

# **DOKTORI (Ph.D.) ÉRTEKEZÉS**

BARTAKOVICS GÁBOR

Nyugat-magyarországi Egyetem  
Sopron  
2015



# VÁLSÁGOK A GLOBALIZÁLT NEMZETKÖZI PÉNZÜGYI RENDSZERBEN

Értekezés doktori (PhD) fokozat elnyerése érdekében

Készült a Nyugat-magyarországi Egyetem  
Széchenyi István Gazdálkodás- és Szervezéstudományok Doktori Iskola  
Vállalat gazdálkodás programja keretében

Írta:

Bartakovics Gábor

Témavezető: Prof. Dr. Báger Gusztáv

Elfogadásra javaslom (igen / nem)

.....

(aláírás)

A jelölt a doktori szigorlaton ..... %-ot ért el.

Sopron, 2013. december 3.

.....

a Szigorlati Bizottság elnöke

Az értekezést bírálóként elfogadásra javaslom (igen / nem)

Első bíráló (Dr. ....) igen / nem

.....

(aláírás)

Második bíráló (Dr. ....) igen / nem

.....

(aláírás)

A jelölt az értekezés nyilvános vitáján ..... % - ot ért el.

Sopron, .....

.....

a Bírálóbizottság elnöke

A doktori (PhD) oklevél minősítése.....

.....

az EDHT elnöke



## TARTALOMJEGYZÉK

<b>1. BEVEZETÉS</b> .....	<b>1</b>
1.1. A disszertáció előzményei, célkitűzései .....	1
1.2. Alkalmazott módszertan .....	5
1.3. A disszertáció szerkezete .....	6
<b>2. ELMÉLETI HÁTTÉR ÉS IRODALMI ÁTTEKINTÉS</b> .....	<b>7</b>
2.1. A VÁLSÁGOK JELLEMZÉSE, DEFINÍCIÓJA.....	7
2.2. VÁLSÁGOK KATEGORIZÁLÁSA .....	10
2.3. VÁLLALATI VÁLSÁG ÉS VÁLSÁGKEZELÉS .....	12
2.4. A VÁLSÁGKEZELÉS ELMÉLETE, VÁLSÁGKEZELÉSI TECHNIKÁK .....	15
2.4.1. Klasszikus közgazdaságtan.....	15
2.4.2. John Maynard Keynes .....	16
2.4.3. Monetarizmus .....	17
2.5. VÁLSÁGOK AZ EGYESÜLT ÁLLAMOKBAN .....	18
2.5.1. 1929–1933-as válságkezelés.....	18
2.5.2. Az Egyesült Államok válságai az 1970-es évektől .....	20
2.5.3. Az első olajválság.....	22
2.5.4. Iráni forradalom.....	24
2.5.5. Öbölháborús konfliktus .....	25
2.5.6. A 2000-es évek ún. dot-com válsága.....	27
2.6. VÁLSÁGOK A FEJLŐDŐ ORSZÁGOKBAN (1980–2000) .....	28
2.6.1. Latin-amerikai válság (1982–1983).....	29
2.6.2. Mexikói válság (1994–1995).....	31
2.6.3. Délkelet-ázsiai válság (1997–1998) .....	32
2.6.4. Orosz válság (1998).....	35
2.6.5. 2008: Tíz évvel később.....	38
2.7. A JELENLEGI VÁLSÁG JELLEMZÉSE .....	40
2.7.1. A válság kitörése és fordulópontja .....	41
2.7.2. Az első globális, pénzügyi alapú válság.....	44
2.7.3. Okai és jellege .....	45
2.7.4. A válság hatása az európai pénzügyi felügyeleti rendszer alakulására .....	47
2.7.5. Rendszerszintű problémák.....	52
2.7.6. Forgatókönyvek a pénzügyi és gazdasági globalizáció várható alakulására.....	54
<b>3. VÁLSÁGKEZELÉS A GYAKORLATBAN</b> .....	<b>57</b>
3.1. VÁLASZTOTT EURÓPAI UNIÓS ORSZÁGOK VÁLSÁGKEZELÉSÉNEK ÖSSZEHASONLÍTÁSA .....	57
3.1.1. Írország .....	61
3.1.2. Görögország .....	65
3.1.3. Portugália és Spanyolország.....	68
3.1.4. Ciprus .....	71
3.1.5. Magyarország .....	73
3.1.6. Válságon belüli újabb válság: euroválság .....	78

3.2.	GENERAL MOTORS ESETTANULMÁNY FELDOLGOZÁSA .....	80
3.2.1.	A válság hatásai az autóiparban .....	81
3.2.2.	A General Motors reorganizációja .....	82
3.2.3.	Eredmények az elmúlt 5 év távlatában.....	88
3.2.4.	Esettanulmány értékelése .....	89
<b>4.</b>	<b>KUTATÁS TARTALMA ÉS EREDMÉNYEI .....</b>	<b>90</b>
4.1.	KÖZÖS PONTOK – ÚJ VÁLSÁGELMÉLETI KÉRDÉSEK.....	90
4.1.1.	A válság „újdonság” jellege .....	91
4.1.2.	Újdonságok a válságkezelés terén.....	92
4.2.	INFORMÁCIÓS SZEMPONT FELÉRTÉKELŐDÉSE.....	94
4.3.	KÖZÖS VÁLSÁGMODELL .....	95
4.4.	TOVÁBBLÉPÉSI LEHETŐSÉGEK A PÉNZÜGYI IRÁNYÍTÁS ALAKÍTÁSÁRA .....	98
4.4.1.	Minősített értékpapírosítás .....	99
4.4.2.	A Chicago-terv újragondolása.....	103
4.4.3.	Globális jegybanki funkció létrehozása .....	108
4.4.4.	Globális szabályozás kialakítása .....	113
4.4.5.	Új globális Marshall-terv létrehozása Kína mint finanszírozó részvételével... 116	
4.4.6.	Pénzügyi szektor fenntarthatósága .....	119
4.5.	A GAZDASÁGI VÁLSÁGRA ADOTT NEMZETI VÁLASZOK FENNTARTHATÓSÁGI SZEMPONTÚ ÉRTÉKELÉSE.....	123
4.6.	LEHETSÉGES TOVÁBBFEJLŐDÉSI IRÁNYOK AZ EURÓPAI UNIÓ SZÁMÁRA .....	127
4.6.1.	Politikai unió .....	128
4.6.2.	Az egység további mélyítése: előremenekülés egy fiskális unió felé .....	129
4.6.3.	Megosztott felelősségvállalás szigorúbb szabályozással és szankciókkal .....	132
4.6.4.	Szétesés .....	134
<b>5.</b>	<b>ÚJ ÉS ÚJSZERŰ TUDOMÁNYOS EREDMÉNYEK .....</b>	<b>135</b>
5.1.	Tudományos eredmények összefoglalása.....	135
5.2.	Hipotézisek eredményei .....	136
<b>6.</b>	<b>ÖSSZEFOGLALÓ: KÖVETKEZTETÉSEK, JAVASLATOK .....</b>	<b>150</b>
<b>7.</b>	<b>SUMMARY: CONCLUSIONS AND RECOMMENDATIONS .....</b>	<b>155</b>
<b>8.</b>	<b>MELLÉKLETEK .....</b>	<b>161</b>
M1.	Irodalomjegyzék .....	161
M2.	Az EKB és a Fed által alkalmazott nemkonvencionális eszköztár kronológiája.....	171

## ÁBRÁK JEGYZÉKE

1. ábra: Az Egyesült Államok reál GDP-jének alakulása, 1970–2014.....	21
2. ábra: Az Egyesült Államok fogyasztói árindexének és bruttó hazai termékének alakulása, 1960–1976 .....	24
3. ábra: NASDAQ Composite index záró értékének alakulása, 1995–2004.....	28
4. ábra: Fed Prime Rate alakulása, 1980–1999 .....	33
5. ábra: USA lakásár-index alakulása, 1991–2014.....	38
6. ábra: Az új európai pénzügyi felügyeleti rendszer működésének vázlata.....	51
7. ábra: Hosszú távú forgatókönyvek a pénzügyi-gazdasági globalizáció alakulására .....	54
8. ábra: PIGS-országok negyedéves GDP-jének alakulása, 2007–2014 .....	60
9. ábra: A PIGS-országok és Németország folyó mérlegének egyenlege, 2000–2013 .....	61
10. ábra: A GM csoport alkalmazotti létszámának és értékesítési volumenének alakulása, 2007–2014 .....	86
11. ábra: A GM csoport árbevételének és nettó nyereségének alakulása, 2007–2014.....	88
12. ábra: Közös válságmodell vázlata .....	97
13. ábra: Európa és az Egyesült Államok értékpapírosítási piacának alakulása .....	100
14. ábra: Chicago Plan megvalósítása a magyar bankrendszer adatai alapján.....	108
15. ábra: Kína folyó fizetési mérlegének egyenlege, 1998–2012.....	117
16. ábra: Kína devizatartalékainak alakulása, 2000–2014 .....	118
17. ábra: Nemzetközi devizatartalékok megoszlása.....	121
18. ábra: Elsődleges válságtípusok az EU tagállamaiban.....	126

## KIVONAT

### Válságok a globalizált nemzetközi pénzügyi rendszerben

A disszertáció megírásával a szerző célkitűzése az volt, hogy feltárja a pénzügyi válságok és a globalizáció kölcsönös egymásra hatását, valamint a nemzetközi pénzügyi intézmények szerepét mind a válságok kialakulásában, mind pedig azok kezelésében. A dolgozat áttekintést ad a globálissá vált nemzetközi pénzügyi rendszer válságairól, a válságkezelés elméletéről és alkalmazott gyakorlatáról, továbbá a nemzetközi pénzügyi rendszer lehetséges továbbfejlődési irányairól. Az értekezés egy komparatív elemző vizsgálatot alkot, amely a globális szintre vonatkozó kutatások mellett a kormányzat vállalati válságkezelésben betöltött szerepét értékeli, egy adott nemzetközi vállalat esettanulmányán keresztül. A doktori értekezés újszerű rendszerezésben ismerteti a pénzügyi globalizáció és a válságok kialakulásával kapcsolatos ismereteket, amely kiemeli a rendszerszintű problémák szerepét, és ezzel összefüggésben potenciális továbblépési lehetőségeket vázol fel mind a jövőbeni globális pénzügyi irányítási rendszer kialakítására, mind pedig az Európai Unió gazdasági-politikai és pénzügyi együttműködésére vonatkozóan. A szerző a disszertációban a hagyományos szemlélet mellett egy információs aszimmetriára épülő új (közös) válságmodell alapján is értékeli a 2007–2009. évi válság újdonság-jellegét, valamint újszerű szemléletben veti össze a jelenlegi és az 1997–1998. évi délkelet-ázsiai regionális válság és válságkezelés tapasztalatait. A disszertáció a fenntarthatóság szempontjából is elemzi az alkalmazott válságkezelő intézkedéseket, melyekkel kapcsolatban megállapítja, hogy a válságkezelés gyakorlata nem állt összhangban a pénzügyi-gazdasági rendszer fenntarthatósági követelményeivel. Az állami szerepvállalás értékelésére vonatkozó nagyvállalati esettanulmány feldolgozása alapján a szerző rámutat arra, hogy a multinacionális vállalatok válságkezelésében mindvégig jelentős szerepet játszott a nemzeti kormányokkal való együttműködés, így válságkezelő stratégiájuk nem volt függetleníthető a működésüknek helyt adó országok kormányaitól.



## **ABSTRACT**

### **Crises in the Globalized International Financial System**

The Author's objective was to explore the mutual interaction between financial crises and globalization, as well as the role of international financial institutions in the formation of the crises and in their management. The essay gives an overview about the crises of the globalized international financial system, the theory and applied practices of crisis management, and further about the potential directions for future development of the international financial architecture. The dissertation constitutes a comparative analytical inquiry, which, besides the research related to global level, investigates the public involvement in the crisis management of enterprises, through the case study of a specific multinational company. The dissertation demonstrates the knowledge related to financial globalization and formation of crises in a novel systematization, which the role of systemic problems, and in this context, it draws up potential steps forward in terms of the design of the future global financial governance, and also related to the further development of the economic-political and financial cooperation of the European Union. In addition to the traditional approach, the Author also evaluates the new characteristics of the crisis of years 2007–2009 based on a new (common) crisis model that is based on information asymmetry, and compares the experiences of the crisis and crisis management of the current and of the Southeast Asian crisis of 1997–1998 from a novel viewpoint. The dissertation also analyzed the prevailing crisis management measures from the perspective of sustainability, and in this context it established that the applied practice of crisis management was not in line with the sustainability criteria of the financial-economic system. Based on the research of the corporate case study to evaluate the state involvement, the Author pointed out that the cooperation with national governments always played a significant role in the crisis management of multinational companies, therefore, their crisis management strategies could not be made independent from the governments of the countries of their locations.



## 1. BEVEZETÉS

*„Az eddig uralkodó paradigmáról – az egyensúlyelméletről és annak politikai megfelelőjéről, a piaci fundamentalizmusról – nem pusztán az derült ki, hogy képtelen a jelenlegi helyzetet megmagyarázni, hanem egyenesen ez a modell okolható a körülöttünk lévő káoszért.”*

*(Soros György: A 2008-as hitelválság és következményei -  
A pénzügyi piacok új paradigmája c. könyvéből)*

Napjainkra a 2007-ben kezdődött, és 2008-tól világgazdasági méreteket öltött másodlagos jelzálogpiaci válság jelentős elhúzódását, a helyi és nemzetközi válságkezelési folyamatok lassúságát figyelhetjük meg. Ennek következtében gyakorlati érdeklődés mutatkozik a válságok kialakulási mechanizmusának, valamint a válságkezelés lehetséges irányainak vizsgálatát illetően. A 2007–2009-es pénzügyi krízis sok területen újdonságot hozott mind a közgazdasági gondolkodásban, mind pedig a gazdaságpolitikában. Jelen dolgozat áttekintést kíván adni a globálissá vált nemzetközi pénzügyi rendszer válságairól, a válságkezelés elméletéről és alkalmazott gyakorlatáról, valamint a nemzetközi pénzügyi rendszer lehetséges továbbfejlődési irányairól.

### 1.1. A disszertáció előzményei, célkitűzései

Doktori disszertációm megírásának előzményét jelentik a globalizáció, nemzetközi pénzügyek, valamint pénzügyi szabályozás területén végzett tanulmányaim, és a témában végzett kutatásaim, publikációim. Kutatási tervem összeállításakor a globalizált nemzetközi pénzügyi rendszerben kialakuló válságok létrejöttének folyamatát, továbbá a válságkezelés eszközeinek vizsgálatát állítottam a középpontba. Ebben az a szándék vezérelt, hogy feltárjam a pénzügyi válságok és a globalizáció kölcsönös egymásra hatását, valamint a nemzetközi pénzügyi intézmények szerepét mind a válságok kialakulásában, mind pedig azok kezelésében. Az 1970-es évektől kezdődően növekvő egyensúlytalanságokat figyelhetünk meg a világgazdaságban. Megjelent az ún. „pénzügyi buborék”, az energiaválságok hatására infláció és a gazdasági növekedés stagnálása következett be a fejlett és fejlődő országokban egyaránt. Egyre inkább teret hódítanak a multinacionális cégek és a nemzetek közötti, reálgazdaságtól elszakadó tőkeáramlások. Úgy vélem, a gazdaságelmélet terén is egyre inkább paradigmaváltáshoz közeledünk, hogy a válságok kialakulását megmagyarázni, a jövőben pedig enyhíteni tudjuk.

A disszertációban át kívánom tekinteni a válságelméleteket és a válságkezelés eddigi gyakorlatát az 1929–1933-as nagy gazdasági világválságtól kezdve a 20. század nagyobb válságepizódjain át eljutva a 2007-ben kialakult (jelenlegi) válsáig. E tekintetben egy olyan összefoglalást szeretnék készíteni, mely kellő tanulságokkal szolgálhat a jövő pénzügyi rendszerének, valamint a válságkezelés intézményi keretének kialakításában.

*Eichengreen és Bordo (2002)* kimutatása szerint a globalizáció modern időszaka együtt járt a pénzügyi válságok növekvő gyakoriságával: 1945 és 1973 között 39 nemzeti vagy nemzetközi pénzügyi válság volt, míg ezzel szemben ez a gyakoriság 1973 és 1997 között 139-re növekedett. Ezek a pénzügyi válságok túlnyomó részt fejlődő gazdaságokból indultak ki. Dolgozatomban abból a szempontból is meg kívánom vizsgálni a folyamatokat, hogy a globalizáció minden korábbi elképzelést felülmúló kiszélesedése és a pénzügyi válságok növekvő gyakorisága között van-e ok-okozati összefüggés.

Mindezen tendenciák tükrében célom, hogy a nemzetközi pénzügyi erővonalak alapján vizsgáljam a jövőbeli lehetséges továbbfejlődési irányokat. A disszertáció megírásával célkitűzésem az eddigi tanulságok összevetése, továbbá annak megállapítása, hogy vezet-e a válságkezelés jelenlegi gyakorlata, illetve annak nehézsége új válságkezelési módszerek kialakulásához. Mindebben különös figyelmet fektetek a globalizációs folyamatoknak, és ehhez kapcsolódóan a pénzügyi szabályozás területének.

A fentiek alapján a következő hipotéziseket fogalmaztam meg:

**H1/A. A 2007–2009-es válság nem helyi, nem régi típusú, hanem új típusú gazdasági válság.**

Az első hipotézis alapvető problémakörét az jelenti, hogy az Egyesült Államok 1970-es évektől kezdődően megfigyelhető helyi válságainak, valamint az 1997–1998. évi délkelet-ázsiai regionális válság tapasztalatait figyelembe véve a 2007-ben kezdődött gazdasági válság a korábbiakhoz hasonlóan regionális válságnak minősíthető-e, vagy egy azokon túllépő, új típusú globális válságnak, melynek kialakulásában a pénzügyi piacok globális integrációja döntő szerepet játszott. E hipotézis keretében vizsgálandó, hogy előfordultak-e a korábbiakban a 2007–2009-es válsághoz hasonló jellemzőkkel bíró, előjelként tekinthető válságok, vagy pedig egy példa nélküli folyamatot figyelhattünk meg az amerikai jelzálogpiaci válság eszkalálódásával.

A részhipotézis igazoltnak tekintem, amennyiben a 2007–2009-es válság kialakulásában, valamint lefolyásában azonosíthatóak olyan jellemzők, amelyek a korábbi válságepizódoktól jelentősen eltérő, korábban nem tapasztalt folyamatokat mutattak.

**H1/B. A válságok közös jellemzője, hogy minden válság információs válságnak tekinthető.**

Az első hipotézis második részhipotéziseként azt kívánom megvizsgálni, hogy a válságkezelés tapasztalatait figyelembe véve a gazdasági válságok szakirodalomban megfigyelhető kategorizálása (a válságmodellek) csupán ugyanannak a jelenségnek különböző oldalait emelik-e ki, vagy pedig valójában is többféle gazdasági válság létezik. Léteznek-e közös vonások a válságok létrejöttében, amelyek alapján felállítható egy közös válságmodell a sokféle kategória szintetizálására?

E részhipotézist akkor tekintem igazoltnak, amennyiben alátámasztható, hogy a válságok kialakulásában az információs szempont közös jellemzőként, egyféle közös válságmodellként azonosítható.

**H2. A 2007–2009-es globális válság válságelméleti és válságkezelési újdonságokat is hozott.**

A második hipotézis tárgykörének vizsgálatát az alkotja, hogy hozott-e újdonságot a válságelméletben, valamint a válságkezelésben a 2007–2009-es globális válság. Megfigyelhetők-e a jelenlegi válság során hasonlóságok az 1929–1933. évi nagy gazdasági világválság, valamint az 1997–1998. évi délkelet-ázsiai válság válságkezelésében? Voltak-e különbségek az Európai Unió és az Amerikai Egyesült Államok válságra adott reakciójában, illetve változott-e a nemzetközi pénzügyi intézmények és a nemzeti kormányok szerepe a válságkezelésben?

A hipotézis akkor igazolt, amennyiben a válságkezelésben is azonosíthatóak a korábbiaktól alapjaiban véve eltérő mechanizmusok.

**H3. A rendszerszintű problémák kezelésére világszintű összehangolt szabályozás szükséges.**

Ezen hipotézishez kapcsolódó kérdés, hogy hozzájárult-e a 2007–2009-es globális válság kialakulásához a dereguláció, liberalizáció, valamint a globalizáció 1970-es évektől megfigyelhető kiteljesedése. A globális pénzügyi rendszer problémáival kapcsolatos tapasztalatok alapján a rendszer működési hatékonysága javítható-e a rendszerszintű

problémák különálló (szuverén) nemzetállami kezelésével, vagy e problémák megoldása egy összehangolt szabályozás kialakítását igényli? Zajlik-e napjainkban ilyen jellegű konvergencia globális vagy regionális szinten? A nemzetközi tőke mozgások szabadsága mellett és a globális összefonódások következtében szükségessé válik-e a kormányzatok nemzeti szuverenitásának akárcsak részleges feladása?

A harmadik hipotézis igazolásának azt tekintem, amennyiben bizonyítható, hogy a globális pénzügyi rendszer rendszerszintű problémáinak hatékony kezelése nemzetállami szinten kizárható, s így egy globális intézményi-szabályozási megoldás elengedhetetlen.

#### **H4. A válságkezelés gyakorlata nem állt összhangban a fenntarthatóság követelményeivel.**

E hipotézis keretében azt szeretném megvizsgálni, hogy a 2007–2009-es nemzetközi pénzügyi-gazdasági válságra adott nemzeti és nemzetközi válaszok együttese, vagyis a válságkezelés gyakorlata összhangban állt-e a globális gazdasági és pénzügyi rendszer fenntarthatósági követelményeivel. Voltak-e a 2007-ben kezdődött válság kezelésének fenntartható, illetve nem fenntartható elemei, lépései? Fenntartható-e a jelenleg létező nemzetközi pénzügyi architektúra? Felállítható-e egy követelményrendszer a fenntartható pénzügyi globalizáció működésére? Indokolt-e a fejlődő országok jelenleginél magasabb szintű bevonása a nemzetközi pénzügyi intézményrendszer döntéshozatalába?

E hipotézis akkor alátámasztott, ha bizonyítható, hogy a 2007–2009-es válság kezelésének megtapasztalt gyakorlata nem fenntartható jellemzőket mutatott.

#### **H5. A multinacionális vállalkozások válságkezelésében jelentős szerepet játszik a nemzeti kormányokkal való együttműködés.**

Az ötödik hipotézis a multinacionális vállalkozások és a nemzeti kormányok együttműködésére vonatkozik. A vizsgálat részét képezi annak megállapítása, hogy a válság által nagymértékben érintett multinacionális vállalkozások válságkezelési stratégiájának megvalósítása lehet-e független a működésüknek helyt adó államok nemzeti kormányaitól, vagy pedig a stratégia megvalósításában jelentős szerepet játszik a nemzeti kormányokkal való kapcsolat. Egyirányú-e ez az interakció a multinacionális vállalkozások és a nemzeti kormányok között, vagy inkább kölcsönös függőség és együttműködés jellemzi azt? A nemzetközi pénzügyi-gazdasági válság hatására milyen, a korábbiaktól eltérő szerepet játszanak a nemzeti kormányok a multinacionális vállalkozások válságkezelésében? Globális működésükből kifolyólag hasonlóan érintette-e a

multinacionális vállalatokat a gazdasági visszaesés, mint a szuverén államokat, illetve a válságkezelés céljából összehasonlítható eszközök álltak-e rendelkezésükre? Jellemző volt-e a kormányzatok aktív, akár tulajdonosi részvétele a gazdasági visszaesés következtében bajba jutott társaságok válságkezelésében?

Az utolsó hipotézis akkor tekinthető igazoltnak, amennyiben – a konkrét esettanulmány vizsgálatán keresztül – megállapítást nyer, hogy a multinacionális vállalatok és a nemzeti kormányok együttműködése a válságkezelésben sikerrel zajlott.

## 1.2. Alkalmazott módszertan

A disszertáció témaválasztásából eredően elsősorban egy elméleti, makrogazdasági szintű kutatást jelent, ugyanakkor gyakorlati kérdéseket is érint. Az elméleti és gyakorlati háttér bemutatásával az értekezés legfőképpen egy tapasztalatokat feldolgozó, komparatív elemző vizsgálatot alkot, amely alapvetően két szintre vonatkozik:

- A vizsgálat egyik elemét a **globális szint**, vagyis nagy gazdasági régiók vizsgálata képezi. Ebben a témakörben az Egyesült Államok és az Európai Unió válságkezelését tekintem át annak érdekében, hogy lehetséges továbbfejlődési irányokat vázoljak fel.
- A vizsgálat másik elemét egy **nemzetközi vállalatra vonatkozó esettanulmány** adja. Az elemzés ezen szintjét indokolja, hogy a multinacionális vállalatok gazdasági mutatóikat (árbevétel, mérlegfőösszeg) illetően nem egy esetben meghaladják a nemzetgazdaságok méreteit, és határokon átívelő működésüknek köszönhetően a globalizáció mozgatórugóinak tekinthetők.

A vizsgálat módszertana a kutatás elméleti jellegénél fogva elsősorban szekunder kutatásra épül, a válság kirobbanása óta megjelent források felkutatása, elemzése és disszertációba átültetése révén, mely a dolgozat törzsét adja, kiegészítve a nemzetközi pénzügyi folyamatokra vonatkozó adatsorok vizsgálatával. A szekunder információk mellett részben primer kutatásra épül a multinacionális vállalatra vonatkozó esettanulmány feldolgozása. Az esettanulmány alapvetően egy lezajlott történet, jelenség tanulmányozását takarja, melynek során elméletalkotási tevékenység is zajlik. Az elméletalkotás pedig arra irányul, hogy a konkrét multinacionális nagyvállalat példáján keresztül megismerjük a nemzeti kormányok válságkezelésben betöltött szerepét, valamint értékeljük annak sikerességét, és feltárjuk további lehetséges irányait.

Mindezen tevékenységek során célom, hogy újszerű megközelítésben rendszerezem és ismertessem a pénzügyi globalizációval és a válságok kialakulásával kapcsolatos eddig megjelent releváns ismereteket, valamint kutatásaim alapján e területen új összefüggéseket, megállapításokat mutathassak be, melyek a disszertáció tudományos eredményeit jelentik.

### **1.3. A disszertáció szerkezete**

A bevezetést követően a disszertáció első nagyobb blokkjában feldolgozom a korábbi válságepizódokra és azok kezelésére vonatkozó elméleti háttérrel és szakirodalmat, a jelenlegi válságra vonatkozó relevancia elsődlegességével. A „*Válságkezelés a gyakorlatban*” című fejezetben az előzőekben azonosított következtetések figyelembevételével mutatom be és kritikai szemmel elemzem a vizsgált régiók válságra adott válaszait. Ezt követi a nagyvállalati esettanulmány bemutatása. A negyedik fejezetben ismertetem az általam elvégzett, elsősorban szekunder és összehasonlító kutatásból származó eredményeket, melyek a hipotézisvizsgálat tesztelési lépését alkotják. Emellett további lehetséges fejlődési irányokat vázolok fel, valamint értékelem azokat várható kimeneteleik alapján. Az értekezést az új és újszerű tudományos eredmények összefoglalása, majd a következtetések és tanulságok, valamint további kutatásra érdemes területek megfogalmazása zárja.



## 2. ELMÉLETI HÁTTÉR ÉS IRODALMI ÁTTEKINTÉS

### 2.1. A VÁLSÁGOK JELLEMZÉSE, DEFINÍCIÓJA

A válság szó görög megfelelője, a *krízis* (κρίσις) eredetileg döntést vagy megítélést jelentett. A gazdasági válság alapvetően a gazdasági rendszer működésének hiányosságát, a gazdasági teljesítmény visszaesését jelenti. Statisztikai szempontból megközelítve gazdasági válságról akkor beszélünk, ha a gazdaság nemzeti összterméke (GDP-je) csökkenést mutat legalább hat-tizenkettő hónapon, vagyis kettő-négy negyedéven keresztül. Jellemzője általában a magas munkanélküliség és a fogyasztás csökkenése. Az ilyen visszaesést nevezzük recesszióknak. A gazdasági válságok elemzése a közgazdaságtudomány valamelyest elkülönült kutatási ágává vált.

A gazdasági válságok jellemzése általánosságban a konjunktúraciklusok elméletén alapul. Konjunktúraciklus a „*nemzeti össztermék, nemzeti jövedelem és a foglalkoztatás kilengése, amely rendszerint kettőtől tíz évig tart; ezalatt a gazdaság legtöbb szektorában általános fellendülés vagy visszaesés tapasztalható.*” (Samuelson és Nordhaus, 2000, p. 422) A ciklikus hullámzást az elmélet a kapitalizmus velejárójának tekinti: a tőkés fejlődés során, egyféle törvényszerűségként, egymást követik a megélénkülés és a visszaesés periódusai, valamint ezen időszakok fordulópontjai. Egy periódus a válság kezdetétől a következő válság kezdetéig tart. A válságok elkerülhetetlenségének gondolata elsőként *Sismondinál*<sup>1</sup> jelent meg. A kor nagy közgazdasági gondolkodóitól (Adam Smith, David Ricardo) eltérően Sismondi nem fogadta el azt az elméletet, mely szerint a gazdaság minden esetben, automatikus mechanizmus útján eléri az általános egyensúlyt, és a teljes foglalkoztatottságot. A válságok kialakulását a termelés és a kereslet elégtelenségének ellentmondásából vezette le. Rávilágított arra, hogy mivel a munkás nem rendelkezik termelési eszközzel, így a tőkés fölényben van a munkással szemben, és e kedvező helyzetét kihasználva kizsákmányolja a munkást. E körülmény a termelés határtalan bővítésére készíti a tőkést, aki a munkásain nyerni akar, függetlenül attól, hogy a fogyasztók kereslete, a piac megkívánja-e. A termelés bővítése a piaci verseny fokozódásához vezet, melyben az a vállalkozó kerül ki győztesen, aki az árúját olcsóbban tudja eladni, vagyis az áruk előállításához szükséges munkával és nyersanyaggal minél inkább takarékoskodni tud. Ennek érdekében új termelési módszereket vezetnek be,

---

<sup>1</sup> Jean Charles Leonard Simonde de Sismondi (1773–1842), svájci közgazdász és történész.

gépésítést alkalmaznak, és ezzel a munkások egy részét elbocsátják, valamint a béreket leszorítják, így a fizetőképes kereslet csökken. Sismondi a tőkés gazdaság alapvető ellentétének tehát a termelés és a fogyasztás között fennálló érdekellentétet tekintette, és ebből vezette le a tőkés gazdaság egyéb súlyos problémáit, így a munkásosztály elnyomódását, és az általános túltermelési válságokat is. Sismondi ugyan maradi álláspontot képviselt, mivel a kisárutermelés ideologizálásával a tőkés fejlődés ellen érvelt, de mégis elsőként mutatott rá az általános túltermelés válságok szükségszerű megjelenésére, melyek elsődleges okát abban látja, hogy a jövedelmek növekedése elmarad a termelés növekedése mögött (Mátyás, 2002, pp. 120-129).

A gazdasági visszaesések sokszor öngerjesztő folyamatok, hiszen a gazdasági növekedés lassulására vonatkozó várakozások kialakulása takarékoskodásra, a fogyasztás és a beruházások csökkentésére ösztönzi mind a háztartásokat, mind pedig a vállalati szektort. A beruházások a nemzeti jövedelem változásától függetlenül is nőhetnek vagy csökkenhetnek, például új technológiai fejlesztések révén. Ez a mozzanat a keresleti hatás által, a jövedelmek és a fogyasztás további visszacsatolásán keresztül addicionális fellendülést vagy visszaesést generálhat (*multiplikátor hatás*). A kibocsátás növekedése ösztönzőleg hat a beruházásokra is, majd a növekvő beruházások még nagyobb kibocsátásra serkentik a gazdaságot (*akcelerator hatás*).

A gazdasági válságoknak sokféle oka és fajtája van. Marx<sup>2</sup> és követőinek felfogásában a gazdasági válság minden esetben a túltermelés, valamint a munkások kizsákmányolásának következménye, amelyek a kapitalista termelési mód és társadalmi berendezkedés rendszerszintű velejárói. A túltermelési válságot tehát a kapitalizmus rendszeresen bekövetkező működési formájának tekintették. Marx szerint a tőkés termelés célja az értéktöbblet teremtése, továbbá ezen értéktöbblet egy részének tőkévé történő visszaváltoztatása, vagyis a tőkefelhalmozás. E célból vezette le a termelés határtalan növelésének szükségességét, valamint a munkások bérének korlátozását a munkaerő újratermeléséhez szükséges mértékére, vagy az alá. A munkaerő árát is annak újratermeléséhez elengedhetetlen munkamennyiség határozza meg, ami az ehhez szükséges fogyasztáson keresztül határozódik meg, és a munkásnak hosszú távú megtakarításra nincs lehetősége (a munkaerő árujellege). A munkások kizsákmányolása Marx elméletében abból ered, hogy az egységnyi munkaráfordítás ellenértékéért megkapott munkabér kevesebb kell, hogy legyen, mint a munkás által ez idő alatt

---

<sup>2</sup> Karl Marx (1818–1883), német filozófus és közgazdász.

létrehozott határtermék értéke. Ellenkező esetben a tőkés nem realizálna profitot, így a munkaerőt nem alkalmazná. Ebben a modellben makroszinten eltekintünk a profit fogyasztási javakra fordított hányadával, ezért a munkabérek összessége determinálja a makrogazdasági keresletet, az összért. Így a munkabérek leszorításának hatására a fogyasztási kereslet lecsökken. Ennek következtében a piacon az előállított termékek kínálata meghaladja a fizetőképes keresletet. Ezért makroszintű kereslet-kínálati egyensúly a fogyasztási cikkek és szolgáltatások piacán szükségképpen nem, vagy csak véletlenszerűen jöhet létre. Ez az intézményi sajátosság a túltermelési válság marxista alapját jelenti. A fogyasztás elmaradása értékesítési problémákhoz vezet, amely a beruházási tevékenység visszaesését eredményezi először a fogyasztási javak, majd pedig a termelőeszközök termelésében. A beruházások csökkenése pedig a foglalkoztatottság, a nemzeti jövedelem és a profit csökkenéséhez vezet, és negatív multiplikátor-akcelerator hatást indít be. A folyamat megfordulása esetén nagymértékben valósulnak meg az elmaradt beruházások, amely elindítja a túltermelési válságok ciklikus folyamatát. A marxista válságelméletben a hitelrendszer kitágulása és összehúzódása csak kísérőjelensége, nem pedig oka az áruforgalom zavarainak, az ipari ciklusoknak. Így a pénzügyi válság nem kiindulópontja, hanem egy megjelenési formája és következménye a reálgazdasági válságnak, azonban tovább súlyosbíthatja annak hatásait (Veres, 2009).

