

Czékus Ábel

Az államcsődtől a késleltetett korrekcióig, argentin pénzügy-politikai tapasztalatok

ÖSSZEFOGLALÓ: Tanulmányunkban az argentin peso 2013. végi és 2014. eleji jelentős leértékelődésének hátterét vizsgáljuk. Feltételezésünk szerint az argentin fizetőeszköz sérülékenysége mögött a le nem zárt 2001-es válság áll, és az árfolyam-korrekció ennek kései következménye. Vizsgálódásainkat két pillérré alapozzuk: egyrészt röviden áttekintjük az államcsőd körülményeit, a Valutatanács és az IMF szerepét, valamint a csődesemény közvetlen következményeit, másrészt pedig rávilágítunk az adósságátütemezés legfőbb tapasztalataira és azokra a nemzetközi kereskedelmet jellemző kedvező trendekre, amelyek évekig megtúrték egy jelentősebb argentin gazdaságpolitikai kiigazítás halogatását. Habár a kortárs argentin gazdaságpolitika vonatkozásában nem tekinthetünk el az ország fiskális és monetáris politikai összefonódottságától, mégis úgy tűnik, a nemzetközi pénzpiac kikényszeríti a peso további leértékelődését és a gazdasági reformok megindítását.

KULCSSZAVAK: argentin államcsőd, IMF, árfolyam-korrekció

JEL-KÓDOK: E02, E44, F34

BEVEZETÉS ÉS MÓDSZERTANI NEHÉZSÉGEK

Az államadósság átütemezése 2008 előtt rendkívül ritka eseménynek számított, abból a meggyőződésből kiindulva, hogy „szuverén adós nem mehet csődbe”. Argentínában mindazonáltal a vissza-visszatérő populista hullámok, az 1990-es évek elhibázott gazdaságpolitikai lépései, valamint a feltörekvő piacok '90-es évek végi válságsorozata 2001-ben a történelem legnagyobb államcsődjét eredményezte, amivel a dél-amerikai gazdaság egy ciklikus folyamat hullámvölgyébe került. A volumenét tekintve példa nélküli krachnak az 1990-es évek jó szándékú, de tarthatatlan gazdaságpolitikája ágyazott meg, s az a többéves recesszió kiteljesedésének (Boonman, 2013) és nem (feltétlenül) kezdetének tekinthető.

Annak ellenére, hogy több mint egy évtizeddel járunk ama „forró nyár” után, a mögöttünk hagyott szűk másfél évtized gyakorlatilag több kérdést vetett fel, mint amennyit megoldott. Az államcsőd – mint esemény – elmúlt, az óriási gazdasági-szociális károk, a hitelek törlesztése/átstrukturálása, a gazdaságirányítási korrekciók végrehajtása (beleértve a pénzügyi folyamatoknak az állami irányítás alóli felszabadítását is) azonban még mindig várta magára. A kérdés csak az, hogy meddig. Jelen értekezés apropóját a felsorolás utolsó eleméhez kapcsolódó, 2013. végi és 2014. eleji argentin pénzügy-politikai események ihlették; vizsgálódásaink során ugyanakkor nem hagyhatjuk figyelmen kívül a latin-amerikai gazdaságokra jellemző ciklikusságból (Baer et al., 2010) következő potenciális következményeket sem.¹ Arra keressük a választ, hogy a csődesemény befolyásolhatja-e még az árfo-

Levelezési e-cím: czekus.abel@eco.u-szeged.hu

lyammozgásokat, avagy azok pusztán a nemzetközi fejlemények következményei.

Hipotézisünk szerint a 2014 eleji jelentős *pesoleértékelődés* is a 2001-es válsághoz kapcsolódó monetáris politikai korrekció része. Az árfolyam jelentős kilengése több mint tíz évvel az államcsőd után arra enged következtetni, hogy a kedvező argentin és nemzetközi gazdasági folyamatok fenntarthatóvá tették a peso nem valós árfolyamát. Mindez implicit, azt a feltételezést is magában foglalja, hogy a 2000-es évek első felében a *peso* árfolyamgyengülése nem érte el a mélypontját, egyben a valós piaci árfolyamparitást. A folyamatra korrekcióként és nem kiigazításként tekintünk, mivel – az argentin gazdaságirányítás számos unortodox jegye miatt – nem az argentin kormányzat által irányított folyamattal állunk szemben. A kormányzatnak a folyamatban betöltött szerepével csak érintőlegesen foglalkozunk, a jegybank pedig – monetáris politikai eszközeinek végessége miatt – egyre passzívabb. A késleltetett korrekció alatt így egy, a nemzetközi (pénz)piacok által kikényszerített és – a jelenlegi állás szerint – tovább nem halogathatott árfolyam-korrekciót értünk. Tanulmányunkat három főirány mentén építjük fel. A 2000-es éveket jellemző, kedvező hazai és nemzetközi gazdasági feltételek megváltoztak, aminek következtében mára már a korrekció egyetlen alternatívájának az újabb államcsőd tűnik. Az első gondolati egységet a 2001-es csőd ismertetésének szenteljük, beleértve a Valutatanács és az IMF szerepének taglalását is. A második fő egység a 2005-ös és a 2010-es adósságrendezés köré épül, melyek keretében a csőd által érintett kötvények több mint 90 százalékát átstrukturálták. Mindezek fényében tekintünk a 2014-es eseményekre, kellő hangsúlyt fektetve a makroadatokból kiolvasható trendekre.

A bevezetésben nem tekinthetünk el annak egyértelműsítésétől, hogy mit értünk az államcsőd, az adósságrendezés és a populizmus

fogalma alatt. Államcsődnek azt a gazdasági eseményt tekintjük, amelynek keretében a szuverén adós (vagyis az állam) egyoldalúan felfüggeszti vagy képtelen teljesíteni adósságszolgálatát akár a hitel, akár a kamatok vonatkozásában. Ezen a ponton csak előrevetítjük, hogy az argentin államcsőd ez alapján nem volt teljes, hiszen az nem érintette a nemzetközi szervezetek felé fennálló kötelezettségeket; ez később egyébként fel is gyorsította a rendezési folyamatot. Mindezzel párhuzamosan az államadósság átstrukturálása kifejezéssel azt a (tárgyalásos) folyamatot illetjük, amelynek keretében az adós és a hitelező utólagosan, megegyezéssel megváltoztatja (csökkenti) a kötvény névértékét, kamatterhét és lejáratí kondícióit, valamint a késedelmi kamatokat esetlegesen tőkésíti – a hitelezők általában jelentős veszteségek elkönyvelésének kényszere mellett (Hornbeck, 2013). A populizmusra, *Dornbush – Edwards* (1991) alapján történelmi távlatban pedig mint olyan jelenségre tekintünk, „amely túlságosan is expanzív makroökonómiai eszközökkel igyekezett a jövedelemkülönbségek okozta problémákat kezelni. Ezek a politikák, amelyek az eladósodottságra, az általános kontrollra és az alapvető gazdasági egyensúlyi állapotok figyelmen kívül hagyására támaszkodtak, szinte mindig makrogazdasági válságokhoz vezettek, s végső soron a szegényebb rétegek érdekeit sértették” (Acemoglu et al., 2011, 1. oldal).

A fogalmi keret tisztázásánál sokkal nagyobb módszertani kockázatot vet fel az adatok hitelességének kérdése, ugyanis a 2000-es évek közepétől aggályos az argentin kormány és jegybank által közölt statisztikák valóságtartalma. A probléma mindenekelőtt az infláció valós mértékét illetően jelentkezik, hiszen az argentin statisztikák és a nemzetközi becslések között akár 100 százalékos eltérés is jelentkezhet. A dilemmát nem tudjuk feloldani, így azt az argentin és a nemzetközi statisztikák párhuzamos ismertetésével „hidaljuk át”.

ARGENTÍNA CSŐDBE MEN(EKÜL)T

A 2001-ben tetőző argentin válságot több tényező indukálta. Ezek között a tényezők között megtalálhatók úgy a hazai, mint a nemzetközi (pénzügy)politikai mozgatórugók. Tanulmányunk céljára való tekintettel röviden mutatjuk be ezeket a folyamatokat, de az államcsőd „leveznélésének” napra pontos bemutatásától is eltekintünk.

