétől fogva sikeresen maximalizálta a részesedését a szuverén restrukturálásokban.

2 „Az adós azon képessége, hogy kifizessen egy adott hitelezőt vagy hitelezői csoportot, annál nagyobb, minél több hitelező fogadja el az adósságelengedést. Ezért minden hitelező ösztönözve van arra, hogy kitartson (*holdout*) a [saját követelésének] teljes visszafizetése mellett – vagyis potyautasként viselkedjen a többi hitelezővel szemben. Ezt »hitelezői koordinációs problémának« vagy másként »kitartási problémának« nevezik” (Buchheit *et al.*, 2019).



- Egy másik jellemző a „végrehajtás” hossza (késlekedése), ami szintén nő. Jelenleg ez körülbelül hét év. Ez minden érintettnek segít a hivatalos hitelezőkkel a további finanszírozásért alkudozni.

Adósságválság esetén általában az adós országokat okolják. Mindazonáltal nagyon fontos hangsúlyozni, hogy ezek a megállapodások önkéntesek, a polgári jogon alapulnak, ezért a hitelezők felelőssége is felvehető (pl. a kockázatértékelés terén). Nem is beszélve a politikai vezetőkéről, akik mindent elkövetnek azért, hogy olcsó hitelhez jussanak, amikor az lehetséges. A hitelezőknek oda kell figyelniük az ilyen magatartásra, mert a rövid távú profitmotívum gyakran ellentmond a hosszú távú fenntarthatóságnak.

A tanulmány célja, felépítése és módszertana

Az előzőekben kifejtett kihívások során több régebbi javaslat is felmerült a jobb globális államadósság-kezelés érdekében. Emellett néhány új, igazán figyelemre méltó ötlet is kering a tudományos, szakmai és politikai döntéshozó közösségben.

A tanulmány célja a Covid19-világjárvány kezdete óta közzétett ötletek, javaslatok és ajánlások összegyűjtése és szintetizálása: a hosszú távú és a jelenlegi nemzetközi szabályozói trendek ismertetése. A témával kapcsolatosan 2020 előtt (de a washingtoni konszenzus után) megjelent szakirodalom ismertetését követően a járvány utáni (feltételezett) helyzetre vonatkozó javaslatok bemutatása, összegzése és értékelése következik. Ezért az alkalmazott módszertan összefoglaló és kvalitatív. A kutatás újdonsága, hogy a szakirodalomban még nem létezik ilyen összefoglaló. Az erre irányuló, meglehetősen csekély számú próbálkozás csupán felsorolásszerűen ismerteti, de nem rendszerez. A jelen dolgozat az utóbbira is kísérletet tesz.

A washingtoni konszenzus és a Covid19 között született javaslatok

A John Williamson által 1989-ben megfogalmazott, tíz gazdaságpolitikai ajánlást tartalmazó ún. washingtoni konszenzus (Williamson, 1989) óta hatalmas mennyiségű könyv és tanulmány született a szuverén adósságkezelés témájában (különösen 2008–2009 után), így azok teljes körű áttekintését szinte lehetetlen elkészíteni. Ennek ellenére egy rövid összefoglalót mégis megéri, hiszen megfigyelhetjük, hogy számos, a járvány után felmerült ötlet nem új keletű. Széles körű vita van a szerződéses, magánjogi (polgári jogi alapú, piaci megoldások) és az ún. törvényes, közjogi megközelítés (valamilyen nemzetközi szervezet – lehetőleg az IMF – égisze alatt működő, kötelező, központosított államközi mechanizmus) kapcsán, illetve arról, hogy milyen azok optimális keveréke. Emellett egyes szerzők azzal érvelnek, hogy a jelenlegi piaci alapú rendszer megfelelő, nincs szükség reformra. A következőkben tematikus és kronológiai sorrendben mutatjuk be a javaslatokat, ezzel megkíséreljük a rendszerezést, hogy segítsen az eligazodás a szabályozói „ötletdzsungelben”.

Inkább szerződéses (magánjogi, piaci) javaslatok

Kunibert Raffer a szuverén adósságokkal kapcsolatos viták rendezésére egy laza választott bírósági eljárást támogatott (Raffer, 2005), majd Jürgen Kaiserrel együtt azt „tisztességes és átlátható választott bírósági eljárásnak” (*Fair and Transparent Arbitration Process*, FTAP) nevezték el (Kaiser, 2013). Az FTAP az államadósság minden típusára alkalmazandó eseti (nem állandó) választott bírósági mechanizmust jelentene. A bírakat eseti alapon választanák ki a hitelezők, az adósok és maguk a választott bírák. Az FTAP hatálya alá tartozhatna bármilyen külső adósság.

Udaibir S. Das, Michael G. Papaioannou és Christoph Trebesch az általuk létrehozott adatbázis alapján széles körű felmérést készített a szuverén adósság átstrukturálásáról (Das, Papaioannou és Trebesch, 2012). Emellett részletesen elemezték a válságkezelési mechanizmusokról, a hitel-nemteljesítési csereügyletekről (*Credit Default Swaps*, CDS)



és a kollektív igényérvényesítési klauzulák (*Collective Action Clauses*, CAC) szerepéről folyó vitákat. (Ez utóbbiak a többségi álláspontot a kisebbségi, „kitartó” hitelezőkkel szemben is érvényesíthetővé teszik.)

2013-ban Lee Buchheit és társai számos politikai javaslatot tettek az euróövezetre vonatkozóan és azon túl is, az „aggregált kollektív igényérvényesítési klauzuláktól” kezdve, amelyek a hitelezők szupertöbbségének biztosítanak a kötvényfizetési feltételek módosítási jogát, egészen az IMF-egyezmények cikkeinek a módosításáig, hogy korlátozzák a „kitartás” jogorvoslati lehetőségeit az IMF és a szupertöbbségi hitelezők döntése ellenében (Buchheit, Gelpern, Gulati, Panizza, Weder di Mauro és Zettelmeyer, 2013).

Martin Brooke és kollégái a szuverén függő átváltható adósságinstrumentumok (*contingent convertible debt instruments*, CoCos) kérdéskörét hozta be a vitába, a likviditási válságok enyhítésének céljával. Tanulmányukban arra mutattak rá, hogy az IMF által biztosított sürgősségi finanszírozás a magán kötvénytulajdonosok irányába történő pénzmozgást (*rollover*) idézne elő. A szerzők emellett fizetőképesség esetén a GDP-hez kötött kötvények kibocsátását is szorgalmazták (Brooke, Mendes, Pienkowski és Santor, 2013). David Barr és két szerzőtársa is pozitívan ítélte meg ezeket a függő átváltható instrumentumokat (Barr, Bush és Pienkowski, 2014).

Ran Bi, Marcos Chamon és Jeromin Zettelmeyer a cikkükben olyan jogi innovációkat írnak le (pl. minimális részvételi küszöbök és defenzív kilépési hozzájárulások), amelyek segíthetnék a pereskedés elkerülését. A kilépési hozzájárulásoknak hasonló hatásai vannak, mint a CAC-oknak, de hatékonyabban kényszerítik a hitelezőket a magasabb adósságelengedés (*haircut*) elfogadására – bár megfelelő koordinációval azt meg is akadályozhatják (Bi, Chamon és Zettelmeyer, 2016).

