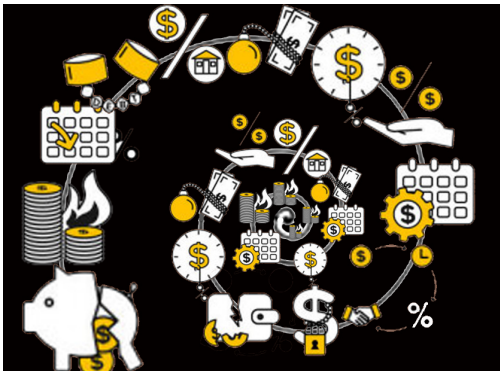


# A hitelezők szeretik az adósságot

Kategória: [2021. szeptember](#)

Írta: Frédéric Lemaire



Az elmúlt években olyan nagy országoknak, mint Franciaország és Németország, sikerült negatív kamatláb mellett hitelt felvenniük.<sup>[1]</sup>

Mással, pénzt keresnek azzal, hogy kölcsönkérnek, és ami még meglepőbb, a befektetők hajlandók fizetni azért, hogy kölcsönt nyújtsanak nekik. Hogyan magyarázható meg egy ilyen örült helyzet? Úgy, ha rámutatunk, hogy az államadósság a pénzpiac alapvető forrása. Az államkötvény már a negatív kamatlábak megjelenése előtt is alapvető szerepet játszott a pénzügyi piacok fejlődésében. A perspektívát tehát meg kellene fordítani: az államadósság nem egy szívdessé, a nagylelkű hitelezők kegyes ajándéka a pénztelen államoknak, hanem és jóval inkább „manna, táplálék, amelyre a piacoknak alapvető szükségük van” – a *La Tribune* című pénzügyi napilap igazgatójának<sup>[2]</sup> szavaival élve.

## Az eurodollar-piac

Az 1970-es és 1980-as években az államadósság kezdetben felszívta azokat az óriási megtakarításokat, amelyek már a globális gazdaságot fenyegették. Az olajexportáló országok dollárhegyeket halmoztak fel, amelyeket nem voltak képesek felhasználni. Kis gazdaságaik képtelenek voltak ennyi pénzt beruházásra vagy akár (import-) fogyasztásra elkölteni, bankrendszerük pedig nem volt elég fejlett ahhoz, hogy a pénzt kihelyezze, hitelezze, és kamatbevételekkel tovább növelje. Az amerikai infláció – amely 1973-ban és 1979-ben kétszámjegyű rátákat ért el – csökkentette ezeknek a tartalékoknak az értékét, miközben a tulajdonosok természetesen növelni szerették volna. Az olajimportáló országok pedig fordítva, nagy kereskedelmi deficitet halmoztak fel az olajárak sorozatos emelkedése miatt.

A helyzet áldást hozott az akkoriban fellendülőben lévő offshore finanszírozás iparágára, amely az eurodollar-piacon működött. Ez a piac a londoni székhellyel rendelkező nagy amerikai és európai bankokból állt, amelyek a nemzeti szabályozások kijátszásával dollárbetéteket és dollárkölcsönöket fogadtak be, illetve helyeztek ki a nemzetközivé vált piacon. Az Egyesült Államokban például érvényben volt a New Dealből örökölt kamatplafon (Q-rendelet), amely arra kényszerítette az Egyesült Államokban működő bankokat, hogy alacsony vagy akár negatív (infláció utáni) reálkamatlábakat számítsanak fel. Az eurodollar-piac másrészt az adózás megkerülését is lehetővé tette, az USA-ban ugyanis adózni kellett volna a külföldre kihelyezett kötvények vagy a kamatjövedelmek után, így a hazai befektetések helyett az eurodollar-piac vált sok amerikai nagybefektető célpontjává. A Bank of England aktívan támogatta, míg a Federal Reserve csendben félrenézett, miközben az amerikai bankok kihasználták az eurodollar-piac előnyeit, hogy jól jövedelmező befektetéseket kutassanak fel a világ minden táján, és így magasabb kamatot fizessenek az ügyfeleiknek. Ezek közé tartoztak az olajexportáló monarchiák, de a gazdag amerikai megtakarítók is, akik az otthoni infláció okozta alacsony vagy negatív kamatlábak elől menekültek el.