A modern közgazdasági szakirodalom a válságok definícióját illetően gyakran hivatkozik *Minsky* (1975) modelljére, amely alapvetően a túlhitelzésre, valamint eszközár-buborékok kialakulására épül. A válság kialakulása nála mindig egy exogén sokkon, vagyis egy külső hatáson alapul. Ilyen sokkok lehetnek technológiai fejlesztések, gazdaságpolitikai változások, vagy éppen a pénzügyi innovációk elterjedése. Minsky modellje a pénzügyi válságok hét szakaszát különbözteti meg. Eszerint az *első szakasz* mindig valamilyen eltolódással, változással indul, amely módosítja a szereplők profitvárakozásait. A gazdasági tevékenység jövedelmezősége valóban növekszik, amely további beruházásokra és fejlesztésekre ösztönzi a piaci szereplőket. Ezután a *második szakaszban* megindul az árak növekedése a kereslet felfutása, és a spekulatív szereplők megjelenése következtében. A *harmadik szakaszt* az extenzív hitelfelvétel jelzi, amelyet a pénzügyi innovációk támogatnak. A pénzügyi innovációk által felfokozott hitelbőség jelentősen eltorzíthatja a piaci szereplők várakozásait. A túlhitelzés következtében csökken a hitelek hozadéka, amely a magasabb megtérülésű, de kockázatosabb és megfelelő fedezet nélküli hitelek felé tereli a befektetőket. Minsky szerint a banki hitelezés e növekedése nagyon instabil:

ilyenkor a hitelező bankok sokkal szabadabban nyújtanak hitelt, ellenben máskor jóval körültekintőbbek. A *negyedik szakaszra* a túlkereslet jellemző, a piac a nagyobb „balekok” pótlólagos keresletétől függ. A tőkeáttétel emelkedése mind a vállalati mérlegekben, mind pedig a lakosság szintjén a reáleszközök árának növekedését eredményezi. Az *ötödik szakasz* az eufória, vagyis a buborék kialakulása, ekkor már a kevésbé informáltak is szeretnék a hozamokból részesülni. A *hatodik szakaszban* - az eufória csúcspontján - a bennfentesek, illetve azok, akik elégedetlenek az általánosan elfogadott hozamvárakozásokkal, realizálják nyereségüket. Mindezek elindítják a szereplők korábbiakkal ellentétes mozgását a piacon, és az árak csökkenni kezdenek. A *hetedik szakasz* a kijózanodásé: az árak hirtelen zuhannak, és a buborék „kipukkan” (Losoncz, 2008). A válságot követően nagymértékű tőkevesztés következik be, zuhannak a tőzsdei árfolyamok, ingatlanárak, valamint termelő kapacitások mennek tönkre és zárnak be. A felesleges kapacitások megszűnése után az egyensúly lassan helyreáll, és lehetővé válik egy új ciklus indulása.

Más szerzők válság-definíciói részben hasonlítanak Minsky modelljéhez, vagyis a túlhitelést követő összeomlásra, a tőkeáttétel hirtelen leépülésére, és az eszközárak zuhanására helyezik a hangsúlyt. Részben eltérők viszont abban, hogy ezt az összeomlást pontosan mely mozzanatok (fizetéseképtelenség kialakulása, pénzpiacok kiszáradása, valutaleértékelés stb.) fémjelzik. A következő alfejezetben néhány kiválasztott válságfelfogást ismertetek, melyek a jelenlegi válság folyamatainak megértése szempontjából relevánsak lehetnek.

## **2.2. VÁLSÁGOK KATEGORIZÁLÁSA**

A gazdasági válságok kialakulása nem nevezhető új keletű folyamatnak. Az első ismert krízisek közé tartozik a 17. századi holland tulipánhagyma-őrület, vagy pedig a Deltengeri Társaság részvényeivel folyó tömeges spekuláció, a Deltengeri Buborék, mely 1720 körül zajlott. Spekulációs buboréknak azt nevezzük, amikor egy befektetési eszköz piaci ára minden látható ok nélkül, kizárólag amiatt emelkedik, mert a befektetők a további gyors árnövekedésben hisznek. Ez a folyamat a kereslet erősödése következtében egy ideig önbeteljesítő jóslatként működik, azonban egy túlértékelt árszinten – vagy a befektetők felismerése, vagy egyéb okok miatt – hirtelen mindenki szabadulni akar az eszközöktől: az eladási hullám fokozódik, és a buborék kipukkan (Gál, 2010, p. 648).

*Reinhart és Rogoff* (2009) a pénzügyi válságok történetét elemezve a válságokat különböző szempontok szerint csoportosította. Az egyik ilyen csoportosítás mennyiségi küszöbértékek alapján történt. Mennyiségi küszöbértékek szerint az egyik típus az *inflációból eredő* válság, amely esetén az éves inflációs ráta 20% vagy annál magasabb, míg *hiperinfláció* alatt a 40%-os havi ütemet meghaladó pénzromlást értik. *Árfolyamválság* során egy ország fizetőeszköze rövid időn belül jelentősen veszít értékéből, és bekövetkezhet valuta-összeomlás (minimum 15%-os értékcsökkenés éven belül), vagy pedig valutaleértékelés (minimum 5%-os fémtartalom csökkenés vagy új valuta bevezetése) következtében.

Események szerint csoportosítva pedig beszélhetünk bankválságról, vagy adósságválságról. *Bankválság* esetén az események – befektetések rosszra fordulása, vagy lakossági bankpánik – egy vagy több pénzügyi intézmény bezárásához, összevonásához vagy állami tulajdonba vételéhez vezetnek, vagy erre irányuló várakozások alakulnak ki. Az *adósságválság* a belső vagy külső államadósság fenntarthatatlanná válását jelenti, amikor is egy ország nem törleszti külső vagy belső adósságát. Csődeseménynek számít egy törlesztési határidő elmulasztása, vagy a hitel átütemezése is.

*Király* (2008) megkülönbözteti a piaci, finanszírozási és banki likviditást. A piaci likviditást úgy fogalmazza meg, hogy „könnyű kereskedni”, azaz az eladási és vételi árak kellően közel vannak egymáshoz, garantáltak a kereskedési mennyiségek. Ebből az következik, hogy vételi vagy eladási ajánlatunkhoz gyorsan találunk partnert, a tranzakciók könnyen és a piaci ár jelentős befolyásolása nélkül lebonyolíthatók. A piaci likviditást azon befektetők biztosítják, akik megtakarításaikkal vételi, eladási vagy fedezési pozíciókat építenek ki.

Likviditási zavarok akkor jelentkeznek, amikor a keresleti és kínálati árrések elkezdenek tágulni, és kisebb tranzakciók is képesek az árakat jelentősen megmozgatni, vagyis nő az árak volatilitása. A befektetők ekkor már leginkább eladói pozícióban jelennek meg. A likviditás „halálát”, vagyis a *likviditási válság* kialakulását az jelenti, amikor megszűnik az árjegyzés, az árak kontrollálatlanná, esetlegessé válnak.

*Bizalmi válságról* pedig akkor beszélünk, amikor a piaci szereplők egymás hitelképességébe vetett bizalma rendül meg, vonakodnak egymásnak hitelt nyújtani. Ez esetben nem a likviditás hiánya, hanem újraelosztásának ellehetetlenülése jelenti a problémát. A folyamat a hitelkockázatok növekedésével indul, majd a hitelezés

megszűnésével bankközi hitelpiac gyakorlatilag kiszárad: a bankok fölös likviditásukat inkább saját jegybanki számláikon tartják, minthogy azt – akár fedezett vagy fedezetlen – bankközi hitelként helyezték ki. A pénzügyi szereplők között kialakuló általános bizalmi válság egyféle rendszerkockázatként fogható fel, mivel ha a pénzintézetek egymás csődjétől tartva nem hiteleznek, akkor a bizalmatlanság az egész pénzügyi közvetítő rendszer összeomlásához vezethet. Ha a bankok felfüggesztik a hitelezést, a pénzügy mellett a reálgazdaság is súlyos likviditáshiánnyal küszködik. A rendszerszintű következmények miatt a bizalmi válság megoldásához általában nem elegendő a piac korrekciója, hanem hatósági (szabályozói) beavatkozás szükséges (Fischer és Kóczán, 2008).

A jelenlegi pénzügyi válsággal kapcsolatban tudjuk, hogy a visszaesés leginkább a pénzügyi piacokról, a kamatlábak irányából indult ki, mely romba döntötte az értékpapírosításon keresztül amúgy is átláthatatlanná vált jelzáloghitelezést (Király, Nagy, és Szabó, 2008, p. 582). A növekvő kamatlábakhoz és a csökkenő ingatlanárakhoz kapcsolódva a hitelek nemteljesítési (default) arányának növekedése együttesen azt eredményezte, hogy a bankrendszer és a hozzá kapcsolódó, a befektetők és a hitelfelvevők között elhelyezkedő különböző közvetítő intézményből álló „árnyékbankrendszer” hatalmas veszteségeket volt kénytelen elkönyvelni. A jelzálogpiaci válság rövid időn belül a bankrendszeren és a hozzá kapcsolódó árnyékbankrendszeren – mint fertőzési csatornán<sup>3</sup> – keresztül az egész pénzügyi piacra áttért. A hitelezési kockázatok felerősödése és a bizalmi válság pedig a bankközi hitelpiac kiszáradásához vezetett. Innét egyenes út vitt a reálgazdasági válság kialakulásához, mivel a finanszírozási források beszűkülése a termelő vállalatok működését is rendkívül kedvezőtlenül érintette. Ez a negatív hatás két oldalról is megnyilvánult számukra: egyrészt saját működésük finanszírozásához szükséges források biztosítását drágította meg vagy tette lehetetlenné, másrészt a főként hitelre épülő keresleti oldal (pl. az újautó-piac) jelentős összehúzódását eredményezte.

### **2.3. VÁLLALATI VÁLSÁG ÉS VÁLSÁGKEZELÉS**

A globális szint mellett disszertációm másik eleme egy nemzetközi vállalat esettanulmányának feldolgozása. E célból a következőkben szeretném ismertetni a dolgozatban alkalmazott, vállalati válsággal kapcsolatos releváns meghatározásokat. A

---

<sup>3</sup> Fertőzésnek azt a jelenséget nevezzük, amely során a gazdaság egy részét érintő sokk hatása átjut egy másik területre. A fertőzés csatornája azt a kapcsolódási pontot jelenti, amelyen a sokkhatás továbbterjed.

válság általános megfogalmazás szerint a vállalat működésében bekövetkezett átmeneti vagy tartós zavar, amely külső és belső okokra vezethető vissza. A válsághelyzet *Marosán* (2001) szigorúbb megfogalmazása szerint „*olyan állapot, amelyben a szervezet működőképessége hosszabb távra megszakad, képtelenné válik alapvető funkcióinak betöltésére, alapítói által megfogalmazott küldetése teljesítésében ellehetetlenül, és fennmaradása veszélybe kerül.*” Ebben az esetben már a cég felszámolása zajlik.

*Látens válsághelyzetről* akkor beszélünk, ha a válság jelei korai előrejelző rendszerek alkalmazásával észlelhetők. Ebben az esetben a menedzsmentnek van még ideje a megfelelő válságkezelési módszer kiválasztására és megvalósítására. *Kifejlett válsághelyzet* esetében a válság jeleit nemcsak a vállalat, hanem már más szereplők is felismerik. Ilyen válsághelyzetben már csak az aktív válságkezelésnek lehet szerepe. (Katits, 2000)

A válságmenedzsment három alapesete a *soft landing* (operatív válság), a *quick take-off* (stratégiai válság) és az *emergency take-off* (többdimenziós válság). Operatív válság során a vállalati válságot el lehet szigetelni a szervezeten belül, és a vállalat egészének működése nem kerül veszélybe. A stratégia válság ezzel szemben az egész céget érinti, fennáll a megszűnés veszélye. Többdimenziós válságról akkor beszélünk, ha a válság nem csak magát a vállalatot, hanem annak közvetlen környezetét is érinti, például egy gazdasági recesszió esetén. A válságmenedzsment ennek megfelelően lehet preventív (megelőző), illetve zavarelhárító (turnaround) jellegű. (Székely, 2009)

*Bod et al.* (2009) a válság magyar vállalatokra gyakorolt hatását vizsgálta. A tanulmány készítése során a szerzők által megkeresett cégek többsége általában nem a bevételnövelést választotta elsődleges célként, hanem a költségcsökkentést. Így jellemző a létszámleépítés, csökkentett munkaidő bevezetése, a természetes lemorzsolódás (kilépés, nyugdíjazás) fel nem töltése. Több esetben volt példa készletcsökkentésre, beruházási és karbantartási kiadások elhalasztására, alkatrészrendelések elhalasztására, árcsökkentések tárgyalására is. Ez azután érezteti hatását a beszállítói lánc egészén, akik maguk is kénytelenek hasonló intézkedéseket bevezetni. A tervezésben a válság hatására megfigyelhető volt a tervezési időtáv lerövidülése, mivel a piaci bizonytalanság (turbulencia) következtében a várható trendek egyre kevésbé jelezhetők előre. A „vészforgatókönyvek” időtartama legfeljebb hat, de inkább három hónap.

A válság hatására a megkérdezett cégek az alábbi problémákkal szembesültek:

- hitelkamatok emelkedése, további fedezet bevonásának szükségessége,
- növekvő bankköltségek,
- fizetési határidők kitolódása,
- partnerek fizetési nehézségei,
- kereslet és az értékesítési árak további csökkenése.

A tanulmányban szereplő akciótervek leginkább a rövid távú reagálás eszközei közé tartoznak. Rövid távú döntések az azonnali költségcsökkentés számos további formáját ölthetik. Az egyik ilyen lépés a rövidített munkaidő (3, 4 napos munkahetek) bevezetése, melyet számos vállalkozás alkalmazott a mindenkori kereslet függvényében hazánkban is. A munkaidő csökkentése az elbocsátásokkal szemben nemcsak empatikus szempontokat képvisel, hanem a vállalati tudásbázis megőrzésének eszköze. A költségcsökkentési lehetőség rejlik a rugalmasabb munkaszervezésben, így például hatékonyabb műszakrend kialakításában.

Multinacionális vállalatok szempontjából tekintve a válságkezelő lépések köre jóval tágabb. Miután számos országban rendelkeznek telephellyel, képesek lehetnek kapacitásaikat összevonni, és így a kereslet visszaesését a vállalat méretének csökkentésével viszonylag rövid távon lekövetni.

Válságos periódusokban időszerű kérdés a vállalati folyamatok újraszervezése vagy a kiszervezés mértékének átgondolása a költségcsökkentésre törekvés keretében. A kiszervezés vagy cégen kívülre helyezés (*outsourcing*) egy üzleti funkció külső szolgáltató részére történő vállalkozásba adását jelenti. A megoldás rendszerint akkor kerül előtérbe, ha egy szolgáltató az adott munkát hatékonyabban vagy olcsóbban tudja ellátni, és a megrendelő részéről történő beavatkozás valószínűleg rontaná ezt a hatékonyságot. Az outsourcing során csökken a vertikális integráció mélysége, a vállalat határai visszahúzódnak. A kiszervezés következtében csökken a vállalat hatóköre, átalakul a szervezet, megváltozik a koordináció jellege. A tevékenységek kihelyezése mindezeket figyelembe véve hosszú évekre meghatározza a vállalati tevékenységet, így azt a hosszú távú (stratégiai) döntések szintjén kell kezelni.

*Szanyi* (2009) a multinacionális vállalkozások helyszínválasztásában két szempont ütközését említi. Az egyik szempont a gazdasági racionalitás, amely szerint a gazdaságilag legkevésbé hatékony gyárak termelését célszerű korlátozni, hiszen a megtakarítás itt lehet a legnagyobb. A másik szempont viszont a multinacionális cégek lokális érdekeltsége, mely



alapján a döntéseket az anyaország gazdaságpolitikája vagy egyéb politikai szempontok jelentősen befolyásolhatják. A várható leépítési sorrend tehát a következőképpen alakulhat: „*más fejlett országbeli alacsony szintű gyártás; feltörekvő országbeli gyártás, amennyiben alacsony a termelékenység; anyaországbeli tevékenységek.*” (Szanyi, 2009, p. 22)

Ez a kettősség a válság során különösen is megfigyelhető volt például az autópárhuzamban, ahol az állami támogatás vagy egyéb mentőcsomagok feltétele volt az adott országban található telephelyek további fenntartása. Állami támogatást pedig rendszerint a gazdagabb, magasabb munkaerőköltségekkel rendelkező országok tudnak nyújtani.

## **2.4. A VÁLSÁGKEZELÉS ELMÉLETE, VÁLSÁGKEZELÉSI TECHNIKÁK**

Az *anti- (vagy kontra-) ciklikus gazdaságpolitika* olyan gazdaságpolitikai elvek alkalmazását jelenti, amelyek a gazdasági teljesítmény konjunkturális hullámszáraitak kisimítását célozzák, így ez képezi a válságkezelés egyik fő eszközét. A gazdasági aktivitás erős hullámszára ugyanis az erőforrások eltérő mértékű kihasználásához, mint például munkanélküliséghez és inflációhoz, valamint egyéb káros feszültségekhez vezet. Az anticiklikus gazdaságpolitika célja, hogy a gazdasági teljesítményt annak természetes rátája, trendje körül stabilizálja az ingadozások mérséklésével.

### **2.4.1. Klasszikus közgazdaságtan**

Az *Adam Smith*-hez és *David Ricardo*-hoz köthető *klasszikus szemlélet* szerint a szabad piaci gazdaság mindig az egyensúly és a teljes foglalkoztatás kialakulása felé tör, ezért semmilyen, vagy nagyon csekély állami beavatkozás szükséges a gazdaságba. A kibocsátás fluktuációját a klasszikus iskola átmenetinek tekintette, és mindig valamilyen szokatlan eseményre, természeti katasztrófára vagy politikai változásra vezette vissza. A klasszikus modell alapvetése, hogy teljes foglalkoztatás mellett a termelt javakat hiánytalanul megvásárolják, mivel a kibocsátással mindig azonos értékű jövedelem képződik. A pénz ebben a modellben csupán csereeszköz funkciót lát be, tehát semleges. A teljes foglalkoztatás pedig a reálbér alkalmazkodásán keresztül, mintegy automatizmusként kialakul: a vállalatok mindaddig növelik a foglalkoztatást, amíg a munka határterméke meghaladja a reálbér nagyságát. A munkakínálat oldaláról megközelítve pedig a munkaerő-kínálat a reálbérrel elérhető határhaszon és a munkavégzéssel járó határaldozat viszonyától függ: a munkás addig növeli munkakínálatát, ameddig fáradozásait (határaldozatát) meghaladja a reálbér, ellenkező esetben pedig többre értékeli a

szabadidejét, és csökkenti munkavégzését. E modellben a reálbérek mind felfelé, mind lefelé is rugalmasan változhatnak. Munkanélküliség ebben a modellben csak önkéntes lehet, amely akkor alakul ki, ha a munkások túlságosan alacsonynak tartják a reálbért, s ezért nem hajlandók dolgozni. Hasonló érveléssel bizonyítja a klasszikus iskola a fogyasztásra el nem költött megtakarítások és a beruházási kereslet közötti egyensúly kialakulását a kamatláb rugalmas alkalmazkodása következtében. Ilyen modellben a mai értelemben vett válságkezelés nem szükséges, a piaci mechanizmusok (a „láthatatlan kéz”) mindig helyreállítják az egyensúlyt.

#### **2.4.2. John Maynard Keynes**

A modern közgazdasági elmélet által részletesen vizsgált első globális válság 1929-ben következett be. A nagy gazdasági világválságként ismert visszaesés kezdetét az 1929. október 29-i „fekete kedd” tőzsdei összeomlása fémjelezte. A világ számos országában pusztító hatást fejtett ki: csökkentek a jövedelmek és az adóbevételek, megugrott a munkanélküliségi ráta. Visszaesés következett be a nehéziparban és – a terményárak csökkenésével – a mezőgazdaságban is. A válság jelenségei cáfolták a klasszikus elméletet, és radikális változást idéztek elő a közgazdasági gondolkodásban.

*John Maynard Keynes* 1936-ban megjelent főművében, *A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elméletében* megkérdőjelezte azt az uralkodó álláspontot, hogy a kapitalista gazdaság mindig a teljes foglalkoztatás elérése irányába halad. Elképzelését a gyakorlati tapasztalatok indukálták, azonban következtetését elméleti úton is igazolta. A munkavállalók zöme nem teheti meg, hogy munkakínálatán rugalmasan változtasson, akkor sem, ha a munka határhaszna elmarad annak határáldozatától, így a reálbérek esése nem feltétlenül jár a munkakínálat csökkenésével. Szabad kapacitások és munkanélküliség mellett a kibocsátás szintjét pedig az aggregált kereslet határozza meg: miután nagyobb kereslet mellett a rugalmasan alkalmazkodó árak emelkedni fognak, így magasabb nyereséggel lehet termelni, vagyis nagyobb lesz a kínálat is. Hasonlóképpen csökkenő kereslet mellett az árak is alacsonyabbá válnak, és kevésbé jövedelmezővé teszik a termelést, amely a kínálat csökkenése irányába hat. Így tehát a kínálat mindig igazodik a kereslet színvonalához, más szóval a kereslet mindig megteremti a maga kínálatát.

Mivel a költségvetési politika az aggregált kereslet változtatásának hatékony eszköze, Keynes nagy szerepet tulajdonított az állami beavatkozásnak, amely lehetővé teszi a teljes foglalkoztatás elérését. Általános elméletében elkerülhetőnek tartotta a válságokat az

anticiklikus állami gazdaságpolitika és ennek multiplikátor hatása révén: kiegyenlített költségvetés mellett az állami kiadások növelése a nemzeti jövedelemben azonos mértékű növekedést eredményez, ez az ún. *egyensúlyi költségvetési multiplikátor*. Deficités költségvetés esetén azonban a nemzeti jövedelem növekedése többszörös lehet, mivel a költségvetési kiadásokat nem kell teljes mértékben adókkal finanszírozni, így a lakosságnál maradó jövedelem értelemszerűen nagyobb lesz. Keynes szerint a teljes foglalkoztatottság esetén elérhető nemzeti jövedelemhez viszonyított *kibocsátási rés* megszüntethető a költségvetés deficitjének kialakításával vagy növelésével, vagyis a kiadások emelésével és/vagy az adók csökkentésével. Inflatorikus környezet ellenkező irányú műveletet igényel: szufficites költségvetést kell kialakítani, vagy a deficitet kell csökkenteni (Erdős, 1996).

Az 1929–1933-as válság méretében és kialakulásában is sok hasonlóságot mutatott a jelenlegi, jelzálogpiacról kiinduló válsággal: a pénzügyi spekuláció elterjedése, a lakosság és a vállalati szektor eladósodása idézte elő a pénzügyi rendszerek összeomlását.

Az 1950-es, '60-as évekre a keynesi tanokon alapuló *keynesiánizmus*, vagyis az aggregált kereslet szerepének elsődlegessége általánosan elfogadott és elismert gazdaságpolitikai modellt vált, mely elméleti alapot nyújtott az állam aktív gazdasági szerepvállalásának alátámasztásához. A közgazdasági gondolkodás főárama elfogadta, hogy a magángazdaság nem képes önkorrekcióra, és a kormányzatnak igenis szerepe van a kereslet szabályozásában. Ennek oka a piac instabil, nem egyensúlyi, és semmiképpen sem önszabályozó jellege, amely szöges ellentétben állt a klasszikus-neoklasszikus modell felfogásával, melyben a jövő kiszámítható, a várakozások és a tények minden időpillanatban adottnak tekinthetők. A keynesi modell szerint az állam a fiskális és monetáris politikán keresztül képes korrigálni a piac tökéletlenségeit, valamint a gazdasági egyensúlyt társadalmi optimum közelében tartani (Mellár, 2010).

### **2.4.3. Monetarizmus**

A chicagói egyetemen tanító *Milton Friedman*, valamint *Anna Schwartz* és később *Friedrich Hayek* nevével fémjelzett *monetarista gazdaságfilozófia* szerint a pénzügyi rendszer alapvetően stabil, a válság megoldása a „*laissez faire*”, vagyis a piaci mechanizmusok szabadjárára engedése, mely alapján a klasszikus teória „láthatatlan keze” újra helyreállítja az egyensúlyt. Ez visszatérést jelentett az Adam Smith-féle nézetekhez. A monetaristák a pénzmennyiség elsődleges szerepét emelik ki a gazdaságpolitika eszköztárában, és egyúttal vitatják a fiskális politika hatásosságát. Az elmélet hívei szerint

– a keynesiánus tanokkal szemben – az inflációt nem aktív keresletszabályzó intézkedésekkel, hanem a pénzkereslethez igazodó és előre kiszámítható pénzkínálattal kell kordában tartani.

A monetarizmus nézetei főként az 1970-es évek olajár-sokkjait, valamint a Bretton Woods-i árfolyamrendszer összeomlását követően terjedtek el, amikor is a keynes-i gazdaságpolitika nem volt képes a növekvő munkanélküliség és az infláció megakadályozására, s ez megingatta az elmélet vezető szerepét. Egyszerre jelentkezett az árszínvonal-emelkedés, valamint a gazdasági visszaesés. Az infláció növekedésével a közgazdászok egy része arra az álláspontra helyezkedett, hogy a gazdasági problémák legfőbb forrása nem a munkanélküliség, hanem az infláció. A keynesiánizmus leghatásosabb bírálói az ún. chicagói iskola képviselői voltak, akik alapvető közgazdasági elve a piacgazdaság liberalizálása, a csekély kormányzati beavatkozás, az alacsony adók, a minimális költségvetés szorgalmazása, s helyette a pénzmennyiség szabályozásának – azaz a monetáris politikának – az előtérbe helyezése.

A monetaristák a magánszektor stabilitásából következően elvetik az állami stabilizációs politikát, mind fiskális, mind pedig monetáris oldalról. A monetarista elmélet szerint az inflációt minden esetben a pénzmennyiség túlzott növekedése idézi elő, így a monetáris politika elsődleges célja az árstabilitás fenntartása a pénzmennyiség szabályozásán keresztül. Friedman a pénzmennyiség *előre rögzített szabályok szerinti növelését* javasolta, amely szerint a forgalomban lévő pénz mennyiségét ismert makrogazdasági és pénzügyi mutatók alapján határoznák meg egy konkrét inflációs cél kitűzése mellett. A monetaristák szerint a pénzmennyiség bővítése az aggregált kereslet növekedéseként jelentkezik a gazdaságban, így ez a gazdasági teljesítmény befolyásolásának legmegfelelőbb eszköze. Ez az elképzelés élesen szemben állt a keynes-i elmélettel, amely szerint az aggregált keresletet a kormányzati kiadások növelésével, vagyis a fiskális politika segítségével lehet befolyásolni. Friedman és Schwartz szerint a nagy gazdasági világválság oka a pénzkínálat jelentős visszaesése volt (Friedman és Schwartz, 1963).

## **2.5. VÁLSÁGOK AZ EGYESÜLT ÁLLAMOKBAN**

### **2.5.1. 1929–1933-as válságkezelés**

Az Egyesült Államokban a nagy gazdasági válságra adott válaszul született meg az 1933-ban bejelentett (első) *New Deal* intézkedéssorozat, melynek három fő témaköre a

könnyítés, helyreállítás és a reform („*Relief, Recovery, Reform*”) volt. Rooseveltnél követő első 100 napban a legsürgetőbb területeken valósított meg gyors intézkedéseket: négynapos bankzárlatot rendelt el annak megakadályozására, hogy a betétesek megrohamozzák a bankokat, valamint megtiltotta az arany kivitelét az országból. A pénzügyintézetek újbóli megnyitását szövetségi engedélyhez kötötte, így helyreállította a lakosság bankokkal szembeni bizalmát. A munkanélküliség csökkentése érdekében létrehozták a Közmunkaügyi Hivatalt (*Public Works Administration*), amelynek feladata nagyszabású közmunkaprogramok szervezése és finanszírozása volt. A program során infrastrukturális beruházások valósultak meg, a korábban munkanélküli személyek kormányzati épületek, repülőterek, iskolák, utak és hidak építésén, valamint folyószabályozási munkálatokon találtak munkalehetőséget. Az agrárszektor fellendítése érdekében csökkentették a vetésterületet és az állatállományt, cserébe a farmereket kárpótolták és haladékosan kaptak adósságaik visszafizetésére. Az iparban pedig a maximális munkaidő és a minimálbér szabályozásával, valamint trösztellenes törvények életbe léptetésével erősítették a versenyt.

A pénzügyi szabályozás terén számos, mai napig hatályban lévő szövetségi jogszabály jött létre az értékpapír-kibocsátás (*Securities Act, 1933*), valamint az értékpapír-kereskedelmi tevékenység (*Securities Exchange Act, 1934*) szabályozására. Ezt megelőzően az értékpapírokkal való tevékenységekre főként tagállami szabályozások vonatkoztak, melyek 1933 után is érvényben maradtak a föderális szabályozás kiegészítéseként. A bankpánikok elkerülésének célja vezetett az 1933-ban *Glass–Steagall Act* törvénybe iktatásához is, mely egészen 1999-ig hatályban volt. A jogszabály szétválasztotta a kereskedelmi banki és befektetési banki funkciókat, és megtiltotta a bankok számára, hogy részvénytulajdonba fektessenek, valamint korlátozta az értékpapír-ügynöki tevékenységüket és a legtöbb értékpapír-ügylet végzését. Az amerikai szövetségi betétbiztosítási rendszerben részt vevő (vagyis Fed-tag) bankok nem szerezhettek tulajdont olyan társaságban, melynek aláíróként („*underwriting*”) működnek vagy értékpapírokkal kereskednek. Az aláírók azon társaságok, amelyek vállalják a részvények kibocsátáskori lejegyzését, majd továbbértékesítik azokat. Hasonlóképpen az értékpapír-kereskedelemmel foglalkozó társaságok nem fogadhattak el betéteket, és egyazon személy nem tölthetett be vezető pozíciót, illetve nem lehetett munkavállalója egy időben egy Federal Reserve-tag banknak és egy értékpapír-kereskedő társaságnak.

A betétbiztosítást a világon elsőként az Egyesült Államokban vezették be a gazdasági válság során elszenvedett veszteségek tapasztalatai alapján. Fontos, hogy a betétes megfelelő bizalommal legyen a bank irányában, hiszen csak akkor helyezi el ott betétjét, ha meg van győződve arról, hogy azt kamatostul vissza fogja kapni. Szintén a Glass–Steagall Act hozta létre a Szövetségi Betétbiztosítási Társaságot (*FDIC*), mely a kereskedelmi bankokban elhelyezett betétekre nyújtott biztosítást. 1934-ben pedig a Kongresszus létrehozta a Szövetségi Takarékszövetkezeti Biztosító Társaságot (*Federal Savings and Loan Insurance Corporation*) a takarékszövetkezeteknél elhelyezett betétek biztosítására.

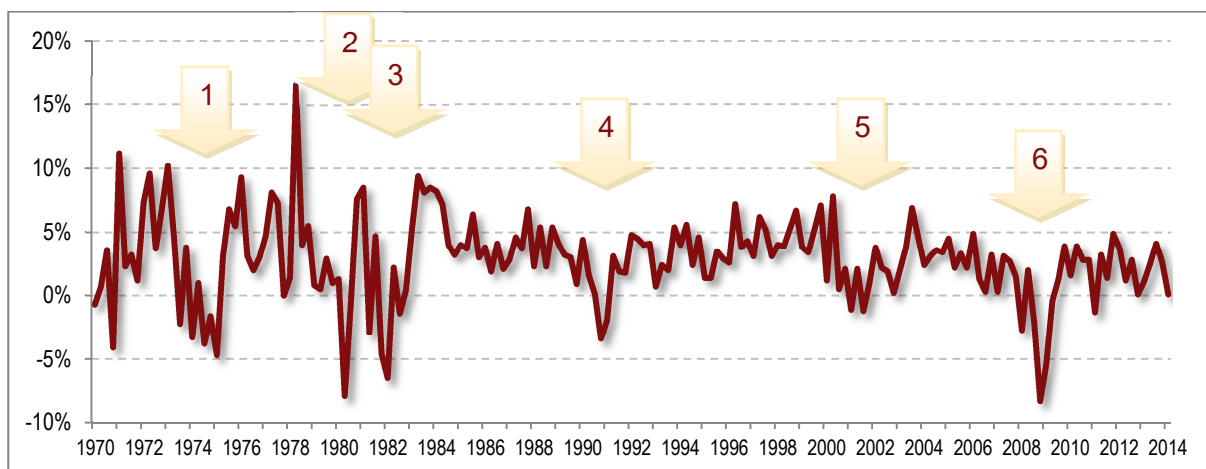
Az 1933-ban bevezetett első programcsomagot 1935-ben újabb intézkedéssorozat, a második New Deal követte, mely kétféle munkanélküli számára teremtett munkahelyet. Megkezdődött egyúttal a társadalombiztosítási rendszer kiépítése, és nagyobb hangsúly helyeződött a munkásjogok védelmének biztosítása. Az új társadalombiztosítási törvény (*Social Security Act*, 1935) béreket terhelő adókból finanszírozott általános nyugdíjrendszert, valamint munkanélküli biztosítást vezetett be. A szintén 1935-ben beiktatott *Wagner Act* garantálta a munkások számára azt a jogot, hogy kollektív egyeztetéseket folytassanak az általuk szabadon választott szakszervezeteken keresztül. Mindezekkel jelentősen javulhatott a szociális biztonság. New Deal következtében ugyanakkor az Egyesült Államokban 1929 és 1934 között a GDP 3 százalékaról a GDP 10 százalékára nőtt a központi állami kiadások súlya.

### **2.5.2. Az Egyesült Államok válságai az 1970-es évektől**

Az Amerikai Egyesült Államok Nemzeti Gazdaságtudató Irodájának (*National Bureau of Economic Research*, NBER) – a 2.1-es alfejezetben említett általános megfogalmazástól eltérő – definíciója szerint a gazdasági recesszió: „*a gazdasági aktivitás jelentős, a gazdaságban szétterjedt visszaesése, amely tovább tart néhány hónapnál, és normálisan a reál GDP növekedésben, a reáljövedelmekben, a foglalkoztatásban, az ipari termelésben és a nagy- és kiskereskedelemben látható.*” (National Bureau of Economic Research, 2014) Az NBER tehát a reál GDP visszaesésén túlmenően számos egyéb indikátort is figyelembe vesz a recesszió kezdetének meghatározásánál.

Az NBER 1854-ig visszamenőleg követi az üzleti ciklusok alakulását az Egyesült Államokban. Az 1970-es évektől kezdődően a következő recessziós időszakokat

különböztetik meg, melyek az USA reál GDP-jének negyedéves alakulását mutató alábbi grafikonon is jól kivehetőek:



**1. ábra: Az Egyesült Államok reál GDP-jének alakulása, 1970–2014**

Forrás: US Bureau of Economic Analysis (2014) alapján, saját szerkesztés

1. 1973. november–1975. március: Első olajválság és a vietnami háborús kiadások következtében kialakult stagfláció;
2. 1980. január–június: rövid ideig tartó visszaesés a Fed kamatemelési ciklusának hatására;
3. 1981. július–1982. november: újabb olajár-emelkedés az iráni forradalom és az infláció megfékezésére alkalmazott szűk pénz politikája következtében kialakult visszaesés;
4. 1990. július–1991. március: növekvő infláció és adósságállomány (Öbölháborús konfliktus) generálta rövid ideig tartó recesszió;
5. 2001. március–november: az 1990-es évek hosszan tartó fellendülését követő ún. spekulatív dot-com válság;
6. 2007. december–2009. június: másodrendű jelzálogpiaci válságból kiinduló globális gazdasági válság.

A fenti felsorolásból általában 7-8 évente ismétlődő, helyi, az Egyesült Államokra vonatkozó válságepizódok figyelhetők meg. A jelenlegi válságot megelőző visszaesések azonban nem voltak tekinthetők a mai értelemben vett világgazdasági válságnak, mivel azok csak az adott nemzetgazdaságra vonatkoztak, és nem terjedtek át jelentősen más országokra. Feltételezhetjük, hogy a jelenlegi válság is egy speciális, USA helyi válságából alakult ki. A lokális válság globálissá válásának mozzanatát pedig a Lehman Brothers pénzügyi konglomerátum 2008 szeptemberében bekövetkezett csődje fémjelezte.