Sayantán Ghosal, Marcus Miller és Kannika Thampanishvong egy ún. „információhiányos alkumodellt” dolgozott ki a több periódusos késések és az idővel növekvő adósságelengedések tanulmányozására. Szerintük a szerződések módosítása, „újradizájnolása” hatékony lehet globális intézményi megoldás nélkül is (Ghosal, Miller és Thampanishvong, 2019). David Benjamin és Mark L. J. Wright az adósságátstrukturálás részeként biztosítékokat javasol: a jövőbeli restrukturálási tárgyalások felgyorsítása érdekében egy központosított

mechanizmus, egy nemzetek feletti szervezet vagy a hitelező ország kormánya nyújtana vagy támogatná az ilyen fedezeteket (Benjamin és Wright, 2019). Buchheit és társai az 1980-as évek tapasztalataira támaszkodva a már említett kézikönyvet adták ki az államadósság-átstrukturálási folyamathoz. Nem javasoltak semmilyen reformot, csak összefoglalták a jelenlegi legjobb gyakorlatokat (Buchheit, Chabert, DeLong és Zettelmeyer, 2019).

Bredenkamp és szerzőtársai egy, az államadósságról szóló átfogó kézikönyvbe (Abbas, Pienkowski és Rogoff, 2020) írt elegáns fejezetet az előttünk álló kihívásokról (Bredenkamp, Hausmann, Pienkowski és Reinhart, 2020). A szerzők vizsgálták az *ex ante* intézkedéseket, így a költségvetési szabályokat, a pénzügyi szektorból származó kockázatok mérséklését, valamint az adósságtanszparenciát és a felelős hitelezést is. Arra jutottak ők is, hogy a szuverénállamadósság-kezelés ideális megoldásának a része a monitoringképessegek javítása. Hitelezői oldalon a meglévő magatartási kódexek megerősítését javasolják. A bizonytalanság kezelésének módszereként többek között az ún. állapotfüggő szuverénkötvényeket (*state-contingent debt instruments*, SCDI)³ javasolják. A szuverén adósságot a GDP-hez vagy valamilyen nyersanyagárszinthez szükséges kötni, esetleg még előzetesen egy diszkrét módosító faktort kell megállapítani (mint például egy természeti katasztrófa vagy egy előre meghatározott kamatszint). Néhány, a könyv méretéhez képest kifejezetten csekély számú oldalon a válságkezelésről is szó esik. A szerzők röviden bemutatják a jelenlegi rendszert, majd három témában tesznek javaslatot:

1. A vonatkozó jog módosítása: egy, az SDRM-hez (részletesen lásd a következő alfejezetben) hasonló jogszabályi keret lenne kívánatos.
2. Szerződési formák (szerződéses megközelítés): aggregált klauzúla CAC-ok és egyéb kifinomultabb szerződéses konstrukciók a „kitartás” megelőzése érdekében.
3. Az intézmények megerősítése: szuverénadósság-fórum (Sovereign Debt Forum) létrehozása (ld. még Gitlin és House, 2014).

3 Az SCDI-k az államadósság adósságszolgálatát a fizetőképességhez kötik, ahol ez utóbbi elem a reálgazdaság változójához vagy bizonyos eseményhez kötött.



Vegyes, jellegű javaslatok

Anne O. Krueger, majd később Sean Hagan egy, az IMF mellett létrehozandó új szuverénadósság-átstrukturálási mechanizmus (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, SDRM) kereteit fektette le, többségi szabályok alapján és többé-kevésbé a hitelezők érdekei védelmében (Krueger, 2002; Hagan, 2005). Ez a rendszer a kötvénytulajdonosok adósságállományát vette alapul (a kereskedelmi bankok és a bilaterális adósságok külön hitelezői osztályba sorolhatók). Randall Dodd az SDRM és CAC-ok mellett érvelt (Dodd, 2002), de a javaslatát nem fogadták el. David A. Skeel és Patrick Bolton nézete az volt, hogy ahol csak lehetséges, abszolút elsőbbség (azaz a kifizetési rangsorban az első hely) szükséges a globális SDRM-ben a hatékonyabb folyamathoz. (Skeel és Bolton, 2005). A szerzők kétlépcsős osztályozási és szavazási eljárást javasoltak a restrukturálási terv jóváhagyási folyamatában. Elsőként az adós tenne javaslatot, amely az adósságelengedés (*haircut*) mértékére vonatkozna. Másodikként a hitelezők követelése – feltéve, hogy a többségük egyetért az elengedéssel – az így jóváhagyott értékkel csökkenne, a legalacsonyabban rangsoroltaktól a legmagasabb felé haladva. Kartik Anand és Prasanna Gai a „megelőző” adósságcsereket tanulmányozta (Anand és Gai, 2019), s ezzel hozzájárultak a Skeel és Bolton említett SDRM-mechanizmusában szereplő „előzetes” adósságelengedéshez, így a peres eljárások elkerüléséhez (Skeel és Bolton, 2005).

Lex Rieffel a meglévő *ad hoc* mechanizmusok, például a Párizsi Klub – az állami hitelezők informális csoportja (a Londoni Klub a washingtoni konszenzus után *de facto* eltűnt, mivel a szindikált hitelek relevanciája csökkent) – elsődleges szerepét támogatta a restrukturálási eljárások megszervezésében. Azt is kifejtette, hogy a súlyosan eladósodott szegény országok (*Heavily Indebted Poor Countries*, HIPC) megsegítésére elindított kezdeményezés nem volt hatékony, mert nem értek el lényeges adósságcsökkentést (Rieffel, 2003).

Barry Eichengreen a szerződéses és a jogszabályi megközelítést hasonlította össze: felsorolta mindkettő problémáját, majd kiemelte, hogy bizonyos rendszerek (pl. a CAC) hatásai eltérőek az alacsony és a magas jövedelmű országokban. A szerző szerint egyetlen reform sem javíthatja jelentősen a rendszer hatékonyságát, és nem lehet megvalósítható kiegészítő reformok nélkül (Eichengreen, 2003).

Nouriel Roubini és Brad Setser megállapítása szerint a jogi reformok csak az egyik adósságkezelési problémát mérsékelnék: a „kitartást”. Azal érveltek, hogy az IMF-nek már megvan a legtöbb szükséges eszköze, csak az alkalmazásukon kell változtatnia (Roubini és Setser, 2004). Holger Schier nagyon átfogó leírást adott a restrukturálás jogi eszköztáráról, sőt a megfelelő szerződéses megközelítés és egy lehetséges törvényi mechanizmus kifejtésére is kísérletet tett (Schier, 2007).

Christoph Paulus az államadósság átstrukturálásának eljárási megoldásaként egy formalizált állandó szuverén választott bíróság (*Standing Arbitral Tribunal*) mellett érvelt. Az új nemzetközi bíróság illetékessége előzetes szerződéses megállapodáson alapulna: az államadósság jogi dokumentációjában szerepelne a választott bírósági kikötés, és mindenféle külső adósság ügye hozzá tartozna (Paulus, 2010).