Az argentin államcsődnek mára már nagy nemzetközi akadémiai (FRBSF, 2002; Conde, 2003; Schuler, 2005; Baer et al., 2010) és kormányzati (Saxton, 2003; Hornbeck, 2013; Mecon, 2014) irodalma van, de a magyar szakirodalom csak elvétve és más pénzügyi-gazdasági elemzések keretében foglalkozik vele (Kóbor, 2002; Kolozsi, 2013). Külön említést érdemel, hogy a Buenos Aires-i Tudományegyetem Közgazdasági Karának gondozásában külön múzeum (*Museo de la Deuda Externa*²) mutatja be a pénzügyi eladósodottság argentinai történetét, körülményeit és következményeit.

A válság hazai előéletének kezdetét az 1990-es évek fordulójára datáljuk, amikor Argentína jelentős gazdaságpolitikai kiigazításra kényszerült. A korábbi évtizedek alacsony növekedési üteme, a gazdasági lépéseket hiteltelenítő politikai instabilitás, a korrupció, az adósságpolitika, a bankszektor (később napvilágra került) sérülékenysége, a strukturális reformok halogatása, a külföldi tőkére való túlzott ráutaltság (IMF, 2003) és nem utolsósorban az excesszív közkiadásokat pénznyomtatással fedező pénzügypolitika, tarthatatlanná tette az ország gazdaságpolitikáját. A kialakult helyzetre *Carlos Menem* elnöksége és *Domingo Cavallo* gazdaságirányítása alatt került sor. A Cavallo nevével fémjelzett Konvertibilitási törvény 1991. április 1-jétől volt hatályos (IL, 2014), és az általa megteremtett gazdasági rendszert „dicséret övezte a stabilizációban, a gazdasági növekedésben és az IMF-háttérű piacközpontú reformok véghezvitelében betöltött szerepéért” (IMF, 2003, 1. oldal).

A törvény három fontos pénzügypolitikai megfontolást tartalmazott (Saxton, 2003; IL, 2014), amelyekben a Valutatanács (*Convertibilidad*)³ kulcsszerepet játszott:

- ❶ a hiperinfláció letörése,
- ❷ új pénz bevezetése (10 000 *australes* = 1 *peso* átváltási arány mellett), és
- ❸ 1:1-hez kötött argentin *peso*–amerikai dollár árfolyam fenntartása.

Saxton (2003) rámutat, hogy a reformok sikeresnek bizonyultak, hiszen az infláció jelentősen mérséklődött⁴ és a gazdaság is növekedésnek indult, nem utolsósorban a felpörgő exportnak köszönhetően. Ilyen kondíciók mellett a két világháború közötti importhelyettesítő iparpolitika amennyire áldásossá, annyira veszélyessé is vált, ugyanis fennállt az argentin külkereskedelem versenyképtelenné válásának, valamint a folyó fizetési mérlegben kialakuló zavaroknak a veszélye. *Kolozsi* (2013) a monetáris politikának válságban betöltött szerepét vizsgálva ugyanakkor felidéri *Keifman* (2008) Argentínával kapcsolatos megállapítását, amely szerint a társadalmi kontroll alól felmentett monetáris politika fejlődési irányának alakítása könnyen érdekcsoportok kezébe kerülhet, „miközben az ő érdekeik nem feltétlenül esnek egybe a társadalom egészének érdekeivel” (Kolozsi, 2013, 39. oldal). A gazdaság „újraindításának” elképzelése összességében jó volt, mindez a stabilitásáról azonban nem feltétlenül volt elmondható.

A gazdaságpolitikai kiigazítás mindazonáltal – *ceteris paribus* – biztató jelekkel kecsegtetett, Argentína előrehaladott világgazdasági és nemzetközi pénzügyi integráltsága azonban negatív irányba tolta el a kiigazítási kísérletet. A földrajzi és az időtényező ugyanis keresztülhúzta a Buenos Aires-i kormányzat számításait. Részen az 1994–1995-ös mexikói *tequila*, de főleg az 1998-as brazil pénzügyi válság rendkívül hátrányosan érintette az argentin gazdaságpolitikai törekvéseket, hiszen a brazil recesszió a déli Közös Piac (MERCOSUR) kereskedelmét is jelen-

tősen megnyirbálta; nem tévesztendő szem elől, hogy Argentína legfőbb kereskedelmi partnere éppen Brazília (INDEC, 2014). *Lámfalussy* (2008) gondolata a válságok tovagyrúzásáról tehát messzemenően helytálló. A negatív következmények az argentin kamatok megugrásában is tetten érhetőek voltak, hiszen a „30 napos futamidejű (...), *prime rate* (...) kamata az 1998. augusztusi 8 százalékos szintről szeptember végére 19 százalékos magasságba emelkedett. Argentína októberben recesszióba került” (Saxton, 2003, 8. oldal). Ezzel kezdetét vette a négy évig tartó hanyatlás, amelynek mélypontja a 2001. decemberi államcsőd volt, s amelynek során az ország 1998 és 2002 között elveszítette reál GDP-jének 18 százalékát (Schuler, 2005).

Az argentin helyzet drámai romlása mindazonáltal nem volt predestinált. A Konvertibilitási törvénynek köszönhetően az infláció elviselhető szintre csökkent, a '90-es éveket tőkebeáramlás jellemezte (még az 1997-es távolkeleti válság után is), a Világbank 1998-as vizsgálata pedig – Szingapúr után – a második helyre sorolta az argentin bankfelügyeletet a feltörekvő országok körében (FRBSF, 2002). Az IMF-et, amely a '90-es évek eleje óta aktívan részt vett az ország gazdaságpolitikájának alakításában, tevékenysége miatt két főirány mentén mégis kritika éri: egyesek szerint a folyósított pénzeszegek fejében nem volt elég szigorú a reformok kikényszerítésében, de vannak, akik egyenesen azt állítják, hogy az IMF vitte tényleg az argentin gazdaságot. Annak ellenére, hogy a Nemzetközi Valutaalap egy korábbi közleményében úgy fogalmazott, hogy a „következmények miatt, igazolhatóan vagy sem, de az IMF hírneve csorbát szenvedett” (IMF, 2003, 2. oldal), nem tartjuk tisztünknek a nemzetközi intézmények szerepvállalásának helyességét megítélni. *Hornbeck* (2013) ugyanakkor megjegyzi, hogy „az IMF nélkül a konvertibilitás elgondolása sokkal korábban összeomlott volna” (3. oldal).

Az 1990-es évek első kétharmadának növekedési és inflációs statisztikái stabil gazdaság-

ként ábrázolják Argentínát, ami nem feltétlenül mondható el a folyó fizetési mérlegről vagy az államadósságról (IMF, 2003). A '90-es évek végére azonban a helyzet tarthatatlanná vált, amihez az 1998-as brazil válság okozta exportvisszaesés, a gyenge növekedési és adósságtörlesztési kilátások, valamint a politikai acsakodás vezetett. A Valutatatanácsnak köszönhetően a peso leértékelésével nem lehetett az exportot és a versenyképességet növelni, de a gazdaságösztönző fiskális injekció lehetőségét is kizárta (*Hornbeck*, 2013).⁵ Az argentin vezetés kezében tehát, „részben a kovertibilitási rendszer rugalmatlansága miatt, rendkívül kevés makroökonómiai ösztönző volt a gazdaság talpraállításának elősegítéséhez. Amint a gazdaság lassult és a nemzetközi befektetők idegessé váltak, az ország egyébként is magas külső adósságtérhe olyan szintre emelkedett, ahol az már nem volt „tartható” (IMF, 2003, 1. oldal), és minden eddiginél radikálisabb pénzügyi lépésekre kényszerült. Amint azt az 1. ábra is szemlélteti, az állami kiadások finanszírozásának költsége majdnem a duplájára emelkedett 1993 és 2001 között, míg a kockázati prémium a 2001-es 14,8 százalékos átlaggal érte el csúcspontját.