### 2.5.3. Az első olajválság

Az energiaválságot megelőzően bőséges és olcsó olaj állt az ipari államok rendelkezésére, melynek hatására 1950 és 1974 között az USA-ban több mint kétszeresére növekedett az olajfogyasztás. Az ország az összes energiafelhasználás 33%-át képviselte, noha lakossága a világ népességének csupán 6%-a volt. Az Európai Gazdasági Közösség államaiban a szénfogyasztás az 1950-es és 1960-as években jelentősen csökkent a szénhidrogének javára. A tagállamok energiaellátása meglehetősen importfüggővé vált. A fejlődő világ olajexportáló országai részéről megnyilvánuló konfliktus a gazdag és szegény országok közti egyenlőtlen kapcsolatból fakadt: az alárendeltségi viszony következtében az olajtermék árában lévő nyereség nagy részét az importáló országok, valamint az olajvállalatok fölőzték le adó illetve profit formájában.

Már az 1956-os szuezi válság során világossá vált a fejlett világ függősége az arab olajtól, miután a válság alatt szünetelt az Európába irányuló olajexport. Ennek azonban – a krízis rövidege miatt – nem volt mélyreható világgazdasági következménye. Kiderült azonban, hogy a közel-keleti olajtermelő országok együtt képesek hatékonyan fellépni. Az 1960-as bagdadi konferencia során öt ország – Irán, Irak, Kuvait, Szaúd-Arábia és Venezuela – kormánya megalapította a Kőolajexportáló Országok Szervezetét, az OPEC-et azzal a céllal, hogy az olaj árát stabilan tartva biztosítsák jövedelmüket.

Már az 1973-as, negyedik arab-izraeli háború kitörése előtt is előfordult, hogy a független olajtársaságok hordónként 5 dollárt kínáltak a termelő országok által önállóan értékesített olajért. Ebben az időszakban a jegyzett ár 2–2,5\$ körül alakult. Az OPEC-államok az 1970. december 9–12. között Caracasban zajló találkozón 55%-os minimális adókulcsot állapítottak meg, és elhatározták, hogy a jegyzett árakat az árfolyamok változásához, egy devizakosár értékéhez igazítják. Mivel az olajszámlákat USA-dollárban egyenlítették ki, a leértékelések következtében a kitermelő országok által realizált bevétel értéke csökkent. Az OPEC ennek kompenzálására az ár mérsékelt emelését határozta el. Megállapítható tehát, hogy az áremelések első – mérsékelt – sorozata az árfolyamváltozás következtében indult meg. A magasabb olajár egyben a magasabb profit lehetőségét vetítette előre. Több országban megkezdődött az olajtársaságok államosítása, elsőként Algériában és Líbiában.

1973 szeptemberében először haladta meg az olaj piaci ára a jegyzett árat. Októberben, a háború kitörését követően az OPEC bécsi központjában tárgyalást tartottak a kőolajtermelők és a monopóliumok képviselői, hogy megvitassák az ár jelentős emelését. Eleinte nem sikerült megegyezésre jutniuk, majd néhány nappal később Kuvaitban az

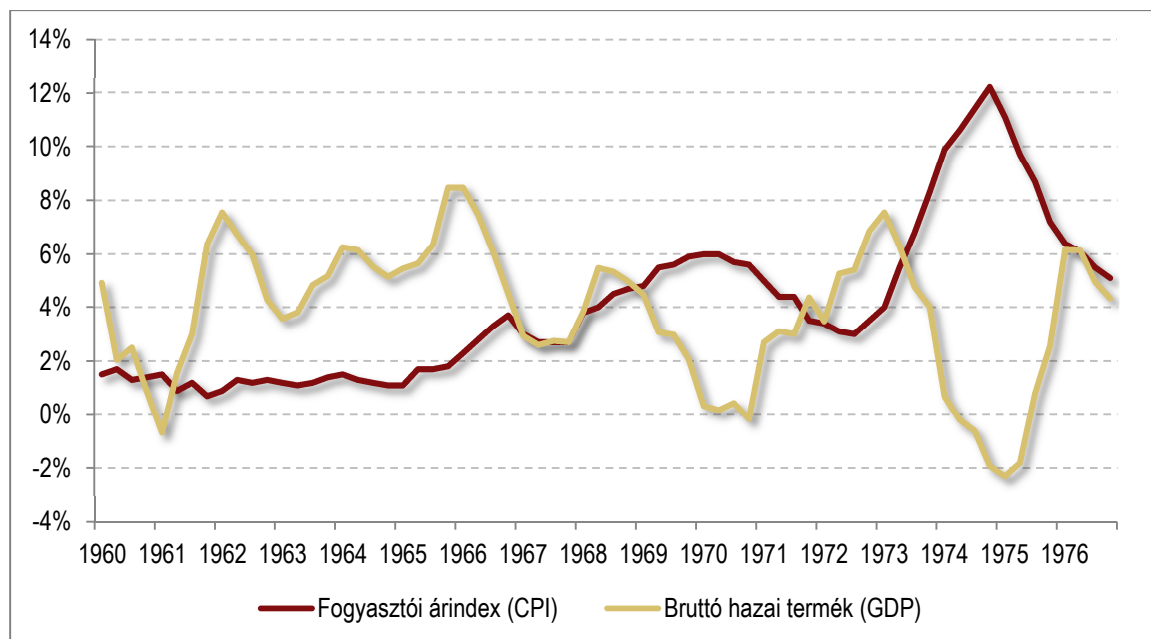


olajminiszterek a barrelenkénti ár 5,119 dollárra történő egyoldalú emelését határozták el. Az OPEC-értekezleten abban is megállapodtak, hogy havonta 5%-kal csökkentik a kitermelést egészen addig, amíg Izrael nem vonul ki az 1967-ben elfoglalt arab területekről.

1973. október 20-án Szaúd-Arábia 10%-os termelés csökkentést jelentett be, majd teljes embargót az USA-val, később Hollandiával szemben is. Az arab olajtermelő országok egymás után csatlakoztak az embargóhoz, mely egészen 1974. március 18-ig érvényben volt. Az USA az embargó elhúzódása esetére katonai lépéseket helyezett kilátásba, hogy biztosítani tudja olajszükségletét.

Az első olajválság összekapcsolódott az 1944-ben életre hozott Bretton Woods-i nemzetközi pénzügyi rendszer összeomlásával, mely az USA dollár kulcsvaluta szerepére épült. Az 1950-es évek végéig az amerikai fizetési mérleg aktív volt, állandó kereslet mutatkozott a dollár iránt, és ezáltal az ország aranytartalékai jelentősen megnövekedtek. A kulcsdeviza státuszából adódóan – az arany mellett – a jegybankok tartalékeszközzé vált, és jelentős dollárkövetelések halmozódtak fel külföldiek kezén. Ezen időszakot követően fordulat bontakozott ki, melyet a japán és nyugat-európai gazdaságok fellendülése, devizáik megerősödése jellemezett. A fellendülés eleme volt az export, a kereskedelmi aktívum erősödése, így a devizatartalékok növekedése. Az 1970-es évektől Nixon elnök által alkalmazott alacsony kamatlábakkal jellemzett gazdaságpolitika hatására még több tőke hagyta el az országot, mintegy 20 milliárd dollár értékben. Az USA hivatalos aranytartaléka 1972-re már csak a külföldi adósság egynegyedét fedezte. A Fed ezért megszüntette a közvetlen aranyra válthatóságot, és leértékelte a dollárt. A leértékelések hatására az USA fizetési mérlege ismét aktívumot produkált egészen 1976-ig.

Új kifejezés terjedt el a köztudatban: a *stagfláció*. Olyan helyzetet jelöl, melyben egyszerre jelentkezik a stagnálás és az infláció. A stagfláció jellemzően költség-oldali infláció. Az inflációs következmények hatására a kormányok szociális kiadásai megnöttek, s ezeket a többletkiadásokat a stagnáló gazdaság miatt magasabb adóbevételekkel nem tudták kompenzálni. Fontos megjegyezni azonban, hogy az Egyesült Államokban az inflációs nyomás már 1965-től kezdődően megfigyelhető volt, így jóval az olajár-emelkedés előtt is jelentkezett:



**2. ábra: Az Egyesült Államok fogyasztói árindexének és bruttó hazai termékének alakulása, 1960–1976**

Forrás: OECD (2015) alapján, saját szerkesztés

A fejlett országok a cserearányokban az olajár emelkedésének hatására bekövetkező romlásra az egész gazdaság strukturális átalakításával, export-árai inflációs növelésével, valamint kőolaj-behozataluk földrajzi szétszórásával reagáltak. Az ipari országok exportárai 1973 és 1980 között 119%-kal nőttek, így az olajárrobbanás okozta cserearányromlást nagymértékben közömbösítették (Szurovy, 1993).

#### 2.5.4. Iráni forradalom

Az 1970-es évek olajválságainak hatására, az infláció megfékezésére a Federal Reserve csökkenteni kezdte a pénzkínálat növekedési ütemét. A szakirodalomban *monetarista kísérletnek* nevezett gazdaságpolitika a monetarista iskola javaslatait követően nem a kamatlábakat, hanem a pénzmennyiséget jelölte meg köztes célként a gazdaság befolyásolására. A pénzsűkítés a kamatlábat 1980 végére 20% fölé emelte, s ennek hatása a pénzpiacokon is megnyilvánult. A magas kamatlábak következtében az amerikai dollárban jegyzett értékpapírok hozamai is megemelkedtek, mely a dollárkereslet és így az árfolyam növekedését hozta magával. A beruházások estek, a gazdaság mély recesszióba került, a munkanélküliség meghaladta a 10%-ot. A kísérlet azonban elérte célját, hiszen az infláció az 1979. évi 13%-ról 1982-re 4%-ra süllyedt (Samuelson és Nordhaus, 2000, pp. 493-494).

Iránban 1978 végétől kezdődően folyamatos tömegtüntetések zajlottak. A tiltakozók demokratikus jogok bevezetését követelték. A forradalom hatására napi 3,9 millió hordó termeléskiesés jelentkezett. A nyersolaj világpiaci ára a 14,5\$ körüli értékről 1981 februárjára 39\$-ra növekedett. Ennek következtében az OPEC-en kívüli termelés is megemelkedett, hiszen ezen az árszinten már kevésbé kedvező körülmények között is érdemes volt az olajat felszínre hozni.

1979 márciusában a Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet (OECD) égisze alatt működő Nemzetközi Energia Ügynökség (*International Energy Agency, IEA*) tagországai a kereslet 2 millió hordó/nap mértékű csökkentésében állapodtak meg. Ez a mennyiség a fogyasztás mintegy 5%-át tette ki.

A második olajsokk válságba döntötte az iparosodott országokat, inflációs hatást fejtett ki, melyre válaszként az amerikai monetáris politika megemelte a kamatszínvonalat, és nagymértékben hozzájárult azokhoz az adósságválságokhoz, melyek a következő két évtizedben a fejlődő országokat sújtották.

#### **2.5.5. Öbölháborús konfliktus**

Az 1980-as évek közepétől megváltozott az energiapiac jellege: a kínálat ismét felülmúlta a keresletet, az árak csökkentek, és 1986 szeptemberére a lélektaninak számító 10\$/hordó közelébe értek. Meg kell jegyezni azonban, hogy az 1982–1986-os időszakot rendkívül erős dollárárfolyam jelezte. Ennek következtében az olaj árcsökkenése más devizákban kifejezve már kevésbé volt látványos. A Federal Reserve által számított főbb devizákhoz viszonyított USD árfolyamindex 1985 márciusában érte el csúcspontját, a 143,9%-ot. Az index számításánál 100% 1973 márciusának felel meg. (Federal Reserve, 2014b)

A kedvező kínálati sokk következménye az alacsony inflációban is megmutatkozott: mindhárom nagy gazdasági térség (az Egyesült Államok, Japán és az Európai Gazdasági Közösség) a legalacsonyabb rátát produkálta az 1970-es évek óta. Az olajexportáló országok szempontjából a hatás már nem volt ennyire pozitív: Szaúd-Arábia költségvetése 1983-tól folyamatosan deficitese volt, éles ellentétben az előző évtized hatalmas többleteivel. 1983 és 1992 között az ország összesített hiánya 141 milliárd dollárt tett ki, míg az előző hasonló időszakban – 1972–1983-ig – összesen 107 milliárd bevételi többlettel rendelkezett. A szaúdi folyó fizetési mérleg hasonló tendenciát mutatott: 163 milliárd többlettel szemben 138 milliárd hiány alakult ki ugyanezen periódusban. A

kincstár a hiányt a korábban felhalmozott jövedelméből, alapjában véve tehát belső forrásból finanszírozta.

1990. augusztus 2-án Irak lerohanta Kuvaitot. Az invázió gazdasági és politikai érdekellentéteket hozott felszínre az egyes kitermelő országok között egy részről Irak és Irán, más részről Kuvait, Szaúd-Arábia és az Egyesült Arab Emírátsok oldaláról. A magas olajárat szorgalmazó politika ez utóbbi országok számára – nyugati kőolaj-importáló országokkal tartott jó kapcsolataiknál fogva – nem volt követhető. A három ország növekvő kitermelésben megnyilvánuló alacsony ár-politikája a magasabb olajkereslet árfelhajtó hatását szinte közömbösítette. Így az ár a kuvaiti inváziót megelőző öt évben stabilan 16–19\$ körül mozgott, mely reálértékben a legalacsonyabb árszint volt 1973 óta. Szaddam Husszein szemében azonban az alacsony ár Irak elleni agressziót testesített meg, és Kuvaitot okolta országa rossz gazdasági helyzetéért. Kuvait lerohanásával lényegében két célt ért el: az iraki adósságok bizonytalan időre történő elhalasztását, illetve a világgiazi árak emelkedését. Az invázió második napján olajvezetékeket és olajmezőket foglaltak el az irakiak, majd határ menti területeket csatoltak Irakhoz. Bevonultak arra a semleges területre is, amelynek olaját Szaúd-Arábia és Kuvait együtt termelte ki. A nyersolaj és egyéb olajszármazékok ára a közel-keleti hírek hatására hirtelen megemelkedett. Irak hadigépezetébe Irán elleni háborúja során Kuvait több mint 10 milliárd dollárt pumpált. A konfliktus folyamán csaknem 80 milliárd dollár adósságot halmozott fel, melyet többször is át kellett ütemeznie. A kölcsönök fele nyugati bankoktól, másik fele az Arab-félsziget országaitól származott.

Az 1990-es év második felében megmutatkozó áremelkedés hatásai az 1979/80-as időszak mintáját követték. Azonban az ársokk rövid időtartama miatt az inflációra gyakorolt hatás is mérsékelt maradt. A bizonytalanság hatására világszerte esésnek indultak a tőzsdeindexek. Első pillantásra úgy tűnik, hogy az iraki események nyomán emelkedő olajárak indították el a nemzetközi értékpapírpiacokon az árfolyamok hirtelen zuhanását. A folyamatok mögé nézve azonban kiderül, hogy a közel nyolc éve tartó világgazdasági konjunktúrát felváltó recesszió kezdeti jelei is megingatták azokat. A New York-i Composite index augusztus és november között közel 17%-kal csökkent (NYSE, 2014), míg ugyanezen időszak alatt a tokiói Nikkei 225 index 28%-ot esett (Nikkei, 2014).

Az ipari országok restriktív monetáris politikát szorgalmaztak az olajár által indukált inflációs hatások megfékezése érdekében. Az Egyesült Államokban a jegybank szerepét betöltő Federal Reserve (Fed) azonnal megemelte az irányadó kamatlábat az augusztusi

hirtelen áremelkedést követően. Európában az olajsokk a Németország egyesítéséből fakadó fiskális expanzióval együtt jelentkezett. A korábbi áremelkedésekkel ellentétben azonban az Öbölválságot követően az árak viszonylag rövid időn belül visszatértek 20\$/hordó alá. Így tehát nem jelentkezett a tartós költségoldali inflációs nyomás.

#### **2.5.6. A 2000-es évek ún. dot-com válsága**

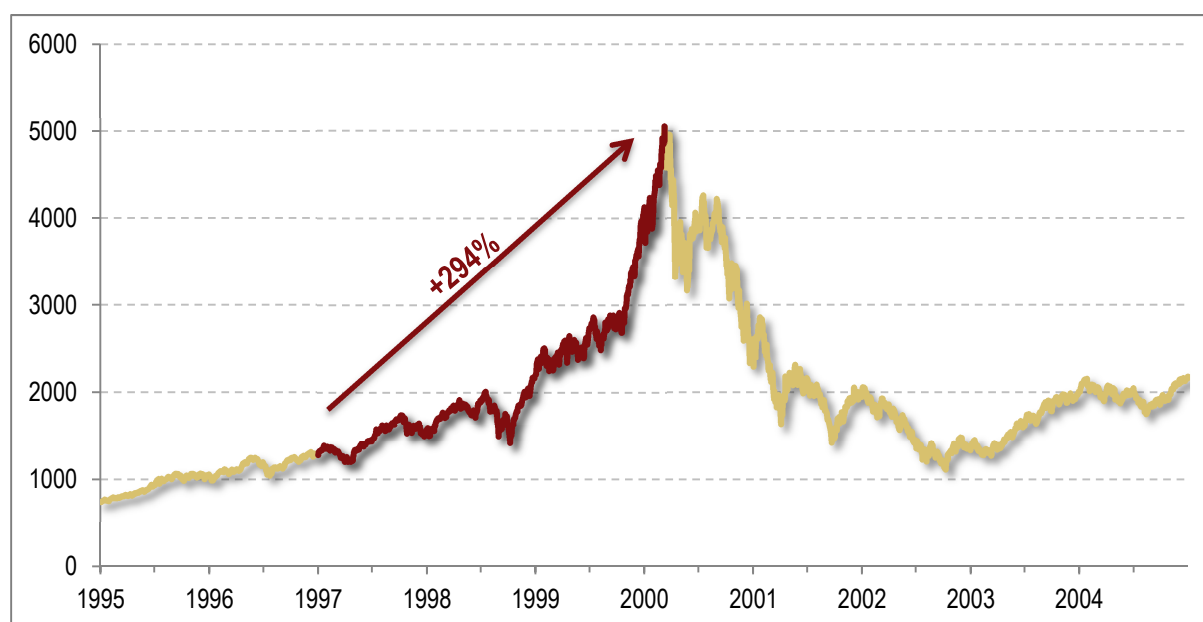
Az 1990-es évek végére a magánvállalkozások – főként az Egyesült Államokban – széles körben kezdték el alkalmazni az internet adta lehetőségeket. Az információtechnológia rohamos fejlődését „*információs forradalomként*” fémjelezték. Az internetes megoldások kihasználása jelentősen felgyorsította a kommunikációt, átalakította az üzleti folyamatokat. Az internet felhasználása minden iparágban a termelékenység és a versenyképesség kulcstényezőjévé vált (Castells, 2002, p. 72).

Ilyen tényező volt az e-kereskedelem kialakulása is. Az e-kereskedelem olyan kereskedelmi megoldást takar, amelyben az áruk vagy szolgáltatások adásvétele számítógépes hálózatok (legjellemzőbben az internet) felhasználásával, azokon keresztül zajlik. Az ilyen kereskedelmi megoldás kiiktatja a hagyományos kereskedelmi üzletkötés térbeli és időbeli korlátait, hiszen minimális befektetéssel bárki létrehozhat egy webáruházat, mely aztán a nap 24 órájában, a világ minden tájáról elérhető lehet. Az évtized végére fokozatosan bővült a piac.

Az információs társadalom iránti eufórikus lelkesedés áterjedt a tőzsdékre is. Az információtechnológiai, valamint kommunikációs vállalatok, köztük sok korábban ismeretlen internet alapú szolgáltató cég részvényárfolyama gyorsan emelkedett. A dot-com kifejezés az internetes üzleti oldalak .com végződésére utal. Sok spekuláns vállalatvezető egyszerűen átnevezte a cégét: a hivatalos elnevezés elé az elektronikára utaló „e-” előtagot, a végére pedig a „.com” végződést tették, így remélve a részvényárfolyamaik emelkedését. A legtöbb esetben fiatal technológiai fejlesztők adták el ötleteiket befektetőknek, akik a tőzsdén értékesítették tovább az újonnan alakult cégek papírjait. Az új cégek megjelenését tovább ösztönözte, hogy a távközlési- és versenyszabályozás egyre inkább a piacok megnyitása és a versenykorlátok lebontása irányába mozdult mind Európában, mind pedig az Egyesült Államokban. A tőzsde az „*új gazdaságnak*” is nevezett technológiai szektor vállalatait jelentős mértékben felülértékelt (Fülöp és Major, 2004). A főként technológiai cégek részvényeit tartalmazó NASDAQ Composite tőzsdeindex 1995 óta tartó emelkedést követően 2000. március 10-én érte el

legmagasabb záró értékét, az 5048,62 pontot. A növekedés különösen az 1999-es év végétől volt látványos. Tipikus spekulációs buborék alakult tehát ki, mely mögött nem állt valódi gazdasági teljesítménybeli növekedés.

A dot-com cégek közül sokan nem váltották be a hozzájuk fűzött reményeket. Nagy veszteségeik mellett tőzsdei árfolyamuk továbbra is magas volt. A cégek közül aztán sok csődbe ment, vagy nagyobb média-konglomerátumba olvadt be. Ennek a folyamatnak a mai napig működő „túlélői” például a Google, az Amazon vagy az eBay. A befektetők a veszteségek hatására elvesztették bizalmukat az értékpapírok iránt, és kihátráltak a piacról. Hirtelen zuhanást követően 2002-2003-ra a NASDAQ index 1500 pont alá csökkent. Egyúttal a világgazdaságban is lassulni kezdett a növekedési ütem. Mindezek, valamint a 2001. szeptember 11-es terroristatámadás hatására megrendült befektetői bizalom következtében a Fed már a 2000-es év végén elkezdte csökkenteni az alapkamatot, hogy elősegítse a konjunktúrát.



**3. ábra: NASDAQ Composite index záró értékének alakulása, 1995–2004**

Forrás: NASDAQ (2015) alapján, saját szerkesztés

## 2.6. VÁLSÁGOK A FEJLŐDŐ ORSZÁGOKBAN (1980–2000)

Az 1980-as évek elejétől számos fejlődő országban jelentkeztek pénzügyi válságfolyamatok. *Lámfalussy Sándor*<sup>4</sup> magyar nyelven 2008-ban megjelent könyvében

<sup>4</sup> Lámfalussy Sándor (1929–2015) nemrégiben elhunyt, magyar származású közgazdász, egykori soproni diák. A Leuveni Katolikus Egyetemen (Belgium) végezte közgazdasági tanulmányait és szerzett diplomát.

négy ilyen, feltörekvőben lévő piacot (emerging market) érintő nagy válságepizódót vizsgál, melyek a következők:

- 1) Latin-amerikai válság (1982–1983)
- 2) Mexikói válság (1994–1995)
- 3) Kelet-ázsiai válság (1997–1998)
- 4) Orosz válság (1998)

Mindegyik válságra jellemző, hogy az egész pénzügyi rendszerre kiterjedtek, és jelentős kormányzati beavatkozást tettek szükségessé. Lámfalussy (2008) meghatározza a válság fogalmát, valamint annak közvetlen következményét is: a „*válságot olyan helyzetként definiálhatjuk, amelyben nyilvánosan ismertté válik, hogy az illető ország központi bankjának elfogytak (vagy kritikus szintre csökkentek) a devizatartalékai, és rövidesen képtelenné válhat az ország külföldi adósságának törlesztésére. Amikor ez az infláció széles körben ismertté válik, akkor a tőkebeáramlás villámgyors fordulatot vesz, a hazai részvény- és kötvénypiacok összeomlanak, és (korlátozva az azonnali külföldi segítségnyújtást) az ország árfolyama mélyrepülésbe kezd.*” (Lámfalussy, 2008, p. 79)

Lámfalussy (2008) megállapítja azt is, hogy mind a négy válság eredete összekapcsolódott a pénzügyi globalizáció folyamatával, ezért a következőkben szeretném ismertetni őket.

### **2.6.1. Latin-amerikai válság (1982–1983)**

A legtöbb latin-amerikai országot elérő adósságválság 1982 nyarán robbant ki Mexikóban. A válság létrejöttében nagy szerepe volt az első olajár-sokk (1973–1976) kialakulásának, mely nagymértékben megemelte a nem olajtermelő fejlődő országok adósságállományát. Ezt az adósságot a fejlett (nyugati) országok bankjai finanszírozták: a nem OPEC-tag fejlődő gazdaságok fejlett országokkal szembeni adóssága az 1973. évi 4,5 milliárd dollárról 1975-re 25 milliárd dollárra növekedett. A nyugati országok bankjainak likviditása pedig éppen az olajkitermelő országok által generált megtakarításokból származott. Mindeközben a három nagy latin-amerikai országban (Argentína, Brazília, Mexikó) a külső adósság exporthoz viszonyított aránya 100%-ról 200%-ra nőtt (Lámfalussy, 2008, p. 24).

---

1994 és 1997 között az Európai Monetáris Intézet elnökeként felelt az euró bevezetéséért, ezért az „euró atyjának” is nevezik. 2000–2001 között az Európai Értékpapírpiacokat Szabályozó Bölcsök Tanácsa elnöke.

Az 1978-tól kezdődő periódust a nettó banki adósságok további emelkedése, a cserearányok romlása (az olajon kívüli, árutőzsdén jegyzett termékek árának csökkenése) és a kamatlábak növekedésén keresztül a kamatkidadások jelentős növekedése jellemezte. A dollárkamatok növekedése mögött elsősorban az amerikai monetáris politikában bekövetkezett változás, a monetarista kísérlet állt. Ezért azonban nagy árat voltak kénytelenek megfizetni a dollárban eladósodott fejlődő országok.

1982-re már csak idő kérdése volt, hogy a hitelezők felismerjék a helyzet tarthatatlanságát, és kialakuljon a *külső fizetési válság*. A fizetési válság közvetlen kiváltó oka a tőkemenekülés volt, állapítja meg Lámfalussy, amely során a hitelező bankok megtagadták a rövidlejáratú hitelek megújítását, így az adósok fizetése képtelenné váltak.

A helyzet megoldása rendkívüli hitelnyújtással kezdődött az adós országok jegybankjai számára, melyet a nemzetközi pénzügyi intézmények (főként a Nemzetközi Valutaalap és a Nemzetközi Fizetések Bankja), valamint az Egyesült Államok monetáris hatóságai (a Fed-tagok) bocsátottak rendelkezésre. A válságkezelés rendkívül sikeres volt abban, hogy megakadályozta egy világméretű nemzetközi fizetési válság kialakulását. Pozitívumként emelhető ki az is, hogy a szuverén adósok nem mondták fel egyoldalúan kötelezettségeiket, hanem sikerült azokat – a nemzetközi pénzügyi közösség támogatásával – tárgyalásos úton átütemezni, konszolidálni.

Természetesen a hitelek *kondicionalitása* (feltételekhez kötése) itt is megnyilvánult: az IMF a belső kiigazítások mellett feltételként szabta meg azt is, hogy a kereskedelmi bankok tovább hitelezzék az adós országokat. Ez a hitelezők számára meglehetősen kedvezőtlen lépés egy sikeres mentőakció elengedhetetlen része volt. Ezt követően sor került a rövid lejáratú adósság középtávúra történő átütemezésére is.

A hitelek kondicionalitására vonatkozó elképzelést a Nemzetközi Valutaalap 1952-ben vezette be, és ezt követően került a feltételes hitelezés beiktatásra az Alapegyezmény szövegébe. A kiigazító lépések jellemzően a kormányzati költségek csökkentését, a kereskedelmi korlátozások megszüntetését, valamint az állami tulajdon és az árszabályozások leépítését követelték meg. A „*washingtoni konszenzus*”-nak is nevezett eme gazdaságpolitikai elvek adós országokra történő rákényszerítését sokan túlságosan radikálisnak tekintik: az intézkedések Latin-Amerika esetében is szükségtelenül nagy munkanélküliséghez és gazdasági visszaeséshez vezettek. Jelentősen csökkent az



életszínvonal és gazdaság növekedési üteme, amelynek következtében az időszakot az „elvesztegetett évtized” jelzővel illették (Kuczynski és Williamson, 2003).

### **2.6.2. Mexikói válság (1994–1995)**

Az 1994-ben bekövetkezett mexikói válság és az 1982-83-as latin-amerikai események hasonlítottak egymásra abban, hogy mindkét periódust a folyó fizetési mérleg tartósan magas hiánya előzte meg (Lámfalussy, 2008, p. 37). Ugyanakkor ezt részben a magántőke (működőtőke) jelentős beáramlása idézte elő, amely lehetővé tette devizatartalékok felhalmozását is. A tőkebeáramlásban a bankok szerepe sem volt elhanyagolható, de korántsem volt akkora mértékű, mint az 1982-t megelőző időszakban. Mexikó kedvező befektetési célponttá vált: a dereguláció, a privatizáció és a csökkenő infláció vonzó gazdasági körülményeket teremtettek. A portfólió-befektetések leginkább nyilvánosan kereskedett részvényekben áramlottak, amelynek hatására tőzsdei árfolyamok emelkedésnek indultak, továbbá a peso is felértékelődött. Az olcsó pénz és a gazdasági liberalizáció a hazai bankszektort gyors hitelexpanzióra ösztönözte a magánszektor irányába, ami szintén hozzájárult a gazdaság túlfűtöttségének kialakulásához.

1994 tavaszára azonban a spontán tőkebeáramlás megszűnt, a pesóra leértékelődési nyomás nehezedett a piacon. Ennek közvetlen kiváltó okaként a kormányzópárt elnökjelöltjének, Luis Donaldó Colosio-nak meggyilkolását tartják számon, amely kétségeket generált az ország politikai stabilitását illetően. A kormány a külföldi befektetések elmaradását dollárhoz kötött államkötvények, a *tesobonók* kibocsátásával próbálta ellensúlyozni, mely azonban tovább növelte az ország függőségét. 1994 végére nyilvánvalóvá vált, hogy a tesobonók kibocsátása nem tudja kompenzálni a tőkemenekülést, melyre Mexikó a peso árfolyamának elengedésével (lebegtetésével) reagált. Ezt követően a peso árfolyama összeomlott, magával rántva a mexikói tőzsdét is.

A válság – hasonlóan az 1982-es eseményekhez – további latin-amerikai országokra is áterjedt, mivel ezekbe az országokba irányuló magántőke-beáramlás is elapadt, leginkább talán pszichológiai okok következtében. Ez a hatás azonban nem bizonyult tartósnak.

A mexikói hatóságok a valutaárfolyam rögzítésének megszüntetését követően megemelték a rövid lejáratú kamatozatokat (akár 70% fölé), és szigorú költségvetési politikát vezettek be. A nemzetközi pénzügyi közösség részéről a válságkezeléshez mintegy 51,6 milliárd dollár érkezett, főként IMF és világbanki hitelek, valamint kétoldalú kötelezettségvállalások

formájában. Ez lehetővé tette a tőkeáramlás fedezését, a külföldön lévő tesobonók visszavásárlását, és a devizatartalékok részbeni feltöltését.

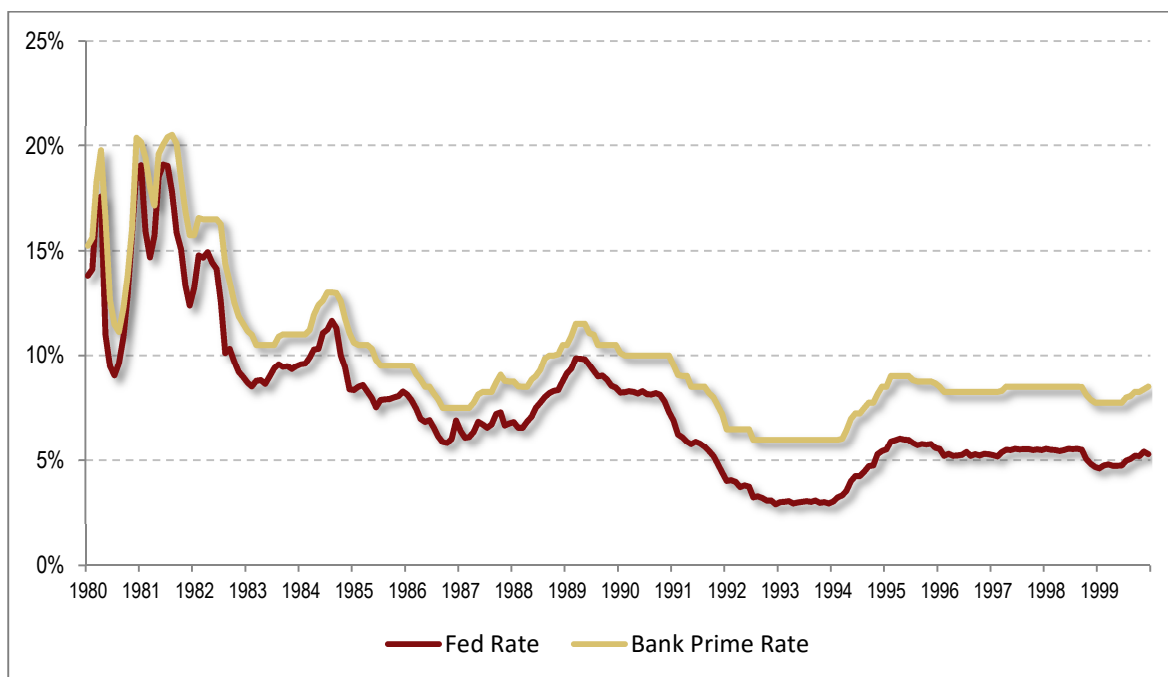
A válságkezelés ez esetben is súlyos következményekkel járt. Mexikó recesszióba került, az ipari termelés csökkent, az infláció és a munkanélküliség pedig egyidejűleg növekedett. A gazdaság azonban rövid időn belül stabilizálódott, és az ipari termelés 1996 végére elérte a válság előtti szintet.

### **2.6.3. Délkelet-ázsiai válság (1997–1998)**

Az 1997–1998. évi délkelet-ázsiai válság tekinthető az első regionális pénzügyi globalizációs válságnak, mely sok tekintetben a 2007-ben kezdődött globális válság előjelének nevezhető. Erre az időszakra teljesedett ki a pénzügyi globalizáció első fő hulláma, amit masszív tőkebeáramlás fémjelzett a délkelet-ázsiai gazdaságok irányában, és amely aztán nagy szerepet játszott a válság kirobbanásában. E válság azonban megmaradt régiós szinten, nem terjedt át a világ többi térségeire.