Richard Gitlin és Brett House a korábban említett „szuverénadósság-fórum” létrehozására tett javaslatot az összes magán- és állami hitelező közötti koordinációhoz. Ez nem jogszabályokon, hanem tagságon alapuló fórum lenne, mint például a Párizsi Klub vagy a néhai Londoni Klub, és válság idején elősegítené a hitelezők, adósok és más érdekelték korai bevonását a döntéshozatalba (Gitlin és House, 2014). Magyarország szerepéről és érdekeiről a szuverén adósság kapcsán Lentner Csaba (2020) könyve nyújt széles körű áttekintést (Lentner, 2020).

Inkább törvényes (közjogi, központosított, államközi) javaslatok

Christina Daseking és Robert Powell széles körű áttekintést adott az IMF 1996-ban indított HIPC kezdeményezésének az adósságcsökkentési mechanizmusokra gyakorolt hatásairól (Daseking és Powell, 1999). Kenneth Rogoff és Jeromin Zettelmeyer egy jogszabályokon alapuló szuverén csődeljárás (*sovereign bankruptcy procedures*) mellett érvelt, és az elképzelést mélyreható történelmi áttekintéssel igazolták a tanulmányukban (Rogoff és Zettelmeyer, 2002).

Az addigi javaslatok alapján 2005-ben indult el az IMF multilaterális adósságkönnyítési kezdeményezése (*Multilateral Debt Relief Initiative*, MDRI), amely hasonló ernyőkezdeményezés volt, mint a HIPC, csak szűkebb körű (a Nemzetközi Valutaalapon kívül csak a Nemzetközi Fejlesztési Társulás [*International Development Association*, IDA] és az Afrikai Fejlesztési Bank [*African Development Bank*, ADB] volt a hitelező),



ráadásul az IMF nem csak a HIPC-országoknak nyújtott könnyítést (ezért egy másik limitet állítottak be). 2015-től nem volt több olyan függőben lévő adósság, amely MDRI-re jogosult, így a maradványokat a katasztrófaalapba (Disaster Relief and Contention Trust Fund) utalták át (IMF, 2016).

Adam Lerrick és Allan H. Meltzer alapvető követelményeket, egyfajta tervet készített egy nemzetközi végső hitelezői rendszer kialakításához, amelyben az IMF játszaná a főszerepet. Államcsőd esetén készpénzes támogatást nyújtana, likviditást garantálna a tárgyalások során, és piacot teremtene a nem teljesített adósság számára (Lerrick és Meltzer, 2003).

François Gianviti és szerzőtársai terve szerint egy európai uniós válságkezelési mechanizmus (*European Crisis Resolution Mechanism*, ECRM), tulajdonképpen az SDRM egyfajta szűkített verziója tudja a legjobban csökkenteni a folyamatban lévő problémák többségét. Ez kizárólag a kötvénytulajdonosok adósságára alkalmazható, mivel a javaslat kifejezetten kizárja a bilaterális és a multilaterális tartozásokat (Gianviti, Krueger, Pisani-Ferry, Sapir és Von Hagen, 2010). Joseph Stiglitz is egy egységes szuverén csődszabályozást javasolt (Stiglitz, 2010).

Carmen Reinhart és M. Belen Sbrancia felvetette, hogy a megugrott államadósságszintek enyhítésére az ún. pénzügyi represszió (pl. a kötvénytulajdonosok és a megtakarítók negatív vagy a piaci alatti kamatlábakkal történő adóztatása) ismét bekerülhetne a döntéshozók eszköztárába (Reinhart és Sbrancia, 2015). Martonyi János az egyenlő elbánás elvét hangsúlyozta, amelynek szerinte az elmúlt időszakban sokat csökkent a jelentősége a világgazdaságban (Martonyi, 2015).

Christoph Trebesch a szuverén válságok időtartamát elemezte. Megfigyelte, hogy a belpolitikai instabilitás („politikai kockázat”) hatékony előrejelzés a tárgyalások késedelmeire vonatkozóan, különösen a kormányválságok és az utcai tiltakozások. Mivel az adósnak gyakran nincs „politikai képessége” a probléma megoldására, így a csőd valószínűbb, ha valamilyen belpolitikai probléma előzi meg. A szerző a tanulmányában egy olyan globális rendszert javasol, amely elkerülhetővé tenné ezeket a zavarokat (Trebesch, 2018). Bethlendi András véleménye szerint a reformjavaslatok nem hoztak jelentős változást az államcsőd kezelésében. A nagy nemzetközi hitelezőknek nem érdekük a rendszer alapvető változása, így sokkal szigorúbb jogszabályi megközelítésre van szükség (Bethlendi, 2018).

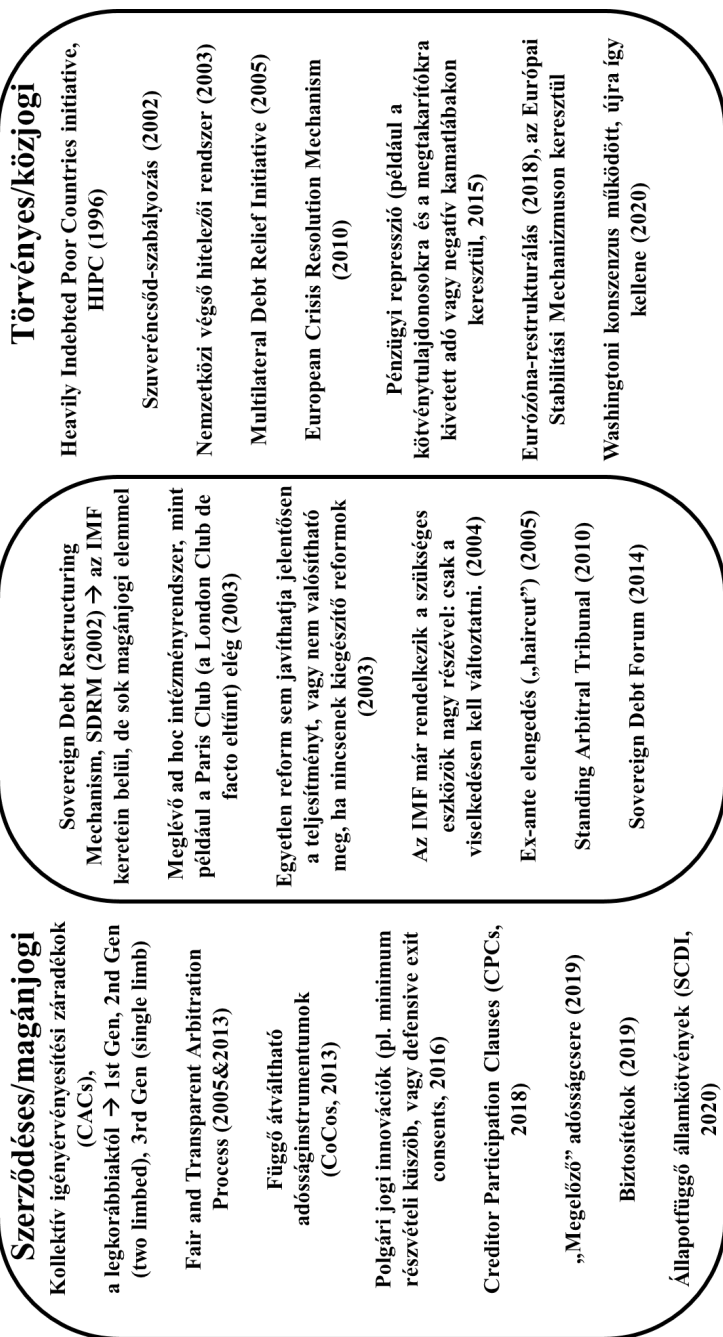
Andritzky és társai az Európai Stabilitási Mechanizmuson (ESM) belül egy olyan új, kétlépcsős mechanizmus kialakítását javasolták az euróövezeti adósságátütemezéshez, amely lehetővé tenné a likviditási és szolvenciaválságok pontosabb megkülönböztetését. Magas adósságteher esetén azonnali futamidő-hosszabbítás következne, majd egy mélyrehatóbb adósságátstrukturálás, ha a válság utáni adósság fenntarthatatlannak bizonyul. Az adós országoknak hitelezői részvételi záradékkal (*Creditor Participation Clauses*, CPC) kellene adósságot kibocsátaniuk. A mechanizmus fokozatosan, az adósságok megújításával (*rollover*) párhuzamosan lépne életbe, így lenne idő az adósság csökkentésére (Andritzky, Christofzik, Feld és Scheuering, 2018).