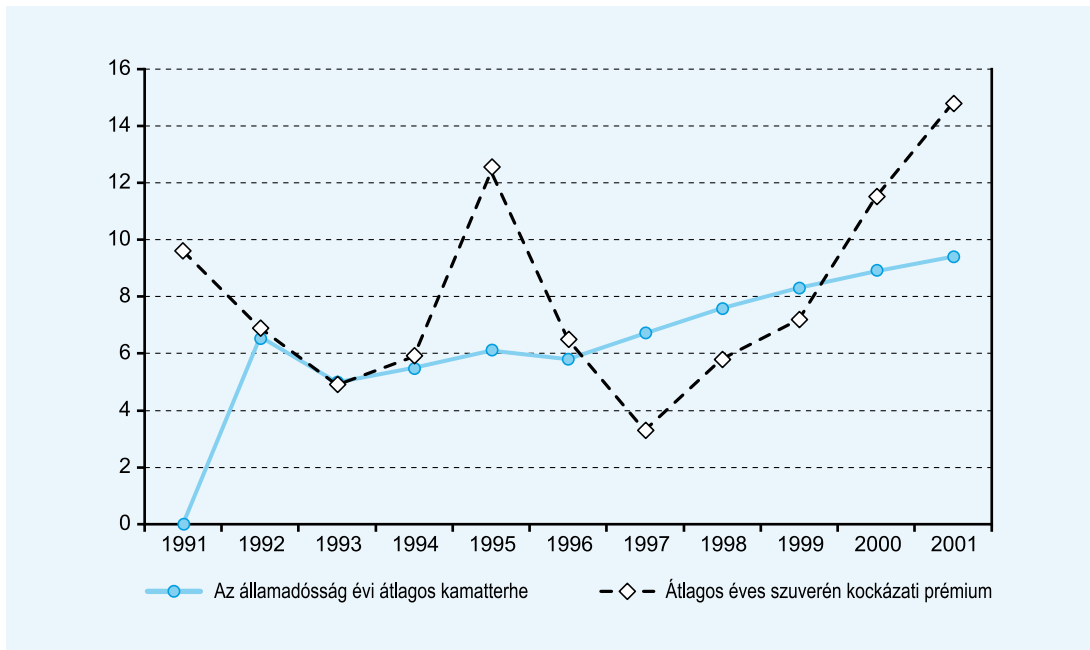
Az államcsőd pénzügy-politikai szempontból három területen jelentkezett (FRBSF, 2002; *Hornbeck*, 2002; IMF, 2003):

① a bankbetétek részleges befagyasztása (úgynevezett *corralito*; 2001. november 30., havi 1000 USD-ben korlátozták a magánszámlákról felvehető összeg nagyságát). Csak ezen a napon 2 milliárd USD-dal csökkent az argentin jegybank tartaléka;

② az államadósság törlesztésének részleges felfüggesztése (2001. december 7.). Ezt két adósságátütemezés előzte meg (folyó év június 16–17. és november 6.); a másodikat már államcsödként kezelték;

③ a kötött dollár–*peso* árfolyam feladása, a Valutatatanács vége (2002. január 6.). A *peso*t leértékelték (a kereskedelmi forgalmat megtestesítő 29 százalékkal, az összes többi ügylet ese-

AZ ÁLLAMADÓSSÁG ÉVI ÁTLAGOS KAMATTERHE ÉS AZ ÁTLAGOS ÉVES KOCKÁZATI PRÉMIUM, 1991–2001, %



Forrás: Damill et al. (2005) alapján saját szerkesztés

tében szabadon lebegő árfolyamra váltottak), majd pedig le is értékelődött.

Az argentin államcsőd rendkívüli szociális és gazdasági következményekkel járt. A munkanélküliség 2002-ben 19,7 százalékos szintre növekedett (USDOL, 2010), míg a szegénységi küszöb alatt élők aránya az 1998-as 25,9 százalékról 2002-re 57,5 százalékra nőtt (Rabobank, 2013). Mindezt a jövedelmi statisztikák is alátámasztják, hiszen míg 1998-ban az egy főre jutó GDP 7800 dollár volt, ez az érték 2002-ben már csak 2700 (!) USD (Hornbeck, 2004). A GDP-arányos államadósság a válság legsúlyosabb három évében megháromszorozódott: a 2000-es 45,7 százalékról 2002-re 166,3 százalékra szökött (Hornbeck, 2013), és a nemzetközi hitelpiacra történő visszatérést a hitelezés megdrágulása is nehezítette. A peso nagymértékű leértékelése és leértékelődése elkerülhetetlen volt⁶, ez – a dollárbetétek pesora

váltásával együtt – azonban jelentős veszteségek elkönyvelésére kényszerítette a lakosságot. Az adóemelések a költségvetés (bevételi oldali) konszolidálását voltak hivatottak szolgálni, de a gazdaság – a tőke kiáramlásával is súlyosbított – teljesítményének visszaesése negatív spirált alakított ki, ami egyúttal a lakosságra is súlyos terheket rótt. *Pearson (2003) Catan (2002)* alapján rámutat, hogy az államcsőd mindazonáltal az alternatív piacok felfutását hozta: megjelent a barterkereskedelem és (földrajzilag vagy az elfogadottság mértékében korlátozott) alternatív pénzek jelentek meg; ilyenek voltak például La riojai Evita. Jól érzékelteti a helyzet súlyosságát azon megállapításával is, hogy „forgalomba került számos olyan kvázipénz is – beleértve a különféle kormányzati és tartományi kötvényeket is –, mint a *patacones, lecops, portensos, locores, federales, petrones, huarpes és bocades*” (227–228. oldal).

AZ ÁLLAMADÓSSÁG ÁTSTRUKTURÁLÁSA

Az argentin államcsőd rendkívüli megszorításokkal járt. Hatásuk alapján az államcsőd következményeit két csoportba lehet sorolni: míg a bankbetétek piaci árfolyamon történő kötelező átváltása vagy a betétek korlátozott elérhetősége (az infláció mellett) egyszeri veszteség leírására kényszerítette a megtakarításokkal rendelkezőket, az ország finanszírozásának megdrágulása egy újabb, hosszú távú eladósodottság veszélyével fenyegetett. Az államadósság átütemezése ezért kulcsfontosságú kérdésnek bizonyult nemcsak a hitelezők, hanem az argentin állam fenntartható finanszírozásának szempontjából is. Az államadósság átstrukturálása körüli tárgyalások kezdeti szakaszában döntő szerepe volt a Nemzetközi Valutaalapnak, holott azok csak 2003-ban gyorsultak fel. Az IMF szerepvállalása több tényezővel is magyarázható: ilyen például az (átütemezésre váró) államadósság nagysága (lásd 1. táblázat), a hitelezői kör összetételének sajátosságai (nemzetközi szervezetek, befektetési alapok és ezek anyaországai), de megemlítené a fertőzés elkerülésének fontossága is. Az államadósság újratárgyalása az 1. táblázatban Átütemezésre váró, nem teljesítő adósság sorban szereplő hiteleket érintette, azaz 104 milliárd dollárt,⁷ a többi, nemzetközi szervezetek felé fennálló adósság nem képezte az újratárgyalás részét.

Az IMF-nek a válság után elfoglalt álláspontja⁸ mindazonáltal nem volt magától ér-

tetődő és kérdőjelek nélküli. A szervezet, saját bevallása szerint (IMF, 2003), két lehetőséget mérlegelve kellett, hogy döntsön az argentin rendezésben betöltött szerepéről: egyrészt az általa nyújtott pénzügyi segítség megakadályozhatta volna a válság további mélyülését, ennek ára viszont az lett volna, hogy továbbra is fenntarthatatlan pályán tartja az argentin pénzügyi rendszert. A másik opció középpontjában, amely a finanszírozás megtagadásának következményeit mérlegelte, a fertőzésektől való félelem állt. A dilemmára adott válasz kimenetelét minden bizonnyal a '90-es évek végi feltörekvő piaci válságok (mexikói, távolkeleti, orosz és brazil) is befolyásolták, és így a tovagyűrűző hatások elkerülését tették megkövetendő célkitűzésnek. Az argentin adósság átütemezésében mérföldkő volt az IMF-fel 2003 szeptemberében kötött 12,6 Mrd dolláros készenléti hitel-megállapodás, de a szervezet szaktanácsokkal is segítette (Hornbeck, 2004) a válság utáni argentin pénzügyi-gazdasági reformtörekvéseket, a szervezet 2012-es végleges elküldéséig (BAH, 2012). Ez egyúttal azt is jelentette, hogy – első körben legalábbis – Buenos Aires eltekintett a magánhitelezői felé fennálló adósság rendezésétől.