Indonézia, Thaiföld és Dél-Korea gazdaságát az 1980-as évektől kezdődően magas megtakarítási ráta, erős növekedés, költségvetési egyensúly és alacsony infláció jellemezte. A „kis tigrisek” dinamikus fejlődését az Európából és Amerikából beáramló tőke is fűtötte. Ugyanakkor mindhárom ország jelentős, főként rövid lejáratú devizaadósságot halmozott fel, így a finanszírozásban rejlő kockázataik hasonlóak voltak a latin-amerikai gazdaságokhoz. A belföldi bankhitelek nagysága is ugrásszerűen nőtt, amely pénzügyi- és ingatlanbuborékok kialakulására utalt. A pénzügyi integráció szempontjából az ún. külföldi hitel dominált, míg a válság szempontjából csillapító hatással rendelkező tulajdonosi (részvény) típusú integráció aránya alacsony volt. A túlzott mértékű befektetés a reáltőke túlzott felhalmozásához, vagyis jelentős fölösleges kapacitások létrejöttéhez vezetett a reálszférában, így különösen a termelésben és az ingatlanbefektetések piacán. A vállalatok tőkeáttétele megnőtt, mivel finanszírozásuk alapvetően banki hitelekből, devizában történt. Ehhez hozzájárult a hitelezők túlzott optimizmusa is: az elmúlt 15 évben tapasztalt növekedés megtörhetetlennek tűnt. A hitelexpanziót tovább erősítette a pénzügyi liberalizáció és a nemzetközi pénzpiacokon rendelkezésre álló, a dollárkamatlábak csökkenése következtében olcsó likviditás. Az alábbi ábrán jól látható a hetvenes évek olajválságainak, valamint az 1982-83-as latin-amerikai válság lefutását követően kialakult kedvező kamatkörnyezet. A diagram a Fed alapkamat (*Fed Rate*), valamint az elsőrangú

adósoknak felszámított hitelkamat (*Bank Prime Rate*) alakulását mutatja az 1980-1999 közötti időszakban:



**4. ábra: Fed Prime Rate alakulása, 1980–1999**

Forrás: Federal Reserve (2014a) alapján, saját szerkesztés

A válság kiindulópontját a thaiföldi árfolyamválság jelentette, melynek háttérében két fő tényező állt. Egyrészt Thaiföldre irányuló, az ország abszorpciós kapacitását meghaladó mértékű tőkebeáramlás nem járt a hazai pénzügyi (prudens) szabályozás feltételeinek megteremtésével, így a hitelezés a körültekintő menedzsment szabályainak alkalmazása nélkül történt. A pénzintézetek kölcsönnyújtási politikájára nagy befolyást gyakorolt a kormányzat, a hitelezés sok esetben kormányzati irányítás alapján történt. Mindemelllett alacsony fokú volt a külföldi tőkebeáramlás szabályozása és ellenőrzése. A hazai gazdaság e tényezők miatt nem volt képes felszívni a beáramló tőkemennyiséget, így egy állami beavatkozással telített tőkepiac alakult ki. A belföldi bankok és más pénzügyi intézmények ezzel hozzájárultak egy pénzügyi buborék kialakulásához, a nagy árfolyam- és hitelkockázatok elfogadásával. A válság háttérét jelentő másik fő tényező az információs tájékozódási probléma volt, amely abból eredt, hogy a befektetők nem voltak jól informáltak a helyi piacokról és azok szabályozásáról. A pénzügyi mutatószámok harmonizáltságának hiányában az összehasonlíthatóság elve sérült, és a thai mutatók korántsem voltak olyan kedvezőek, mint azt a befektetők hihették. A kelet-ázsiai válság kirobbanása mögötti egyik külső tényezőként az 1997 áprilisában Japánban bevezetett

költségvetési kiigazító csomagot nevezhetjük meg, amelynek hatására az ország gazdasági visszaesést produkált: a recesszió következtében a belső kereslet növekedése megállt, majd a fogyasztás visszaesett, mely által a környező országok exportértékesítései is lecsökkentek. A válság kitörésében azonban közrejátszottak olyan belföldi faktorok is, mint a gazdasági növekedés lelassulása és a túlzott belföldi hiteltermelés, valamint a pénzügyi globalizáció elterjedése, amely lehetővé tette a pénzügyi kapcsolatokon keresztüli „átfertőzést” a régió többi országába. Az ázsiai válság így ráirányította a figyelmet a tőke mozgások gazdasági fejlődésben játszott szerepére, a pénzügyi globalizáció hiányosságaira (Báger, 2011).

Amint azt a korábbi epizódoknál megfigyeltük, a válság Thaiföld esetében is a rövid távú tőkebefektetések menekülésével robbant ki. A külföldi befektetők hirtelen felfigyeltek a folyó fizetési mérleg jelentős hiányára, amelyből a thai baht túlértékelttségére következtek. A tőkekiáramlás hatására a központi bank néhány hónap alatt elveszítette nettó devizatartalékait, és kénytelen volt bevezetni a nemzeti valuta lebegtetését. A mexikói válsághoz hasonlóan a thaiföldi válság is gyorsan áttért a környező országokra: Indonéziára, Malajziára, Dél-Koreára és a Fülöp-szigetekre is.

Thaiföld, Indonézia és Dél-Korea számára az IMF 35 milliárd, a Világbank 16,4 milliárd, az Ázsiai Fejlesztési Bank (ADB) pedig 9,7 milliárd dolláros hivatalos kötelezettségvállalást nyújtott, melyhez járultak további kétoldalú megállapodások összesen 56,1 milliárd dollár értékben. Mivel az adósság nagy részét bankok és vállalatok külső adósságtartozásai képezték, a mentőcsomag célja az volt, hogy lehetővé tegye e tartozások legalább részbeni visszafizetését a külföldi hitelezők számára. Dél-Korea és Thaiföld esetében a válságkezelés monetáris politikai szigorítással járt. A valuták leértékelődésével egyidejűleg magasra szöktek a kamatlábak. A gazdaságok ez esetben is recesszióba kerültek.

A washingtoni székhelyű *Woodrow Wilson Központ* gondozásában a válság után 10 évvel megjelentetett tanulmánykötet egyik írása az ázsiai krízisből való kilábalást „egy figyelemre méltó V-alakú felépülésnek” nevezi, miután az 1999-2005-ös időszakban a régió növekedési üteme évi 4-6 százalékot ért el, még ha ez el is marad a válságot megelőző évek 7-9%-os növekedésétől. Dél-Korea, Malajzia és Thaiföld gazdasága 1999-2000-re kilábalta a válságból. A gazdasági tevékenységben megtapasztalt javulás elsősorban a keynesiánus kontraciklikus gazdaságpolitikának volt köszönhető. 1998-ban a költségvetési deficit növekedése volt megfigyelhető: a kormányzati bevételeket

negatívan befolyásolta a gazdasági visszaesés, a kiadások azonban emelkedtek. Ezek a lépések természetesen nem képezték részét az IMF által előírt programnak, de a nemzetközi szervezet tolerálta őket. A valuták válság során megtapasztalt értékvesztését azonban ezen évtized során sem sikerült teljes mértékben ledolgozni. Emellett a Délkelet-ázsiai Nemzetek Szövetsége (ASEAN) pénzügyi ösztönzőket vezetett be a régió országai számára gazdasági alkalmazkodóképességük erősítése érdekében. Az intézkedések közül legjelentősebb a Chiang Mai Kezdeményezés, amely kétoldalú swap-megállapodások hálózatát alakította ki az ASEAN-tagállamok, valamint Kína, Japán és Dél-Korea között. Fontos tanulság az is, hogy az ázsiai államok a válság ellenére sem vonultak vissza a globalizációból, sőt, napjainkban a régió globális szerepe még nagyobbá vált, mint az 1990-es évek közepén volt (Muchhala, 2007).

A délkelet-ázsiai válság története azért is fontos a pénzügyi globalizáció alakulásának vizsgálata szempontjából, mert az IMF és a Világbank ezen epizódra válaszul indította el a nemzetközi pénzügyi rendszer architektúrájának átalakítási programját. A program hat fő területen kívánta erősíteni a pénzügyi rendszer struktúráját, melyek között megjelent a sebezhetőség okainak-forrásainak vizsgálata, a pénzügyi szektor felügyeletének javítása, valamint a Valutaalap hitelezési politikájának reformja is (Báger, 2011).

#### **2.6.4. Orosz válság (1998)**

Az orosz válságot, mely 1998 augusztusában tört ki, szintén a külső adósság jelentős felhalmozása előzte meg. A válság ténylegesen azzal indult, hogy Jelcin akkori orosz elnök leváltotta a kormányt, amire válaszként a befektetők részvény- és kötvényeladásokba kezdtek. Oroszország emellett alapvető intézményi hiányosságokkal bírt: a működőképes piacgazdaság alapjait jelentő elvek (jól definiált tulajdonviszonyok, átlátható adórendszer, csődtörvény) és a szabályozási rendszer érvényesíthetőségét illetően is problémák merültek fel. Az IMF által biztosított segítségnyújtás épp az adóbehajtási rendszer rendbetételét és a szövetségi költségvetés hiányának csökkentését szabta meg feltételül.

Az Oroszországba irányuló nettó tőkeáramlás kettős képet mutatott a válságot megelőző, 1994 és 1997 közötti időszakban: az ország mindegy egyes évben nagy folyó fizetési mérleg-többletet mutatott fel, és jelentős mértékű portfólió-befektetések jellemezték. 1996-97-ben ezek összértéke elérte az 56,3 milliárd dollárt. Egyúttal jelentős volt a belföldiek általi tőke kivétel, a tőkemenekülés is, mely ugyanezen két évben 67 milliárd dollárt tett ki. Ennek következtében Oroszország devizatartalékai csak kis mértékben növekedtek. A

tőkeáramlás pozitív következménye, hogy a gazdasági szereplők (magánszemélyek és vállalatok) jelentős külföldi követelésállományra tettek szert. *Antal (2008)* szerint a válság egyik legfontosabb előzménye az orosz gazdaságról az IMF, illetve a különféle fedezeti alapok (hedge fund-ok) által keltett pozitív várakozás volt, melynek alapját az orosz gazdaság néhány fontos gazdasági mutatójának rendkívül kedvező, de átmeneti alakulása adta: „*A transzformációs folyamat kezdete óta eltelt 6 esztendőben Oroszország jelentős előrehaladást produkált a stabilizáció és reform terén. Az 1995 óta alkalmazott szigorú monetáris- és árfolyam-politika a széles értelemben vett stabilitást célozta, 1998 elejére egy számjegyűre vitte le az inflációs rátát. A nemzetközi közösség által támogatott orosz integrálódás a világgazdaságba minőségi változást jelentett, amelyre reagált például a legutóbbi két évben a magántőke rendkívül gyors beáramlása... Az IMF Executive Board által július 20-án jóváhagyott, IMF és Oroszország közötti kibővített megállapodás kedvezően hatott az orosz pénzügyi piacokra, és enyhítette a rubelre gyakorolt nyomást. A részvényárfolyamok visszaemelkedtek több mint 30 százalékkal, a kincstárjegyhozamok a 100 százalék feletti szintről(!) 50 százalék alá süllyedtek. Az orosz jegybank már július 24-én leszállította a refinanszírozási kamatlábat 80-ról 60-ra. A program következtében az orosz pénzügyminisztériumnak lehetősége nyílt kincstárjegyeket hosszú lejáratú eurobond kötvényekre swapolni 4,4 milliárd USD értékben, és további félmilliárd USD értékben új hosszú lejáratú állampapírokat kibocsátani.*” (IMF, 1998)

Az orosz válság a többi európai piacon, így a magyar tőzsdén is éreztette hatását. A piacgazdasági átmenettel járó transzformációs válság sújtotta magyar gazdaságot jelentősen érintette a nemzetközi pénzügyi válság (Antal, 2004). 1998 áprilisa és a szeptemberi mélypont között a budapesti tőzsdeindex 58%-ot esett. (BÉT, 2015) Ebben az időszakban az Oroszországba irányuló a magyar export legnagyobb részét a gyógyszeripar, illetve az agrárkivitel (mezőgazdasági termékek és feldolgozott élelmiszerek exportja) adta. Ez utóbbi 1998-ban éves szinten mintegy 580 millió dollárt, a teljes orosz export pedig mintegy egymilliárd dollárt tett ki. Kisebb orosz kintlévőséggel rendelkeztek egyéb feldolgozóipari (elsősorban gépipari és vegyipari) vállalatok, valamint a magyar bankszektor is. Az Oroszországba irányuló kivitel kb. 13-15 százaléka mögött az Eximbank vagy a MEHIB (Magyar Exporthitel Biztosító) valamilyen fizetési biztosítéki konstrukciója állt. (Hír24, 2015)

A válság kialakulásának hátterében a kőolaj árának csökkenését is meg kell említenünk, melyek ebben az időszakban mélyrepülésükkel sújtották a nyersanyagtermelőket.

Oroszország devizabevételeinek jelentős része kőolaj- és földgázexportból származik, ezért az olaj árának csökkenése a folyó fizetési mérleg egyensúlyának romlásával járt. A Valutaalap további feltételeket kapcsolt a mentőcsomag újabb részleteinek folyósításához, azonban a piaci szereplők, illetve maga is az IMF tartott attól, hogy Oroszország nem lesz képes ezeknek megfelelni, így nem lesz képes a külső adósságszolgálatának teljesítésére, melyet még a Szovjetuniótól megörökölt adósságállomány okozott. A fiskális politika kiszámíthatatlanná vált a kormányzat gyengülő adóbehajtási hatékonysága és a gyorsan terebélyesedő feketegazdaság miatt. Az orosz parlament pedig nem támogatta az IMF-megállapodásban rögzített stabilizációs intézkedéseket, így a gazdaságpolitika elbizonytalanodott. Mindezek hatására az erősen deficités költségvetést finanszírozó magánbefektetők, akikben még erősen éltek a megelőző évben kirobbant ázsiai válság tapasztalatai, elvesztették bizalmukat, és 1998 júliusára felgyorsult a tőke kivitel. Augusztus 17-ére a helyzet annyira súlyosbodott, hogy az orosz hatóságok kénytelenek voltak kiszélesíteni a rubel árfolyamának USA-dollárhoz kötött ingadozási sávját, és egyoldalú moratóriumot hirdettek a belső adósságaikra. (STATEMENT of the Government of the Russian Federation and the Central Bank of the Russian Federation 17 August 1998, 1998) Szeptember 2-án pedig a rubelárfolyam teljesen szabad lebegtetését jelentették be. Az orosz bankok többsége csődöt jelentett, az adóbevételek összeomlottak. Az árfolyam zuhanása és a tőkekiáramlás negatív spirált indított be, melyet a gazdasági tevékenység visszaesése és magas infláció is jellemezett. Az 1999 végéig lejárató államkötvények átütemezését követően a fizetési moratórium november 15-én ért véget. Az orosz válság okozta fizetési moratórium jelentős hatással bírt a feltörekvő piacok valutaárfolyamaira, valamint tőzsdeindexeinek alakulására is (Antal, 2004, p. 317.).

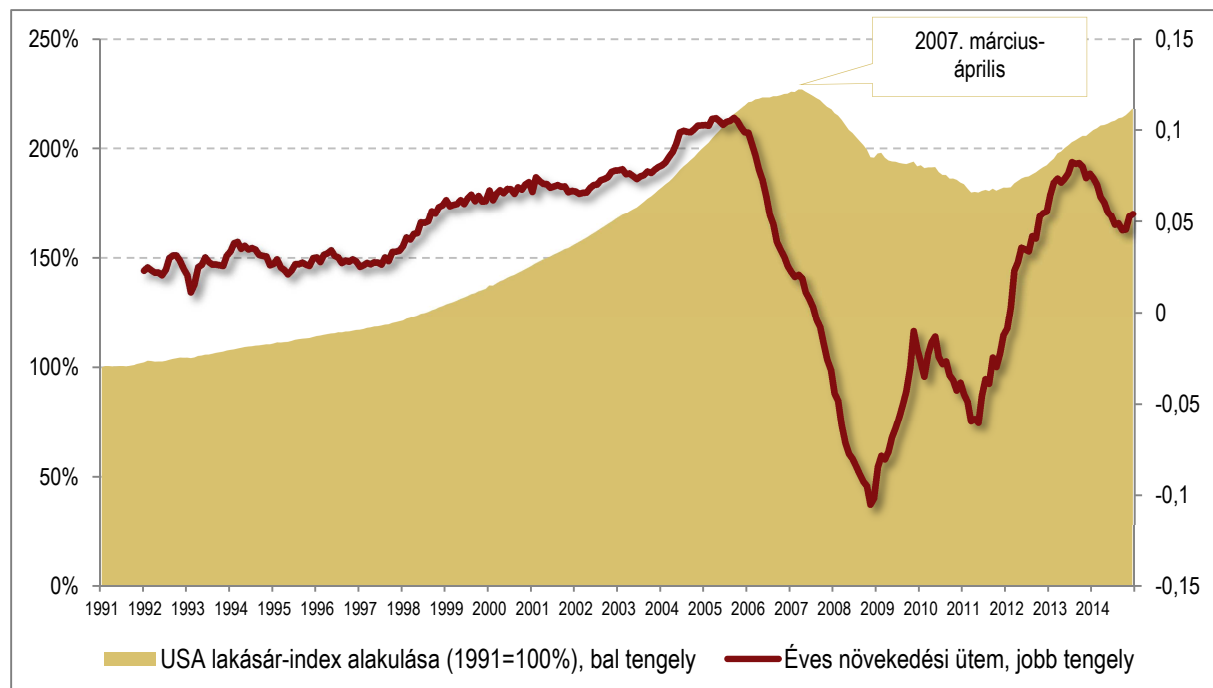
1999 elejére azonban a jelentős társadalmi veszteségeket követően az ipari termelés zuhanása megállt, és újra beindult a növekedés. Ennek legfőbb okaként a rubel-árfolyam hirtelen leértékelődését nevezhetjük meg, amely lefékezte az importot és növelte a kivitelt. Az újra megerősödő olajárak pedig az exportbevételek növelésével lehetővé tették a tartós külkereskedelmi többlet kialakulását.

A válságból történő kilábalást ez esetben leginkább az árfolyam kényszerű természetes alkalmazkodása, valamint a kedvező külső ársokkok adták, amelyek lendületet adtak az ipari termelésnek. Egyúttal – noha a vágató inflációt nem sikerült megakadályozni – a kormányzat részéről a pénzkínálat visszafogott bővítése elkerülhetővé tette a hiperinflációt.

Hosszú távon kedvező hatásokkal bíró szerkezeti átalakulás jelei azonban nem mutatkoztak.

### 2.6.5. 2008: Tíz évvel később

A világgazdaságban a 2000-es évek elejétől kezdődően jelentős gazdasági növekedés indult be. Ezt a folyamatot a fejlődő országok, leginkább Kína és India növekedése és a világkereskedelem egyre magasabb fokú liberalizálása támogatta. Az olcsó importnak köszönhetően alacsony inflációs ráták voltak megfigyelhetők szinte a világban, melyek a központi bankokat a kamatlábak csökkentésére ösztönözték. Az expanzió az Egyesült Államok lakóingatlan szektorában is nagymértékű volt, mely a lakossági jelzáloghitelek iránti magas kereslettel járt. A folyamatot erősítette, hogy a dot-com válságot követően a befektetők egy részre kiábrándult a nagy haszonnal kecsegtető tőzsdei részvényekből, és biztonságosabb befektetéseket kerestek. Ezért megnőtt a kereslet az ingatlanok iránt is, melyek ára folyamatosan emelkedett. A következő diagram a *Federal Housing Finance Agency* által számolt USA lakásár-index alakulását mutatja 1991-től 2014 végéig. Az ábrából jól kivehető az árnövekedési ütem gyorsulása az 1990-es évek végétől egészen 2005-ig:



5. ábra: USA lakásár-index alakulása, 1991–2014

Forrás: Federal Housing Finance Agency (2015) alapján, saját szerkesztés



Az 1970-es évek óta az amerikai jelzálogpiac az *értékpapírosításra* épül, mely során több, főként lakossági hitelt „összecsomagolva” értékpapírként forgalmaztak tovább. Strukturált befektetési társaságok foglalkoznak a lakossági jelzáloghitelek piacon értékesíthető értékpapírokká történő átalakításával. Létrejött az ún. árnyékbankrendszer, mely különféle, a befektetők és a hitelfelvevők között elhelyezkedő közvetítő intézményekből áll. Ilyen közvetítő intézmény lehet a befektetővel közvetlenül kapcsolatba kerülő jelzáloghitelügynök vagy bróker, amely bizonyos esetekben saját számlára is kereskedhet, vagy természetesen maga a hitelintézet. Az értékpapírosításba ezen túlmenően számos közbülső intézmény is bekapcsolódik: magát az értékpapírt kibocsátó speciális célú intézmények (*special purpose vehicles*), illetve a tényleges pénzmozgásokat (törlesztéseket, befizetéseket) lebonyolító pénzügyi szolgáltatók. Fontos szereplők még az ügynevezett állam közeli ügynökségek, melyek különféle garanciákat biztosítanak a bankok által kibocsátott értékpapírokra, vagy pedig részt vesznek azok minősítésében, refinanszírozásában. Ezek közé tartozik a közismert Federal National Mortgage Association („*Fannie Mae*”), a Government National Mortgage Association („*Ginnie Mae*”) és a Federal Home Loan Mortgage Corporation („*Freddie Mac*”) szövetségi, ill. kormányzati jelzálog-hitelező intézmények.

A pénzpiacokon mindeközben számos új innovatív pénzügyi instrumentum jelent meg, melyek célja, hogy a befektetők preferenciáinak még inkább megfelelő termékeket nyújtsanak. Ezek az instrumentumok egy meghatározott, általában már értékpapírosított eszköz-portfólió (hitelkártya tartozások, autóvásárlási és lakáskölcsönök, diákhitel stb.) pénzáramainak további átcsomagolásából keletkeztek. Számos átcsomagolási lépés után a végső befektető már minimális rálátással sem rendelkezett az eredeti portfólió teljesítményére és lehetséges kockázataira: már nem lehetett meghatározni az alapul szolgáló hitelek és értékpapírok pénzáramait, vagy azt, hogy ezek a pénzügyi eszközök ténylegesen kinek a tulajdonában vannak. Ez felerősíti az *információs aszimmetriát*, és jelentősen megnöveli az *erkölcsi kockázatot* is, hiszen a portfólió megbízhatóságában a kibocsátók – több lépést követően – már egyáltalán nem voltak érdekeltek. A kibocsátók érdekeltsége éppen a hitelek határtalan növekedésében rejlett, legfőképpen a jutalékbevételeken keresztül. Ez az ellentét aláásta a prudens banki működést. Az értékpapírosított pénzügyi eszközök pedig szorosan beépültek a nemzetközi pénzügyi rendszerbe, s így kockázatosá tették az egész rendszert.

*Nouriel Roubini*, a „Mr. Végzet”-nek is nevezett amerikai közgazdász már 2006-ban, egy a Nemzetközi Valutaalap közgazdászainak tartott előadásán jelezte, hogy a jelzáloghiteleket fizetni nem tudó háztulajdonosok miatt elértéktelenednek a jelzáloghitel-fedezetű értékpapírok, és e folyamat majd világszerte a pénzügyi rendszer összeomlásához vezethet, így az USA előreláthatólag ingatlancsődnek, olajsokknak, a fogyasztói bizalom összeomlásának és végül mély recesszióknak néz elébe. Ezek a fejlemények – a Roubini által akkor elhangzottak szerint – összeroppanhatnak, vagy akár csődbe is vihetnek fedezeti alapokat, befektetési bankokat, valamint a Fannie Mae-hez és a Freddie Mac-hez hasonló jelentős pénzügyi intézményeket (Mihm, 2008).

Általános konszenzus figyelhető meg a szakirodalomban arról, hogy a 2007-ben kezdődött pénzügyi válság közvetlen kiváltó oka a pénzügyi intézményeknek a másodrendű jelzálogpiacban és ehhez kapcsolódó termékekben való kitettsége volt, mely az Egyesült Államok jelzálogpiacának legkockázatosabb szegmensét jelentette. A másodrendű (*subprime*) piac az amerikai jelzálogpiac egyik fontos szegmense, amely a már más módon hitelhez nem jutó, nem elsőrendűként nyilvántartott adósok piacát takarja. A subprime hitelek a jó minőségű hitelekénél magasabb kamatozásúak, és az átlagosnál nagyobb kockázatot képviselnek. Az ilyen adósok nem rendelkeznek hitelműlttal, vagy hitelelőzményeik nem teljesen tiszták. A másodrendű hitelek felfutásával a hitelek egyre nagyobb részét a subprime adósok tartozásai adták.

## **2.7. A JELENLEGI VÁLSÁG JELLEMZÉSE**

A jelenleg is tartó gazdasági visszaesés az első, valóban globálisnak nevezhető válság. A szakirodalomban egyetértés tapasztalható arra vonatkozóan, hogy jellegét tekintve elsősorban *pénzügyi alapú* válságról van szó. A korábbi évtizedekben megtapasztalt válság-epizódoktól eltérően ez esetben nem egy fejlődő országból, hanem a világ legfejlettebb gazdaságának tartott Egyesült Államokból indult ki, és a pénzügyi szektor jelentős instabilitásával járt.

A Magyar Nemzeti Bank holnapján található megfogalmazás szerint a „*pénzügyi stabilitás olyan állapot, amelyben a pénzügyi rendszer, azaz a kulcsfontosságú pénzügyi piacok és a pénzügyi intézményrendszer ellenálló a gazdasági sokkokkal szemben és képes zökkenőmentesen ellátni alapvető funkcióit: a pénzügyi források közvetítését, a kockázatok kezelését és a fizetési forgalom lebonyolítását.*” (MNB, 2015) A pénzügyi instabilitás ezzel szemben tehát elsősorban a pénzügyi intézményrendszer sérülékenységét, egyensúlyi

állapotból történő kizökkenését jelenti. A pénzügyi sérülékenység a nemzetgazdaság szintjén definiálható úgy, mint annak a valószínűsége, hogy az országot eléri egy külső pénzügyi összeomlás fertőzése. A fertőzés pedig a piacok közötti kapcsolódási pontok, a kölcsönös függés jelentős növekedése egy országot vagy országcsoportot érő sokk esetén, amely a válság áterjedését eredményezi (Kaminsky és Reinhart, 2000, p. 147).

Más szerzők szerint viszont a 2007–2009-es válság kiinduló jellegét tekintve klasszikus túltermelési válság, vagyis a reálszféra anomáliája vonta magával a pénzügyi válság kialakulását. Eszerint az Egyesült Államokban a bérek arányának csökkenése, valamint a növekvő jövedelmi egyenlőtlenség miatt háztartások kénytelenek voltak egyre jobban eladósodni, hogy fogyasztási színvonalukat fenntartsák. A piaci kínálatot ez a hitelfelvételre épülő kereslet tartotta fenn, így végül a túlkínálat miatti túlzott kölcsönfelvétel torkollott a piaci összeomlásba (Burgerné Gimes, 2011).

### **2.7.1. A válság kitörése és fordulópontja**

*Király et al.* (2008) megállapítja, hogy a válság kitöréséhez a tartósan alacsony globális kamatkörnyezet és a világméretű pénzügyi egyensúlytalanságok vezettek.

*Globális egyensúlytalanságok* alatt a folyó fizetési mérlegek egyensúlyának megbomlását értjük, amelyben egyes országoknak jelentős többlete, másoknak jelentős hiánya alakul ki (Botos, 1987). Ezen egyensúlytalanságok a kereskedelmi mérlegek hiányában, illetve azok finanszírozási szerkezetében nyilvánultak meg: a feltörekvő országok kezdték finanszírozni a fejlett országok (elsősorban a hagyományosan alacsony megtakarítási hajlandósággal rendelkező lakosságú Egyesült Államok) fogyasztási többletét. A feltörekvő országokban, mint például Indiában, Kínában, valamint az olajexportőr országokban magas megtakarítási ráta volt jellemző, amely fizetési mérleg többletet eredményezett. Elméletben ezen egyensúlytalanságok a kamatlábak és árfolyamok mozgásán keresztül kiegyenlítődnek, a valóságban azonban ezek hosszabb távon is fennmaradhatnak rendszerint valamilyen korlátozó intézkedés, vagy az árfolyamokra vonatkozó adminisztratív befolyás következtében.

Ezzel párhuzamosan egyre mélyebbé vált a pénzügyi piacok integrációja, s a feltörekvő piacok forrástöbblete újabb és újabb befektetési lehetőségeket keresve fokozatosan mérsékelte a hozamokat, megindítva egy végzetes „hozamvadászatot”. A pénzügyi innovációk (értékpapírosítás, árnyékbankrendszer) elterjedésével a befektetési eszközök valódi értéke a végső megtakarítók számára sokszor rejtve maradt, így nem rendelkeztek

kellő ismeretekkel a várható kockázatról. A befektetők hozaméhsége pedig számos részpiacon, így például a lakásingatlanok, valamint a rájuk épülő értékpapírok piacán buborékok kialakulásához vezetett.

A túlfogyasztás és a hitelből történő finanszírozás növekedése a jelzáloghitel- és ingatlanpiac egymást erősítő fellendülését eredményezte (Magas, 2008). A 2006-os év nyaratól kezdődően azonban az Egyesült Államokban a lakásárak növekedési üteme csökkenni kezdett, amely a buborék kipukkanására utaló első jelként volt tekinthető. E jelenség mögött a háztartások túlzott eladósodása, valamint a Fed kamatemelési ciklusa állt. Ezzel összefüggésben a jelzáloghitelek nemteljesítési (*default*) rátája is megemelkedett. Majd az ingatlanárak csökkenni kezdtek, s egyúttal a nemfizetési arányok növekedése az értékpapírosított jelzálogpiac válságát okozta. Az ingatlanpiaci fejlemények tehát leginkább a korábbi kedvezőtlen megtakarítási-fogyasztási szerkezet problémáinak végzetes kicsúcsosodását jelentették. A turbulencia rövid időn belül továbbterjedt az egész pénzpiacra. 2007-ben már több jelzáloghitel-folyósító intézmény csődöt jelentett, amely tovább erősítette a negatív spirált, a kockázati felárak általános növekedését. A kockázati felárak emelkedése valamennyi, kockázatosnak ítélt befektetési piacon (pl. állampapírok, vállalati hitelek) is jelentkezett.

A válság szakaszait tekintve a következő nagy fordulópontnak a *Lehman Brothers*, a világ egyik legnagyobb befektetési bankjának 2008 szeptemberében bekövetkezett csődjét tekinthetjük. A nagy múltú bank csődje azt az üzenetet közvetítette a befektetők felé, hogy mostantól „bármilyen megtörténhet”. A Lehman Brothers veszteségei legfőképpen a másodrendű, illetve egyéb alacsony minőségű értékpapír-kitettségeiből eredtek, melyek sérülékennyé tették a bankot a jelzálogpiaci visszaesésekkel szemben. Az Egyesült Államokban a Lehman rendelkezett a legnagyobb jelzálog-alapú értékpapír-portfólióval. Mint a befektetési bankok többsége, szoros szálakkal kapcsolódott a pénzügyi szabályozás látókörén kívül álló árnyékbankrendszerhez. Pénzügyi jelentéseit speciális értékpapír visszavásárlási ügyletek nagy volumenű alkalmazásával igyekezett jobb színben feltüntetni: az értékpapírokat a negyedévek végén visszavásárlási kötelezettség mellett értékesítette, így manipulálva a közzétett tőkeáttételi mutatóit.<sup>5</sup> A bank elsőként 2008 második negyedévére jelentett veszteséget, miután a piac második legnagyobb

---

<sup>5</sup> Az ún. „Repo 105” megállapodások annyiban különböznek a normál értékpapír visszavásárlási ügyletektől, hogy ezeket a vonatkozó számviteli szabályozás nem finanszírozási, hanem értékesítési ügyletnek tekinti. Ebből kifolyólag az átadott értékpapírok kikerültek a bank mérlegéből, amely javította a negyedév végi fedezeti mutatókat. Az ügyletek volumene elérte az 50 milliárd dollárt. (Wiggins, Piontek és Metrick, 2014)

szereplőjének számító Bear Sterns is csődközelbe került. A befektetők pánikja hatására a Lehman Brothers árfolyama két nap alatt 45%-ot zuhant. A Lehman ezt követően intézkedéseket jelentett be likviditásának növelésére és eszközei minőségének javítása érdekében. Ezek az intézkedések – köztük egy 6 milliárd dolláros tőkeemelés – azonban kevésnek bizonyultak a problémák kezelésére, és szeptember közepére elfogyott a bank készpénzállománya. A hatalmas pénzügyi konglomerátum bukását tehát a magas tőkeáttételű, kockázatos ügyleteket felvállaló üzleti stratégia okozta, kiegészítve a csoport szofisztikált globális működésével (Wiggins, Piontek és Metrick, 2014).

Miért hagyták összeomlani a Lehman Brotherst? A kérdésfeltevés jogos, hiszen 2008 márciusában Bear Sterns is a Fed segítségével tudott talpra állni, továbbá a bankcsoport csődjét megelőzően mindössze kilenc nappal a Fannie Mae és Freddie Mac, néhány napot követően pedig az AIG részesült kimentésben. Az említett cégek körülményei azonban nem teljesen voltak azonosak. A Fannie Mae és a Freddie Mac elsősorban lakossági jelzáloghitelezéssel foglalkozott, míg az AIG a biztosítási piacon működött. A Bear Sterns-t pedig a Fed segítségét követően a JPMorgan Chase felvásárolta. A kimentett cégek esetében, illetve a későbbiekben is érvényesült az a logika, hogy egy bizonyos méreten túl a nagy pénzügyi intézményeket nem szabad hagyni elbukni („too big to fail”), mivel azok összeomlása nagyobb károkat okoz az egész pénzügyi rendszer és a gazdaság szempontjából. A Lehman Brothers ki nem mentésének messzemenő következményeit azonban a hatóságok nem látták előre, és még az eljárás elindítását követő napon megjelent nyilatkozatok szerint is kérdésesnek tartották, hogy a Lehman-csődnek egyáltalán hatása lehet az amerikai gazdaságra (FOMC, 2008). A fentiekén túlmenően a további pénzintézetek jövőbeni kimentésre vonatkozó spekuláció okozta erkölcsi kockázatvállalás letörése is cél lehetett. Mint a Lehman Brothers példája is mutatja, általános bizalmi válság alakult ki, a piaci szereplők igyekeztek eladni, nyitott pozícióitól megszabadulni. A kockázatosnak tartott piacok volatilitása hirtelen megugrott, a likviditás eltűnt. A bizalmi válság a pénzügyi közvetítő rendszert is jellemezte, a bankközi piacok kiszáradtak. Ekkortól beszélhetünk *globális pénzügyi és gazdasági válságról*.

*Szanyi* (2009) megállapítja, hogy a jelenlegi válság reálgazdaságra gyakorolt hatása azért lehetett ilyen súlyos és elhúzódó, mert a válság kialakulásának okai között megjelennek a klasszikus túltermelési problémák is, melyek már hosszú ideje halmozódtak a világgazdaságban. A 2000-es évek expanziója és a kereskedelem liberalizációja magas növekedési ütemet és ezzel együtt alacsony inflációt tett lehetővé. A feszültségforrásokat

hosszú ideig kezelni lehetett a globalizáció keretei között. Az olcsó import és az alacsony munkabérek kihasználása segítette a költségek alacsonyan tartásában. A rövid távú üzleti ciklusokhoz kötődő válságok jellemzője a túltermelés, melyet az optimista várakozásokra alapozva a kereslet növekedését meghaladó termelés-bővítés okoz. A válság során ezek a felesleges kapacitások szűnnek meg.

### **2.7.2. Az első globális, pénzügyi alapú válság**

Megállapíthatjuk, hogy a máig sem lezárult világgazdasági válság az első igazán globális, pénzügyi alapú válság, mely egy fejlett országból indult ki. A folyamatok előrehaladása során mindhárom válságtípus (eszközár-buborékok, likviditási és bizalmi válságok) jegyeit magán viselte. A világgazdasági válság egy lakásépítési fellendüléssel, túlértékelt hitelpapírokkal kezdődött, ezt követően átcsapott az egész pénzpiacra kiterjedő fizetési válságba, majd pedig a megszűnt a hitelezés is. A reálgazdaságba történő átgyűrűzése elsősorban a hitelezések befagyásán keresztül történt, mely két irányból volt megfigyelhető. Egyrészt a vállalkozások számára a beruházásaihoz vagy forgóeszköz-finanszírozásához szükséges tőke költségének növekedése okozott problémákat, másrészt pedig a hitelre épülő kereslet beszűkülése következtében kényszerültek a termelés csökkentésére.