Valószínűleg a legmeglepőbb eredmények Kevin B. Grier és Robin M. Grier tanulmányában szerepelnek. A szerzők szerint a washingtoni konszenzus működött, csak az érintettek túl korán hagyták el, így érdemes lenne egy második esélyt kapnia. A megállapítás alapjául szolgáló elemzés negyvenkilenc, 1970 és 2015 közötti eset adataira épült. Ezért ez akár a reform első javaslatának is tekinthető: vissza kell állítani a kilencvenes évek rendszerét (Grier és Grier, 2020).

A 2. ábrán látható, hogy a piaci alapú (szerződéses) vagy egyes ajánlatok már a 2010-es évek előtt is domináltak, csupán az európai szuverén válságok kapcsán került néhány jogszabályi megoldás előtérbe.

2. ábra

A Covid19-járvány (2020) előtti javaslatok*



* Forrás: saját szerkesztés

Főbb javaslatok a járvány kitörése óta, új(?) trendek

A Covid19-világjárvány kitörése óta számos újnak ható javaslat érkezett, ebben a részben azok közül próbáltuk meg összegyűjteni a legfontosabakat.

2020 áprilisában a Centre for Economic Policy Research (CEPR) kutatói készítettek egy többféle javaslatot is tartalmazó csomagot. A tanulmányban szereplő legfontosabb kezdeményezésük, hogy be kellene vezetni a sürgősségi adósságtörlesztés-felfüggesztést, és egy központi hitelkeret (*Central Credit Facility*, CCF) biztosítását javasolták a felfüggesztést kérelmező valamennyi ország számára. A keret lehetséges ügyműként valamelyik multilaterális fejlesztési bankot vagy a Világbankot jelölték meg, amely az érintettek és a szükséges lépések koordinációjáért is felelne (Bolton, Buchheit, Gourinchas, Gulati, Hsieh, Panizza és Weder di Mauro, 2020). A felfüggesztés megtörtént ugyan, de nem minden kérelmező országban. A CCF keretrendszer bevezetése végül elmaradt.

Joseph Stiglitz és Hamid Rashid szintén a CEPR keretében írta a már hivatkozott tanulmányt, amelyben azonnali lépéseket követeltek. Szerintük a szuverénadósság-felfüggesztés – akár a magánhitelezőkre is kiterjesztve – szükséges része az ideális megoldásnak. Ezenkívül erősebb CAC-ok és SCDI-k alkalmazását tartották üdvösnek, és némi változtatást javasoltak a főbb irányadó jogokban (pl. New York-i egyezmény) is. A magas kockázatú hitelezés és kitartás visszaszorítása érdekében a túlzott hozamokra kivetett adót tekintik a megfelelő szabályozói (gazdaságpolitikai) eszköznek. A szuverén szociális kötelezettségeinek (pl. a polgároknak nyújtott alapvető szolgáltatások, nyugdíjak stb.) védelme érdekében szükség van egyfajta (például az amerikai *Bankruptcy Basics* 9. fejezete szerinti) szuveréncsőd-szabályozásra, mert azoknak elsőbbséget kell élvezniük a magánhitelezők pénzügyi követeléseivel szemben. Továbbá az államkötvényekre vonatkozóan is szükség lenne egy *vis maior* (a teljesítés lehetetlensége vagy kivitelezhetetlensége esetén alkalmazandó) szabályra, de legalább egyfajta átmeneti kedvezmény megfogalmazására, amely jogi megoldást vázol az előre nem látható eseményekre, például járványra vonatkozóan. Az ilyen klauzulától függetlenül a „szükséghelyzet doktrínája” (gyors válasz egy addig nem tapasztalt



válságra) mindig szerepet játszhat az adósságfizetés felfüggesztésében (mint például Görögország esetében). Ami az adósság csökkentését illeti, a szerzők a meglévő államkötvények visszavásárlását említették, esetleg egy „*donor buy-in*” (pl. IMF, európai pénzügyi stabilitási alapok stb.) révén. Azt javasolták, hogy az IMF-en belül azonnal hozzanak létre egy nemzetközi szervezet a meglévő államkötvények visszavásárlására (Stiglitz és Rashid, 2020).

Ferdous Rahman a restrukturálási folyamat kihívásairól írt, valamint az ezen akadályok mérséklésére irányuló nemzeti és nemzetközi kezdeményezésekről, kiemelten a CAC-ról. A szerző szkeptikus az utóbbiaknak a késések csökkentésében való hatékonyságával kapcsolatban. A tanulmányban azt is megállapította, hogy a CAC-ok növelik az államok hitelfelvételi költségeit (Rahman, 2020).

2020 szeptemberében Bulow és társai három lehetséges megoldást javasoltak a bevezetőben leírt problémákra (Bulow *et al.*, 2020):

1. nagyobb átláthatóság az adósságadatok és az adósságszerződések tekintetében (*ex ante* és *ex post* eszközök);
2. realisabb gazdasági előrejelzések, amelyek lefelé mutató kockázatokat is tartalmaznak (*ex ante* eszközök);
3. új jogszabályok az államadósság rendezett átstrukturálásának támogatására (*ex post* eszközök).