Nem sokkal az IMF-fel kötött megállapodás után mégis megkezdődött a magánhitelezők felé fennálló adósság rendezése. A folyamatot rendkívül bonyolulttá tette az adósság szerkezete: az összesen 152 kibocsátott kötvényszerződés érintett, ezek nyolc ország⁹ joghatósága alá tar-

1. táblázat

AZ ARGENTIN ÁLLAMADÓSSÁG ÖSSZETÉTELE ÁTÜTEMEZÉS SZERINT, 2004

Adósság jellege	Összeg (Mrd USD)	%
Teljesítő adósság	84,7	43,3
Átütemezést nem igénylő, nem teljesítő adósság	6,7	3,4
Átütemezésre váró nem teljesítő adósság	104,1	53,3
Összesen	195,5	100

Forrás: Hornbeck (2004) alapján saját szerkesztés

toztak és hét valutanemben¹⁰ voltak denominálva. Az átstrukturálásra váró több mint 100 milliárd dolláros adósság 46,9 százaléka hazai befektetők kezében volt, 34,6 százaléka európaiakéban, 12,3 százaléka egyesült államokbeliekében, a fennmaradó 6,2 százalékon pedig ázsiai és más latin-amerikai befektetők osztoztak (Hornbeck, 2004; Damill et al., 2005; Shapiro – Pham, 2006).

2003 szeptemberében az argentin vezetés egyoldalú megoldást ajánlott a csőd által érintett kötvénytulajdonosoknak (úgynevezett Dubai előterjesztés). Az adósságátütemezés, amely minden 2001 decembere előtt kibocsátott kötvény tulajdonosát érintette volna, figyelmen kívül hagyta a mintegy 25 milliárd dolláros késedelmi kamatot, 75 százalékos adósságelengedést (*haircut*) irányozott elő, vagyis – az új kondíciók értelmében – körülbelül 22 milliárd dollár értékben bocsátottak volna ki új¹¹ kötvényeket (Damill et al., 2005). A felkínált feltételeket a hitelezők természetesen nem fogadták el, élvezve az IMF szimpátiáját is „amely sok irányból nyomás alá helyezte a kormányt, és többször is jóhiszemű cselekvésre szólította fel” (Frenkel, 2012, 8. oldal).

Az argentin kormány 2004 júniusában állt elő újabb adósságrendezési javaslatával (úgynevezett Buenos Aires-i előterjesztés). Ennek lényege, hogy Buenos Aires átdobta a labdát a hitelezők térféltre: a 81,8 milliárdos adósságállomány¹² átütemezésének mértékét a hitelezők részvételéhez kötötte. A javaslat értelmében 38,5 milliárd dollár értékben bocsátottak volna ki új kötvényeket, ha a hitelezők kevesebb mint 70 százaléka fogadja el a feltételeket; amennyiben azonban legalább 70 százaléku elfogadja, Argentína 41,8 milliárd dollár értékben vállalna kötelezettséget (Frenkel, 2012). A feltételek, köszönhetően többek között a GDP-növekedéshez igazított további törlesztésnek is (Damill et al., 2005), javultak, viszont a befektetők számára még így sem voltak elfogadhatók.

A 2000-es évek közepét jellemző nemzetközi pénzbőségnek és a mezőgazdaság által fűtött gyors növekedésnek köszönhetően a GDP néhány év leforgása alatt elérte a válság előtti szintet, és a relatív gyors bővülés egészen a 2008-as válságig ki is tartott. Mindez, valamint a Néstor Kirchner elnök által képviselt kemény érdekérvényesítés kimozdította a holtpontról az adósságrendezési „tárgyalásokat”. Kirchner és kormánya 2005 februárjában gyakorlatilag ultimátumot intézett a hitelezőkhöz, hiszen megtiltotta a tárgyalások újrafelvételét azokkal, akik nem fogadják el az indítványozott swapot (úgynevezett *Ley Cerrojo*). A 2005-ös adósságrendezés keretében így 61,8 Mrd dollár értékű kötvényt cseréltek 35,2 milliárdra 2,08–5,96 százalékos kamat mellett (Shapiro – Pham, 2006), a hitelezők 24 százalékanak távolmaradása mellett.¹³ Az adósságátütemezés negatív hatásait azonban – és ezek szintén rendkívül fontosak napjaink eseményeinek megértéséhez – nem hagyhatjuk figyelmen kívül, hiszen Argentína akkor tudta korábbi államkötvényei névértékének 70 százalékát (!) leírni hitelezőivel, amikor gazdasága évente közel kilenc százalékos növekedést produkált (Bickel, 2005).

A 2005-ös adósságcsere után Argentínának 18,6 milliárd USD adóssága (és a késedelmi kamatok) maradt fenn a magánhitelezők felé, 6,3 milliárd a Párizsi Klub felé és 9,5 milliárd az IMF felé (Hornbeck, 2013). A szerző rámutat, hogy az ország elsődleges költségvetési többlete és a nemzetközi légkör lehetővé, az adósság unortodox megújítási lehetőségeinek (a nyugdíjvagyon államosítása, államkötvények eladása a venezuelai kormánynak, a jegybanki tartalékok kárára történő hiányfedezés) kimerülése és a piaci finanszírozás megdrágulása pedig szükségessé tette az adósság rendezését. A 2010. április végén kezdődő újabb adósságcsere során, amely egyébként egy tollvonással hatályon kívül helyezte a 2005-ös *Ley Cerrojo*t, a 18,3 milliárd dollár államkötvény

kétharmadát újították meg 7,831 milliárd dollár értékben (Mecon, 2010) 2,5–8,28 százalékos kamattal 2033-as, illetve 2038-as lejáratú, a GDP-növekedéshez kötött biztosítékkal. A két adósságcserevel a 2001-es csőd által érintett kötvények 91,3 százalékát strukturalították át (Hornbeck, 2013).

Fiat iustitia, percat mundus¹⁴

Már a 2000-es évek közepén úgy tűnt, Argentína kilábal a történelmi léptékű államcsődből, és stabil makrogazdasági pályára került. Erről nemcsak a már-már kínai ütemű gazdasági növekedés és a leszorított államadósság tesznek tanúbizonyságot, de a folyó fizetési mérleg és a munkanélküliségi statisztikák is kedvező gazdasági helyzetről árulkodnak (lásd 2. táblázat). Amint azt az adósság újratárgyalásának módja is jelzi, a Néstor Kirchner nevével fémjelzett

időszakban (2003–2007) Argentína kifelé határozottságot és stabilitást, befelé pedig a nemzeti érdekeket körömszakadtáig védő állam képét mutatta, amely – részben Kirchner halála után és feleségének, *Cristina Fernández de Kirchner*nek az elnöksége alatt – ismét erős populista jegyeket mutat. Az árszabályozás, a szegényebb rétegek – a középosztály kárára történő – túlzott anyagi támogatása, IMF politikájának folyamatos kérdőre vonása, az Amerikai Egyesült Államokkal szembeni ellenszenv, a Falkland-szigetek (*Islas Malvinas*) sorsa (AEI, 2013) csak a legjelentősebb gazdasági és politikai populista vonások. A 2008-ban kirobbant válság mindazonáltal nem vetett véget Argentína gazdasági növekedésének, a bővülés üteme azonban lassuló trendre váltott. Mindez különböző hazai és nemzetközi tényezőkkel magyarázható, így az általános gazdasági körülmények áttekintése elengedhetetlen napjaink argentin gazdaságpolitikájának megértéséhez.

2. táblázat

ARGENTÍNA NÉHÁNY MAKROGAZDASÁGI MUTATÓJA, 2006–2013

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
GDP-növekedés (%)	8,5	8,7	6,8	0,9	9,2	8,9	1,9	4,5
Költségvetés egyenlege	1,9	0,6	0,7	-0,8	-0,1	-2,3	-0,4 (A)	4,5 (B)
Államadósság/GDP (%)	63,6	55,7	48,5	48,5	45,1	41,2	44,9	n.a.
Munkanélküliség (%) (C)	10,2	8,5	7,9	8,7	7,7	7,4 (B)	6,9	6,8 (D)
Folyó fizetési mérleg (a GDP %-százalékában)	3,6	2,8	2,1	2,7	0,6	-0,4	0,1	-0,2
INDEC inflációs ráta (%) (E)	9,8	8,5	7,2	7,7	10,9	9,5	10,8	10,9
Becsült valós inflációs ráta (%) (F)	–	15	25	15,8	10,9	22	25,6	28,3
Nemzetközi tartalékok (Mrd USD, folyó év január)	19,7	33,7	47,6	47	48,1	52,6	46,6	42,5

Megjegyzések: (A) 2012. decemberi adatok nélkül. / (B) Becslés. / (C) 2006–2011: városi területek. / (D) Harmadik negyedéves adat. / (E) A nemzetközi közvélemény szerint az Argentin Statisztikai Hivatal (Instituto Nacional de Estadística y Censos – INDEC) nem az infláció valós mértékét közli. / (F) Nemzetközi szervezetek, tanácsadó cégek becslése.