A másodlagos jelzálogpiaci válság kialakulását végső soron az okozta, hogy a hatékony piacokra, valamint a piaci szereplők teljes körű informáltságára vonatkozó elméletek alapfeltevései tévesnek bizonyultak. A *hatékony piacok elmélete* szerint ugyanis – a piaci szereplők nagy száma miatt – az új információk eljutnak minden érintetthez, és azokat mindenki hasonlóan is értelmezi, így az információk azonnal beépülnek az árakba. A *hatékony információáramlás* szerint az új információ bármely tényleges vagy potenciális piaci szereplő számára gyorsan és tranzakciós költségek nélkül elérhető, és ennek megfelelően bármely szereplő azonnal reagálni tud. Az extrahozamot biztosító befektetési lehetőségek nem maradhatnak titokban, hiszen a többi piaci szereplő is észreveszi, hogy a kiválasztott befektetés jól jövedelmező, ezért ők is elkezdik abba fektetni tőkéjüket. A kereslet-kínálat szabályainak megfelelően az adott eszköz ára megnövekszik, és a többlethozam lehetősége megszűnik. Ennek következtében az extraprofit lehetősége időlegesen, csupán információs defektusok esetén állhat fenn. A piaci mechanizmusok hatékonyságát tehát az *információk hozzáférhetősége* biztosítja (Molnár, 2005).

A másodlagos jelzálogpiaci válság kialakulásával nyilvánvalóvá vált, hogy a fenti feltevések nem helyénvalóak. A pénzügyi eszközök kockázataira vonatkozó információk elérhetőségét ugyanis nagyban gátolta a korábbiakban említett pénzügyi innovációk elterjedése, elsősorban az átcsomagolási modell széles körű alkalmazása. Ennek következtében a piaci árak már nem fejeznek ki minden – az adott eszköz pénzáramainak kockázatára vonatkozó – információt. *Soros György* szerint tévedés, hogy a piacok minden esetben az egyensúlyra törekednek, mivel az egyensúly egy szélsőséges és ritka esete bármely társadalmi rendszernek, így tökéletes piacok nincsenek. A piaci árak tehát minden esetben torz képet mutatnak arról a pénzügyi eszközzel, amelyre vonatkoznak – ellentétben a széles körben elfogadott nézetekkel. *Soros* következtetése szerint emiatt a piacokat nem hagyhatjuk állami beavatkozás nélkül. A globalizációt kritikusan szemlélő *Joe Stiglitz* egyenesen úgy fogalmaz, hogy az „*Adam Smith-féle láthatatlan kezét azért nem lehet látni, mert nem is létezik*”. *Paul Krugman*, elsődlegesen a magas társadalmi költségek oldaláról szemlélve a kérdést, szintén kiáll az állami beavatkozás mellett (Origo, 2015).

A piaci szereplők viselkedése sem minden esetben nevezhető racionálisnak. Ezt láthattuk például a dot-com válságot megelőző buborék kialakulása során, vagy általánosabban megfogalmazva a csupán piaci pszichológia hajtotta ármozgások esetén. Sok esetben megfigyelhető az irracionalitás is: e téren gondolhatunk a hitelekből túlköltekezőkre, akik saját magukat verték vállalhatatlan adósságokba. A hozamvadászat – és természetesen a verseny – pedig sok esetben olyan hitelezésre is kényszerítette a bankokat, mely rendkívüli kockázatot jelentettek számukra. Ez által a kereslet-kínálat összhangja megbomlott.

### **2.7.3. Okai és jellege**

A válság kialakulásában és elterjedésében nagy szerepet játszottak az Egyesült Államokban – főként a válság kitörését megelőző évtized során – bevezetett deregulatív jellegű intézkedések, melyek hozzájárultak a magasabb kockázatot jelentő, és kevésbé átlátható pénzügyi termékek elterjedéséhez. Az 1999-ben életbe lépett *Gramm–Leach–Bliley Act* lehetővé tette, hogy egy pénzintézet befektetési, kereskedelmi banki és biztosítási tevékenységet is végezzen, amely egészen 1933 óta, a *Glass–Steagall Act* alapján addig tilos volt számukra. Ezt követően lehetővé vált a bankok leányvállalatai számára – néhány kivételtől eltekintve – a legtöbb pénzügyi és biztosítási szolgáltatás nyújtása. Ilyen kivételnek számított a biztosítási portfóliókba vagy ingatlanokba történő befektetések. Ugyanakkor a pénzügyi holding mint új társasági forma létrehozásával

lehetővé tette, hogy a pénzügyi holding egyidejűleg bankokat és más, nem pénzügyi tevékenységet folytató leányvállalatokat is birtokoljon. A Gramm–Leach–Bliley Act megtiltja, hogy tagállami szinten szabályozzák a törvény által – szövetségi szinten – engedélyezett pénzügyi tevékenységeket (Barth, Brumbaugh, és Wilcox, 2000).

A 2000-ben jóváhagyott *Commodity Futures Modernization Act* pedig a derivatívákat – a legnagyobb szereplők számára – kívül helyezte a szabályozás, felügyeleti ellenőrzés, szabályozott piacokon történő kereskedés és tőketartalék előírások alól. Ezen irány mögött az a – válság bekövetkeztével tévesnek bizonyult – elképzelés állt, hogy a piaci szereplők információellátottsága megfelelő, így képesek megvédeni magukat a kockázatoktól. Az amerikai tőkekövetelmények jelentősen előmozdították az elsősorban lakossági jelzáloghitelek értékpapírosítását. A bankok által keletkeztetett és megtartott jelzáloghitelek magasabb kockázati besorolása nagyobb tőkekövetelményt tett szükségessé, mint a hasonló, de harmadik fél által létrehozott és értékpapírként tartott jelzálog-követelések esetében. Ez a folyamat egyféle szabályozói arbitrázs kihasználására épül. A szabályozói tőke a bankok részére jogszabályok és nemzetközi egyezmények által előírt tőkekövetelményt jelenti, míg a közgazdasági tőke jelenti a valódi tőkeszükségletet, szabályozástól függetlenül. A szabályozási arbitrázs a két tőkekövetelmény közti eltérés kihasználásából eredő ügyletek megvalósítását takarja.

*Claessens et al.* (2010) a jelenlegi válság négy olyan jellemzőjét nevezi meg, amelyek a korábbi válságokkal hasonlóságot mutatnak. A Nemzetközi Valutaalap gondozásában megjelent tanulmány szerint ez a négy jellemző a következő:

1. Fenntarthatatlanná váló eszközár-emelkedések.
2. Hitelexpanzió, amely túlzott mértékű adósságteherhez vezetett.
3. A fedezett hitelek és a rendszerkockázatok kiépülése.
4. A szabályozás és felügyelet hiányosságai, mely ezáltal képtelen volt a válság kitörését megelőzni, illetve azzal lépést tartani.

Négy másik tényezőt viszont új elemként jelölnek meg, amelyekben a jelenlegi válság alapvetően eltér a korábbiaktól:

1. A komplex és kevésbé átlátható pénzügyi eszközök széleskörű alkalmazása.
2. A pénzpiacok nemzetközi szintű, egyre erősödő összekapcsolódása, melyben az Egyesült Államok játszik központi szerepet.



3. A pénzügyi intézmények tőkeáttételének magas szintje.
4. A háztartási szektor központi szerepe.

A fenti felsorolásból egyértelműen kitűnik a pénzügyi globalizáció és a dereguláció elsődleges szerepe a válság kirobbanásában. Valójában a korai kapitalizmus már említett válságai is, a 17–18. században, jelentős pénzügyi innovációkkal (a részvénytársaságok kialakuló formáival) függték össze. A jelenlegi gazdasági környezetben meg tapasztalható pénzügyi feszültségek, kereskedelmi és tőkeáramlási egyenlőtlenségek azonban lényegesen nagyobbak, mint a korábbi válsághelyzetekben. Súlyosítja a helyzetet, hogy a világ legtöbb országában a kormányzat mellett mind a lakossági szféra, mind pedig a vállalati szektor is eladósodott, így ez utóbbiak megtakarításaik híján nem képesek az állam hitelfelvételét finanszírozni. A gazdaság három szektora közti pénzáramlások tehát nem képesek egymást kiegyenlíteni, hanem nemzetközi szintű forrásbevonás válik szükségessé. Kevés olyan ország található azonban, mely nettó megtakarító. Ezek közé tartozik Kína, Szaúd-Arábia, illetve egyéb olajkitermelő országok.

A pénzügyi liberalizáció hosszabb távon elősegítheti a pénzügyi fejlődést, valamint ösztönzi a pénzügyi rendszer működését a források hatékony allokálása irányába mozdítja el. Ugyanakkor a pénzügyi liberalizációnak számos árnyoldala is van: túlzott hitelezésre és tőkeáttétel felvállalására ösztönözhet, ezáltal elősegíti a buborékok kialakulását, és növelheti az információs aszimmetriát. Mindezek nagyban támogatják a valós kockázatok elfedését. Elmondható, hogy átváltás van tehát a pénzügyi rendszer stabilitása és a pénzügyi piacok liberalizáltsága között. A liberalizációhoz továbbá hozzájárult a pénzügyi piacok globalizációja is. Az IMF kimondott alapelve, hogy az országhatárokon átnyúló tőkemozgások akadályait minél inkább le kell bontani.

#### **2.7.4. A válság hatása az európai pénzügyi felügyeleti rendszer alakulására**

A pénzügyi válság rámutatott az európai felügyeleti keretek gyengeségeire. A felügyeleti rendszer ugyanis továbbra is nemzeti szinten maradt a pénzügyi szolgáltatások és piacok magas fokú integráltsága ellenére. A felügyeleti reform eddig az evolúciós elven alapult, amely szerint a közösségi együttműködés előbb-utóbb a tagállami gyakorlatok hasonulását fogja eredményezni. Ezzel bizonyos szintű konvergenciát ugyan sikerült elérni, azonban nem tette lehetővé a jelenlegi válság hatékony kezelését. *A Jacques de Larosière* által elnökölt, 8 fős magas szintű szakértői csoport 2009-ben megjelent riportja – felismerve az Európai Unió gazdasági problémáit – azonnali beavatkozásra vonatkozó javaslatokat

dolgozott ki az Unió számára a kockázatok csökkentése és a pénzügyi felügyelet megerősítése irányában (de Larosière, 2009). A szakértői bizottság José Manuel Barroso, az Európai Bizottság elnöke felkérésére jött létre azzal a céllal, hogy tegyen konkrét javaslatot az európai pénzügyi szabályozás és felügyelet jövőjével kapcsolatban. A de Larosière-csoport konkrét mandátuma az alábbi három területre vonatkozott (MNB, 2009):

- *„hogyan lehetne a legjobb módon megszervezni az európai pénzügyi intézmények és piacok felügyeletét annak érdekében, hogy biztosítsák a pénzügyi intézmények prudenciális helyzetét, a piacok megfelelő működését, valamint a betétesek, biztosított személyek és befektetők érdekeit;*
- *hogyan lehetne megerősíteni a pénzügyi stabilitás ellenőrzésére, előrejelzési rendszerekre és a válságkezelésre – ideértve a határokon és szektorokon átnyúló kockázatok – vonatkozó európai együttműködést;*
- *az európai hatóságok hogyan működhetnének együtt nemzetközi szinten más jelentős államokkal a pénzügyi stabilitás fenntartása érdekében.”*

A jelentés a pénzügy válság okainak bemutatását és értékelését követően javaslatokat fogalmaz meg a politikai és szabályozói lépésekre, az EU-szintű felügyeleti intézkedésekre, valamint a nemzetközi szintű lépésekre vonatkozóan. Megállapítja, hogy a válságot kiváltó tényezők közül több szoros összefüggésben állt egymással, valamint önmagában is összetett jellegű volt. A legfőbb okok között makrogazdasági tényezőket, a kockázatkezelés gyengeségeit, szabályozási-felügyeleti hiányosságokat, valamint a nemzetközi intézmények (Nemzetközi Valutaalap, Pénzügyi Stabilitási Fórum, stb.) nem megfelelő koordinációját említi, mindezekből is különösképp kiemelve az értékpapírosítási modell elsődleges szerepét. A bizottság összesen 31 konkrét javaslatot dolgozott ki, melyeket az alábbiakban szeretnék összefoglalóan ismertetni.

- A politikai és szabályozói lépéseket illetően a bizottság egyértelműen az egységes európai szabályozás mellett foglal állást, és a tőkekövetelmények szigorítását szorgalmazza, a szabályozói tőke egységes definíciójának kialakítása mellett.
- A hitelminősítők felügyeletének kialakítása, új kódrendszer kialakítása a strukturált termékek minősítésére.
- Komplex termékek számvitelére vonatkozó szabályozás felülvizsgálata a piaci árfolyammal történő értékelés (Mark-to-Market) kiterjesztésével, valamint az IASB szerepének általános erősítése.

- A kompetens nemzeti felügyeleti hatóságok erejének növelése, megfelelő hatáskör és eszközök biztosítása, elrettentő szankciók alkalmazása.
- Pénzügyi szabályozás kiterjesztése a „párhuzamos bankrendszerre” (az árnyékbankrendszerre), vagyis a vonatkozó szabályozás legyen érvényes minden pénzügyi szolgáltatást végző vállalkozásra, amelynek rendszerszintű kihatásai lehetnek. Értékpapírosított, valamint származtatott termékek egyszerűsítése és sztenderdizációja, az átláthatóság növelése.
- A pénzügyi szabályozás, valamint a betétbiztosítási szabályok harmonizációja a „nemzeti kivételek” megszüntetésével, ezzel is elősegítendő az egységes európai pénzügyi piac működését.
- Bankok belső ellenőrzési és kockázatkezelési folyamatainak megerősítése, a menedzsment juttatási (bónusz) rendszerek felülvizsgálata a hosszú távú eredményesség elsődlegességével.
- Átlátható és világos szabályozói keret létrehozása a határokon átnyúló válságkezelésre, valamint a kapcsolódó terhek megosztására.

A bizottság javasolja egy Európai Rendszerkockázati Tanács (*European Systemic Risk Council*) felállítását az Európai Központi Bank égisze alatt, amely a pénzügyi stabilitásra, valamint a makro-prudenciális fejleményekre vonatkozó információk összegyűjtésének és elemzésének fórumát képezné, és egy hatékony kockázat-előrejelző rendszert működtetne.

A nemzeti felügyeleti hatóságok decentralizált hálózataként létrejövő Pénzügyi Felügyeleti Hatóságok Európai Rendszere (*European System of Financial Supervisors*) koordinálná a mikroprudenciális felügyeletet, és biztosítaná a nemzeti hatóságok együttműködését. A bizottság ugyanakkor nem támogatja egyes (határokon átnyúló tevékenységgel bíró) pénzügyi intézmények felügyeletének közösségi szintre emelését. Ezzel egyértelműen a koordináció, mintsem a centralizáció mellett teszi le a voksát.

A felügyeleti együttműködés nemzetközi szintjét a Pénzügyi Stabilitási Fórum (*Financial Stability Forum*) megerősítése képezné, amely egyéb nemzetközi testületekkel együttműködve biztosítaná az egységes globális felügyeleti szabályozás és gyakorlat kialakítását. Egyúttal koordinált fellépés szükséges a jelenleg alacsonyabb szinten szabályozott, vagy nem együttműködő országokkal szemben. A bizottság javaslata szerint a IMF-nek – egyéb testületekkel együttműködve – kellene kidolgoznia és működtetnie egy világszintű pénzügyi stabilitási korai figyelmeztető rendszert. A bizottság kiemeli, hogy az

EU-nak megfelelően kell képviseltetnie magát a nemzetközi pénzügyi és gazdasági struktúrában, valamint el kell mélyítenie a pénzügyi szabályozásra vonatkozó kétoldalú egyeztetéseit is, mely lehetőséget teremthet egy „világvezető pozíció” megszerzésére.

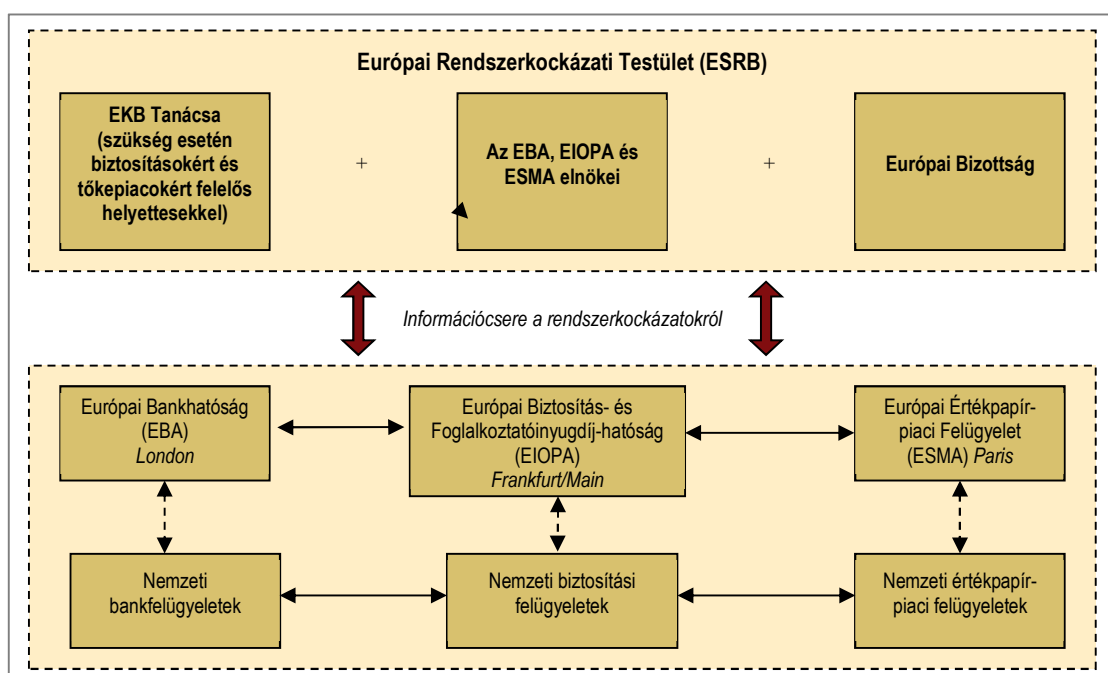
„A munkának azonnal el kell kezdődnie.” – zárul a jelentés. A javaslatok megvalósítását a 2009–2012-es időszakra vizionálták, melyből az első két év az előkészítést, míg a második két év a jogi rendszer kialakítását ölelné fel. Tekintsük át, hogy az eltelt bő öt évben a fenti javaslatok és intézkedések közül melyek és milyen formában valósultak meg!

Az Európai Bizottság már 2009 májusában konferenciát hívott össze az új európai felügyeleti architektúra kialakítása felé vezető út témájában, amelyet egy széleskörű publikus írásbeli konzultáció előzött meg. 2009 szeptemberében a Bizottság már jogalkotási javaslatokkal állt elő az EU-szintű makroprudenciális pénzügyi felügyelet (Európai Rendszerkockázati Testület, ESRB), valamint – a jelenlegi közbülső szintű bizottságok helyett – három új európai felügyeleti hatóság (bank-, biztosítási, valamint értékpapír-felügyelet) létrehozása érdekében. A három új felügyeletre a szakirodalomban angol rövidítésükkel hivatkoznak: *European Banking Authority* (EBA), *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA), valamint *European Securities and Markets Authorities* (ESMA).

Az új európai hatóságok a meglévő nemzeti felügyeletekkel hálózatban és azokkal együttműködve biztosítják a pénzügyi stabilitást a pénzügyi intézmények szintjén, és védik a fogyasztókat. Emellett mindhárom hatóság információkat cserél a rendszerkockázatokat illetően. Elsődleges szerepük a nemzeti felügyeletek tevékenységének elősegítése és koordinációja, kötelező érvényű utasítások nélkül. Az európai hatóságok három meghatározott esetben hozhatnak csak közvetlenül kötelező érvényű döntéseket a nemzeti hatóságok részére: abban az esetben, amikor közvetítenek olyan nemzeti hatóságok között, melyek ugyanazon határon átnyúló csoport felügyeletében vesznek részt; amikor egy hatóság helytelenül alkalmazza az EU szabályozást; illetve a Bizottság által elrendelt rendkívüli helyzetekben. Átmenetileg betilthatnak vagy korlátozhatnak bizonyos pénzügyi tevékenységeket, amelyek a pénzügyi szektor stabilitását veszélyeztetik.

A nemzetközi hitelminősítő intézmények alapvető feladata megbízható módon tájékoztatni a befektetőket a vásárolni kívánt pénzügyi termék kockázat mértékéről. A 2008-as összeomlás során nyilvánvalóvá vált, hogy a *rating* cégek e fő feladatukat nem látták el körültekintően, hiszen a legkiválóbb, AAA minősítést adták a később értéktelennek

bizonyult (toxikus) ingatlanalapú származékos papíroknak is (Forgács, 2014). A hitelminősítő intézetek felügyeletét az egész Unióban az Európai Értékpapír-piaci Hatóság látná el. A pénzügyi intézmények mindennapos felügyelete ugyanakkor továbbra is a nemzeti hatóságok feladata marad. A felügyeleti gyakorlat harmonizálása azonban fontos tényező a pénzügyi szektor iránti bizalom helyreállításában, valamint a szabályozói arbitrázs elkerülésében.



**6. ábra: Az új európai pénzügyi felügyeleti rendszer működésének vázlata**

Forrás: European Commission (2010)

A Bizottság javaslatát a Parlament, valamint a Tanács 2010 őszén fogadta el. A Rendszerkockázati Testület, valamint a három új hatóság működése az eredeti tervekkel összhangban 2011. január 1-jén indult. A hatóságokat, valamint a Rendszerkockázati Testületet létrehozó rendelkezések értelmében a Bizottság háromévente felülvizsgálja azok működését. Az első felülvizsgálat megállapítása szerint a hatóságok hozzájárultak a felügyeleti tevékenység konvergenciájához és koordinációjához, valamint az *Egységes Szabálykönyv* kialakításának folyamatához. Az Egységes Szabálykönyv bevezetése az EU összes tagállamában egységes pénzügyi szabályozást jelentene, így elősegítve a közös piac hatékony működését (European Commission, 2014b).

A de Larosière-jelentés 2009-ben még csak a nemzeti felügyelvek megerősítését és koordinációját látta szükségesnek. 2012 nyarára azonban – elsősorban a spanyol és portugál problémák következtében – felmerült az Európai Bankunió megvalósításának,

mint az európai bankfelügyeleti együttműködés következő lépcsőjének gondolata. A bankunió kiépítését eredményező ütemtervről a Bizottság 2012 szeptemberében adott ki közleményt a Parlament és a Tanács részére, felismerve azt, hogy az euroövezet speciális kockázataira tekintettel további lépésekre van szükség az uniós szabályozási keret reformját illetően. A közös valuta kapcsán ugyanis jelentős gazdasági és pénzügyi integráció ment végbe, így megnőtt annak az esélye is, hogy egy esetleges bankválság más tagállamokra is kihat. A bankunió egyúttal részét képezi a gazdasági és költségvetési integráció elmélyítését szolgáló távlati terveknek is. Az Egységes Szabálykönyvre alapuló bankunió részét képezi az egységes bankfelügyeleti mechanizmus, valamint az egységes válságkezelési eljárás létrehozása. Az egységes felügyelet alá kerülő pénzügyi intézményeket egy fokozatosan – 10 év alatt – létrehozandó, uniós alapról mentenék ki, így csökkentve a nemzeti kormányokra és adófizetőikre nehezedő terheket. A bankunió alapvetően az eurozóna tagállamaira vonatkozik, azonban azok a tagállamok is csatlakozhatnak, melyek még nem vezették be a közös valutát (European Commission, 2012).

### **2.7.5. Rendszerszintű problémák**

A globalizáció hatására megsokszorozódtak a pénz- és tőkepiacok közötti kapcsolódási pontok, melynek következtében megnövekedett a kölcsönös függés. A függés növekedése pedig a válságok áttérjedésének valószínűségét is megemeli. A sérülékenységet tovább fokozza a pénzügyi intézmények globális eszköz portfólióinak kialakulása. A globalizáció tehát válság-érzékeny tette a világgazdaságot. A nemzetközi tőkemozgás ugyanis mindkét irányban felgyorsult: a tőkebeáramlás és a tőke menekülése is pillanatokon belül megtörténhet, maga után húzva más országokat is.

A globalizációnak ugyanakkor számos vitathatatlan előnye van, amelyet általában még azok is elismernek, akik tüntető ellenszenvvel viseltetnek iránta. Mindenekelőtt talán az, hogy a racionalizáló (azaz nem pusztán rövid távú, spekulatív) allokációs döntések horizontja nemzeti keretek helyett regionálissá, majd világméretűvé válik. Tudomásul kell venni, hogy a szuverenitás, legalábbis mint gazdaságpolitikai alapkategória előbb-utóbb tartalmatlanná válik. Megindul az intézményi reformoknak az a sorozata, amely a gazdaságpolitikák konvergenciájához vezet nemcsak regionális vagy szubregionális keretek között, de egyre inkább világméreteken (Antal, 2008).

A jegybankok és kormányzatok pénzügyi politikájának alakítását az úgynevezett *monetáris „trilemma”*, vagy más néven „lehetetlen hármasság” korlátozza. Eszerint a jegybanknak

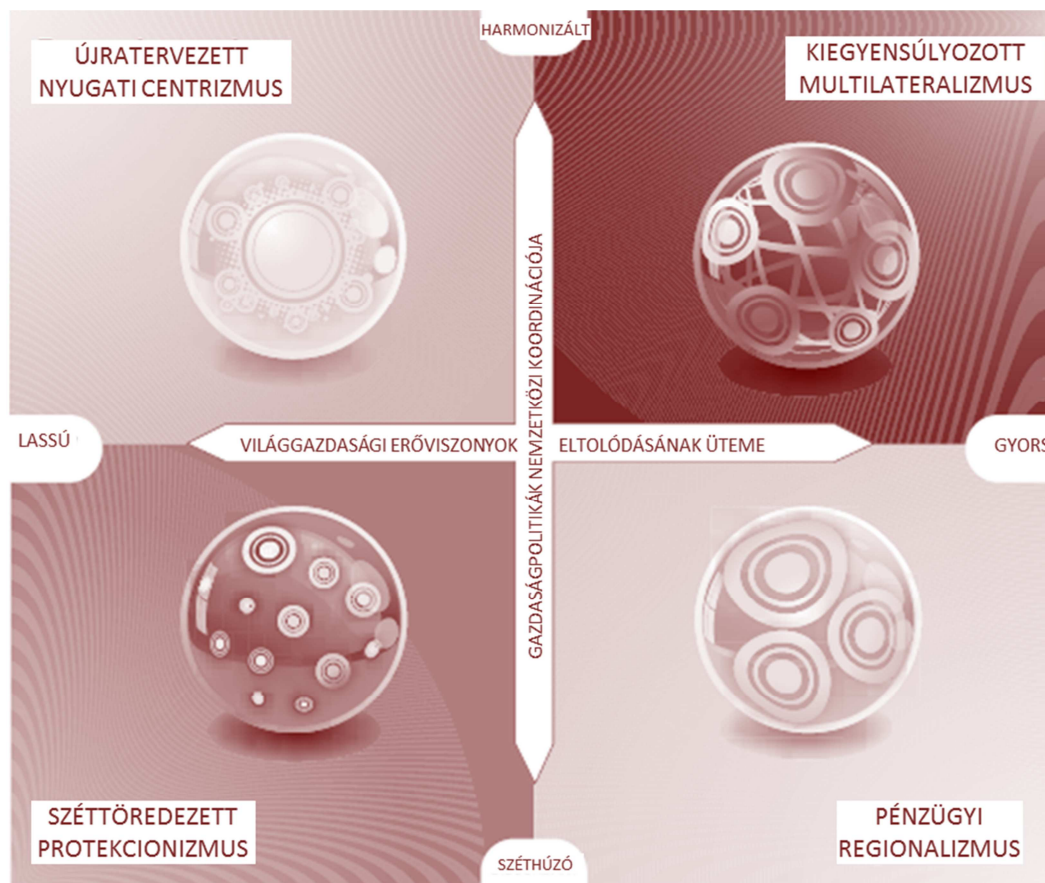
választania kell, hogy a három monetáris politikai cél: a szabad nemzetközi tőkeáramlás, a rögzített árfolyam és a független monetáris politika közül melyik kettőt valósítja meg, míg a harmadikról bármely kombináció esetén lemond. A probléma szigorúan kapcsolódik a globalizáció témájához, hiszen manapság általános cél, illetve elvárás a határokon átívelő tőkeáramlás előtti korlátozások lebontása, így feltételezhetjük, hogy a jegybankok javarészt tartózkodnak eme politika alkalmazásától. Az 1970-es évektől kezdődően megfigyelhető egyértelmű liberalizációs tendenciát tovább erősíti a Világbank-IMF által erősen promotált „washingtoni konszenzus” is (Benczes, 2011).

Ennek megfelelően a jegybankok előtt két lehetőség kínálkozik: vagy a rögzített árfolyam politikáját tartja fontosnak, vagy a független (belső) monetáris politika alkalmazásához ragaszkodik. A gondolatmenet tovább folytatható: amennyiben a hazai valuta értéke rögzített, a jegybanknak nincs más választása, mint alkalmazkodni a külső gazdasági környezethez. Ez utóbbi pedig különösen is igaz az eurozónában részt vevő, vagy éppen oda igyekvő országokra, ahol a rögzített árfolyam és a tőkemozgások szabadsága a rendszer immanens jellemzője. A nemzetállami korlátoltságon túljutni természetesen úgy is lehet, ha a kormányok – belátva a gazdasági kényszereket – a gazdasági kormányzás tekintetében lemondanak nemzeti szuverenitásuk jelentős részéről, és azt egy nemzetek feletti szervezetre bíznák. Ennek azonban jelentős politikai korlátai vannak: a hatalmon lévő politikusok nem egykönnyen akarnak majd lemondani az állami hatalomgyakorlás súlyos eszközeitől egy „külső” intézmény javára.

Hasonló lehetetlen „trilemma” létezik a globális politika terén is, amely kifejezést *Rodrik* (2002) vezette be. A Rodrik-féle modell szerint a politika szintjén egyszerre nem valósítható meg a demokratikus politikai döntéshozatal, a teljes világgazdasági integráció, illetve a nemzetállam. A lehetetlen hármasság feloldása három módon lehetséges: *„a demokrácia kiiktatásával a megoldás az arany kényszerzubbonny, ahol a piaci mechanizmusok veszik át az állami gazdaságpolitika szerepét; a globális kormányzás megvalósulása esetén a szuverén nemzetállamok tűnnek el a nemzetközi rendszerből; végül a Bretton Woods kompromisszum esetében a globalizáció útjába állítanak akadályokat.”* (Vigvári, 2014, p. 119) A három forgatókönyv közül a mai globalizált világgazdaság leginkább a nemzetállamok szerepének gyengülése irányába hat.

## 2.7.6. Forгатókönyvek a pénzügyi és gazdasági globalizáció várható alakulására

A *World Economic Forum* gondozásában megjelent, a jövő globális pénzügyi rendszerének architektúráját vizsgáló tanulmány négy hosszú távú forгатókönyvet vázol fel a pénzügyi és gazdasági globalizáció várható alakulására (World Economic Forum, 2009). Az alábbi ábra egy kétdimenziós mátrixba helyezve szemlélteti a négy forгатókönyvet a *világgazdasági erőviszonyok eltolódásának üteme*, valamint a *gazdaságpolitikák nemzetközi koordinációja* szempontjából:



7. ábra: Hosszú távú forгатókönyvek a pénzügyi-gazdasági globalizáció alakulására

Forrás: World Economic Forum (2009), p. 9

A következő részben ezeket a lehetséges kimeneteket szeretném ismertetni a pénzügyi globalizációra gyakorolt hatásuk szempontjából vizsgálva.

### *Pénzügyi regionalizmus*

Az elsőként ismertetett a modellben a krízist követő időszakot három nagy kereskedelmi-pénzügyi blokk kialakulása jellemzi, amely a globális vállalkozásokat három különböző globális stratégia követésére kényszeríti. A három blokk közül az első az Egyesült Államok vezette Demokratikus Kereskedelmi Szövetség. A második blokkot a kibővült



Európai Unió alkotja, míg a harmadik blokk a Kína vezette Keleti Nemzetközi Gazdasági Közösség. A globális gazdasági és geopolitikai hatalmi erőviszonyok a keleti blokk felé összpontosulnak, az euró és a dollár tartalékvaluta szerepe lecsökken. A szabályozás koordinációja regionális szinten, eltérően valósul meg. Az Egyesült Államok a minimális reguláció politikáját alkalmazza, míg a keleti államok a szabályozott nyitottság elvét követik. Az EU bezárkózik, és szigorú szabályozást vezet be a pénzügyi intézményekre. A globális szintű egyeztetések a minimális szintre süllyednek, a három blokk közötti kereskedelem a turizmus és az energiahordozók kivételével visszaesik.

### ***Újratervezett nyugati centrismus***

E szerint a forgatókönyv szerint a válság után egy erőteljesen koordinált és pénzügyileg viszonylag homogén világ alakul ki, amelynek még meg kell birkóznia az erőegyensúly kelet felé tolódásának folyamatával. Miután a válság súlyosan érintette a fejlődő országokat, a Nyugat megtartja gazdasági előnyét azzal, hogy vezető szerepet játszik a vállalatok átalakításában és a hatékonyság növelésében, továbbá a világméretű szabadkereskedelem fenntartásában. Ez a szerep a meglévő nemzetközi pénzügyi intézményrendszer alapvető reformjában („*Bretton Woods II*”), és egy szupranacionális szabályozó hatóság létrehozásában teljesedett ki. Azonban a Bretton Woods II a fejlődő gazdaságok szükségleteit nem tudja kellőképpen figyelembe venni, továbbá az új szabályozói rendszer nem képes a strukturális kockázatok megfelelő kezelésére, ezért egy újabb globális krízis lehetősége bontakozik ki. A túlságosan homogén piacok egy újabb sokk esetében nagymértékben fogékonyak a fertőzésre.

### ***Szétűredezett protekcionizmus***

Ebben a scenárióban a világot a megosztottság, a konfliktusok, valutakorlátozások és az egymást elszegényítő versengés („*race to the bottom*”) jellemzi, amely tovább mélyíti a válság hosszú távú hatásait. A globális recesszió elmélyülésével egyidejűleg a helyzetet politikai zavargások és országok közti viták kitörése, valamint természeti csapások kialakulása súlyosbítja. Az országok saját érdekeiket követve populista, protekcionista gazdaságpolitikát alkalmaznak. A terrorizmus terjedése és a biztonsági fenyegetések életben tartják a nacionalizmust és a protekcionizmust a magas közgazdasági költségek ellenére. Az áruk, a tőke és személyek mozgására szigorú korlátozások vannak érvényben. A pénzügyi világ nagyon helyhez kötött, jelentős arbitrázslehetőségek nyílnak azok számára, akik határon átnyúló ügyletek megkötésére jogosultak. Ezt azonban a tőkemozgásokra bevezetett korlátozások nagyon megnehezítik. A pénzügyi szabályozás is

országoként eltérő, sok esetben a bankszektor állami tulajdonban van. A gazdaságpolitikák összehangolása minimális.

### ***Kiegyensúlyozott multilateralizmus***

Az utolsóként ismertetett, kvázi idealisztikus forgatókönyv szerint a világot a gazdasági erőviszonyok gyors változása fogja jellemezni. A nemzetközi közösség tanul a saját hibáiból: a kríziseket követően a világ végül felismeri, hogy csak az érdemi együttműködés vezet előre. A nemzetközi intézmények szerepének eltolódása és a globális irányítás fogalmának újraértelmezése azt mutatja, hogy a globális pénzügyi rendszer jobban alkalmas egy komplex, egymástól függő (interdependens) világ kihívásaira. Az Egyesült Államok és az EU továbbra is deflációs nyomástól szenved, és alacsony gazdasági növekedést produkál. A világgazdaság növekedési ütemét a fejlődő piacok adják, valamint ezek képezik a gazdaságpolitikai együttműködés motorját. A pénzügyi rendszer világméretben integrált, de a fejlődő gazdaságok gyors növekedése következtében a kulcsszerepet sok esetben a BRIC-országok (Brazília, Oroszország, India és Kína) játsszák. Az új pénzügyi szabályozást a rendszerszintű kockázatok kezelésének középpontba helyezése jellemzi. A Nemzetközi Fizetések Bankja a végső hitelező szerepét tölti be.