A világgazdaságban keletkezett felhasználatlan megtakarítások visszaforgatásához az államadósság elsődleges célpont volt. Ez különösen igaz volt a fejlődő országokra,<sup>[3]</sup> ahol a finanszírozási igény korlátlannak tűnt, amit az iparosítás és a gazdasági felzárkózás vágya vagy az önkényuralmi rendszerek mohósága táplált. A bankároknak nem volt nehéz meggyőzniük ezeket a kormányokat, hogy engedjenek a „könnyű és olcsó pénz” szirénhangjainak. 1970 és 1980 között a nagy nemzetközi bankok által a fejlődő országoknak nyújtott hitelek 33,6-szorosra, 3,8 milliárd dollárról 128 milliárd dollárra nőttek<sup>[4]</sup> – ez teremtette meg a terepet az 1980-as évek nagy adósságválságaihoz.

2005-ben azonban Ben Bernanke, aki később a Federal Reserve elnöke volt (2006–2014), egészen más magyarázatot adott az államadósság növekedésének – ezúttal az Egyesült Államok adósságáról szólt. Azzal érvelt, hogy az adósságállomány nem annyira a laza költségvetési fegyelem, mint inkább a befektetést kereső megtakarítások túltengése, a „*savings glut*”<sup>[5]</sup> miatt alakult ki.

### A gazdaság pénzügyiesítése

Az államadósság kiválóan felszívta az olajexportálók valutatöbbletét, és így megakadályozta, a megtakarítások túlsordulását, majd döntő szerepet játszott a pénzpiacok 1980-as évektől kezdődő terjeszkedésében. Abban az időben az állam szükségleteinek a finanszírozása (például Franciaországban a kincstáron keresztül)<sup>[6]</sup> szinte mindenütt átalakult, és a régi módszerek helyére a pénzpiacon forgalmazott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kibocsátása lépett. Ez a gazdaság pénzügyiesítésének egyik legfontosabb eredménye, hiszen ideális lehetőséget jelent a gazdag magánszemélyek és befektetők számára. Annál is inkább, mivel ez az időszak (már) a leggazdagabbak adócsökkentéséről szól, állítólag a magánberuházások ösztönzése érdekében. A következmény: „A gazdagoknak nyújtott adókedvezmények egyhúzásra növelték meg az államadósságot és a nagy megtakarítások hozamát” – magyarázza Bruno Tinel és Franck Van de Velde.<sup>[7]</sup> Létrehoztak egy fordított újraelosztási folyamatot. A gazdagok kettős haszonhoz jutnak: egyrészt adókedvezményben, másrészt biztos kamatjövedelemben. Az első következtében nőnek a megtakarításaik, és ebből tudnak kölcsönözni az eladósodott államoknak – amelyeket maga az adókedvezmény adósított el.

Az első francia államkötvényt (OAT) 1985-ben bocsátották ki. Azóta a forgalomképes adósságok mennyisége a piacokon folyamatosan növekszik. A francia Nemzeti Statisztikai és Gazdasági Kutatóintézet (INSEE) becslése szerint Franciaország adósságállománya 1985-ben 233 milliárd euró volt (a bruttó hazai termék [GDP] 30,7%-a). Ez 2008-ra csaknem hatszorosára, 1370 milliárd euróra (a GDP 68,8%-ára) nő, majd 2020-ra eléri a 2650 milliárd eurót (a GDP 116,4%-át), beleértve a több mint 2000 milliárd eurós forgalomképes adósságot. Az állampapírok áradata rengeteg „alapanyagot” szolgáltat a piaci befektetők számára: biztonságos, likvid és jövedelmező befektetést – különösen 1985 és 2010 között –, amely a nagy pénzügyi intézmények (bankok és különösen az intézményi befektetők)<sup>[8]</sup> értékpapír-portfólióinak nagy részét teszi ki. Mivel senki sem számít arra, hogy Párizs vagy Berlin fizetéképtelenné válik, adósságpapírjaik nagyon biztonságosnak számítanak: ezek megszerzése – többek között – lehetővé teszi a sokkal kockázatosabb befektetéseket, például a részvénybefektetések kompenzálását. Ez megmagyarázza, hogy a részvényt piacok növekedése és az államadósság növekedése miért része ugyanannak a folyamatnak: „Amikor kereslet van részvényekre, akkor különböző arányban kereslet van kötvényekre is” – foglalja össze Bruno Tinel.<sup>[9]</sup>

A 2000-es évektől kezdve az államadósság nélkülözhetetlen velejárója a pénzpiacok fejlődésének is. Ebben az időszakban terjednek el a korábbi, a hitelezésen alapuló bankok helyett a „piaci”, az „üzleti” bankok. A bankok hirtelen kiterjesztik a tevékenységüket, főleg az értékpapírpiacokon, és így növelik a nyereségüket.