Forrás: BAH (2013), BCRA (2014), Clarín (2013, 2014), ENSZ (2007, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013), Hornbeck (2013), MP (2013), La Nación (2013a, 2013b), LR (2013), Világbank (2013) alapján saját szerkesztés

Argentína gazdasága a 2000-es évek közepén tehát stabil növekedést mutatott, amelyet nagymértékben meghatározott a hazai és a nemzetközi gazdaság teljesítménye (Orgaz et al., 2011), a mezőgazdasági termékek nemzetközi piacának kedvező trendjei, a nemzetközi pénzbőség és az ebből adódó alacsony kamatterhek. Másrészt, mindezek együttesen tehetők felelőssé azért, hogy elmaradtak a szükséges strukturális, pénzügyi és nem utolsósorban politikai reformok. Míg az első kategória legfőbb lépfenéje a versenyképességhez köthető (ez alól részben kivételt képez a nagybirtokos és rendkívül hatékony mezőgazdaság), pénzügyi téren krónikus problémát okoz (napjainkban már hivatalosan is elismert kétszámjegyű) az infláció, valamint a peso folyamatos leértékelődése mellett is fenntartott többes árfolyam. Nem szem elől tévesztve a leértékelődés exportösztönző hatását, a tőkevonzó képesség romlása (és maga a tőkehiány) aláássa a gazdaság hosszú távú növekedési és fejlődési perspektíváját. Mindezen folyamatokban kulcsszerepet játszik az argentin politikai sajátosság: a populizmus, a társadalmi béke – sokszor igencsak drága – megvásárlása. Az állam részvétele a gazdaságban szinte mindenben tetten érhető: az ár- és bérszabályozás, a nemzetközi kereskedelem központi szabályozása bevett gyakorlat, de a kormányzat az államosítástól sem riad vissza (Economist, 2013; Porzecanski, 2013). A kiélezett nemzetközi verseny, a földrajzi távolságok relatív olcsó leküzdése, valamint a kereskedelem liberalizálása, párosulva napjaink tőkealapú gazdasági rendjével (Botos, 2014), ugyanakkor jelentősen lecsökkenti a nemzetgazdaságok közötti különbségeket (méretgazdaságosság, a belső piac és vásárlóerő nagysága, munkaerő-kínálat, természeti erőforrásokkal való ellátottság stb.), így a tőke helyhez kötöttsége is csökken. A bizonytalan pénzügyi és politikai helyzet, ami a mai Argentínát fokozottan jellemzi, pedig egyenesen riasztóan hat a nemzetközi befektetőkre.

Porzecanski (2013) napjaink argentin pénzügy-politikai sajátosságaira egy komparatív vizsgálat¹⁵ révén világít rá, és a dél-amerikai gazdaság sajátosságait a következőkben látja:

- az importkorlátozás és a nemzetközi átutalások korlátozása ellenére is jelentős a tőkeáramlás,
- a *peso* jelentős leértékelődése,
- jelentős (két számjegyű) infláció, ami lehetetlenné teszi az élénkítő jellegű monetáris politikai beavatkozást,
- lassuló gazdasági növekedés, a bérek reálértéke csökkenésének veszélyével és
- kedvezőtlen hitelfeltételi feltételek a szuverén kockázat miatt.

Pénzügy-politikai szempontból Argentína valutapolitikája miatt érdemel figyelmet, ami mögött két tényező húzódik meg. 2014 januárjában – a FED monetáris politikai irányváltásának és a spekulációk (WSJ, 2014) hatására – az argentin *peso*, több más felemelkedő gazdaság (Dél-afrikai Köztársaság, Törökország stb.) valutájával egyetemben jelentős nyomás alá került (Forbes, 2014), ami minden eddiginél határozottabb jegybanki intervenciót igényelt. *Raghuram Rajan*, az Indiai Jegybank kormányzója ezzel kapcsolatban hangot is adott azon aggályának, amely szerint a fejlett országok nincsenek figyelemmel a fejlődőkre monetáris politikai megfontolásaik során, noha „a felemelkedő gazdaságok jelentősen hozzájárultak a nemzetközi gazdaság újraindításához a 2008 végén kirobbant válság után” (Bloomberg, 2014a, 1. oldal). Argentína esetében a jegybanki intervenció mindazonáltal a határait feszegeti, amit jól mutat az a tény is, hogy a *Banco Central* január végén 860 millió peso (több mint 100 millió USD-t) értékben adott el 98 napos kötelezvényeket a nemzeti valuta védelmében, 25,89 százalékos kamatszint mellett; ez egyébként 2002 vége óta nem tapasztalt szint. Ennél is többet mond a helyzet súlyosságáról, hogy a kamat egy hét alatt hat százalékpontot emelkedett (Bloomberg,

2014b). A jegybank nemzetközi tartalékai, amelyek egy év leforgása alatt 32 százalékkal csökkentek, hétéves mélypontra süllyedtek (BCRA, 2014; Bloomberg, 2014b), és azok márciusban már csak 27 007 millió dollárt tettek ki (lásd 2. ábra). A jegybanki tartalékok csökkenését tetézi, hogy a kormány ezekből sokkal olcsóbban tudja fedezni külföldi valutában jelentkező kiadásait.¹⁶ Az állam piaci finanszírozása rendkívül drága, hiszen Argentína a világ egyik legkockázatosabb szuverén adója. Az argentin csőd kockázatot jelölő CDS-felár 2014. április közepén 1724 ponton állt, míg például Brazíliaé 156, Venezueláé 1006, de még a polgárháború szélére sodródott Ukrajnáé is „csak” 1139 pontot ért el a vizsgált időszakban (DBR, 2014).

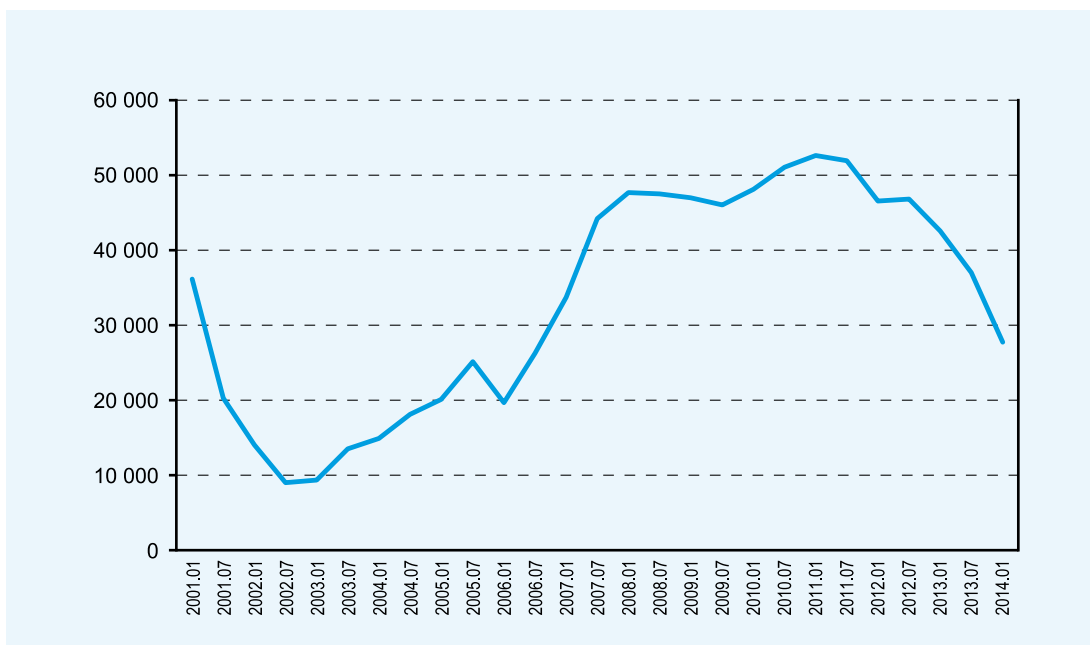
Kardinális pénzügy-politikai problémát jelent a többes árfolyam, amellyel egyrészt a piac árazza be a peso (valós) értékét, másrészt pedig az állam a „saját” párhuzamos árfolyamával a maga érdekei szerint befolyásolja a valutagaz-