A jelenlegi globális pénzügyi irányítási rendszer kudarcot vallott abban, hogy megelőzze a válság kialakulását, illetve nem volt képes annak gyors leküzdésére sem. A válságmenedzsment nemzetközi koordinációja napjainkban igen alacsony szintű. Az Európai Unió saját válságára, az euro-válságra koncentrálna saját válságkezelő mechanizmusok (Európai Bankfelügyelet, EFSF) kialakításán dolgozik. Az Egyesült Államok szintén olyan belső problémákkal küzd, mint az évtizedek óta fennálló ikerdeficit, vagy pedig a katonai beavatkozások kudarca. Sajátos gazdasági berendezkedésének köszönhetően Kína válságérintettsége egyelőre csekély. Mindemellett alacsony szintű a fejlődő országok bevonása a nemzetközi pénzügyi irányításba. Ezekből arra következtethetünk, hogy radikális változás szükséges a pénzügyi intézményrendszer architektúrájában, mivel anélkül nem fogjuk tudni elkerülni a jövőbeni válságokat sem. Nem lesz elegendő a krízis „túlélése” abban bízva, hogy a befektetők és a döntéshozók okulnak a jelenlegi válság tapasztalataiból. A világgazdaság jövőjét tekintve a fenti modellek közül a negyedik scenárió lehet leginkább életképes, amely egyféle folyamatos tanulási és alkalmazkodási folyamatot képvisel. A világméretben integrált pénzügyi rendszer rugalmasan képes igazodni az erőviszonyok változásához, és globális szinten megvalósul a rendszerszintű kockázatok kezelése.

### 3. VÁLSÁGKEZELÉS A GYAKORLATBAN

#### 3.1. VÁLASZTOTT EURÓPAI UNIÓS ORSZÁGOK VÁLSÁGKEZELÉSÉNEK ÖSSZEHASONLÍTÁSA

Az európai monetáris integráció története 2008-ig kisebb zökkenőkkel ugyan, de sikertörténetnek látszott. Az eurozóna létrehozását követően azonban a legkevésbé fejlett, viszont gyors növekedést felmutató „déli” államok a túlfűtöttség állapotába kerültek. Ez alapvetően a monetáris unió alacsony kamatkörnyezetének volt köszönhető, amely olcsó hitelből történő fogyasztást és extenzív beruházásokat tett lehetővé. Az eurozóna 2008-2009-ben kialakult válsága elsődleges okaként egyes szakértők a különböző tagállamokban kialakult ingatlanbuborékot jelölik meg. Emellett másodsorban az euro mint közös valuta létrehozásával a „rendszerbe épített” problémákat nevezik meg, mely gazdaságilag igazolható alapok nélkül, leginkább politikai kezdeményezésként valósult meg. Szokatlan az az intézményi megoldás is, mely szerint a pénzügypolitika két ága, a költségvetési és a monetáris politika külön szintre van delegálva. Emiatt az eurozónán belül a koordinációs rendszer aszimmetrikus: az Európai Központi Bank által képviselt egységes monetáris irányítás mellett a fiskális irányítás a tagállamok kezében maradt. Az eurót bevezető országok – főként a közös költségvetési politika hiányában – nem teljesítik a Mundell-féle elmélet szerinti *optimális valutaövezet* kritériumait<sup>6</sup>, valamint a monetáris unió kialakulását nem kísérte a politikai unió létrejötte. Ehhez a két tényezőhöz csak hozzájárult az Egyesült Államokból kiinduló pénzügyi válság. Az európai bankoknak ugyanis nem voltak jelentős kitétségei az amerikai „mérgezett” eszközökben: az eurozóna országainak kitétsége az amerikai jelzálog-alapú eszközökben 200 milliárd euró körüli volt, amely a hosszú távú értékpapír-befektetések kevesebb, mint 2%-át képviselte (Nagy és Szabó, 2008).

Optimális valutaövezetről akkor beszélhetünk, amikor az azt létrehozó országok gazdasági ciklusa magas szintű harmonizáltságot ér el, és így az aszimmetrikus sokkok csak kis mértékben befolyásolják egy ország gazdasági aktivitását. Eszerint azon országok vezethetnek be sikeresen közös valutát, amelyek közel hasonló makrogazdasági pályán vannak. Az eredeti elképzelés szerint az euro bevezetése közelítette volna ezeket a pályákat, azonban ez nem így történt. Az azonos kamatlábak alkalmazása a gazdasági

---

<sup>6</sup> A Robert Mundellhez kötődő elmélet azt vizsgálja, hogy egy adott országcsoportnak milyen feltételek mellett érdemes közös valutát bevezetnie. Az optimális valutaövezetek négy alapvető kritériuma a munkaerő és a tőke mobilitása, az árak rugalmassága, automatikus fiskális transzferek működése, valamint a gazdasági ciklusok összehangoltsága. (Lőrinczné Istvánffy, 1999)

fejlettség eltérő szintje következtében az egyes tagállamokban stagnáláshoz, míg más tagállamokban buborékok kialakulásához vezetett. Az optimális valutaövezet kialakulásának elengedhetetlen követelménye a termelési tényezők nagyfokú mobilitása.

Az euró megjelenésével egyre nagyobb szerepet kapott a költségvetési deficitek leépítésének szükségessége. Az Európai Tanács által 1997-ben elfogadott *Stabilitási és Növekedési Paktum* létrejöttének indíttatása, hogy a fiskális fegyelem megerősítésével megelőzze az előírtnál magasabb költségvetési hiány kialakulását az eurozóna országaiban. A Stabilitási és Növekedési Paktum alapelve szerint az államháztartási pozíciók középtávú céljait az egyensúlyhoz közel vagy szufficitben kell megállapítani, így lehetővé téve a tagállamok számára azt, hogy a hiány 3%-os szintjén belül maradván megbirkózzanak a normális konjunkturális ingadozásokkal.

A Paktum kidolgozói felismerték, hogy az árfolyam-politikai eszköz monetáris unión belüli feladásával nagyobb szerep hárul az automatikus költségvetési stabilizátorokra az aszimmetrikus sokkok ellensúlyozása érdekében. Ilyenek automatikus stabilizátorok például a munkanélküli segély vagy egyéb szociális juttatások, melyek gazdasági visszaesések idején megemelkednek, melyek keresleti oldalon húzást fejtenek ki, s így a nemzetgazdaság könnyebben átlendülhet a ciklus fordulópontján. Másik oldalról viszont jelentős terhet rónak a költségvetésre azon túl is, hogy a gazdaság hanyatlása miatt eleve alacsonyabbá válnak a befolyó adóbevételek, így a költségvetési politika pro-ciklikusságát erősítik. (Benczes, 2003).

2002 őszére vita bontakozott ki a Stabilitási és Növekedési Paktummal kapcsolatban, miután több tagállam – köztük az eurozóna két legnagyobb gazdaságaként Németország és Franciaország is – nehézségekkel küzdött a költségvetési célok elérésében. Ezt követően a Paktumot ez idáig három esetben, 2005-ben, 2011-ben és 2013-ban módosították kisebb mértékben. 2005 márciusában döntés született arról, hogy számos tényező (pl. a német újraegyesítésből eredő költségek) figyelmen kívül hagyható a deficit kiszámításakor. Ilyen tényező lehet továbbá a nemzetközi szolidaritás erősítése, az európai politikai célok megvalósítása, az oktatás, a kutatás-fejlesztés, a foglalkoztatás és a költségvetési helyzet javítása, az államadósság csökkentése, valamint az állami beruházások egy része. Ennek fejében viszont az érintett tagállamoknak konjunktúra esetén a kedvező időszakot jobban ki kellene használniuk a költségvetés hiányának leszorítására. A szuverén adósságválság kirobbanását követően 2011-ben egy intézkedéscsomag megerősítette mind a megelőző, mind pedig a korrekciós szabályokat. A fiskális felügyeletet makrogazdasági felügyelettel

bővítették, valamint a túlzott deficit-eljárás már abban az esetben is megindítható, ha a GDP 60%-át meghaladó államadósság nem csökken kellő ütemben a referenciaérték felé. Megváltoztak a tökefedezeti nyugdíjreformok költségeinek figyelembe vételére vonatkozó szabályok is: a költségek egy korlátozott részét állandó jelleggel figyelembe lehet venni, de csak a deficitmutató értékelésénél, és 60 százalékos alatti adósságrátájú országok esetében.

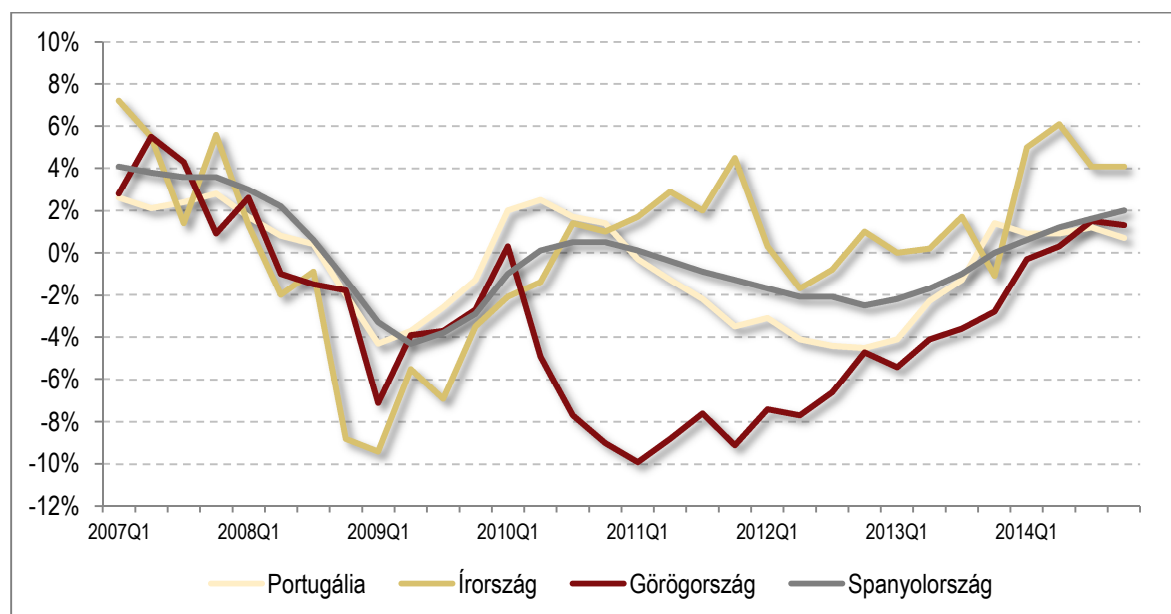
A 2011-es intézkedéscsomag alapján az eurozóna tagállamainak gazdasági és költségvetési helyzete közötti továbbgyűrűző hatásokat felismerve 2013-ban további felügyeleti és ellenőrzési eljárásokat vezettek be. A módosítás átfogó felügyeleti rendszert léptet életbe azon tagállamok számára, melyek pénzügyi stabilitását súlyos nehézségek fenyegetik. A jogszabály emellett bevezeti a költségvetési tervek előzetes egyeztetési mechanizmusát is. Az ún. Fiskális Megállapodás előírja, hogy a részt vevő tagállamok költségvetésének egyensúlyban kell lennie vagy többletet kell mutatnia. Ennek a feltételnek a tagállamok akkor tesznek eleget, ha éves strukturális költségvetési hiányuk nem haladja meg a nominális GDP 0,5%-át. A hiánynak emellett meg kell felelnie a hosszú távú fenntarthatóság tekintetében megjelölt, ország-specifikus minimális referenciaértéknek is (European Commission, 2014a).

Az euro létrehozását előíró maastrichti szerződésben szerepel egy kitétel a kimentések tilalmáról („*no bail out*”), mely szerint a tagállamok nem vállalhatnak felelősséget és nem tehetők felelőssé egy másik tagállam kötelezettségeiért és tartozásaiért. Az eltelt időszak tapasztalata szerint ez a kitétel nem volt hiteles, hiszen a kimentés végül közösségi szinten, más tagállamok finanszírozásával valósult meg.

Az Európai Központi Bank (EKB) intézkedései fontos szerepet töltek be a válságkezelésben, a piacok megnyugtatózásában, így segítették például Görögországot is. A pénzügyi válság kitörését követően ugyanis az EKB lazított a fedezeti kritériumain, ami azt eredményezte, hogy a sorozatos leértékelések ellenére a görög állampapírokat továbbra is elfogadták fedezetként a refinanszírozási műveletekhez. Az EKB az állampapírok vásárlása mellett a bajban lévő bankok számára nyújtott hosszú lejáratú refinanszírozási programjaival is segítette a válság leküzdésében. A pénzügyi intézetek eszközei között szereplő állampapírok a leértékelések következtében veszítettek értékükből, gyengítve a bankok mérlegét, amelyek emiatt egyre nehezebben jutottak hosszú lejáratú forrásokhoz. Erre kínált megoldást az EKB két hosszú lejáratú refinanszírozási programja, amelyek összesen 1000 milliárd eurót juttattak az európai bankrendszerbe.

A 2009-től kezdődő, erőteljes gazdasági visszaesést okozó folyamatok mögött a fiskális fegyelem lazulása volt megfigyelhető, főként az eurozóna „déli” tagállamaiban: Portugáliában, Spanyolországban, Görögországban, Olaszországban és Cipruson, de emellett Írországban és Szlovéniában is jelentkeztek problémák. Mind a szakirodalomban, mind a sajtóban elterjedt az európai „malacok” kifejezés, vagyis a PIGS betűszó használata Portugáliára, Olaszországra, Görögországra és Spanyolországra utalva. Mind a négy ország földrajzilag az unió periferiáján helyezkedik el, és kivétel nélkül régebben csatlakoztak a közösséghez. A válságot megelőzően kedvező konjunkturális időszak jellemezte őket.

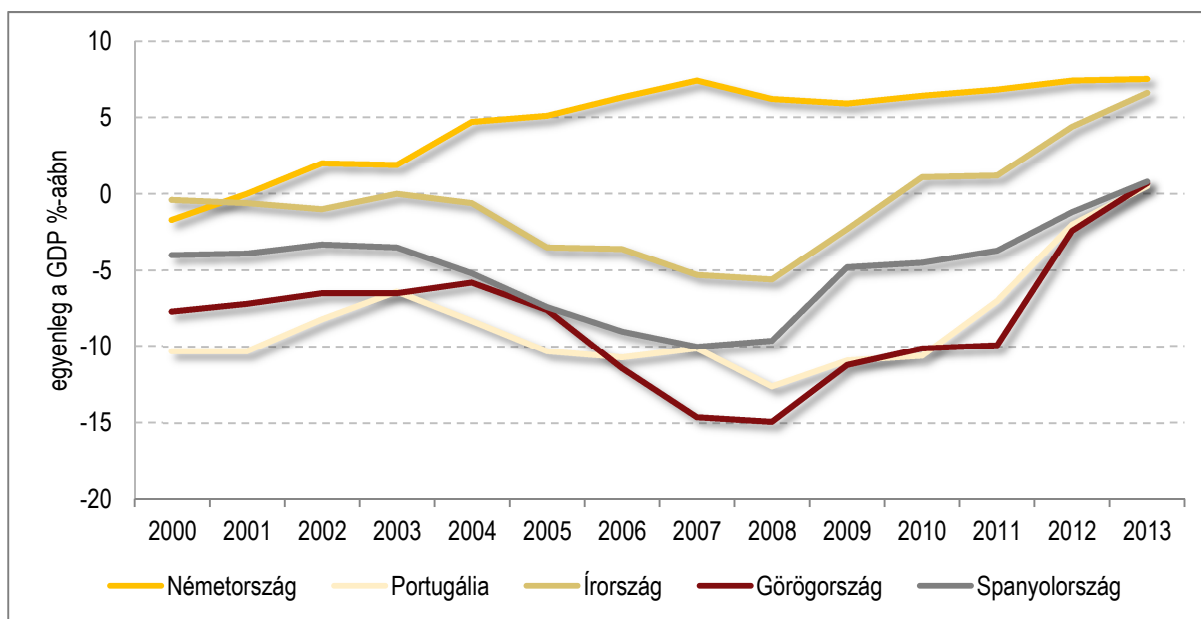
2007-től azonban mind a négy országban negatív gazdasági folyamatok indultak be, melyek a bruttó hazai termék jelentős visszaesésével jártak. A recesszió két hullámban jelentkezett: elsőként 2008-2009 fordulóján érte el mélypontját, melyet körülbelül egy éves fellendülési időszak követett. Ezt követően – Írország kivételével – egy újabb, hosszabb perióduson keresztül elhúzódó visszaesés következett be, mely 2013 végéig tartott. Írországban a fellendülés 2010-et követően is folytatódott, és a 2012-től megfigyelhető második recessziós hullám kisebb mértékű GDP csökkenést eredményezett, és rövidebb ideig is tartott. Az alábbi ábrából jól látható, hogy a PIGS-országok közül elsőként Írország szenvedett el 10 százalékos megközelítő visszaesést 2008 őszén, míg Görögországban hasonló mértékű GDP csökkenés csak a recesszió második hullámában, 2011 első negyedére következett be. Egyúttal megfigyelhető a többi térséghez képest is súlyosabb görög visszaesés mélységének tartóssá válása, elhúzódása egészen 2014-ig.



**8. ábra: PIGS-országok negyedéves GDP-jének alakulása, 2007–2014**

Forrás: OECD (2015) alapján, saját szerkesztés

A közös valuta bevezetését követően kialakult alacsony kamatkörnyezet tőkeimportőrré tette a vizsgált országokat, olcsó finanszírozást biztosított a vállalatok és lakosság számára, amely az említett szektorok eladósodásához vezetett. A túlzott hitelek az eszközárak (az elsősorban ingatlanárak) gyors növekedéséhez, valamint egyes szektorokban túlzott kapacitások létrejöttéhez vezettek. A legtöbb országban jellemző volt az ingatlanszektor felemelkedése és a bérek növekedése, melyet azonban a termelékenység növekedése nem követett. Mindeközben egyre nagyobb lett az államadósság. Fokozatosan épültek fel tehát a pénzügyi egyensúlytalanságok (szuverén adósságok, valamint folyó fizetési mérleg hiányok), melyek előre jelezték a makrogazdasági pálya sérülékenységét, ezek hathatós gazdaságpolitikai kezelésére azonban nem került sor. Az alábbi ábra jól mutatja a folyó fizetési mérleg pozíciójának romlását a PIGS-országokban már évekkel a válság kitörését megelőzően, szemben Németországgal, amely ez idő alatt további többletet tudott felhalmozni:



**9. ábra: A PIGS-országok és Németország folyó mérlegének egyenlege, 2000–2013**

Forrás: Eurostat (2015) alapján, saját szerkesztés

### 3.1.1. Írország

2008-ban az eurozóna tagállamai közül Írországot érte el elsőként a recesszió, és a válság kapcsán először az ír kormány hozott intézkedést a teljes bankbetét-állomány állami garanciájának biztosításáról. Az ezt megelőző bő egy évtized során, 1994-től a méltán „Kelta Tigris”-nek nevezett Írország gyors gazdasági növekedést produkált, melyet

elsősorban az alacsony társasági adókulcs és a kedvező kamatkörnyezet tett lehetővé. A következetesen véghezvitt gazdasági stabilizációs és reformprogramok következtében Írország az Európai Unió egyik legjobban teljesítő országává vált.

Írország 1973-ban csatlakozott az Európai Gazdasági Közösséghez. Gazdasági teljesítményét tekintve a közösség egyik legfejletlenebb állama volt, az egy főre jutó GDP-je nem érte el a közösségi átlag 60%-át. A 2000-es évek elejére azonban, az évi 8-10%-os növekedés hatására az egy főre jutó össztermék már meghaladta a közösségi átlagot. Az ír csoda okaként a legtöbb tanulmány az amerikai tőkebefektetéseket, valamint az ennek hatására létrejött, magas hozzáadott értékű termelést jelöli meg. A fejlődéshez hozzájárult az Európai Unió strukturális és kohéziós források hatékony felhasználása is, melyek 1989 és 1999 között évente a GDP 3%-át tették ki. Ezek a kiegészítő fejlesztések, a közös piachoz történő hozzáférés és az oktatásban bekövetkezett látványos színvonal-emelkedés mellett még vonzóbbá tették Írországot a külföldi befektetők számára. Mindeközben nem növekedett az ország belső és külső adósságállománya.

A 2000-es évek elejére azonban az export vezérelte növekedés átfordult hazai fogyasztáson alapuló növekedéssé, s a belső kereslet leginkább hitelekből finanszírozott volt. A gyors növekedés ingatlanpiaci igényeket is eredményezett: a megnövekedett bérszínvonal és a csökkenő munkanélküliség az ingatlanok iránti kereslet emelkedésével járt, hozzájárulva ezzel a hitelezési és ingatlanpiaci buborék kialakulásához, még az Egyesült Államokból kiinduló válság begyűrűzését megelőzően. Mindezeket támogatták a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) tagságból eredő alacsony kamatkörnyezet teremtette olcsó hitelek, valamint a bevezetett adókedvezmények.

A buborék kipukkanása költségvetési bevételek összeomlását is eredményezte. 2000–2007 között átlagban többlettel zárt az ír költségvetés, amely 2009-ben több mint 12%-os hiányra váltott. Ez Görögország után a második legrosszabb mutató volt az euro-övezeten belül. Az belső ingatlanpiaci problémákon túlmenően a külső kereslet megtorpanása is negatívan hatott az exportorientált gazdaságra.

Az ír kormány 2008 szeptemberében kezdett intézkedéseket hozni a pénzügyi válság hatásainak csökkentésére, elsősorban a pénzügyi szektort érintően. Első lépésként a betétek biztosítására vállaltak kötelezettséget: két évig a kormányzat garanciát nyújtott az összes betétre. 2009 elején újratőkésítést és államosítást hirdettek a pénzügyi szektorban. A központi kormányzat pedig a költségvetés rendbetételére államkötvényeket bocsátott ki 11



milliárd euró értékben. Itt is jellemző volt az adóbevételek növelésének szándéka, ami miatt új adókat vetettek ki vagy emelték azokat, illetőleg eltöröltek kedvezményeket.

Az ingatlanpiac összeomlását követően a nemteljesítő hitelek mögötti fedezet értéke lecsökkent, melynek következtében a hitelek piaci értéke a fennálló tartozás névértéke alá süllyedt. A hitelintézetek nem tudtak volna megfelelni a tőkekövetelményekre vonatkozó előírásoknak, amennyiben ezt a veszteséget mérlegükben kimutatják. Az ír kormány ezért 2009 végén létrehozta az 54 milliárd eurós forrással rendelkező Nemzeti Vagyonkezelő Ügynökséget, a *National Asset Management Agency*-t (NAMA), melynek feladata a kereskedelmi bankok könyveiben kimutatott behajthatatlan vagy kétes jelzáloghitel-kintlévőségek diszkont áron történő felvásárlása volt. A NAMA funkcióját tekintve tehát egy „rossz bank” volt, a kétes hitelek értékesítésével a bankok portfólió-tisztítást hajthattak végre, megszabadulhattak „mérgezett” eszközeiktől. Technikailag a hitelek felvásárlása és későbbi kezelése egy speciális célú intézmény (Master SPV) által, államkötvényekért cserében történt, noha a programban részt vevő hitelek kiválasztását és értékelését továbbra is a NAMA végezte. A mindössze 100 millió eurónyi induló jegyzett tőkével rendelkező SPV tulajdonosi szerkezetét tekintve 49%-ban a NAMA, míg a fennmaradó 51%-ban három privát befektetői (nyugdíjalap-kezelő) csoport hozzájárulásával jött létre. Az alapok mögött álló bankok állami tulajdonba kerülését követően értékesítették az SPV-ben meglévő részesedésüket. Az értékesítéseket követően állami tulajdon aránya 49%-ról 66%-ra emelkedett. A hitelek kivásárlása 2010 márciusában kezdődött meg.

Írország 2010 novemberében fordult az Európai Unióhoz és az IMF-hez pénzügyi segítségért. A mentőcsomag teljes összege 85 milliárd euró, az ír GDP 52%-a volt, melyből egyenként 22,5-22,5 milliárd eurót az Európai Pénzügyi Stabilitási Mechanizmus, az IMF, és az Európai Pénzügyi Stabilitási Alap biztosított, míg a fennmaradó összeget kétoldalú megállapodások alapján vették igénybe. A hitelek feltétele egy három éves csomag elfogadása volt. A megszorító intézkedések létszámleépítést, bércsökkentést, az általános forgalmi adó emelését és a minimálbér csökkentését is magukban foglalták, ezért ellenük számos tiltakozó akció és tüntetés indult. A hároméves program emellett növekedés-orientált reformok végrehajtását is előírta, elsősorban a munkaerő-piacon. A pénzügyi segítség célja Írország stabilizálásán túl az is volt, hogy megakadályozzák a fertőzést az eurozóna periférikus országai felé. Az IMF közleménye szerint Írország 2011 februárjában már a recesszióból való kilábalás útján haladt, melynek fő okai az exportkilátások javulása, illetve a bankszektorban végrehajtott feltőkésítések által elindított

kedvező folyamatok. A mentőcsomagból Írország hivatalosan 2013 decemberében lépett ki, azonban jövőbeli helyzete továbbra is nagymértékben függ az eurozóna egészének teljesítményétől (Farkas, Voszka és Mező, 2012).

Az ír bankrendszer vállalatoknak nyújtott hitelállományának közel háromnegyede az építőiparhoz volt köthető, azonban a gazdasági válság következtében e hitelek növekvő hányada vált nemteljesítővé. *Fábián és Rácz* (2011) megállapítja, hogy az ingatlanpiaci buborék kialakulásához hozzájárult az ír bankok felelőtlen finanszírozási magatartása, melyet a makroprudenciális szabályozás is megtűrt. Ilyen körülmények között a banki menedzsment elé is új lehetőségek tárultak, amelyek kihasználását tovább motiválta a külföldi bankok által jelentett konkurencia. *Regling és Watson* (2010) kifejti, hogy a banki döntéshozatalban elkövetett hibák központi szerepet játszottak Írország pénzügyi válságának kialakulásában, melyek leginkább a kockázatkezelés egyes területein bekövetkezett hiányosságokon keresztül jelentkeztek. Ilyen problémás terület volt a banki stressz tesztelés, a hitelkockázatok felmérése, és több esetben a hitelek dokumentálása is. Mindezek magas fokú sérülékenységet eredményeztek az ír bankrendszerben. Az egyik legnagyobb kockázat az ingatlanhoz köthető banki eszközök magas koncentrátságából eredt, amely némely pénzintézetet különösen magas piaci kockázatnak tett ki. A koncentrációt tovább növelte az építőiparban a hitelfelvevők alacsony száma, illetve közöttük fennálló kapcsolatok. A koncentráció mellett további problémát jelentett a „leegyszerűsített” banki hitelezési politika, mely az ingatlanpiaci boom felelőtlen kihasználásra ösztönzött, és amelyben a banki jutalmazási rendszerek is érdekeltté tették a vezetést. Így fordulhatott elő olyan alapvető körülményt jelentő hitelezési szabályok megsértése, amelyek túlmutattak a hitelminősítés hiányosságain, mint például a mérlegek „kozmetikázása”, vagy pedig az Anglo Irish Bank vezető tisztségviselőinek nyújtott „rejtett hitelei”. A válság kitörése az ír bankrendszer számára a fentiek következtében még inkább drámai hatással bírt, noha a komplex pénzügyi instrumentumok alkalmazása Írországban nem volt jellemző. Ugyanakkor nagy volt az összefonódás az Egyesült Államok bankrendszerével: a bankok egy köre jelentős mértékben vásárolt értékpapírosított jelzáloghiteleket, főként az amerikai piacról, annak érdekében, hogy a tőkekövetelményeket minimalizálni tudják. A válság következtében elszenvedett veszteségek hatására a legnagyobb három kereskedelmi bank közül egyet (*Anglo Irish Bank*) államosítottak, kettőt (*Allied Irish Bank, Bank of Ireland*) pedig feltőkésítették

összesen 7 milliárd eurónyi összeggel, míg a banki mérlegek eszközoldalának feljavítása a hitelek átvételén keresztül történt.

### **3.1.2. Görögország**

Görögországot a válság kitörését megelőzően szintén gyors GDP és termelékenység növekedés jellemezte. Számos területen azonban súlyos strukturális problémákkal küzdött és küzd jelenleg is. Ezen problémák közé tartozik a nagy államadósság, az alacsony versenyképesség, a gyenge intézményrendszer, valamint az ország gazdasági szerkezetét jellemző egyensúlytalanságok.

Görögország a fejletlenebb dél-európai országok körül elsőként, 1981-ben csatlakozott az Európai Közösséghez. A csatlakozáskor – nagyarányú munkanélküliség közepette – az egy főre jutó nemzeti jövedelem a közösségi átlag 40%-át érte csak el. Görögország a közösség nettó haszonélvezőjévé vált. A csatlakozás azonban rövid távon nem csak pozitív eredményekkel járt: az első három évben a gazdaság nemhogy gyorsabban nem növekedett, hanem visszaesett. A hazai fogyasztást tekintve a közös piac megnyitásával látványos piacvesztés érte a görög termelőket. A kivittelt tekintve pedig a munka- és nyersanyagigényes termékek arányának növekedése volt megfigyelhető. Emellett a bankrendszer elégtelenül működött, a gazdaságot a túlzott bürokrácia jellemezte. Hiányzott az iparfejlesztés, valamint alacsony szinten állt az oktatási rendszer, s emellett kevés volt az infrastrukturális beruházás.

Az 1980-as évektől Görögországban az államháztartási hiány folyamatosan 15% körül alakult, amelyet adóssághozzájárulással finanszíroztak. A gyenge nemzeti valuta miatt az euro-övezetbe való belépés jelentős társadalmi támogatottságot élvezett. A 2004-es athéni olimpia megrendezésének költségei, valamint a kapcsolódó beruházások finanszírozása szintén megdobta az államadósságot.

A görög válságot a 2008-as globális válság begyűrűzése váltotta ki, de emellett fontos tényezők voltak a gazdaság belső problémái, a tartós költségvetési hiány és a magas államadósság. Elsőként az alapanyagok drágultak meg, majd csökkenni kezdett a gazdasági aktivitás. Az abszolút értelemben vett foglalkoztatás csökkenése mellett növekedett a munkanélküliségi ráta, amely az eurozónához viszonyított magas inflációval együttvéve a versenyképesség romlását eredményezte. Az alacsony belföldi megtakarítások következtében az egyre növekvő államadósságot nem lehetett nemzeti forrásból fedezni, ami a folyó fizetési mérleg hiányával, bővülő külső adóssággal járt. Ezen

mutatók folyamatos romlása csőd közeli állapotba vitte a görög gazdaságot. 2008-ban bankmentő csomagot fogadtak el, melynek legfontosabb pontjai a következők voltak:

- Bankbetétekre vonatkozó állami garancia felemelése 100 ezer euróra.
- Állami tőkeinjekció 5 milliárd euró összegben.
- 8 milliárd euró értékben speciális (2–35 éves) kötvények kibocsátása, amelyekkel a bankok likviditását növelték.

A görög kormányzat intézkedései ezt követően a költségvetés rendbetételére irányultak a közkiadások lefaragásával. További intézkedéseket vezettek be a munkaerőpiacra és a szociális hálóra vonatkozóan, például a többgyermekesek számára biztosított szociális juttatások növelésével.

A 2009-es előrehozott választásokat követően felállt új kormányzat drasztikus megszorításokat jelentett be az adózás, nyugdíjrendszer és az egészségügy terén. A 2010-ben benyújtott Stabilitási és Növekedési Program mind a bevételi, mind a kiadási oldalon tartalmazott válságkezelő intézkedéseket. A bevételi oldal főbb tényezői között szerepelt az adóelkerülés csökkentése és az adóbeszedés szigorítása, speciális adózási lehetőségek bevezetése, valamint az indirekt adók bővítése. A kiadási oldal intézkedései között megtalálható volt az állami bérek három évre történő befagyasztása, létszámcsökkentés a közszférában, az állami nyugdíjak csökkentése és a nyugdíjkorhatár emelése, valamint egyéb drasztikus lépések az állam közmű-szolgáltatási kiadásainak csökkentésére. Ezek az intézkedések azonban nem bizonyultak elégségesnek. A hiteleit fizetni képtelen görög kormány az európai országok közül elsőként, 2010 áprilisában kért segítséget a nemzetközi közösségtől, amiért cserébe további megszorító intézkedéseket ígért. A három éves periódus alatt lehívható 110 milliárd eurós hitelért cserébe Görögországnak fontos kötelezettségvállalásokat, elsősorban az államháztartási hiány csökkentését segítő megszorításokat kellett vállalnia. A hitelprogram összegének legnagyobb részét, 80 milliárd eurót az eurozóna tagállamai nyújtották kétoldalú megállapodások formájában, míg a fennmaradó 30 milliárd eurót az IMF biztosította.

Az Európai Unió számára válságkezelésre nyitva álló lehetőségek Görögország feltétlen megsegítése, a tagállam kilépése az eurozónából, az adósság átütemezése vagy részleges leírása, vagy pedig a szigorú feltételekkel történő kimentés voltak. Végül – politikai megfontolások alapján – az utolsó két megoldás kombinációja lépett életbe. A vállalások azonban meghaladták az ország teljesítőképességét, és a megszorítások ellenére a

tényleges megvalósulás távol állt a tervezettől. A görög válságkezelés tehát ezzel a csomaggal még korántsem érte el célját. A fiskális politika lehetőségeit jócskán behatárolta a recesszió, és a strukturális reformok sem voltak hatásosak. Emellett a válság elérte Írországot és Portugáliát is, ami miatt Görögország 2011-ben nem tudott finanszírozást szerezni a nemzetközi pénzpiacokról, és egy újabb mentőcsomag vált szükségessé. Az év végére az adósság a GDP 165 százalékán állt. 2012 februárjában a valutaövezet elfogadta a második, szintén három évre szóló 130 milliárd eurós görög pénzügyi támogatási csomagot is. A mentőcsomag feltételei a korábbinál még szigorúbbak voltak: további 325 millió eurós költségvetési megszorítás életbe léptetése 2012-re, valamint 4,5%-os elsődleges többlet elérése 2014-re. Az EU – további megszorítások fejében – 2012 novemberében eltolta a hiány 3% alá történő csökkentésének teljesítését 2016-ig, illetve sor került a hitel kamatának csökkentésére és a lejárat meghosszabbítására is. A válságkezelést segítették az Európai Központi Bank különféle intézkedései (görög állampapírok befogadása, hosszú távú refinanszírozás bankok számára, készletli likviditási támogatás) is.

A második válságkezelési csomag már jobban épített a magánszektor bevonására is, amely a görög államadósság 53,5%-os leírását („*haircut*”) jelentette. A kötvénytulajdonosok a görög állampapírokat új 30 éves lejáratú állampapírokra cserélték az eredeti tartozás 31,5 százalékában, valamint a fennálló tartozás 15 százalékának megfelelő két éves lejáratú papírokat kaptak az európai stabilitási eszközből. Az adósságcsere-program összesen 194,5 milliárd eurónyi görög hitelt érintett (Györffy, 2014).