Ebben a „piaci” vagy „üzleti” banki modellben a bankok az eszközeik (értékpapír-portfóliók, kötvények és részvények, valamint egyéb befektetések) finanszírozását nagyrészt rövid távú hitelfelvétellel oldják meg. Az értékpapírok megszerzésére felvett adósságot naponta „átértékelik”: új adósságot vesznek fel az előző adósság visszafizetésére. A likviditás szempontjából tehát a legkedvezőbb kamatlábakon történő hitelfelvétel válik a jövedelmezőség egyik fő kérdésévé. Ennek érdekében az intézmények tömegesen használják a „repó” (repóügylet) elnevezésű ügyleteket, amelyek abból állnak, hogy értékpapírokat adnak zálogba hitelezőiknek, hogy garantálják a nagyon rövid lejáratú (alacsonyabb kamatozású) hiteleket. A zálogba adott biztosíték csökkenti a kockázati prémiumot, és ezáltal a hitel kamatlábát. A Nemzetközi Tőkepiaci Szövetség adatai szerint 2020 decemberében az európai piacon a repóügyletek 92%-a állampapírokat érintett.<sup>[10]</sup>

A 2000-es években ez a fajta megoldás megkönnyítette a likviditás áramlását. Az államadósság vált a nagybankok működésének alapvető kenőanyagává, amelyek ekkor arra törekedtek, hogy növekedjenek, és felduzzassák a mérlegüket. Úgy tűnik, minden szereplő nyert: a hosszútávú befektetők, akik növelték államkötvény-portfóliójukat; a bankok, amelyek csökkentették a

finanszírozási költségeiket; és a kormányok, amelyek látták, hogy a pénzügyi szereplők kötvényadósság iránti étvágya megnőtt. Sőt a bankok azzal szembesültek, hogy hiány van a fedezetekből, azaz a gazdag országok által kibocsátott értékpapírokból. Olyannyira, hogy a hiány pótlására különböző lehetőségeket kezdtek megvizsgálni.

Az Egyesült Államokban a magánadósságok értékpapírosításának (amelyből a másodlagos jelzáloghitelek származnak - *subprime*) fejlődése (többek között) azt a célt szolgálta, hogy olyan minőségű értékpapírokat állítsanak elő, amelyek elegendő biztosítékot nyújtanak, és egyfajta szintetikus kenőanyagként táplálják a nagybankok tevékenységét. Az Európai Unióban a fedezetként elfogadható német kötvények nem állnak rendelkezésre a kereslet kielégítéséhez szükséges mennyiségben. Ezért 2002-ben az Európai Unió elfogadott egy „biztosíték”-irányelvet, amely előírta, hogy az euróövezet valamennyi országának államadósságát azonos módon kell kezelni a repóügyletek során. Brüsszel és az Európai Központi Bank (EKB) aktív támogatásával a nagybankok által uralt európai repópiac így tovább növekedett, és 2008-ban elérte a 6 000 milliárd eurót. <sup>[1]</sup>

### **A piacnak szüksége van az államadósságra**

A globális pénzügyi válság azonban megmutatta a „piaci” banki modellben rejlő veszélyeket. A pénzügyi szereplők kölcsönös függősége, amelyhez a repóügyletek is hozzájárulnak, egy nagyobb válság elterjedésének kockázatát hordozza magában. Ráadásul lecsökkentette az új fedezetek befogadását, mivel a válság kiszorította a kevésbé jó minőségű értékpapírokat, legyen szó értékpapírosítási termékekről (*subprime*) vagy a válság sújtotta országok államadósságairól – ezzel hozzájárulva az euróövezeti válság kirobbanásához. A nagyfokú bizonytalanság és pénzügyi instabilitás időszakában a pénzügyi szereplők a legbiztonságosabbnak ítélt „menedékeket”, jelen esetben a nagy ipari országok állampapírjait részesítik előnyben. Ez kettős hatással jár: a leggazdagabb országok olcsóbban jutnak forrásokhoz, míg a többi ország kötvényadósságának kamatlába növekedik, és ezzel egyidejűleg elveszítik fedezeti státuszukat.