dálkodást. Mindebből az is következik, hogy a hivatalos és a fekete piaci árfolyamok léte a kormány által is elfogadott tény; vannak olyan napilapok, amelyek mindkettőt fel is tüntetik. A peso és a fekete piaci árfolyam, amit a *dólar blue, paralelo, negro, informal* stb. névvel illetnek, 40–50 százalékos eltérést is mutathat.¹⁷ Szintén állami piactorzításként tekinthetünk a peso mezőgazdasági árfolyamára, a *dólar sojara*, amellyel a kormányzat célja egyértelműen a mezőgazdasági termékek árából befolyt keményvaluta feletti ellenőrzés megtartása.¹⁸

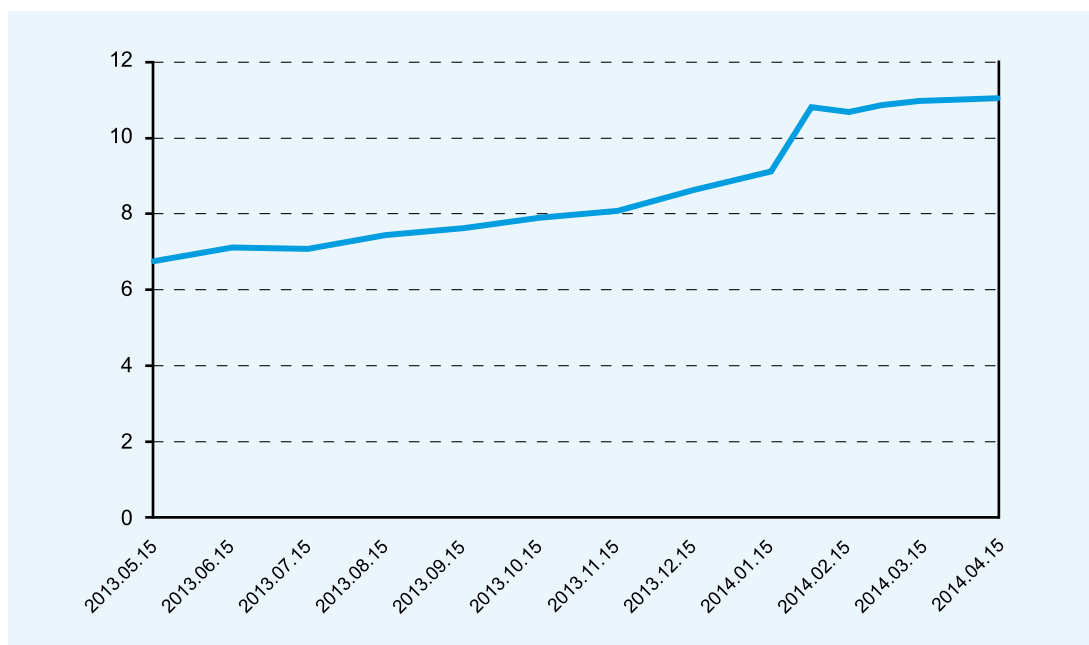
A peso a vizsgált időszakban (lásd 3. ábra) jelentős leértékelődésen ment keresztül. Ez egyúttal illeszkedik az államcsőd után kialakult trendhez is, hiszen az USD–AR\$ 1:1 konvertibilitás eltörlése után az argentin fizetőeszköz először jelentősen leértékelődött, aztán pedig lépcsőzetesen tovább gyengült. A fizetőeszköz leértékelődése 2013. november 10-től új lendületet vett, amit az új argentin gazdasági vezetésre adott pénzügyi válaszként, va-

2. ábra

AZ ARGENTIN JEGYBANK TARTALÉKAINAK ALAKULÁSA, MILLIÓ USD, 2001–2014



Forrás: BCRA (2014) alapján saját szerkesztés

AZ EUR-AR\$ ÁRFOLYAMA, 2013. MÁJUS 15.–2014. ÁPRILIS 15.

Megjegyzés: A kezdő időponttól 2013. XII. 15-ig hónap 15-i érték, 2014. I. 15-től hónap 15-i és hónap utolsó napi érték.

Forrás: Currency (2014) alapján saját szerkesztés

lamint az Argentin Nemzeti Bank passzivitásaként értelmezhetünk (FT, 2014). A tények mindazonáltal azt mutatják, hogy a november 10-i 7,9634 EUR/AR\$ árfolyam 2014. január 24-re 9,4354-es szintre gyengült (-18,48 százalék), majd – egy nap alatt 15,8 százalékot gyengülve – 10,9267 pesora süllyedt a hivatalos paritás. Az árfolyam a jelentős korrekció után a 10,61–11,11-es sávban mozgott (Currency, 2014).¹⁹ Az árfolyam „elengedése” mögött mindazonáltal a jegybank intervenciók arzenáljának kimerülése állhat.

KÖVETKEZTETÉSEK

A 2001-es argentin államcsőd a nemzetközi gazdasági szereplők számára több szempontból is tanulságos volt, mindez azonban csak feltételesen mondható el a Buenos Aires-i ve-

zetésről. A csőd kiváltó okai között, az 1990-es évek belső – esetenként fenntarthatatlan – pénzügy-politikai megfontolásai mellett alapvető fontosságúak a feltörekvő gazdaságok 1994–1998 közötti pénzügyi válságainak következményei. Mindezek fényében az argentin válság nem 2001-ben kezdődött, hanem akkor tetőzött.

Argentína csődeseménye kapcsán sok kritika érte a Nemzetközi Valutaalapot és a „felelőtlen” befektetőket. Az erkölcsi kockázat azonban nem csak a nemzetközi pénzügyi rendszert terheli. Az „argentin eset” amellett, hogy rámutat az állami túlköltekezés, a politikai kompromisszumképtelenség és a populizmus hátulütőire, intő jelként szolgál(t) a nemzetközi pénzügyi élet minden szereplője számára, rámutatva, hogy egy szuverén adós is jelenthet fizetéseképtelenséget. Minderre kevés példa volt a 2000-es évek előtt.

A két adósságátütemezés után úgy tűnt, Argentínának – makrogazdaságilag legalábbis – jól jött az államcsőd. Tanulmányunkban részletesen nem foglalkoztunk a magánvállalatok államosításával, de a jelenlegi trendek szerint éppen a gazdasági kiszámíthatatlanság terhe alatt roppan meg az argentin pénzügyi rendszer és 2014-re már a jegybanki intervenció sem tudja (vagy akarja?) megállítani a piac által kikényszerített korrekciókat. Természetesen a vállalatok magánkézben hagyása sem feltétlenül jelentette volna a gazdasági gondok megoldását, de a politikai bizonytalanság talán elkerülhető lett volna.

Összegzésként megállapítjuk, hogy míg hipotézisünket értékalapon nem tudjuk minden

kétséget kizáróan sem elfogadni, sem elvetni, a korrekció „időzítése” vonatkozásában világos következtetést tudunk megfogalmazni. Az argentin peso azon kevés nemzeti fizetőeszköz egyike, amely 2014 elején jelentős értékvesztést szenvedett el a vezető valutákhoz képest, s ezt mindenekelőtt a FED monetáris politikai irányváltásának, az új argentin gazdasági vezetés „piaci beárazásának” és az argentin jegybanki lehetőségek korlátozottságának tudjuk be. A peso február eleje óta megfigyelhető relatív szűk sávban történő mozgása az árfolyam hosszú távú paritását is jelezheti, mindez azonban nem feltétlenül jelenti a reálgazdasági folyamatok és gazdaságirányítási gyakorlatok piackomforttá válását.