A többi PIGS-tagállam közül Görögországban a válság mindennél súlyosabb és elhúzódóbb volt. A 2010–2012 közötti mentőcsomagokhoz kapcsolódó megszorítások széleskörű lakossági tiltakozásokat váltottak ki. 2015 januárjában a választásokat követően a populista Szüriza párt került hatalomra, koalícióban a nacionalista függetlenségi párttal. Az új kormány Alekszisz Ciprasz vezetésével a hitelfeltételek újratárgyalását kezdeményezte a hitelezőkkel. A görög kormány egy újabb adósság-elengedést is szükségesnek tartott volna a nemzetközi szervezetek részéről. 2015 nyarára a görög válság újabb epizódjának kibontakozását figyelhettük meg, miután Görögországnak a korábban felvett hitel esedékes részletét, 1,6 milliárd eurót 2015. június 30-ig kellett volna törlesztenie a Nemzetközi Valutaalap felé. Az adósságszolgálatra azonban nem volt fedezet az államkasszában, azt a kormány csak további hitelek felvételével teljesíthette volna. A hitelezők viszont az újabb mentőcsomagot további, körülbelül 8 milliárd eurós (vagyis a GDP mintegy 3,5-4 százalékát kitevő) költségvetési kiigazításhoz kötötték, így

az év során újabb és újabb megszorító csomagok váltak szükségessé. Az ország rendkívül látványos krízishelyzetét indokolta az is, hogy a görög bankrendszerből naponta euró milliárdokat vontak ki az ügyfelek. E készpénzkiáramlás mellett a rendszer működőképességét az Európai Központi Bank által biztosított finanszírozás tartotta csak fenn, valamint a kormány tőkekorlátozások és bankzárlat bevezetésére is kényszerült. Hitelezői megállapodás fenntartása hiányában a Görögország államcsődbe kerülhet, illetve az EKB finanszírozása nélkül a bankrendszer összeomlása (bankválság és újabb pénzügyi válság kialakulása) várható (HVG, 2015). Elsősorban emiatt kulcskérdés Görögország euroövezeti tagsága.

A görög bankrendszert a válság kezdetén kevésbé érintette a nemzetközi pénzügyi visszaesés, mivel a bankok eszközei között minimális mértékben szerepeltek a másodrendű hitelek. A görög pénzügyi intézetek ugyanakkor jelentős kitétséggel rendelkeztek a görög államadósságban, így a kormányzat adósságára vonatkozó intézkedések közvetlen hatással bírtak a pénzügyi szektorra. Az állampapírok értékének csökkenése rontotta a bankok portfólióját, így romló tőkemegfelelésük miatt egyre nehezebben jutottak hosszú távú forrásokhoz. Mindemelllett a romló gazdasági környezet következtében is magasabb hitelezési veszteségeik merültek fel. A hiányzó likviditást az EKB hosszú távú refinanszírozási programja biztosította. A Trojka által nyújtott mentőcsomagok közvetlenül is érintették a bankrendszert, pénzbeli támogatások és reformok formájában. Görögország két legnagyobb bankja (a *National Bank of Greece* és a *Piraeus Bank*) 2008-tól kezdődően több alkalommal is részesült állami támogatásban, amelyet a kormány mellett a görög banki stabilitási alap (HFSF) biztosított. A HFSF irányításával korábbi tíz görög pénzügyi intézet négy nagybankká olvadt össze. Az intézkedések részeként megszerzett tulajdoni hányaddal az állam vétőjogot szerzett az osztalékpolitikára, a bankvezetők fizetésére és bónuszaira vonatkozóan (Koreny, 2011). 2012-ben a bankok által a görög államadósság részleges leírásán elkönyvelt veszteségeket az EFSF/ESM alapokból kompenzálták, meghagyva a jelentős kormányzati tulajdonrészt (Gros és De Groen, 2015).

### **3.1.3. Portugália és Spanyolország**

Portugália és Spanyolország csatlakozása az Európai Közösséghez 1986-ig váratott magára. A csatlakozás mindkét ország számára előnyös volt a gazdasági elszigetelődés megszűnése, a kereskedelmi akadályok lebomlása, valamint a külföldi tőkebeáramlás szempontjából. A két ország egymás közti kapcsolatai is felértékelődtek. Az integráció

ugyanakkor számos hátrányt is hozott magával, melyek a szuverenitás csökkenése mellett az állami támogatások leépítésével, és a privatizáció növekedésével járt. A két tagállam gazdasági teljesítménye elmaradt a közösségi átlagtól, melynek következtében a kohéziós támogatások célországaiává váltak. A közös valuta bevezetése szintén elősegítette a gazdaság nyitottabbá válását. Az alacsony kamatlábak a hitelek iránt kereslet, majd pedig a fogyasztás növekedésével jártak, melyek a magánszektor eladósodottságához vezettek. Spanyolországban ez leginkább az ingatlanpiacon mutatkozott meg, míg Portugáliában ez nem volt jellemző.

Portugália az unió kis nyitott gazdaságai közé tartozik, amely jelentősen függ az exporttól és a külső tőkéktől. Az EK csatlakozást követően az ország gazdasági helyzete jelentősen javult, azonban megoldatlan belső szerkezeti problémákkal küzdött. Az euró bevezetését megelőző időszak fiskális konszolidációjának, valamint a pénzügyi liberalizáció következtében kialakult alacsony kamatszint hatására az ország könnyedén tudta teljesíteni a konvergenciakritériumokat. 2002-től azonban a fiskális fegyelem lazulása volt megfigyelhető. A gazdasági modell leginkább az alacsony bérekre és a szakképzetlen munkaerőre épült. Ehhez magas munkanélküliség és a fizetési mérleg hiánya társult. A válság hatására az export és az import is visszaesett. (Kószó és Udvardi, 2012)

A portugál államfő Jose Socrates a válság kirobbanásakor ellenezte a szociális jogok csökkentésére irányuló válságkezeléseket és a protekcionizmust. Intézkedései között szerepelt egy ún. Robin Hood adó bevezetése, melyet az olajkiszármazékokra vetettek ki, és 25%-os adóval sújtotta nyereségüket. 2008 novemberében a pénzügyi intézményeket illetően bankok újratőkésítéséről (4 milliárd euró értékben), a betétgarancia összegének megemeléséről (25 ezerről 100 ezer euróra), illetve egy nehéz helyzetbe került kereskedelmi bank, a *Banco Português de Negócios* államosításáról határoztak. Összesen közel 5 milliárd euró értékű kedvezményes hitelcsomagot hoztak létre a kis- és középvállalkozások megsegítésére. A foglalkoztatottság kezelésére 2,2 milliárd euró értékben indítottak állami beruházásokat főként az infrastruktúrafejlesztés, oktatás és a foglalkoztatás támogatására. Az autóipar megsegítésére 900 millió eurós szektorális csomagot vezettek be. A válság hatására az ország gazdasági kapcsolataiban is változást, új partnerek (pl. Angola) felé nyitást figyelhettünk meg (Koreny, 2011). Noha a válságot megelőzően Portugália teljesítette a 3%-os maastrichti deficitkritériumot, 2009-re az ország költségvetésének hiánya az össztermék 10%-a közelébe került, az államadósság pedig a GDP 80%-a fölé emelkedett.

A fentiekben említett bank a portugál bankrendszer eszközállományának mintegy 2 százalékát képviselte. Az ír példához hasonlóan az államosítást megelőzően a portugál nemzeti bank felügyeleti eljárása során számos szabálytalanságot észlelt, amelyek további vizsgálatok és szabálysértési eljárások indítását vonták maguk után. Több előzetes intézkedést fogantatosítottak annak érdekében, hogy a bank fenntarthassa likviditását, főként hitelek és egyéb műveletek, mint például állami garanciavállalás formájában. A hitelek összértéke 470 millió EUR, míg a garanciavállalások 4 milliárd EUR-t tettek ki. Mindezen intézkedések ellenére a bank közel volt a fizetéseképtelenség állapotához, és nem felelt meg a minimális tőkekövetelményeknek. Ilyen körülmények között került sor a bank tulajdonrészének állam általi átvételére, nulla eurós áron. A bank államosítására legfőképpen azért került sor, hogy elkerüljék egy súlyosabb bankpánik láncreakció-szerű bekövetkeztét. Az államosítást követően a szintén állami tulajdonban lévő *Caixa Geral de Depósitos* kapott felhatalmazást a bank irányítására, ideértve a vezető tisztségviselők kijelölését, valamint az irányítási célok meghatározását. Egy restrukturálás keretében leválasztották a bankról a rosszul teljesítő hiteleket, majd 2011-ben reprivatizálták az intézményt. (European Commission, 2011)

Spanyolország közösségi csatlakozását követően gyors fejlődésnek indult, azonban a gazdaságnak számos problémával kellett megküzdenie. Nem volt megoldott a kis- és középvállalatok közösségi integrációja, valamint a vámok csökkenése következtében megromlott a spanyol vállalatok versenyképessége. A gazdaság egyensúlyának zavarát a munkanélküliségi ráta tartósan magas értéke már a megelőző években is mutatta, mely a fejlődés egyik legnehezebben kezelhető, hátráltató tényezője volt. A válság jeleként csökkent az építőipar tevékenysége és a lakásépítés is. Megtorpant a gazdaságnövekedési folyamat, és felszínre kerültek a gazdaság belső szerkezeti ellentmondásai: a viszonylag alacsony termelékenység, a gyenge innovációs kapacitás, az államadósság mértéke, valamint a közkiadások magas aránya (Szilágyi, 2011). A válságot megelőző időszakban a spanyol költségvetés többletet mutatott fel, amely 2009-re a GDP 10%-át meghaladó deficitbe fordult, miután csökkentek az adóbevételek, és növekedtek a szociális kiadások. Emellett az államadósság is megemelkedett.

A válság előtti években a spanyol bankrendszer jelentős mértékben bővült, elsősorban az ingatlanpiac fellendülésének köszönhetően. A pénzpiac összeomlását követően azonban a spanyol bankoknál nőttek a nem teljesítő hitelek miatt elkülönített tartalékok, továbbá a kiterjedt fiókhálózatok is megemelték a bankrendszer kiadásait. A spanyol kormány 2008



végére 11 milliárd eurós, kétéves gazdaságösztönző tervet dolgozott ki, melynek fő célkitűzései a családok és vállalatok támogatása, a foglalkoztatás ösztönzése, bankok stabilizálása, valamint a gazdaság modernizálása voltak. A program 8 milliárd eurót fordított a helyi önkormányzatok közmunkaprogramjainak finanszírozására, míg 800 millió eurót a spanyol autóipar támogatására szánt. A pénzügyi rendszer stabilizálását célzó intézkedések közül kiemelkedik a bankrendszer átszervezése, melyre egy 9 milliárd euróval gazdálkodó alapot hoztak létre. Az átalakítás leginkább fúziókon keresztül ment végbe. 2009 májusában újabb válságkezelő intézkedéseket jelentettek be, melyek a munkanélküliségi gondok kezelésére és a szociális védőrendszer megerősítésére irányultak. Novemberben pedig a kormány elfogadta a fenntartható gazdasági törvényét, mely a gazdasági környezet javítását (szabályozó szervek reformja), a versenyképesség erősítését (adminisztratív terhek csökkentése és az innováció támogatása), és a környezet megóvását tűzte ki célul, továbbá fiskális intézkedéseket tartalmazott. Ezen csomagok azonban kimerítették a költségvetést, és 2009 végére súlyos hiány keletkezett, melynek hatására a piac és a befektető bizalma megrendült Spanyolország irányában. Ezt a 2010 májusában érvénybe lépő, 15 milliárd eurónyi megszorító intézkedésekkel próbálták kezelni, melyek közalkalmazotti bércsökkentést, nyugdíjkorhatár-emelést, valamint az állami beruházások csökkentését tartalmazták (Koreny, 2011).

#### **3.1.4. Ciprus**

Ciprus gazdaságában a problémák a 2012-es év nyarán kezdtek súlyosbodni, amikor is a Fitch nemzetközi hitelminősítő intézet megvonta az ország befektetési célú minősítését. Az ország bankrendszere, főként a görög hitelek leírása miatt, hatalmas veszteségeket szenvedett el, a bankbetéteket zárolták, az államcsőd kézzelfogható közelségbe került. A görög recesszió is súlyosan érintette a görög exportra termelő ciprusi vállalatokat. A Fitch indoklásában kiemelte, hogy a ciprusi bankrendszer megmentésére további tőkeinjekcióra lesz szükség a *Cyprus Popular (Laiki) Bank* 1,8 milliárd eurós – a ciprusi GDP 10%-át kitevő! – feltőkésítését követően. A ciprusi bankrendszer megnövekedett veszteségeinek zöme a helyi bankok görögországi kitétségeiből eredt, azonban a hazai piacra kihelyezett hitelállomány nemteljesítő hányada is jelentősen nőtt a megelőző egy évben. Ciprus korábban Oroszországtól kapott 2,5 milliárd euró hitelt, azonban az azóta bekövetkezett ciprusi hitelpiaci krach, a bizalom megrendülése és a bevezetett szükségszerű takarékosági intézkedések nyomán a gazdaság hanyatlása tovább folytatódott: a 2012-es évben a GDP 2,4%-kal csökkent.

Ciprust a közvélemény európai adóparadicsomnak tekinti alacsony (10%-os) társasági adókulccsal és laza cégszabályozással. Több magyar nagyvállalatnak is van Cipruson bejegyzett tulajdonosa vagy érdekeltsége, mint például a Dunafernek vagy a Trigránit-csoportnak. A cégnyilvántartási adatok szerint kb. 1500 Magyarországon vállalkozás tulajdonosa ciprusi illetőségű (Index, 2013a).

Az államcsőd elkerülésére született tervek szerint 16-17 milliárd euró előteremtése szükséges a lejáró államadósság finanszírozására, melyből az EU-IMF 10 milliárd eurónyi hitelt biztosítana, a fennmaradó részt pedig a ciprusi kormánynak kellene előteremtenie bevételnövelő intézkedésekkel. A törvényhozás által időközben leszavazott ún. „A-terv” szerint a 20 ezer euró fölötti bankbetéteket 100 ezer euróig 6,75%-os, afelett pedig 9,9%-os egyszeri illetékkel sújtották volna. Ilyen intézkedés azonban az egész európai bankrendszerbe vetett bizalmat aláásta volna, és semmissé tette volna az európai szabályozás szerint unió-szerte 100 ezer euróig terjedő betétbiztosítás intézményét. Az A-terv szerint a társasági adó is 12,5%-ra emelkedett volna. A „B-terv” az állami ellenőrzés alatt lévő vállalatok nyugdíjalapjainak felhasználásával számolt, amelyek 2-3 milliárd eurós forrást biztosítottak volna. Emellett a szigetország ortodox egyháza is felajánlotta, hogy jelzáloghitelt vesz fel ingatlanjaira, amiből állampapírokat vásárolna (Index, 2013b).

A ténylegesen megvalósított intézkedéscsomag végül érintetlenül hagyta a 100 ezer euró alatti betéteket, így az európai betétbiztosítás iránti bizalom nem szenvedett csorbát. Egyúttal a Laiki Bank bezárásáról határoztak. A mentőcsomaghoz kapcsolódó feltételeket 2013 áprilisában hagyta jóvá a ciprusi képviselőház, mely a következőket foglalta magába:

1. Az egész pénzügyi szektor feltökésítése, a Laiki Bank bezárása mellett.
2. Pénzmosás elleni keretszabályok bevezetése a ciprusi pénzügyi intézményeket illetően.
3. Fiskális konszolidáció végrehajtása elősegítve a kormányzati deficit csökkentését.
4. Strukturális reformok végrehajtása a versenyképesség visszaállítása és a makrogazdasági egyensúlytalanságok megfékezése érdekében.
5. Privatizációs program elindítása.

Ciprusi pénzügyi szolgáltató szektor a kedvező feltételek következtében offshore paradicsommá vált. A Laiki Bank Ciprus második legnagyobb kereskedelmi banki csoportja volt, mely a bankrendszer kb. 15%-át képviselte. A magas kamatok és alacsony hozamköltségek, valamint a nem kellően szigorú banki kockázatkezelés következtében a

külföldi tőke nagy mértékben áramlott a bankokba: a Laiki és a Bank of Cyprus együttes vagyona a GDP 7,5-szeresét tette ki, azonban ez az állomány túlkonzentrált és részben kétes eredetű volt. A görög adósságleírásból eredő veszteség a Laiki esetében 2,4 milliárd euró volt (Botos, 2013). 2012 júniusában a ciprusi állam feltőkésítést hajtott végre, amelynek következtében 84%-os tulajdonrészt szerzett a bankban. Ami a Laiki bezárását illeti, a folyamat gyakorlatilag egy jó bankra és egy rossz bankra történő szétválasztást jelentett: a pénzügyintézetnél elhelyezett összes, 100 ezer euró feletti (az EU-s szabályok szerint nem biztosított) betétek tulajdonosai elvesztették megtakarításaikat, illetve a bank felszámolását követően remélhetnek némi megtérülést, míg a 100 ezer euró alatti betétek a Bank of Cyprus-hoz kerültek át. Ez utóbbi pénzügyintézetnél meglévő, nem biztosított betétekre pedig egységesen 40%-os mértékű egyszeri illetéket vetettek ki.

A fent említett intézkedések egy három éves (2013-tól 2016-ig terjedő) program keretében valósulnak meg. A 10 milliárd eurós hitelcsomag ezekkel a lépésekkel várhatóan elegendőnek bizonyul a szigetország kimentésére.

### **3.1.5. Magyarország**

Magyarországot a világgazdaság egyre súlyosbodó válsága 2008 őszén érte el. A nemzetközi pénzügyi piacokon ekkor uralkodó hangulatot jól jellemzi, hogy ugyanebben az időszakban a válság gyakorlatilag bedöntötte Izland bankrendszerét, a valuta értéke a felére zuhant, ami miatt a szigetország a csőd szélére kerülve az IMF és az EU által biztosított mentőcsomagra szorult. Magyarország gazdasági helyzete, valamint a kormányzat alkalmazott gazdaságpolitikai eszköztár a válság során több szempontból speciális volt. *Kovács és Halmosi* (2012) megállapítja, hogy 2008–2011 között a kormány gyakorlatilag a fiskális politika mindegyik eszközével megpróbálkozott, a bankmentő akciók kivételével, melyeket nagy dózisekben, sokkolóan adagolt. Az általánosan elfogadottól eltérő („unortodox”) megoldások alkalmazásának kockázata is nagyobb, különösen egy eleve instabil környezetben. A válságkezelés nemzetközi intézményrendszere egyrészt tart az ilyen innovációk együttműködést szétfeszítő elterjedésétől, másrészt a gyorsan változó feltételek maguk is az alkalmazhatóság kockázatát viselik.

*Lentner et al.* (2010) kifejti, hogy Magyarország sajátos, több szempontból is speciális válságkezelési útra lépett, miután nem volt lehetőség a világ számos országában alkalmazott anticiklikus lazításra. Ezáltal a „magyar út” a recessziót felerősítő (pro-

ciklikus) gazdaságpolitikai szigor lett. A válság kitörésekor – még 2008 őszén – tartotta magát az a nézet, hogy a hitelpiaci válság csak csekély hatást fog gyakorolni Magyarországra, és nem kell komolyabb megrázkódtatásra számítaniuk sem a hazai pénzügyi piacoknak, sem pedig a fogyasztóknak. Ezzel szemben a válság hatásai a reálgazdaságban is gyorsan megmutatkoztak: a KSH adatai alapján a bruttó hazai termék 2009-ben 6,6%-kal csökkent, és 2010-ben is – 0,8%-os növekedéssel – közel stagnált. Tipikus „W” alakú válságot figyelhettünk meg: a 2011-es 1,8%-os bővülést követően 2012-ben ismét zsugorodott a gazdaság, 1,5%-kal.

A magyar válságkezelés egyik legnagyobb korlátját az állami szektor eleve magas eladósodottsága adta: az éves kormányzati deficit a bruttó hazai termék 4-5%-a körül mozgott, valamint az egyre növekvő államadósság 2008-ban már a GDP 71,9%-ára rúgott. A magyar kormány a hitelminősítők és nemzetközi befektetők szerint nem tartozik a legjobb adósok közé: a nagy hitelminősítők már 2006 végétől lerontották a magyar devizaadósság minőségét, és kilátásaikat tartósan negatívra változtatták. 2009 márciusára a Moody's A3-ról Baa1-re minősítette Magyarország hosszú lejáratú adósságait, majd 2011 novemberétől a spekulatív, befektetésre nem ajánlott Ba1 kategóriába sorolta be azokat (ÁKK, 2014). Emellett a háztartási szektor is jelentős adósságokat halmozott fel. Mindezek jelentősen megnehezítették a kiadásnövelő eszközök alkalmazását, valamint megnövelte a további hitelfelvétel költségeit a turbulencia sújtotta nemzetközi pénzügyi piacokon. A globális pénzügyi piacok nehézségei a befektetők rendkívüli mértékben kockázatkerülő magatartásában csapódott le, ami hátrányosan érintette a magyarországi deviza- és állampapír, illetve részvényt piacokat is. A Magyarországra gyakorolt hatás erősebb volt a régió más országaival összehasonlítva, mivel az általános nemzetközi bizalmatlanság közepette a magas adósságállomány, a gazdaság teljesítménye és egyensúlyi gondjai miatt óriási mértékben fokozódott a bizalmatlanság a magyar gazdasággal szemben. A deficit növelése tehát nem volt reális lehetőség a kormányzat számára, mert a hiányt nem tudta volna finanszírozni a magyar állam. A monetáris lazítás pedig a tőke menekülésével fenyegetett volna. *Lentner et al.* (2010) megállapítja, hogy a magyar gazdaságpolitika egyetlen lehetősége a nettó export növelése lett volna, egy olyan környezetben, amelyben a külpiaci kereslet a válság következtében jelentősen visszaesett. A gyenge kereslet miatt az export növelése pedig a reálárfolyam csökkentésén keresztül valósulhat meg, amelynek azonban politikai (lakossági devizahitelek) és makrogazdasági (tömeges hitelbedőlés) kockázataival kell számolni. A külföldi befektetők a krízis láttán és

a nemzetközi gazdasági várakozások romlása miatt elfordultak azoktól a devizáktól, amelyeket kockázatosnak ítélték, azaz többek között a forinttól.

A magyar válságkezelés alapfeladata tehát a nemzetközi piacok bizalmának visszaszerzése volt az ország finanszírozhatóságának fenntartása érdekében. Az átmeneti időszak áthidalását a nemzetközi pénzügyi intézményektől kapott kölcsön biztosította, amely lehetőséget teremtett a fiskális kiigazítások végrehajtására is. A költségvetési egyensúly javítása komoly politikai áldozatokkal járt, a külső egyensúlyi helyzet nagymértékű javulása pedig paradox módon annak volt köszönhető, hogy a magyar visszaesés nagyobb volt az exportpiacok zsugorodásánál.

2008 végére, a Gyurcsány-kormány által korábban meghirdetett, „Új egyensúly 2006–2008” programban ismertetett megszorító intézkedések<sup>7</sup> ellenére a megkérdőjeleződött a gazdaság finanszírozhatósága. Ez megmutatkozott az állampapírpiacon gyengülésében, a hazai bankok devizaforrás-bevonási nehézségeiben, a tőkekiáramlás felgyorsulásában, valamint a forint árfolyam zuhanásában, melyek hatására a Magyar Nemzeti Bank három százalékponttal volt kénytelen növelni az alapkamatot. Azonban a 11,5 százalékra növelt kamatláb sem tudta fékezni a forint értékvesztését és a tőkekiáramlást. 2008 októberében jelentették be, hogy Magyarország 25,1 milliárd dolláros hitelkeretet kért és kapott a nemzetközi intézmények részéről, melyből 15,7 milliárdot az IMF, 8,1 milliárdot az Európai Unió, a fennmaradó 1,3 milliárdot pedig a Világbank biztosított. Az izlandihoz hasonló összeomlás elkerülte hazánkat, a hitel-megállapodás nyugtatólag hatott a piacok viselkedésére, és általa sikerült megakadályozni a pánikreakciót.

A meglehetősen nagy összegű hitelhez jutás természetesen kötelezettségvállalásokkal járt, amelyek jelentős mértékben behatárolták a magyar gazdaságpolitika lehetőségeit. A vállalások főbb elemei a következők voltak:

- Az államháztartási hiány 2,6 százalékra történő mérséklése 2009-re.
- Az elsődleges (kamatköltségek nélkül számított) kiadások csökkentése a GDP százalékpontjával 2009-re 2008-hoz képest, melyet a kormány a közszférában dolgozók bérének befagyasztásával, a 13. havi fizetések megszüntetésével, szociális juttatások emelésének elhalasztásával, valamint a minisztériumi kiadások egyenlő arányú csökkentésével kívánt elérni.

---

<sup>7</sup> A 2006. júniusában publikált dokumentum a központi költségvetés kiadásainak csökkentése, a szolidaritási adó bevezetése mellett számos adóemelési javaslatot (áfa, EVA, jövedéki adó), közüzemi díjak emelését, valamint kedvezmények csökkentését irányozta elő.

- Új középtávú fiskális célkitűzések a 2008. decemberi konvergencia program keretében, mely szerint a kitűzött költségvetési pályán 2007 és 2011 között 2,8 százalékpont (a GDP öt százalékáról 2,2 százalékra történő) hiánycsökkentés valósul meg.
- Törekvés az infláció hosszú távú cél szerinti 3%-ra történő leszorítására.
- Pénzügyi szektorra vonatkozó intézkedések, melyek közé tartozik a magánszférára (elsősorban a devizaadósokra) vonatkozó adósságrendezési stratégia bevezetése, a bankszektornak szánt átfogó támogatási csomag, továbbá a pénzügyi szektor szabályozásának és felügyeletének további erősítése.

A magyar gazdaságot 2001–2006 között fogyasztásösztönző gazdaságpolitika jellemezte, amely a hitelezés gyors felfutását eredményezte. A versenyhelyzetben a bankok egyre kevésbé vették figyelembe az adósok hitelképességét, amelyet többnyire jelzálogfedezettel pótoltak, és növelték a hitelek futamidejét. Ez a folyamat a nemzetközi hitelválságban megemelte a magyar pénzügyi szektor sérülékenységét. Az amerikai ingatlanpiaci válság kialakulása 2007-ben közvetlenül nem érintette a magyar bankszektor, mivel a fejletlen pénzügyi piacok miatt hazánkban nem terjedtek el a strukturált pénzügyi termékek. A magyar bankrendszer legnagyobb problémáját a Lehman Brothers összeomlása után kialakult általános bizalmi válság jelentette, amelynek következtében a bankok még a jó minőségű pénzügyi intézeteknek sem mertek hitelt nyújtani, attól tartván, hogy eszközeik között „elrejtve” mérgezett értékpapírok is szerepelnek. A teljes bizalmatlanság következtében kiszáradt a bankközi hitelpiac. A források befagyását a gazdaság hanyatlása és az adósok kockázatának növekedése követte, amely a hitelezési feltételek szigorításával egy önmagát erősítő negatív spirálba fordult. Mindeközben a külföldi anyabankok jelentős szerepet vállaltak magyar leányvállalataik likviditásának javításában, tőkeemeléssel, illetve a nyereség visszaforgatásával. Az alkalmazkodási folyamatban a bankok szigorították a hitelezési feltételeket, valamint igyekeztek működési költségeiket csökkenteni, elsősorban létszámleépítéseken keresztül.

A hitelezés és a bankszektor likviditásának megőrzése érdekében az MNB likviditásbővítő eszközöket bocsátott a bankok rendelkezésére. Ezek egy része a devizaforrások megújíthatóságát kívánta biztosítani devizacsere-eszközökkel, míg az intézkedések másik nagy hányada a bankközi piac feszültségét igyekezett csökkenteni. Ez utóbbiak közé tartozott például a kötelező tartalékráta csökkentése, valamint az elfogadható fedezetek körének bővítése. A 2008-ban elfogadott bankmentő csomag célja pedig az volt, hogy

szükség esetén tőkejuttatással és garanciavállalással javítsa a bankok stabilitását. Mivel a Magyarországon működő pénzüzetek többsége külföldi tulajdonossal működik, amelyek kimentése elsősorban a külföldi anyabankok feladata volt, a mentőcsomag gyakorlatilag az OTP és az FHB megsegítését célozta. Ezek közül az FHB 2009 márciusában 30 milliárd forint értékben vett igénybe állami tőkeemelést, míg az OTP-nek erre nem volt szüksége. A 2009-es módosításokkal tovább bővítették a kormány által nyújtható segítség körét közvetlen kölcsönnyújtással, valamint értékpapír-kölcsönzéssel, amelynek ellentételezéseként a bankok díjat fizetnek, és vállalják a hazai vállalati szektor bizonyos mértékű hitelezését. Ezekből az intézkedésekből is szintén az OTP és az FHB részesült, 1,4 milliárd euró, illetve 400 millió euró kölcsön formájában. (Várhegyi, 2010)

A kormányzati intézkedések egy részét, például a közalkalmazottak 13. havi fizetésének megvonását a kabinet nem tartotta be. A 2008 decemberében megszavazott költségvetést pedig már 2009 januárjában módosítani kellett. Ennek ellenére 2009 novemberében az IMF és az EU szakértői megállapították, hogy a program megvalósítása jó úton halad, a kitűzött célok elérhetőek.

2010-ben azonban kormányváltás történt. Az új kormány kommunikációjában egyre többet támadta a Nemzetközi Valutaalapot, amely az októberi éves felülvizsgálat során kockázatosnak találta, hogy a kormány egyszeri intézkedésekkel (magán-nyugdíjpénztári pénzekkel, különadók bevezetésével) kívánja rendbe tenni a költségvetést. 2011 őszére a Nemzetgazdasági Minisztérium bejelentette, hogy „új típusú” tárgyalásokat kezdeményez az IMF-fel. Az érdemi megbeszélések azonban csak 2012 júliusában kezdődtek el, és rögtön el is akadtak.

Az azonnali intézkedéseket követően a hosszú távú megoldást Magyarország esetében is a szerkezeti reformok jelentenék, elsősorban az államigazgatásban, valamint a nagy szociális elosztási (egészségügy, nyugdíjrendszer) mechanizmusokat illetően. Ezekre azonban még az azóta eltelt események tükrében sem látható egyértelmű stratégia. Az IMF IV. cikkely szerinti konzultációról készített, 2014-es országjelentése megállapítja, hogy a magyar gazdaság felépülése fokozatos, amely folyamatot a makrogazdasági intézkedések, kedvező külső feltételek, valamint javuló piaci bizalom támogat. Ezek hozzájárultak Magyarország sérülékenységének csökkenéséhez. Ugyanakkor a közsféra eladósodottsága továbbra is magas, amelynek hatására az ország fogékony a külső sokkokra, és visszafogja a növekedési kilátásokat. A kormányzat fiskális intézkedései pedig bizonyos szektorokra terhelték a kiigazítás költségeit. A deficit csökkentése számos egyszeri intézkedésnek volt

köszönhető. A munkaerő-piaci intézkedéseket illetően jelentős reformok következtek be, melyek mind a munkaerő kereslet, mind pedig a kínálat fellendülését célozták. A jelentés ezen intézkedések között sorolja fel a szociális hozzájárulási adó terén bevezetett kedvezményeket, melyek a hátrányos helyzetű munkavállalók (pl. pályakezdők, idősök, alacsony végzettségűek) alkalmazásával érhetőek el a munkaadók számára, illetve a családi adókedvezmény kiterjesztését az alacsony jövedelműek részére. Más területeken azonban nem valósultak meg strukturális reformok. A riport megjegyzi, hogy Magyarország piaci pozíciója és befektetésvonzó képessége is romlott az elmúlt évek során (IMF, 2014b).

### **3.1.6. Válságon belüli újabb válság: euroválság**

Az Európai Unión belül a válságkezelés – az országok működőképességének fenntartásán túl – az *euró stabilitásának megőrzésére* is irányul. Ezt a célt szolgálják a tagországoknak nyújtott különféle mentőcsomagok.

Egy valutaövezetet létrehozó országok lemondanak az önálló monetáris politika fenntartásáról. Valutaövezet részeként aszimmetrikus sokkok kezelésére már nem befolyásolhatják az árfolyam, valamint a kamatlábak alakulását stabilizációs eszközként. A közös valuta költségei általában tehát makroszinten jelentkeznek. Mundell elmélete szerint a közös valuta fenntartásának makroszintű költségei akkor a legalacsonyabbak, ha a részt vevő országok közti aszimmetrikus sokkok kialakulásának valószínűsége alacsony, azaz a valutaövezet országainak gazdasági ciklusai harmonizáltak. A gazdasági ciklusok harmonizáltsága hiányában a rugalmas tőke- és munkaerőpiac helyettesítheti az árfolyam alkalmazkodását. Ilyenkor ugyanis aszimmetrikus sokkok esetén a tőke és munkaerő könnyen átáramlik a kisebb sokkot kapott területekre, amely helyreállítja az egyensúlyt.

A tőke és az áruk mobilitása a közös piac megteremtésével gyakorlatilag adottá vált. Az unió tagállamai között nagyfokú a pénzügyi integráció, valamint az üzleti ciklusok harmonizáltsága, és hasonló az országok kereskedelmi szerkezete is. Más a helyzet azonban a munkaerő áramlásával. Az országok közötti kulturális és nyelvi különbségek továbbra is gátolják a munkások mobilitását, s ezen a téren a közeljövőben sem várható gyökeres fordulat.

A sokkok kezelésére szolgáló további eszköz a fiskális politika lehet. A költségvetés a sokk által sújtott területekre más régiókból csoportosít át forrásokat. A fiskális transzferek tekintetében azonban korlátot jelent, hogy az EU közös költségvetése a GDP 1%-a körül van, szemben az Egyesült Államok szövetségi költségvetésével, amely a bruttó hazai



termék 20%-a körüli összeget kezel. Az Európai Unió közös piaca tehát egy speciális helyzetet képvisel, ugyanis nincsen közös fiskális politika, és nincsenek fiskális transzferek. Ennek köszönhetően az aszimmetrikus sokkok kezelésének feladata gyakorlatilag teljes egészében az adott tagállamra marad. Saját nemzeti valuta, valamint önálló monetáris politikai irányítás hiányában az egyetlen válságkezelő eszközként a nemzeti költségvetési politika marad. E téren azonban egyrészt a közösségi szabályozás is korlátokat támaszt (ld. Maastrichti kritériumok, valamint a Stabilitási és Növekedési Paktum előírásai), másrészt pedig recessziós időszakban a nemzetközi piacokról történő finanszírozás is nehezebbé válik. Ennek megfelelően, miután tagállami szinten sem elvi sem gyakorlati értelemben nincs alternatíva érdemi intézkedésre, aszimmetrikus sokkok esetén közösségi szintű megoldásra van csak lehetőség.

Az Egyesült Államok és az Európai Unió körülményei hasonlóak: piacgazdaságok, nagy egységes piac, közös valuta és monetáris politika, de EU-n belül minimális a közösségi költségvetés szerepe, hiányzik a közös költségvetési politika. 1929–1933 tanulságai is közösek: állami keresletélénkítés, piaci bizalom visszaállítása a szabályozás erősítésével. A nagy válságot sikeresen kezelő nemzeti intézkedéssorozat (New Deal) kiegészítése szükséges, ezúttal globális együttműködéssel. A nemzetközi szintű együttműködés és a gazdaságpolitikák összehangolásának mechanizmusa részben pótolhatja a közösségi költségvetési politika hiányát. Ezen mechanizmusok közé tartozik például a *Stabilitási és Növekedési Paktum*, vagy az *Európai Pénzügyi Stabilizációs Mechanizmus és Alap*. Az Egyesült Államok kormánya ugyanakkor képes egységes fiskális politikát folytatni. Természetesen figyelembe kell vennünk azt a történelmi tény is, hogy az Egyesült Államok létrejötte teljesen más folyamatot követett, így ott a föderalizmus teljesen más fejlődési utat járt be: az USA létrehozásakor azonnal átvállalta a tagállamok adósságát, annak finanszírozására föderális kötvényeket bocsátott ki, valamint szövetségi adóztatásba kezdett. Egyszersmind azt is deklarálta, hogy a tagállamok adósságának átvállalására a jövőben nem kerül sor, amelyet az amerikai kormány az idők folyamán következetesen be is tartott. Az Európai Unió – vagy ezen belül az eurozóna – esetében a föderalizmus irányába történő elmozdulás hasonló lépésekkel (adósságátvállalással, valamint a közösségi költségvetés kibővítésével) járhat (Benczes, 2014).