Az első két pontot nagyrészt az adósságválságok megelőzésére szánták. Úgy vélték, a Világbanknak, az IMF-nek és a G20-nak meg kell erősítenie az adósságstatisztikai átláthatóságát. Viszont új problémakör merült fel a kínai bilaterális hitelezéssel kapcsolatban, amely számos fejlődő országot érint. Sajnos, a legtöbb esetben az azzal kapcsolatos szerződéseket titoktartási záradékkal látják el, így nincs egyértelmű kép az államadósság teljes mértékéről. A magánszektor kitettségére vonatkozó részletesebb adatok a hitelezők és az adósok közötti gyorsabb tárgyalásokat eredményezhetnek, és lehetővé tennék mindkét fél számára a kockázatok (például az esetleges „kitartás”) hatékonyabb azonosítását. A nagyobb átláthatóság azt is jelentené, hogy teljes körűen nyilvánosságra hoznák az államkötvények és a CDS-ek végső tulajdonosait (amelyek egyik napról a másikra változhatnak). Az összes érintett szereplőről és a tartozásokról való pontosabb ismeretek hatékonyabb ellenőrzést tehetnének

lehetővé. Ugyanakkor javulnia kell az államadósságról és az állami vállalatok tulajdonában lévő adósságról szóló adatszolgáltatásnak is. Az is elengedhetetlen, hogy realisabb gazdasági előrejelzések legyenek, amelyek lefelé mutató kockázatokat is tartalmaznak. Mindez szükséges ahhoz, hogy el lehessen kerülni az állam finanszírozási szükségleteinek az alá- és az adósságszolgálati képességek túlbecslését.

A szerzők szerint új jogszabályokra is szükség van a rendezett állam-adósság-átstrukturálás támogatásához, ezért egy erős, törvényi megközelítést szorgalmaznak. A legtöbb esetben a nemzetközi kötvényekre a New York-i és a londoni jog az irányadó. Főként – de nem csak – ezekben új jogi lépésekre is szükség van a rendezettebb adósságmenedzsment érdekében. Ehhez egyenlőbb versenyfeltételek kellene az államadósok és a hitelezők között, például nemzeti jogszabályok korlátozhatják a jelentősen a névérték alatt vásárolt nemteljesítő államkötvényekből visszaigényelhető összegeket. Létezik is már erre néhány példa: az Egyesült Királyság 2010-ben hasonló szabályozást hozott a HIPC-országokra vonatkozóan, Belgium pedig 2015-ben fogadta el az ilyen kötvényekre specializálódó „keselyűalapok” (*vulture funds*) elleni törvényt, amelynek célja annak a megakadályozása, hogy azok mint peres, „kitartó” hitelezők blokkolják az Euroclear elszámolóházon keresztül teljesített kifizetéseket. A szerzők a nemzeti jogszabályok által megkönnyítendő „többségi átstrukturálásra” is javaslatot tettek, tehát egy olyan megoldásra, amelynek eredményeként mindenkre kötelező érvényű megállapodás születne, ha a kormányok és a hitelezők többsége megállapodnak.

Az egyik valóban újszerű megközelítés Tim Willems nevéhez fűződik, aki (az IMF közgazdászaként) egy teljesen piaci alapú aukciós rendszert javasol az államadósság átstrukturálására. Az átstrukturált adósságállományt a hitelezői preferenciákhoz igazítja, így annak a szerkezetátalakítás után fenntarthatónak kell lennie. Az egyes országoknak nyújtandó adósságkönnyítés optimálisan megoszlaná a hitelezők között, ami minimalizálná az átlagos elengedés mértékét és a „kitartási” problémát (Willems, 2020).

Maga az IMF egy átfogó szakpolitikai tanulmányban foglalta össze az államadósság kezelésével kapcsolatos 2014 utáni eredményeit, és néhány reformot is javasolt (*IMF eLibrary*, 2020). A szerzők kiemelték a magánszektor hitelezőit érintő, 2014 óta bekövetkezett fejleményeket:



- A magánkövetelésekre kiterjedően több mint tizenkét államadóság-átstrukturálást zártak le, mindezt általában zökkenőmentesen, rövidebb átlagos futamidővel és magasabb hitelezői részvétellel, elsősorban a CAC-ok miatt.
- Az adósságinstrumentumok és a hitelezői bázis sokszínűbbé váltak, ezért a közelmúlt néhány restrukturálása során a hitelezői koordináció külön kihívást jelentett.
- Úgy tűnik, a továbbfejlesztett CAC-ok jól működnek. E klauzula ún. kéttagú összesített szavazási mechanizmusa (*two-limb aggregated voting mechanism*)⁴ széles körben elterjedt, és már korábban is használták a restrukturálásokban. Az egytagú (*single-limb*) szavazási mechanizmust⁵ még nem alkalmazták az IMF-eljárásokban, bár a 2014 után kibocsátott nemzetközi államkötvények 90 százaléka tartalmazott egytagú összesített CAC-okat (Buchheit *et al.*, 2019).
- Vannak célzott szabályozói eszközök – például a néhány fejlett gazdaságban irányadó „keselyűalapok elleni szabályozás” –, amelyek az államadósság-restrukturálások szerződéses megközelítését egészítik ki.

Az IMF szakértői szerint a jelenlegi szerződéses megközelítés 2014 óta döntően hatékonyan működik, de még mindig vannak kihívásai. Ezek közé tartozik, hogy

- összességében még mindig kevés a harmadik generációs (egytagú) CAC-okkal megfinanszírozott államkötvény;

4 Az aggregált CAC lehetővé teszi az összes sorozat összes tulajdonosának, hogy – a korábbi sorozatonkénti 75%-os szavazás helyett – együtt szavazzanak a javasolt restrukturálásról, miközben megtartja a szavazatokat minden sorozatban, bár alacsonyabb szavazati küszöb mellett (66,67%, tehát 2/3 egészében és 50% sorozatonként, feltéve, hogy azt az összes érintett sorozat 85%-a jóváhagyta). A kitartásra (ún. „holdout”) játszó hitelezőnek nehezebb blokkoló pozícióba jutnia.

5 Az egytagú CAC-ok egyetlen szavazatot igényelnek, s annak az érintett kötvények összességében kell meglennie. Azáltal, hogy megszűnik a sorozatonkénti szavazás (azaz a második „tag”) követelménye, az egytagú szavazási eljárás megszünteti annak a lehetőségét, hogy egy adott kibocsátáson belül a hitelező ellenőrző pozíciót szerezzen, és megakadályozza a megegyezést.

- az adósság egyéb formáiból (például a szindikált hitelekben vagy a szubszuverén adósságból) gyakran hiányoznak a fizetési feltételek többségi átstrukturálására vonatkozó rendelkezések;
- megnövekedett a biztosítékok és a biztosítékszerű eszközök alkalmazása, ami megnehezíti a szerkezetátalakításokat (tehát az IMF a biztosítékok ellen foglal állást);
- továbbra is létezik az információs aszimmetria, és hiányzik a közös értelmezés „a szerkezetátalakítások hatóköre” és a követelések besorolása tekintetében.