JEGYZETEK

¹ Néhány tényező (államkötvény-hozamok, CDS-felár, pesoárfolyam) a 2001-es események esetleges megismétlődésére (vagy legalábbis a jelenlegi helyzet fenntarthatatlanságára) figyelmeztetnek. Mindez azt jelenti, hogy egy újabb államcsőd kockázata fennáll, de más okok miatt.

² Mueso de la Deuda Externa: <http://mde.museodeladeuda.com.ar/>

³ A Valutatanács legfőbb feladata a pénzügyi rendszer stabilitásának megteremtése volt. Ennek keretében a peso és a dollár árfolyamát 1:1-hez rögzítették a peso teljes konvertibilitása mellett, a dolláralapú ügyletek a pesoalapúakhoz hasonló feltételeket élveztek, míg a jegybank pénzkibocsátását a külföldi valutatartalékaiktól tette függővé (Baer et al., 2010).

⁴ Az 1989–1990-es 3079,81 és 2313,97 százalékos infláció 1991 augusztusára 1,3 százalékra mérséklődött (Kiguel – Liviatan, 1995)

⁵ A reálgazdaság számára a kötött árfolyam amennyire áldásos, annyira átkozott is lehet, ugyanis annak kedvező hatásai abban az esetben jelentkeznek, ha a

gazdaság pénzügy-politikai intervenció nélkül is versenyképes tud maradni. A külföldi termékek megfizethetősége, azoknak esetenként jobb minősége és a lakosság pénzügyi kultúrája is hozzájárult a hazai gazdaság akut problémáinak felerősödéséhez, a hazai megtakarítások erodálásához, és végső soron az argentin gazdaság fundamentumainak megrengéséhez.

⁶ A Federal Reserve Bank of San Francisco számításai szerint (FRBSF, 2002) 2002. szeptember 20-ig, tehát szűk tíz hónap alatt, a peso árfolyama 356 százalékos esést szenvedett a dollárhoz képest.

⁷ Ez kb. 80–20 százalék arányban oszlott meg az államkötvények és a késedelmi kamatok (past due interest – PDI) között. Ez utóbbiak jogosultságát Argentína mindig is vitatta.

⁸ A kérdéskörrel lásd részletesebben Damill et al., 2005.

⁹ Ezek a következők: Amerikai Egyesült Államok, Argentína, Japán, Nagy Britania, Németország, Olaszország, Spanyolország, Svájc.

- ¹⁰ Ezek a következők: argentin peso, inflációval korrigált peso (úgynevezett UCP – Unidad de Cuenta de Pesificación), USA dollár, euró, yen, font sterling, svájci frank.
- ¹¹ Három fajta kötvénytípus kibocsátása merült fel, név szerint a Par, cuasi-Par és a Discount, illetve egy, a GDP növekedéséhez kötött jegy (Damill et al., 2005). A kötvények tartalmáról lásd. Damill et al. (2005)
- ¹² A késedelmi kamatokat továbbra is ignorálta az argentin vezetés.
- ¹³ Az adóságcseréről lásd részletesen például Dhillon et al. (2006)
- ¹⁴ Legyen igazság, még ha a világ el is veszik – latin közmondás.
- ¹⁵ A kiemelt jellegek ellentétesek a nemzetközi trendekkel, így azokat nem részletezzük.
- ¹⁶ Ez nem feltétlenül csak az energiainportot érinti, hiszen Argentína még 2012-ben is nettó olajexportőr volt, igaz, földgázt importált (USEIA, 2012). Az energiakompensáció viszont jelentős terhet jelent (Porzecanski, 2013).
- ¹⁷ A napi feketepiaci árfolyamról lásd www.dolarblue.net
- ¹⁸ Az árfolyamkontroll nem új keletű eszköz a különböző célok elérése érdekében. Az argentin gyakorlatról lásd FIEL (1988)
- ¹⁹ A 2014. április 21-i állapot szerint.

IRODALOM

- ACEMOGLU, D. – EGOROV, G. – SONIN, K. (2011): A political theory of populism. *Working Paper Series*. pp. 11–21, Massachusetts Institute of Technology.
- BAER, W. – MARGOT, D. – MONTES-ROJAS, G. (2010): Argentina's default and the lack of dire consequences. (Report No. 10/09). London, UK: Department of Economics, *City University London*
- BICKEL, M. (2005): Default and Debt Swap in Argentina: Kirchner's fair Haircut. *Policy Papers on Transnational Economic Law*. 12/2005, pp. 1–7 Transnational Economic Law Research Center
- BLOOMBERG (2014a): Rajan Warns of Policy Breakdowns as Emerging Markets Fall. Bloomberg. On-line: <http://www.bloomberg.com/news/2014-01-30/rajan-warns-of-global-policy-breakdown-as-emerging-markets-slide.html> (2014. április 19.).
- BLOOMBERG (2014b): Argentine Central Bank Boosts Interest Rates to Defend Reserves. Bloomberg. On-line: <http://www.bloomberg.com/news/2014-01-29/argentina-central-bank-boosts-interest-rates-to-defend-reserves.html> (2014. április 19.).
- BOONMAN, T. M. (2013): Sovereign defaults, business cycles and economic growth in Latin America, 1870–2012. Research Institute SOM Faculty of Economics & Business University of Groningen
- BOTOS K. (2014): Fenntarthatóság mint gazdasági gondolkodásmód. Pénzügyi Szemle Online. On-line: <http://www.penzugyiszemle.hu/vitaforum/fenntarthatosag-mint-gazdasagi-gondolkodasmod> (2014. március 27.).
- CATAN, T. (2002): Argentines snowed under by paper IOUs. *Financial Times*. 2002. április 11.
- CLARÍN (2013): La Argentina cerró 2012 con el primer déficit fiscal desde 1996. On-line: http://www.ieco.clarin.com/economia/Argentina-cerro-primer-deficit-fiscal_0_866313415.html (2014. március 27.).
- CLARÍN (2014): Para el Indec, la inflación anual de 2013 fue de 10,9%. On-line: http://www.ieco.clarin.com/economia/Para-el-Indec-la-inflacion-anual-de-2013-fue-de-10-9_0_866313415.html

com/indec-inflacion-moreno-precios_0_1066693721.html (2014. március 27.)

CONDE, R. C. (2003): La crisis Argentina de 2001–2002. *Cuadernos de Economía*. 40, 121, pp. 762–767

CURRENCY (2014): Your UK currency and Exchange Rates Resource. On-line: <http://www.currency.me.uk/convert/eur/ars#charts> (2014. április 21.)

DAMILL, M. – FRENKEL, R. – RAPETTI, M. (2005): *The Argentinean debt: history, default and restructuring*. Cedes. Buenos Aires

DHILLON, A. – FRONTI, J. G. – GHOSAL, S. – MILLER, M. (2006): Bargaining and sustainability: the Argentine debt swap of 2005. *CSGR Working Paper* No. 189/06, pp. 1–37

DORNBUSH, R. – EDWARDS, S. (1991): Introduction to "The Macroeconomics of Populism in Latin America". In: Dornbush, R. – Edwards, S. (eds.): *The Macroeconomics of Populism in Latin America*. University of Chicago Press

FIEL (1988): El control de cambios en la Argentina. Liberación cambiaria y crecimiento. *Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas*. Buenos Aires, Argentina.

FRENKEL, R. (2012): The Argentine Foreign Debt Default and Restructuring. Conference by the Institute for the Study of the Americas. *University of London*. pp. 2–14

HORNBECK, J. F. (2002): The Argentine Financial Crisis: A Chronology of Events. CRS Report for Congress. On-line: <http://fpc.state.gov/documents/organization/8040.pdf> (2014. március 20.)

HORNBECK, J. F. (2004): Argentina's Sovereign Debt Restructuring. CRS Report for Congress. On-line: <http://fpc.state.gov/documents/organization/39301.pdf> (2014. március 20.)

HORNBECK, J. F. (2013): Argentina's Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the "Holdouts". CRS Report for Congress. On-line: <https://www.fas.org/sgp/crs/row/R41029.pdf> (2014. március 23.)