Nem ez a „menekülés a minőségbe” az egyetlen tényező, amely megmagyarázza a német vagy francia adósságpapírok alacsony vagy negatív kamatlábát az elmúlt években. A pénzügyi válság utáni korszakban ezek az értékpapírok továbbra is nélkülözhetetlen forrást jelentenek a repóügyletekhez, olyannyira, hogy például 2016 végén hiány mutatkozott német és francia államkötvényekből. Az új bázeli prudenciális szabályok azt is előírják, hogy a bankoknak bizonyos mennyiségben „jóminőségű” eszközzel, főként kötvényekkel kell rendelkezniük. Az adósságpapírok kulcsszerepet játszanak az Európai Központi Bank (EKB) beavatkozásaiban is – amelyek célja a pénzügyi szektor likviditásának fenntartása – a refinanszírozási műveletek biztosítékaként, illetve az állampapírok másodlagos piacon történő közvetlen vásárlása révén (*quantitative easing*-mennyiségi lazítás). Tény, hogy a kötvényadósság – a biztonsága, likviditása és a piac mérete miatt – nélkülözhetetlen csodaszernek bizonyul a 2008 utáni finanszírozásban.

Ez az eltérő megközelítés mutatja, hogy az államadósság mennyire fontos szerepet játszott a hitelezők és a befektetők számára az utóbbi negyven évben. Meg kell újítani az adósságról szóló álláspontunkat: a piacnak alapvetően szüksége van az államadósságra! És a pénzügyek térnyerése feltételezi és előidézi az államadósságok robbanásszerű növekedését – ez viszont egészen más következtetés, mint ha azt mondjuk, hogy az államadósság az állami hatóságok eredendően laza költségvetési politikájának a következménye! Az erőviszonyok tehát messze nem úgy igazak, ahogy eddig állították, és amely szerint az államoknak muszáj megőrizniük a hitelezők „bizalmát”.

A szerző, Frédéric Lemaire közgazdász.

**Fordította: Morva Judit**

- [1] L. Frédéric Lemaire és Dominique Plihon: Le poison des taux d'intérêt négatifs [A mérgező negatív kamatlábak], *Le Monde diplomatique*, 2019. november.
- [2] Részlet Benjamin Lemoine és Philippe Mabilie beszélgetéséből, idézi a *L'Ordre de la dette. Enquête sur les infortunes de l'État et la prospérité du marché [Az adósság rendszere. Felmérés az állam balszerencséről és a piac sikeréről]*, La Découverte, Párizs, 2016.
- [3] De nem csak a fejlődő országok: Franciaország, Hollandia, Belgium és Olaszország is erősen eladósodott az 1970-es években a kereskedelmi hiány és a nagyberuházások (így például a francia nukleáris program) finanszírozására.
- [4] Georges Corm: Nouvel ordre économique mondial [Új gazdasági világrend], Faut-il payer la dette ? [Törleszteni kell-e az adósságot?], *Manière de voir*, n° 173, 2020. október–november.
- [5] Rebecca Stropoli: How the 1 percent savings buried the middle class in debt [Hogyan temette adósságba a középosztályt az 1 százalék megtakarítása], *Chicago Booth Review*, 2021. május 25.
- [6] Vö. Benjamin Lemoine: *L'Ordre de la dette [Az adósság rendszere]*, id. mű.
- [7] Vö. Bruno Tinel és Franck Van de Velde: L'épouvantail de la dette publique [Az államadósság réme], *Le Monde diplomatique*, 2008. július.
- [8] A francia államadósságnak jelenleg több mint 50%-a külföldi befektetők kezében van, ami Franciaország számára egy sérülékenységi tényező, hiszen a nemzetközi pénzpiacoktól való függőséget jelent.
- [9] Bruno Tinel: *Dette publique : sortir du catastrophisme [Államadósság: vessünk véget az ijesztgetéseknek]*, Raisons d'agir, Párizs, 2016.
- [10] International Capital Market Association: *European Repo Market Survey*, n° 40, 2021. március, [www.icmagroup.org](http://www.icmagroup.org)
- [11] Daniela Gabor: A step too far? The European financial transactions tax on shadow banking [Egy lépés túl messzire? Az európai pénzügyi tranzakciós adó az árnyékbanki tevékenységre], *Journal of European Public Policy*, vol. 23, n° 6, London, 2015.
- [neoliberalizmus](#)
  - [franciaország](#)
  - [usa](#)
  - [pénzügyi szektor](#)