Az elvi irányokat kijelölő tanulmány számos javaslatot tartalmaz a megoldási eszköztár fejlesztése ügyében:

1. A jelenlegi szerződéses megközelítést a hitelezői „kitartás” korlátozására bővítenék az ún. vagyonkezelői alap struktúrák (*trust structures*) alkalmazásával és a kölcsönszerződésekben a fizetési feltételekre vonatkozó többségi elvű rendelkezésekkel. Az SCDI-k segíthetnek a bizonytalanság kezelésében, és megvédhetik az államot a negatív kockázatoktól. Az IMF több anyagot is közzétett ezekkel kapcsolatban (pl. Guerson, 2021), így e lehetőség jelentős támogatójának tekinthető.
2. Az IMF nagyon kétértelmű a „keselyűalap-ellenes” szabályozás ügyében. Általános megközelítése, hogy a vonatkozó szabályozás fontos jogi és politikai kérdéseket vethet fel, ezért gondosan az adott esetre kell szabni annak érdekében, hogy valóban elérje a célját.
3. Az IMF és más nemzetközi pénzügyi intézmények finanszírozási keretrendszerét erősíteni kell.
4. A nemzetközi közösségnek támogatnia kell az adósságtranszparenciát, és – többek között szakmailag is – segítenie kell az országokat az adósságkezelési kapacitásuk előzetes megerősítésében.
5. Amennyiben a Covid okozta rendszerszintű államadósság-válság kialakul, előfordulhat, hogy a jelenlegi szanálási eszköztár nem lesz elegendő annak a hatékony kezelésére. Ezért rövid időn belül további eszközökre lesz szükség. Mivel a szerződéses reformok hatályba lépéséhez időre van szükség, az ilyen sürgősségi eszközök csak pénzügyi vagy jogszabályi jellegűek lehetnek.



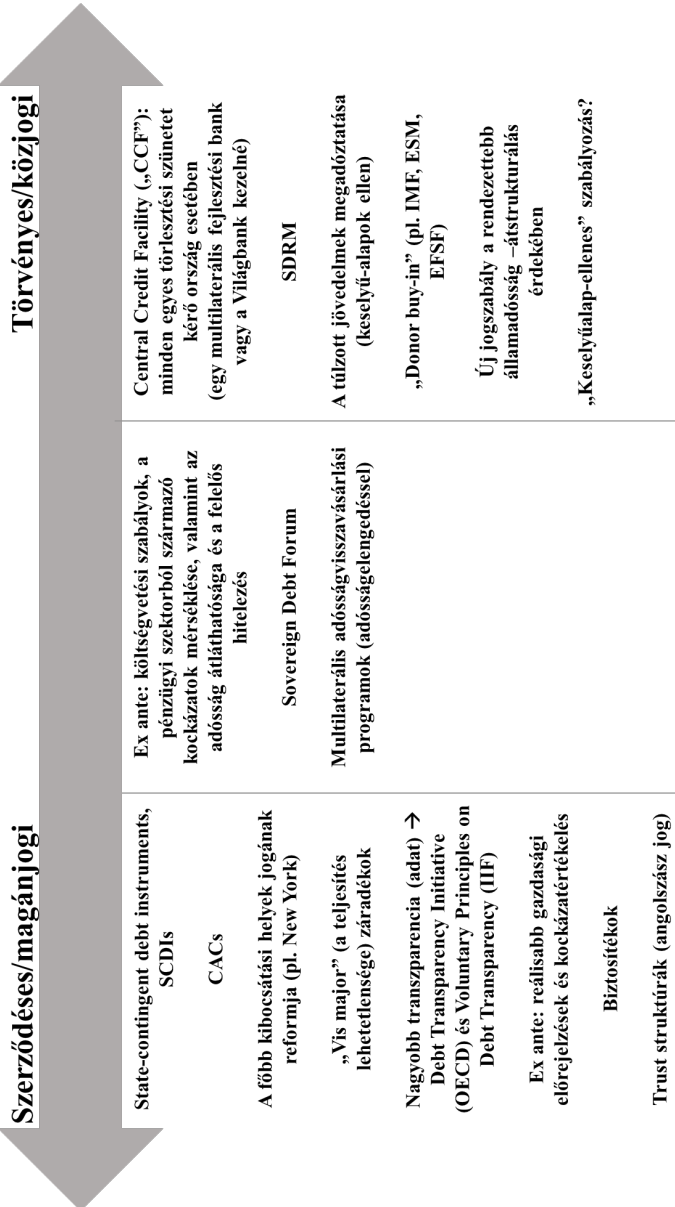
Az ötletek egy másik nagyobb csoportja az OECD-hez köthető. A Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet szerint a szakpolitikai/elvi eszköztárat ki kell terjeszteni az alacsony jövedelmű országokon túlra, így gyakorlatilag a HIPC kezdeményezés személyi hatályának a kibővítését javasolják. Jelenleg a nem alacsony jövedelmű fejlődő országok (például a legtöbb latin-amerikai állam), továbbá sok közepes jövedelmű gazdaság, valamint azon országok, amelyek hitelezői túlnyomórészt a magánszektorból érkeznek, nem jogosultak a G20-kezdeményezésekre. Ezért az OECD három intézkedést támogatna (OECD, 2021):

1. elegendő likviditás biztosítása a fizetőképes, de sérülékeny országok számára;
2. szükség esetén az adósság-restrukturálási folyamatok egyszerűsítése;
3. az összes hitelfelvevő országban az adósságkezelési keretek, a transzparencia és az elszámoltathatóság javítása.

Friedrich Heinemann az Európai Gazdasági és Monetáris Unió (EMU) lehetséges SDRM-jének a politikai gazdaságtanát, az ahhoz kapcsolódó politikai játszmákat kutatta. A tanulmánya megállapításai szerint azok az országok, amelyeknek alacsony az adósságállománya, támogatják ezt az elképzelést, míg ahol magas, ott inkább ellenzik – akárcsak az európai intézmények koalíciója (Heinemann, 2021).

Christina Laskaridis az ENSZ *COVID-19 Response and Recovery* projektjének keretében foglalta össze a világjárvány kitörése óta zajló válságmegoldási vitát. A szerző felismerte a különböző politikai döntéshozók és intézmények közötti egyetértés alacsony szintjét, és a gazdasági, társadalmi és kulturális jogok védelme mellett érvelt (Laskaridis, 2021). A véleménye így az IMF és az OECD által javasolt elképzelésekhez képest a spektrumnak az átellenes végén helyezhető el. Lentner Csaba, Vasa László és Hegedűs Szilárd arra hívta fel a figyelmet, hogy nemcsak a központi költségvetés, hanem az önkormányzati adósságok szintje is megemelkedett a járvány kapcsán, és nem szabad majd elhanyagolni a társadalmi következményeket sem (Lentner, Vasa és Hegedűs, 2021).

3. ábra*
„Új” ötletek a Covid19-járvány kitörése óta



* Forrás: saját szerkesztés



A 3. ábra összefoglalja a Covid19 kitörése utáni új ötleteket. Amint azt megfigyelhetjük, az adósságelengedés ötlete gyakorlatilag eltűnt a szakirodalomból, s továbbra is a szerződéses irány dominál. A járvány kapcsán előkerült a legtöbb régi javaslat, mégpedig erős szerződéses dominanciával. Született azonban néhány újabb ötlet is, például az SCDI vagy a Trust megoldás. A CAC manapság mindenhol hangsúlyos, különösen a 3. generációs (egytágú) változata. Több javaslatban szerepel a biztosítékok kérdésköre is, bár nem mindig támogató hangsúllyal (pl. IMF). Fontossá vált az *ex ante* gondolkodás és azzal összefüggésben a nagyobb adatátláthatóság is (ez szintén a piaci megoldás részének tekinthető). A „keselyűalap-ellenes” jogszabályokat a nemzetközi szervezetek gyanakvással figyelik, ez is jelzi a magánjogi jellegű megközelítés primátusát.