KEIFMAN, S. (2008): On the Political Economy of Monetary Policy. *The IDEAs Working Paper Series*. 01/2008, pp. 1–18

KIGUEL, M. A. – LIVIATAN, N. (1995): Stopping Three Big Inflations: Argentina, Brazil, and Peru. In: Dornbush, R. – Edwards, S. (eds.): *Reform, Recovery, and Growth: Latin America and the Middle East*. *University of Chicago Press*, pp. 396–414

KÓBOR Á. (2002): Pénzügyi piaci válsághelyzetek kísérő jelenségei kockázatkezelői megközelítésben. *Hitelintézet Szemle*. 1, 3, 1–31. oldal

KOLOZSI P. P. (2013): Monetáris politika, érdekcsoportok, pénzügyi válság. *Pénzügyi Szemle*, 2013/1, 35–52. oldal

LA NACIÓN (2013a): Para el Indec, la inflación de 2012 fue del 10,8%. On-line: <http://www.lanacion.com.ar/1545959-para-el-indec-la-inflacion-de-2012-fue-del-108> (2014. március 27.)

LA NACIÓN (2013b): El Indec confirmó que la desocupación fue 6,9% en 2012. On-line: <http://www.lanacion.com.ar/1556136-el-indec-confirmando-que-la-desocupacion-fue-69-en-2012> (2014. március 27.)

LÁMFALUSSY S. (2008): *Pénzügyi válságok a fejlődő országokban*. Akadémiai Kiadó. Budapest

ORGAZ, L. – MOLINA, L – CARRASCO, C. (2011): El creciente peso de las economías emergentes en la economía y gobernanza mundiales. *Los países BRIC*. Documento Ocasionales 1101, Banco de España

PEARSON, R. (2003): Argentina's Barter Network: New Currency for New Times? *Bulletin of Latin American Research*. 22, 2, pp. 214–230

PORZECANSKI, A. C. (2013): Argentina's Economy: Endgame Scenarios. American University, Washington. On-line: http://csis.org/files/attachments/130403_Porzecanski_ArgentinasEconomy_Speech.pdf (2014. március 27.)

SAXTON, J. (2003): Argentina's economic crisis: causes and cures. Joint Economic Committee. *United States Congress*. Washington, USA

SCHULER, K. (2005): Ignorance and Influence: U.S. Economists on Argentina's Depression of 1998–2002. *Econ Journal Watch*. 2, 2, pp. 234–278

SHAPIRO, R. J. – PHAM, N. D. (2006): Discredited – The Impact of Argentina's Sovereign Debt Default and Debt Restructuring on U.S. Taxpayers and Investors. Sonecom SRL. On-line: http://www.sonecon.com/docs/studies/argentina_1006.pdf (2014. április 21.)

AEI (2013): Argentina's race to the bottom. American Enterprise Institute. On-line: <http://www.aei.org/look/foreign-and-defense-policy/regional/latin-america/argentinas-race-to-the-bottom/> (2014. május 7.)

BAH (2012): IMF confirms plans to close Buenos Aires office. Buenos Aires Herald, 2012. március 14. On-line: <http://www.buenosairesherald.com/article/95371/imf-confirms-plans-to-close-buenos-aires-office> (2014. március 25.)

BAH (2013): Argentine debt at 44.9% of GDP, grew 10.3% in 2012. Buenos Aires Herald. <http://www.buenosairesherald.com/article/135068/argentine-debt-at-449-of-gdp-grew-103-in-2012> (2014 március 27.)

BCRA (2014): Panorama monetario y financiero. Banca Central de la República Argentina. On-line: <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/estadistica/panhis.xls> (2014. március 27.)

DBR (2014): Sovereign default probabilities on-line. Deutsche Bank Research. On-line: http://www.dbresearch.com/servlet/reweb2.ReWEB?rwobj=cdsalc2.Start.class&rwnode=DBR_INTERNET_EN-PROD%24NAVIGATION&rwsite=DBR_INTERNET_EN-PROD&cdsCountry=CDSC000000000000421&cdsRecRate=50 (2014. április 19.).

Economist (2013): Flogging a Dead Cow. The Economist. On-line: <http://www.economist.com/news/americas/21582304-recently-nationalised-oil-company-agrees-big-foreign-investment-flogging-dead-cow> (2014 április 19.)

Economist (2013): Flogging a Dead Cow. The Economist. On-line: <http://www.economist.com/news/americas/21582304-recently-nationalised-oil-company-agrees-big-foreign-investment-flogging-dead-cow> (2014. április 19.)

ENSZ (2007): Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean • 2007. Egyesült Nemzetek Szervezete, Latin-Amerika és a Karib-térség Gazdasági Bizottsága

ENSZ (2009): Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean • 2009. Egyesült Nemzetek Szervezete, Latin-Amerika és a Karib-térség Gazdasági Bizottsága

ENSZ (2010): Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean • 2010. Egyesült Nemzetek Szervezete, Latin-Amerika és a Karib-térség Gazdasági Bizottsága

ENSZ (2011): Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean • 2011. Egyesült Nemzetek Szervezete, Latin-Amerika és a Karib-térség Gazdasági Bizottsága

ENSZ (2012): World Economic Situation and Prospects 2012 Annex tables. Egyesült Nemzetek Szervezete. On-line: https://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_archive/2012annex_tables.pdf (2014. március 27.)

ENSH (2013): Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean • 2013. Egyesült Nemzetek Szervezete, Latin-Amerika és a Karib-térség Gazdasági Bizottsága

FORBES (2014): Why the Fed Should Not Taper Alone. Forbes. On-line: <http://www.forbes.com/sites/francescoppola/2014/01/31/why-the-fed-should-not-taper-alone/> (2014. április 19.).

FRBSF (2002): Learning from Argentina's Crisis. Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 2002-31, 1-4.

FT (2014): Argentine peso plunges after central bank pulls support. On-line: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/bcb534bc-844c-11e3-9903-00144feab7de.html#axzz2zXDawXZP> (2014. április 21.).

IMF (2003): The Role of the IMF in Argentina, 1991-2002. International Monetary Fund. On-line: <http://www.imf.org/External/NP/ico/2003/arg/> (2014 március 20.)

INDEC (2014): Argentine Foreign Trade Statistics. Instituto Nacional de Estadística y Censos. On-line: http://www.indec.mecon.gov.ar/indec/ingles/i_argent_02_14.pdf (2014. május 7.)

IL (2014): Convertibilidad del austral – Ley N° 23.928. Información Legislativa. On-line: <http://www.infoleg.gov.ar/infolegInternet/anexos/0-4999/328/norma.htm> (2014. március 19.)

LR (2013): Argentina: desempleo bajó al 6,8 % en el tercer trimestre de 2013. La Republica. On-line: <http://www.larepublica.pe/20-11-2013/argentina-desempleo-bajo-al-68-en-el-tercer-trimestre-de-2013> (2014. március 27.)

MEcon (2010): Argentine State's Public Debt - Data as of September 30, 2010. Ministerio de la

Economía y Finanzas Públicas. On-line: http://www.mecon.gov.ar/finanzas/sfinan/english/download/informe_deuda_publica_30-09-10_english.pdf (2014 március 25.).

MEcon (2014): La Economía Argentina durante 2001 y evolución reciente. Ministerio de la Economía y Finanzas Públicas. On-line: <http://www.mecon.gov.ar/informe/informe40/introduccion.pdf> (2014 március 20.)

MP (2013): Déficit fiscal argentino se estima alcanzará más del 4.5% del PBI en 2013. MercoPress. On-line: <http://es.mercopress.com/2013/12/13/deficit-fiscal-argentino-se-estima-alcanzara-mas-del-4.5-del-pbi-en-2013>

Rabobank (2013): The Argentine Crisis 2001/2002. Rabobank Economic Research Department. On-line: <https://economics.rabobank.com/publications/2013/august/the-argentine-crisis-20012002/> (2014 március 20.)

USEIA (2012): Argentina. U.S. Energy Information Administration. On-line: <http://www.eia.gov/countries/cab.cfm?fips=AR> (2014. április 21.).

USDOL (2010): G20 Statistical Update – Argentina: Slower GDP growth led to slight increases in unemployment. United States Department of Labor. Washington, USA

Világbank (2013): Argentina Current Account Balance Forecast 2013-2018, Data and Charts. On-line: <http://knoema.com/maaihyb/argentina-current-account-balance-forecast-2013-2018-data-and-charts> (2014. március 26.)

WSJ (2014): Argentina Blasts 'Speculative Attacks'. The Wall Street Journal. On-line: <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702304007504579348681775182714> (2014. április 19.)