Konklúzió és a jövőbeni kutatási irányok

A világjárvány okozta sokk arra is lehetőséget adott a döntéshozóknak, hogy átgondolják az államadósság-átstrukturálás rendszerének a jelenlegi felépítését. A pandémiával kapcsolatos problémák miatt mindenképpen szükséges lenne valamiféle előrelépés. Az adósságválságok veszélye sok régi javaslatot is visszahozott, csak új változatban. Mindenki egyetért abban, hogy az *ex ante* eszköztárat nagyobb átláthatósággal, jobb előrejelzésekkel és hitelminősítésekkel kell bővíteni. Az utólagos mechanizmusokról szóló vita azonban éppoly heves, mint korábban. A tanulmányok többsége a meglévő magánjogi keretek korszerűsítését javasolja, de egyre többen ajánlják az egységes nemzetközi rezsimek és csődszabályok létrehozását. A vita folyamatos, de a hatékonyabb és átláthatóbb államadósság-kezelés mindenki érdeke. Az biztos, hogy egy új jogszabályi, közjogi rendszer vagy államadósság-átstrukturálási mechanizmus kialakítása sok időbe telne, de hosszú távon valószínűleg mégis érdemes lenne egy összehangoltabb, ezáltal hatékonyabb keretrendszert létrehozni. Nyilván ez nem utolsósorban nemzetközi politikai kérdés is. A jövőbeni kutatások célja lehet a régi és az új javaslatok életképességének az elemzése – akár megvalósíthatók és elfogadhatók azok a jelenlegi hitelezői, illetve politikai környezetben, akár nem.

Irodalomjegyzék

- Abbas, Ali S., Pienkowski, Alex és Rogoff, Kenneth (szerk.) (2020). *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Oxford: Oxford University Press.
- Anand, Kartik és Gai, Prasanna (2019). Pre-Emptive Sovereign Debt Restructuring and Holdout Litigation. *Oxford Economic Papers*, 71(2), 364–381.
- Andritzky, Jochen, Christofzik, Désirée I., Feld, Lars P. és Scheuering, Uwe (2018). A Mechanism to Regulate Sovereign Debt Restructuring in the Euro Area. *Freiburger Diskussionspapiere zur Ordnungsökonomik*, 18(1).
- Bank of Canada (2021). BoC–BoE Sovereign Default Database 2021. A letöltés ideje: 2021. szeptember 2. <https://www.bankofcanada.ca/2021/07/staff-analytical-note-2021-15/#Whats-new-in-2021>.
- Barr, David, Bush, Oliver és Pienkowski, Alex (2014). GDP-Linked Bonds and Sovereign Default. *Bank of England*. A letöltés ideje: 2021. szeptember 8. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2014/gdp-linked-bonds-and-sovereign-default.pdf>.
- Benjamin, David és Wright, Mark L. J. (2019). Deconstructing Delays in Sovereign Debt Restructuring. *Oxford Economic Papers*, 71(2), 382–404.
- Bethlendi András (2018). Sovereign Defaults and How to Handle Them. *Civic Review*, (14), 93–113.
- Bi, Ran, Chamon, Marcos és Zettelmeyer, Jeromin (2016). The Problem That Wasn't: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings. *IMF Economic Review*, 64(3): 471–501.
- Bolton, Patrick, Buchheit, Lee, Gourinchas, Pierre-Olivier, Gulati, Mitu, Hsieh, Chang-Tai, Panizza, Ugo és Weder di Mauro, Beatrice (2020). Born Out of Necessity: A Debt Standstill for COVID-19. *CEPR*. A letöltés ideje: 2021. szeptember 6. https://cepr.org/active/publications/policy_insights/viewpi.php?pino=103.
- Bredenkamp, Hugh, Hausmann, Ricardo, Pienkowski, Alex és Reinhart Carmen (2020). Challenges Ahead. In Abbas, Ali S., Pienkowski, Alex és Rogoff, Kenneth (szerk.), *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Oxford: Oxford University Press.
- Brooke, Martin, Mendes, Rhys, Pienkowski, Alex, és Santor, Eric (2013). Sovereign Default and State Contingent Debt. *Bank of Canada Discussion Paper*, (3).



- Buchheit, Lee, Chabert, Guillaume, DeLong, Chanda és Zettelmeyer, Jeromin (2019). How to Restructure Sovereign Debt: Lessons from Four Decades. *Peterson Institute for International Economics Working Paper*; (19)8. A letöltés ideje: 2021. szeptember 6. <https://www.piie.com/publications/working-papers/how-restructure-sovereign-debt-lessons-four-decades>.
- Buchheit, Lee, Gelpern, Anna, Gulati, Mitu, Panizza, Ugo, Weder di Mauro, Beatrice és Zettelmeyer, Jeromin (2013). Revisiting Sovereign Bankruptcy. *Brookings*. A letöltés ideje: 2021. szeptember 2. https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/CIEPR_2013_RevisitingSovereignBankruptcyReport.pdf.
- Bulow, Jeremy, Reinhart, Carmen, Rogoff, Kenneth és Trebesch, Christoph (2020). The Debt Pandemic. *International Monetary Fund*. A letöltés ideje: 2021. augusztus 28. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2020/09/debt-pandemic-reinhart-rogoff-bulow-trebesch.htm>.
- Das, Udaibir S., Papaioannou, Michael G. és Trebesch, Christoph (2012). Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylised Facts. *IMF Working Paper*; (203). A letöltés ideje: 2021. szeptember 6. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Sovereign-Debt-Restructurings-1950-2010-Literature-Survey-Data-and-Stylized-Facts-26190>.
- Daseking, Christina és Powell, Robert (1999). From Toronto Terms to the HIPC Initiative: A Brief History of Debt Relief for Low-Income Countries. *IMF Working Paper*; (142). A letöltés ideje: 2021. szeptember 2. <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/1999/142/article-A001-en.xml>.
- Dodd, Randall (2002). Sovereign Debt Restructuring. *The Financier*; (9), 1–6.
- Eichengreen, Barry (2003). Restructuring Sovereign Debt. *Journal of Economic Perspectives*, 17(4), 75–98.
- Ghosal, Sayantan, Miller, Marcus és Thampanishvong, Kannika (2019). Waiting for a Haircut? A Bargaining Perspective on Sovereign Debt Restructuring. *Oxford Economic Papers*, 71(2), 405–420.
- Gianviti, François, Krueger, Anne O., Pisani-Ferry, Jean, Sapir, Andre és Von Hagen, Juergen (2010). A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal. *Bruegel*. A letöltés ideje: 2021. szeptember 8. <https://www.bruegel.org/2010/11/a-european-mechanism-for-sovereign-debt-crisis-resolution-a-proposal/>.

- Gitlin, Richard és House, Brett (2014). A Blueprint for a Sovereign Debt Forum. *CIGI Paper* (27). A letöltés ideje: 2021. szeptember 12. https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi_paper_27_0.pdf.
- Grier, Kevin B. és Grier, Robin M. (2020). The Washington Consensus Works Causal Effects of Reform, 1970–2015. *Journal of Comparative Economics*, (49), 59–72.
- Guerson, Alejandro D. (2021). Optimal State Contingent Sovereign Debt Instruments. *IMF Working Paper*, (230). A letöltés ideje: 2021. szeptember 12. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/09/09/Optimal-State-Contingent-Sovereign-Debt-Instruments-465403>.
- Hagan, Sean (2005). Designing a Legal Framework to Restructure Sovereign Debt. *Georgetown Journal of International Law*, (36), 299–402.
- Heinemann, Friedrich (2021). The Political Economy of Euro Area Sovereign Debt Restructuring. *Constitutional Political Economy*, (32), 502–522.
- IMF (2016). Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Statistical Update. A letöltés ideje: 2021. december 1. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Heavily-Indebted-Poor-Countries-Initiative-and-Multilateral-Debt-Relief-Initiative-PP5024>.
- IMF (2020). IMF Lending Lifeline: Addressing Urgent Financing Needs Brought on by the Pandemic. A letöltés ideje: 2021. augusztus 28. <https://blogs.imf.org/2020/11/16/imf-lending-lifeline-addressing-urgent-financing-needs-brought-on-by-the-pandemic/>.
- IMF eLibrary (2020). The International Architecture for Resolving Sovereign Debt Involving Private-Sector Creditors – Recent Developments, Challenges, and Reform Options. A letöltés ideje: 2021. szeptember 28. <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/007/2020/043/007.2020.issue-043-en.xml>.
- Kaiser, Jürgen (2013). Resolving Sovereign Debt Crises. Towards a Fair and Transparent International Insolvency Framework. *FES Working Paper*. A letöltés ideje: 2021. szeptember 5. https://library.fes.de/pdf_files/iez/10263.pdf.
- Klinghammer István (2018). Gazdaság – statisztika – térkép. A statisztikai adatok vizualizálásának kezdetei – a kartogram-ábrázolás megjelenése. *Külügyi Szemle*, 17(2), 172–178.
- Krueger, Anne O. (2002). *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. Washington, DC: International Monetary Fund.



- Laskaridis, Christina (2021). Actions and Proposals for COVID-19 Debt Crisis Resolution: A Summary of the Debate. *UNCTAD*. A letöltés ideje: 2021. december 1. https://mobilizingdevfinance.org/sites/mobilizedevresources/files/2021-10/DA_COVID_FFD_ChLask-DebateSum16.21.pdf.
- Lentner Csaba (2020). *East of Europe, West of Asia*. Budapest–Párizs: L'Harmattan.
- Lentner Csaba, Vasa László és Hegedűs Szilárd (2021). A Comparative Analysis of the Debt Dynamics of Municipalities and Their Municipally Owned Corporations in the EU Member States with a Special Focus on Hungary. *Romanian Journal of European Affairs*, 21(1), 134–153.
- Lerrick, Adam és Meltzer, Allan H. (2003). Blueprint for an International Lender of Last Resort. *Journal of Monetary Economics*, 50 (1), 289–303.
- Makin, Anthony és Layton, Allan (2021). The Global Fiscal Response to COVID-19: Risks and Repercussions. *Economic Analysis and Policy*, 69, 340–349.
- Martonyi János (2015). Az egyenlő elbánás elvének elhalása a világ-gazdaságban. *Külgazdaság*, 59(3–4), 19–31.
- OECD (2021). The Rise in Public Debt Caused by the COVID-19 Crisis and the Related Challenges. A letöltés ideje: 2021. augusztus 28. https://read.oecd-ilibrary.org/view/?ref=1095_1095388-c8lladkfmx&title=The-rise-in-public-debt-caused-by-the-COVID-19-crisis-and-the-related-challenges&_ga=2.120932744.1662369450.1631712208-42675934.1631712208.
- Paulus, Christoph (2010). A Standing Arbitral Tribunal as a Procedural Solution for Sovereign Debt Restructurings. In Braga, Carlos Alberto Primo és Vincelette, Gallina Andronova (szerk.), *Sovereign Debt and the Financial Crisis: Will This Time Be Different?* Washington, DC: World Bank Publishers.
- Raffer, Kunibert (2005). The Present State of the Discussion on Restructuring Sovereign Debts: Which Specific Sovereign Insolvency Procedure? In UNCTAD (szerk.), *Proceedings of the Fourth Inter-Regional Debt Management Conference*. Genf–New York, NY: United Nations.
- Rahman, Ferdous (2020). Critical Review of the International and Contractual Measures for Optimal Restructuring. *Law and Financial Markets Review*, 14(4), 249–254.

- Reinhart, Carmen és Sbrancia, M. Belen (2015). The Liquidation of Government Debt. *IMF Working Paper*, (7). A letöltés ideje: 2021. szeptember 2. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Liquidation-of-Government-Debt-42610>.
- Rieffel, Lex (2003). *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery*. Washington, DC: Brookings Institution Press.
- Rogoff, Kenneth és Zettelmeyer, Jeromin (2002). Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976–2001. *IMF Staff Papers*, 49(3), 470–507. A letöltés ideje: 2021. szeptember 5. <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2002/03/pdf/rogoff.pdf>.
- Roubini, Nouriel és Setser, Brad (2004). *Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Markets*. Washington, DC: Institute for International Economics.
- Schier, Holger (2007): *Towards a Reorganisation System for Sovereign Debt: An International Law*. Boston, MA: Nijhoff.
- Skeel, David A. és Bolton, Patrick (2005). Inside the Black Box: How Should a Sovereign Bankruptcy Framework Be Structured? *Emory Law Journal*, (53), 763–822.
- Stiglitz, Joseph (2010). *The Stiglitz Report: Reforming the International Monetary and Financial Systems in the Wake of the Global Crisis*. New York, NY: The New Press.
- Stiglitz, Joseph és Rashid, Hamid (2020). Averting Catastrophic Debt Crises in Developing Countries. *CEPR Policy Insight*, (104).
- Trebesch, Christoph (2018). Resolving Sovereign Debt Crises: The Role of Political Risk. *Oxford Economic Papers*, 71(2), 421–444.
- Willems, Tim (2020). A Proposal for an Auction-Based Sovereign Debt Restructuring Mechanism. *VoxEU*. A letöltés ideje: 2021. szeptember 13. <https://voxeu.org/article/proposal-auction-based-sovereign-debt-restructuring-mechanism>.
- Williamson, John (1989). What Washington Means by Policy Reform. In Williamson, John (szerk.), *Latin American Readjustment: How Much Has Happened*. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 90–120. o.
- Willems, Tim (2020). A Proposal for an Auction-Based Sovereign Debt Restructuring Mechanism. *VoxEU*. A letöltés ideje: 2021. szeptember 13. <https://voxeu.org/article/proposal-auction-based-sovereign-debt-restructuring-mechanism>.