### 3.2. GENERAL MOTORS ESETTANULMÁNY FELDOLGOZÁSA

A dolgozat ezen alfejezetében egy esettanulmány feldolgozására vállalkozom, amelyen keresztül a multinacionális vállalatok válságérzettségét, valamint a nemzeti kormányokkal történő együttműködésüket mint válságkezelő lépést szeretném bemutatni. Az esettanulmány feldolgozása során nem törekedtem a válságkezelés pénzügyi szempontú, komplex elemzésére, hanem elsősorban az *állami szerepvállalás hatásosságát és sikerességét* szeretném megvizsgálni. Választásom részint a személyes kötődés miatt esett a General Motorsra: a cégcsoport egyik magyarországi leányvállalatánál dolgozom, számviteli vezetőként. Munkahelyem csupán kis szeletét alkotja a vállalatcsoportnak, ugyanakkor a válság alatti időszak segített rávilágítani számos olyan globális folyamatra, amelyek a válságkezelés és a kormányzati együttműködés terén merültek fel. Természetesen a disszertáció megírásánál kizárólag publikusan elérhető információkat, úgy mint nyilvános tőzsdei jelentéseket, valamint sajtóközleményeket használtam fel.

Az esettanulmány vizsgált problémakörét tehát az *állami szerepvállalás* adja, amelynek alternatívái a következők:

- teljes magára hagyás,
- indirekt segítségnyújtás,
- aktív tulajdonosi vagy hitelezői részvétel,
- a fentiek kombinációi.

Az esettanulmány során e szerepvállalási típusok érvényesülését tehát a General Motors (GM) példáján keresztül mutatom be. A General Motors egy tipikus multinacionális vállalatcsoport, mely elsősorban az autógyártásban működik. Gyökereit 1908-ig vezeti vissza, amikor is William C. Durant a Michigan állambeli Flintben holding társaságként megalapította a General Motorst. A holding a Buick mellett néhány éven belül felvásárolta – többek közt – az Oldsmobile, Cadillac, és az Oakland (későbbi nevén: Pontiac) vállalatokat. Az európai szervezetet jelentő Opel-csoport akvizíciójára 1929-ben került sor.

A multi- vagy transznacionális vállalatok több országban végeznek termelési vagy szolgáltatás-nyújtási tevékenységet. A vállalkozás menedzsment központja egy adott országban, az anyaországban található, míg a cégnek számos más államban is működik leányvállalata, telephelye. A multinacionális vállalatok jelentős befolyással rendelkeznek a nemzetgazdaságok felett, a nemzetközi kapcsolatok és a globalizáció fontos mozgatórugói.

Működésüket határokon átívelően szervezik meg, így a termelés feletti ellenőrzési joguk több gazdaságra terjed ki. Képesek kihasználni az egyes régiók közötti különbségeket: a profitra való törekvés miatt ott gyártatják a termékeket, ahol a leghatékonyabb, a költségminimalizálás és profitmaximalizálás globális szinten valósul meg.

A globalizáció egyik velejárója, hogy a kereskedelmi korlátok lebontása nyomán a multinacionális vállalkozások lehetőségei kitárultak, és képesek az egyes telephelyeket vagy potenciális gyártási helyszíneket világméretben versenyeztetni, kihasználva a bérek, illetve egyéb költségek jelentős eltéréseit. A gazdasági kapcsolatok globális kiterjesztése és a kereskedelem liberalizációja hatására elsősorban a munkaigényes termelés kitelepülését eredményezte a feltörekvő országokba. A termelés kitelepítése révén fokozódik az országok világméretű versenyeztetése. A fejlett országokban ugyanakkor a szakszervezetek lobbitevékenysége és a kormányzati politika is a termelőbázisok leépítése ellen hat, így hozzájárulva a további felesleges kapacitások és fennmaradásához. Az autóipar pedig alapvetően is egy kihasználatlan kapacitásokkal küzdő iparág.

### **3.2.1. A válság hatásai az autóiparban**

A vállalatok többsége 2008 őszén szembesült a válság következményeivel. A gazdasági válság során a kereslet visszaesése valamennyi szektort érintette, de talán a legsúlyosabb károkat az autóiparban okozta. Az autóipari kereslet jelentős mértékben a hitelből történő vásárlásra alapul: Európában az újonnan értékesített autók mintegy kétharmadát, az USA-ban mintegy 90%-át hitelre vásárolják. A vásárlóerő csökkenésével feleslegessé válnak a termelési kapacitások, mely a nagyszámú munkanélküli tömegek megjelenésével a kereslet további csökkenése irányába hat. Az újautó eladások visszaesése már a 2000-es évtől megfigyelhető volt, de 2008-2009-re gyorsult fel igazán. Megjegyzendő, hogy a hitelezési problémák mellett az olaj árának különösen 2004-2005-től kezdődő emelkedése is szerepet játszott az értékesítések csökkenésében. 2008 nyarára az olaj hordónkénti ára megközelítette a 150 dolláros szintet. Ennek a folyamatnak a legnagyobb vesztese a nagy és sok üzemanyagot fogyasztó gépjárművek (terepjárók és kisteherautók) értékesítése volt, melyek különösen az észak-amerikai piacon népszerűek.

Az Egyesült Államokban a detroiti „Három Nagy” autógyártó (General Motors, Ford, Chrysler) mindegyike csőd közeli helyzetbe került 2008-2009-re, miután értékesítésük mintegy 30%-ot zuhant. Az amerikai autóértékesítések 16 éves mélypontra kerültek. Elsőként a Chrysler, majd a GM is csődvédelembe menekült, és túlélésüket csak az állami

segítség tudta biztosítani. A Ford „biztonsági tartalékként” folyamodott 9 milliárd dollár szövetségi hitelhez. Az autógyártók megmentése természetesen nem csupán a nagy múltú márkanevek fennmaradása érdekében tett patrióta kormányzati lépés volt: csak a GM közvetve mintegy 1,3 millió amerikai munkahelyet jelentett, melyek megszűnése beláthatatlan következményekkel járt volna az amerikai gazdaságra (Szilágyi, 2009).

A fentiek alapján megállapíthatjuk, hogy a nagy autóiipari óriások csőd közeli helyzete egy látens (több éven át lappangó) válsághelyzet eredménye, amely egy többdimenziós válságfolyamatban (*emergency take-off*) csúcsosodott ki.

### 3.2.2. A General Motors reorganizációja

A General Motors több éven keresztül a világ elsőszámú autógyártójának számított. A társaság válságkezelésének kétségtelenül legdrámaibb lépése az ún. 11. fejezet szerinti eljárás<sup>8</sup> kezdeményezése volt, melyhez a vállalat 2009 júniusában folyamodott. A GM 2010-es éves jelentésében szereplő indoklás szerint erre főként az észak-amerikai piaci részesedés csökkenése, a múltból eredő, munkaerőhöz köthető költségek és kötelezettségek, valamint az értékesítési hálózat többletkapacitásai következtében romlott versenyképesség miatt volt szükség, mely aláaknázza a társaság likviditását. A globális hitelpiaci összeomlás a drasztikusan érintette a General Motorst és az egész autóiipart. 2008 második felében a jelzálogpiaci zavarok, kiemelten a gépjárművásárlók finanszírozási nehézségei, az USA és a nyugat-európai országok recessziója, valamint a világszerte lassuló gazdasági növekedés még nehezebb üzleti környezetet eredményezett. 2008 végére nyilvánvalóvá vált, hogy a társaság a normál üzletmenet során nem lesz képes esedékes lejáráó kötelezettségeit fizetni, ezért már ez év decemberében az amerikai kormányzathoz fordult segítségért. A kormány pedig támogatásáról biztosította az autógyártót, mivel a válsághatások már ekkor jelentősek voltak, és a General Motors közvetve mintegy egymillió amerikai munkahelyet jelentett.

Az Egyesült Államok Pénzügyminisztériuma (*US Treasury*) a hitelnyújtás fejében ún. „életképességi terv” (*Viability Plan*) megvalósítását várta el. A 2009 februárjában benyújtott akcióterv a korábbi kormányzati hitelek visszafizetését, valamint költség- és

---

<sup>8</sup> Az amerikai csődtörvény 11. fejezete (US Code, Title 11, Chapter 11) szerinti eljárás *reorganizáció* néven ismert, amely a során az eljárás alá került vállalkozás haladékat kaphat kötelezettségeinek visszafizetésére, és tovább folytathatja működését. A bíróság nem jelöl ki csődgondnokot, így az adós megtarthatja az irányítást. Az eljárás kezdeményezését követően az adósnak 120 napja van a reorganizációs terv benyújtására. A 7. fejezet szerint eljárás ezzel szemben az adós felszámolását jelenti.

kapacitáscsökkentési intézkedéseket irányozott elő, továbbá a termékportfólió versenyképessé alakítására vonatkozó terveket tartalmazott. A költségcsökkentési lépésekből kiemelt szerepet töltött be a munkaerővel kapcsolatos kiadások jelentős visszafogása bizonyos juttatások (kompenzáció, szokásos mértéken felüli végkielégítések, nyugdíjazottak részére biztosított egészségügyi szolgáltatások) korlátozásával, valamint a dolgozói létszám globális szinten történő csökkentésével.

A General Motors azonban – annak módosításai ellenére – nem tudta teljesíteni az életképességi tervben vállalt költségcsökkentési és átstrukturálási intézkedéseket, melynek következtében 2009. június 1-jén szükségessé vált a csődeljárás kezdeményezése. Az eljárás lehetővé tette, hogy a vállalat megszabaduljon előnytelen kötelezettségeitől, valamint veszteséges üzletágaitól. A hír nem rázta meg túlságosan a tőzsdét, a piacok már készültek a globális gyártó bukására. A csődeljárást követő reorganizáció az Egyesült Államok, valamint Kanada költségvetésének jelentős részvételével történt.

A csődeljárás során az Egyesült Államok Pénzügyminisztériuma által megalapított „új GM” (NGMCO, Inc.) társaság 2009. július 10-én megszerezte az eredetileg 1908-ban William C. Durant által alapított „rég” General Motors Corporation eszközeinek jelentős hányadát, valamint kötelezettségeinek egy részét. Ezáltal a korábbtól jogilag független társaság jött létre, amely az ún. 363-as értékesítés<sup>9</sup> során megtisztíthatta portfólióját a nem kellőképpen jövedelmező üzletágaktól, valamint megszabadult terhes kötelezettségeitől. A régi GM továbbiakban is elkülönült jogi személyként létezik tovább a megmaradt eszközök és kötelezettségek felszámolása céljából, míg az új társaság nevét „General Motors Company”-ra változtatták.

Az új társaság tehát átvette a GM korábbi, legerősebb tevékenységeit és márkáit, és a korábbinál jóval versenyképesebb költségstruktúrát tudott kialakítani a portfólió-tisztítás következtében. A vállalat igazgatótanácsában többségében olyanok foglaltak helyet, akik nem szolgáltak a régi General Motors igazgatótanácsában, valamint új vezérigazgatót és pénzügyi igazgatót neveztek ki, ezzel is demonstrálva az új vállalati értékeket és jövőképet (General Motors, 2010).

A General Motors vállalatcsoport stratégiájának válság hatására történő változását a következő három területen figyelhetjük meg:

---

<sup>9</sup> A csődtörvény 363. paragrafus (US Code, Title 11, Section 363) szerint az irányítást megtartó adós értékesítheti a vállalat eszközeit. Amennyiben erre a normál működésen kívül kerül sor, az értékesítéshez a bíróság engedélye szükséges.

- márkák számának csökkenése,
- termelőkapacitások konszolidálása,
- szervezeti változások.

A talán legjobban szembeűnő változás a General Motors befektetési stratégiájában a márkanevek számának csökkenésében testesűlt meg. A társaság az Egyesűlt Államok piacán 2010 végétűl csupán négy fő márkára összpontosít: Buick, Cadillac, Chevrolet és GMC. Valójában a márkák megsűntetése nem új keletű, a GM működése során számos márkanevet vásárolt fel, majd szűntetett meg, vagy értékesített más befektetűk részére. Ezek közül talán leginkább „patinás” márka volt az Oldsmobil, vagy a Pontiac. Ez utóbbit, valamint a Saab, Hummer és Saturn márkát 2010-ben szűntették meg vagy adták el a válságot követű reorganizáció részeként. Ezek a lépések lehetűséget adtak arra, hogy a vállalkozás a leginkább nyereséges termékekre összpontosítson, valamint jelentűsen csökkentse az egyes márkák vállalaton belűli konkurálását. A sokféle márka ugyanis nem csak a gyártási költségeket, de a marketing kiadásokat is jelentűsen megnűveli. Az Egyesűlt Államokon kívül a társaság a fentiekén kívül fűként az Opel/Vauxhall, Holden, Isuzu és Daewoo márkanevekkel van jelen. A márkák számának csökkenésével egyidejűleg jelentűsen csökkent a GM értékesítűi hálózata is. 2009-ben csak az Egyesűlt Államokban mintegy 1800 kereskedés bezárására került sor.

Mindemellett a General Motors értékesítési politikájában is megfigyelhetűnk változásokat, amely szintén az egyes márkanevek vállalaton belűli versenyzését is hivatott csökkenteni. A GM Európában kívül Opel név alatt értékesít gépjárműveket például Dél-Afrikában, Latin-Amerikában és Kelet-Ázsiában is, míg a kínai Opel értékesítések 2015-tűl megszűnnek az ott jóval népszerűbb Chevrolet és Buick márkák javára. Egy 12 hónapos idűszakot követűen 2013-ban megsűntették az ausztráliai Opel értékesítést is a GM helyi Holden márkájának elűnybe hozására. Ezzel párhuzamosan 2013 decemberében a General Motors bejelentette, hogy 2015 végéig megsűnteti a Chevrolet típusű gépkocsik európai értékesítését, melyek az alacsonyabb árfekvés következtében komoly versenytársat jelentettek a cég Opel és Vauxhall márkáinak. Azonban ezt követűen is megmarad Európában az ikonikusnak számítű Corvette márkanev. A GM sajtűközleménye szerint a márka európai értékesítésének megsűntetésének költsége várhatóan 700 millió dollártűl egymilliárd dollárig terjed, mely magában foglalja az eszkűzleírásokat, az értékesítűi hálózat átszervezését, értékesítés-űsztűnzűket, valamint a végkielégítessel kapcsolatos

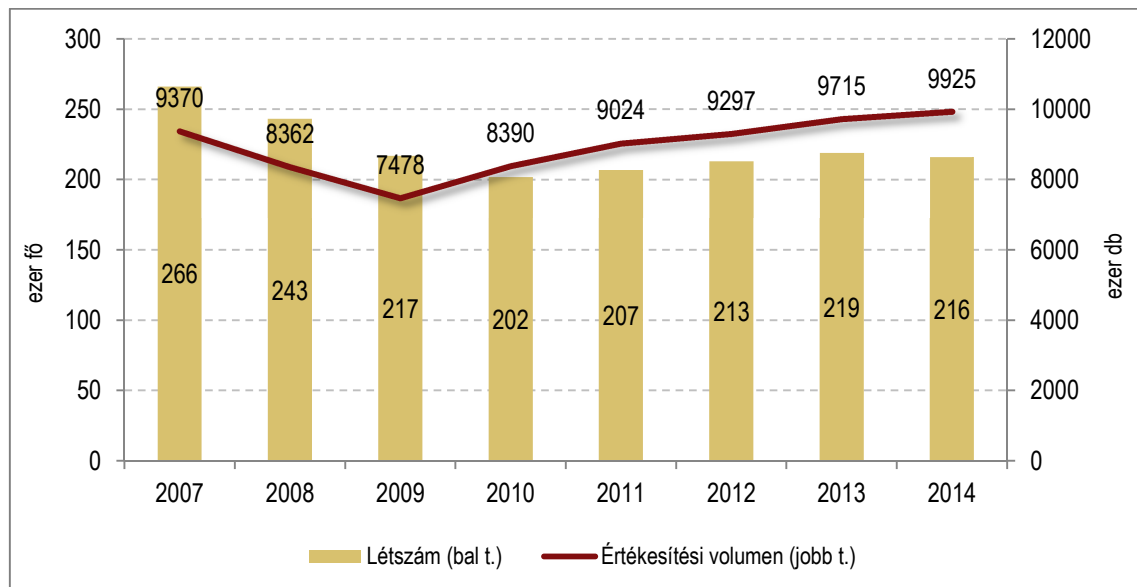
ráfördításokat. Ezek a lépések azonban lehetővé teszik az Opel/Vauxhall márkák további erősödését az Európai kontinensen (General Motors, 2013b).

A befektetési stratégia változását a márkák diverzifikációjának csökkenése mellett a termelőkapacitások konszolidációja is mutatja. Ezt a folyamatot támogatja a globális termékfejlesztés, valamint a „globális termékek” stratégiája is. A termékfejlesztés területén a General Motors egyetlen, globális szervezettel alakított ki. Ez a stratégia lehetővé teszi ún. globális architektúrák (jármű platformok) kifejlesztését, melyek az egész világon kompatibilisek, így lehetővé teszik a globális termelési kapacitás hatékony (és rugalmas) kihasználását. Az európai régióban gyártott motorok például alkalmassá válnak arra, hogy Ázsiában is beépítésre kerüljenek a GM azonos platformra épülő, de más márkajelzést viselő járműveibe, mialatt a gépkocsik a helyi piac igényeinek megfelelően specializálhatók. A gyakorlatban ez azzal jár, hogy egy-egy típust kevés (lehetőleg egyetlen) helyszínen gyártanak csak, amelyek a helyi piaci mellett a világ többi régióját is kiszolgálják. Így összességében kevesebb számú, de jobban kihasznált, hatékonyan működő gyártóbázis jöhet létre. Természetesen nem elhanyagolható a logisztikai költségek szerepe sem, amely azonban összevethető a technológia kiépítésének beruházási költségével, melyek az autóiiparban jellemzően nagyon magasak. Ennek a folyamatnak az eredményeképpen a vállalat „termelési lábnyoma” (*Manufacturing Footprint*), vagyis gyártóbázisainak földrajzi széttagoltsága is csökken. Az új General Motors egyúttal nagy hangsúlyt fektet a kutatás-fejlesztési tevékenységre is, így például a gyártott gépjárművek üzemanyag-hatékonyosságának növelésére, vagy pedig az alternatív és hibrid-elektromos technológiákba történő befektetésekre.

Már láthattuk, hogy a General Motors átalakítására jelentős állami segítségnyújtással került sor. Ez azonban nem korlátozódott az Egyesült Államokra és Kanadára. 2009 májusában a GM megállapodást kötött a német szövetségi kormánnyal, valamint bizonyos német tartományokkal egy 1,5 milliárd euró értékű megújuló hitelkeret biztosításáról az Opel/Vauxhall divízió működésének finanszírozására. Az Opel Németországban ugyanis négy nagyobb üzemmel rendelkezik, és mintegy 30 ezer embernek ad munkát. A támogatásért cserébe Angela Merkel kancellár asszony kifejezett feltétele az volt, hogy a pénznek az országon belül kell maradnia, az nem használható fel a General Motors megmentésére (MTI, 2008). 2009 novemberében a német hitel teljes egészében visszafizetésre került. Ezt követően az európai működés finanszírozása a GM döntésének

értelmében teljes egészében belső forrásból történik, s egyúttal a vállalatcsoport visszavonta az összes kormányzati hitelgarancia iránti igényét.

A hosszú távú költségcsökkentéshez elengedhetelenné vált a felesleges kapacitások leépítése, a gyártóbázisok racionalizálása, mely gyárak bezárásával és jelentős létszámleépítéssel járt. 2009 áprilisában megszüntették a termelést a General Motors legrégebbi, janesville-i (Wisconsin) összeszerelő üzemében. Az elkövetkező években hasonló sorsa jutott Észak-Amerikában 13 gyár vagy gyáregység, így többek között a GM pontiac-i és wilmingtoni üzeme. 2011-ben sor került Európában az antwerpeni gyár bezárására is, míg a németországi Bochumban található telephely megszüntetése a tervek szerint 2015-ben fejeződik be teljesen. A gyártókapacitások megszüntetésével értelemszerűen együtt járt a létszám csökkenése is. A következő grafikon a General Motors globális létszámának alakulását mutatja a 2007–2014-es időszakban:



**10. ábra: A GM csoport alkalmazotti létszámának és értékesítési volumenének alakulása, 2007–2014**

Forrás: General Motors (2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013a, 2014, 2015) alapján, saját szerkesztés

Az ábrából jól látszik a kapacitás racionalizálásának hatása: 2007 és 2009 között közel azonos ütemben csökkent az értékesítés és a foglalkoztatottak létszáma. 2010-től azonban az értékesítési volumen évről évre megtapasztalt növekedésének ütemétől jócskán elmaradt a létszám növekedés mértéke: 2007-hez képest 2014-ben közel 6%-kal magasabb értékesítési volument mintegy 19%-kal alacsonyabb alkalmazotti létszám mellett sikerült teljesíteni. Az utolsó évek létszámnövekedését különböző, korábban külső szolgáltatók által



biztosított tevékenységek visszaszervezése (in-sourcing) is magyarázza: a 2012-es évben 4 ezer, majd 2013-ban 6 ezer főnyi létszámnövekedést eredményeztek az ilyen átvételek, melyek elsősorban az IT, valamint a pénzügyi szolgáltatásokat nyújtó funkciókat érintették. 2013-ban további 3 ezer főnyi növekedést az új termékek bevezetésével, valamint a gyártási volumen felfutásával magyaráznak.

Az új GM válságkezelő stratégiájában a szervezeti változások is szerepet játszottak, melyek fő célja a vállalat operatív működésének egyszerűsítése, továbbá a döntéshozatal meggyorsítása piaci változásokhoz történő rugalmasabb alkalmazkodás érdekében. A korábbi LAAM (Latin-Amerika, Afrikai és Közel-Kelet) valamint ázsiai-csendes óceáni szegmenseket Nemzetközi Működés (*International Operations*) néven egyesítették. A későbbiekben ebből kivált a dél-amerikai divízió, így a jelenlegi szervezeti felépítés négy régióra (Észak-Amerika, Európa, Dél-Amerika és Nemzetközi Működés) tagozódik.

Egyúttal megszüntették a regionális stratégiai bizottságokat, valamint két korábbi vezetőségi fórumot, az Autóipari Stratégiai Bizottságot (*Automotive Strategy Board*) és az Autóipari Termékbizottságot (*Automotive Product Board*) is. E szervek helyett egyetlen, kevesebb tagból álló Vezetői Bizottság (*Executive Committee*) került létrehozásra, mely a korábbiaknál gyakrabban tanácskozik. Ezekből a lépésekből egyértelműen látható a döntési szintek számának csökkentése, a szervezeti felépítés „laposabbá” tétele.

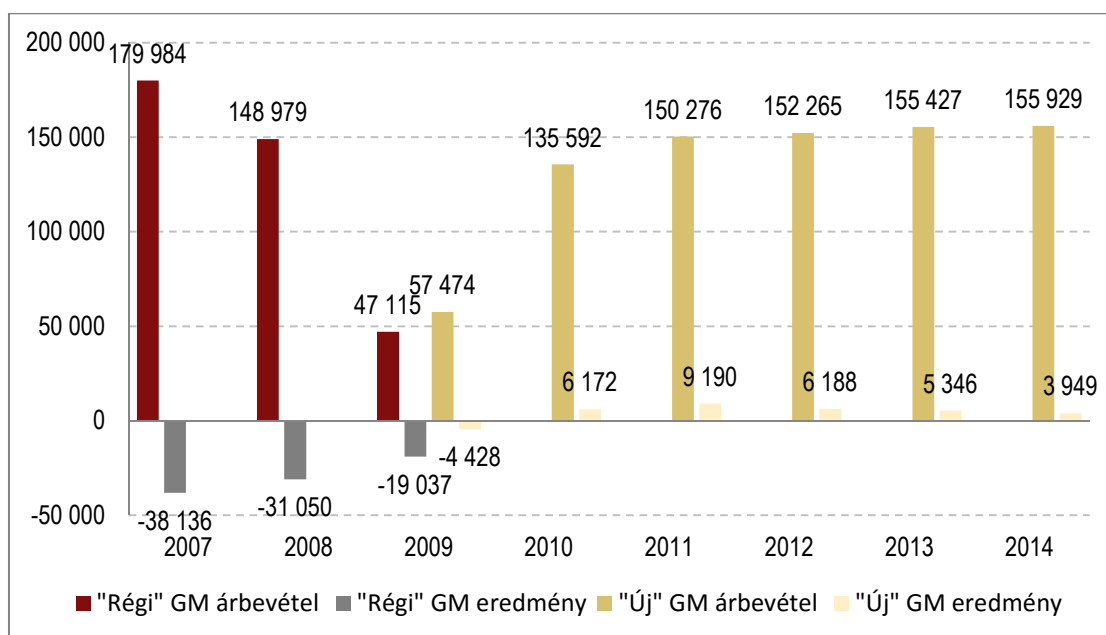
A létszám alakulásának tárgyalásánál már említettek szerint a GM elmúlt néhány évében számos, korábban külső partnerek által ellátott tevékenységet vont a szervezeten belülré. Ezek közé sorolható a 2010-ben megvásárolt General Motors Financial Company is, amely a GM pénzügyi szolgáltatásokat nyújtó üzletága. Megjegyzendő, hogy a General Motors már 1919 óta rendelkezett saját pénzügyi társasággal GMAC néven, melynek 51%-os tulajdonjogát már 2006-ban értékesítette, a válság hatására azonban a fennmaradt tulajdonrészétől is megvált. A GMAC-t szintén rendkívül hátrányosan érintette az amerikai jelzálog-válság, túlélését csak az amerikai kormány összesen 16,3 milliárd dolláros segítsége tette lehetővé. A társaság Ally Financial néven jelenleg is működik.

Miután az autóvásárlás a legtöbb magánszemély számára jelentős befektetést igényel, gyakorta hitelből, vagy egyéb finanszírozással (pl. lízing) történik a gépjárművek megvásárlása. Ebből következik, hogy az autoértékesítési stratégia nem lehet teljes az értékesítéshez kapcsolódó finanszírozás nélkül. A GM Financial megszerzésével a General Motors éppen ezt az igényt kívánja „házon belüli” megoldásokkal kielégíteni. A pénzügyi

szolgáltatásokat nyújtó társaság a magánszemélyeknek nyújtott autóvásárlási kölcsönön és lízingügyleteken kívül a márkakereskedők finanszírozásával (elsősorban forgóeszköz-hitelek keresztül), valamint egyéb pénzügyi termékek (építési hitelek, biztosítások) értékesítésével is foglalkozik. A vásárlók a GM Financial ajánlataival a márkakereskedőkön keresztül élhetnek. A pénzügyi üzletág működésének Egyesült Államokon kívülre történő kiterjesztése érdekében 2011-ben egy kanadai lízingtársaság felvásárlására került sor, valamint 2013-ban a GM Financial megszerezte az eredetileg a General Motors tulajdonában álló Ally Financial (korábban GMAC) nemzetközi divízióját is, így a tevékenység már Európában és Latin-Amerikában is jelen van.

### 3.2.3. Eredmények az elmúlt 5 év távlatában

Az elmúlt öt év pénzügyi eredményeit tekintve elmondhatjuk, hogy a General Motors reorganizációja sikeres volt. Az alábbi diagramon a „rég” és az „új” GM árbevétele, valamint nettó nyeresége (net income) látható a 2007–2014-es időszakban:



**11. ábra: A GM csoport árbevételének és nettó nyereségének alakulása, 2007–2014**

Forrás: General Motors (2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013a, 2014, 2015) alapján, saját szerkesztés

Könnyen megfigyelhető, hogy a csődeljárást követően a General Motors Company már a 2009-es évben jóval alacsonyabb veszteséget produkált, mint elődje, valamint 2010-től kezdődően folyamatosan bővül, és nyereségesen működik globális szinten. Ehhez természetesen hozzájárult a válságot követő kedvező konjunktúra is, elsősorban az észak-

amerikai, illetve az ázsiai régiókban. A reorganizáció sikerét jelzi a GM 23 milliárd dollár értékű, 2010. novemberi elsődleges részvénykibocsátása, mely az amerikai történelem legnagyobb ilyen jellegű kibocsátása volt.

#### 3.2.4. Esettanulmány értékelése

Az Egyesült Államok Pénzügyminisztériuma által birtokolt General Motors tulajdonrész értékesítése 2013-ban megtörtént, melynek során a GM-re költött 49,5 milliárd dollárból mintegy 39 milliárd dollárt sikerült közvetlenül visszaszerezni az adófizetők részére.<sup>10</sup> *McAlinden és Menk* (2013) emellett a munkahelyek megtartásából további 39,4 milliárd dollárnyi adóbevétel megmentésével számol, így a kormányzati részvétel mérlege összességében erősen pozitív.

Az esettanulmány bevezetésénél említett alternatívák a következőképpen értékelhetők:

- A GM *teljes magára hagyása* a beszállítói és értékesítői láncon keresztül mintegy 1,3 millió amerikai munkahely megszűnését eredményezte volna, amely hatalmas károkkal járt volna a válság által 2009-re már egyébként is mélyen sújtott amerikai gazdaság számára. Ezt az alternatívát a gazdaságra gyakorolt veszteségek következtében *kizárhatjuk*.
- Az *indirekt segítségnyújtás* megvalósult, melyet leginkább a roncsautó-programokon keresztül figyelhettük meg. Csak az Egyesült Államokban 3 milliárd dollár összegben támogatták a lakossági autóvásárlást (US Department of Transportation, 2009), és számos európai ország is indított hasonló ösztönzőket.
- Emellett a *kormányzat aktív részt vállalt* mind hitelezőként, mind pedig tulajdonosi oldalon. A kormányzati hitelek nyújtására már 2009-et megelőzően is sor került, a csődeljárás alatti reorganizáció pedig meghatározó állami tulajdonrész mellett történt.

A fentiek következtében az esettanulmány alapján azt a megállapítást tehetjük, hogy a válságkezelésben a GM csoport és a nemzeti kormányok *együttműködése sikerrel zajlott*.

---

<sup>10</sup> A szintén csődeljáráson átesett és állami segítséggel kimentett Chrysler pedig már az eredeti tervekhez képest öt évvel korábban, 2011-re visszafizette a kormányzati segítségnyújtás teljes összegét.

## 4. KUTATÁS TARTALMA ÉS EREDMÉNYEI

A disszertáció kezdetén megfogalmazott célkitűzésekkel összhangban e fejezetben szeretném ismertetni kutatásaim eredményét a válságkezelés tanulságait illetően, valamint a lehetséges továbbfejlődési irányok értékelésével és új válságkezelési módszerekkel kapcsolatban. A kutatási módszert tekintve elsősorban a szekunder adatfeldolgozás és elemzés eszközét választottam, amely lehetővé teszi a folyamatok meghúzóó összefüggések feltárását és értékelését, valamint a következtetések levonását.

### 4.1. KÖZÖS PONTOK – ÚJ VÁLSÁGELMÉLETI KÉRDÉSEK

A jelenlegi gazdasági válság *globális, helyi és nemzeti szintű problémák keveréke*, mely az Egyesült Államok egy speciális, helyi (jelzálogpiaci) válságából alakult ki. Az USA korábbi válságepizódjaitól eltérően ez a válság nem maradt meg helyi jellegűnek, hanem globális méretűvé nőtte ki magát. Ebben jelentős szerepet játszottak az olyan rendszerszintű problémák, mint a tőkepiaci dereguláció, kereskedelmi liberalizáció, valamint a globalizáció, melyek hatására a válság továbbterjedését megakadályozni képes mechanizmusok hatékonysága minimálisra csökkent. Ennek köszönhetően a válság nem maradt az Egyesült Államokon belül, hanem globális méretűvé vált.

Ebben az enyhe szabályozói környezetben az alacsonyan tartott kamatlábak következtében a hitelek kihelyezése nagy volumenben, gyakorlatilag alaposabb hitelbírálattal nélkül zajlott. A hitelezők a korábbi évek gazdasági növekedése miatt nem tartottak attól, hogy az adósok nem lesznek képesek adósságszolgálatukat teljesíteni. A dereguláció nagyban növelte a piaci szereplők spekulációs hajlandóságát, valamint a pénzügyi innovációk elterjedését is, amelyek egyúttal a magasabb kockázat irányába mutatnak.

A válság kialakulása párhuzamba hozható az 1997–1998. évi délkelet-ázsiai válság kitörésével. A délkelet-ázsiai államokban is pénzügyi-, valamint ingatlanbuborékok alakultak ki az alacsony kamatkörnyezet következtében, melyet erőteljes eladósodottság kísért, és a reálszférában túlzott kapacitások megjelenésével járt. A válság középpontja akkor Ázsia volt, és bár a világ más területeire is kiterjedt, ott közel sem jelentkezett olyan erőteljesen, mint a kiinduló régióban. 1997-ben a válság Thaiföldön a rövid távú tőkebefektetések menekülésével robbant ki, míg 2007-ben az Egyesült Államokban a belső pénzpiac összeomlásával kezdődött a később globálissá vált válság eszkalációja. Alapvetően itt is az történt tehát, mint 1997-1998-ban Délkelet-Ázsiában, csak ebben az

esetben a helyi pénzügyi válság nem maradt meg régiós szinten, hanem egy globális válsággá nőtte ki magát. Az eltérő lefutást – az Egyesült Államok világgazdasági szerepének súlyán kívül – az is magyarázza, hogy a délkelet-ázsiai országok a válságot megelőzően a befektetések jelentős célországai voltak, és a legnagyobb visszaesést a tőkemenekülés idézte elő. A jelenlegi válság esetében ilyen tőkemenekülésről nem beszélhetünk, viszont a fertőzés iránya fordított: egy fejlett országból kiindulva más fejlett, valamint fejlődő gazdaságok irányában zajlott.

#### **4.1.1. A válság „újdonság” jellege**

A válság „újdonság” jellegét tehát legfőképpen abból eredeztethetjük, hogy egy gazdaságilag fejlett gazdaságból indult ki, és a fertőzéses csatornákon keresztül a fejlett országok (USA, Egyesült Királyság, Németország) bankjai kerültek csődhelyzetbe, melynek hatására ezen országok kormányai sorra jelentették be bankmentő csomagjaikat, vagy éppen bankok államosítását. 2008 októberében az Egyesült Államokban 700 milliárd dolláros tervet fogadtak el a bankok rossz („mérgezett”), főként jelzálogalapú eszközeinek a szövetségi kormányzat által történő átvételére (*Troubled Assets Relief Program*), melyből legnagyobb hányadban a Citigroup, a Bank of America és az American International Group (AIG) részesült (US Treasury, 2015). Ez az 1929–1933. évi válság óta a legnagyobb súlyú állami beavatkozás volt. Állami felügyelet alá vették a főként lakossági jelzáloghitelezéssel foglalkozó „Fannie Mae” és „Freddie Mac” fantázianevű társaságokat. Az Egyesült Királyságban a bejelentett hasonló bankmentő csomag értéke 500 milliárd font (mintegy 850 milliárd dollár) volt.

A korábban ismertetett válságoktól eltérően a 2007-2008-ban kirobbant visszaesés éppen a fejlődő országokat érintette kevésbé. Ezek ugyanis alacsonyabb kitettséggel rendelkeztek azokon a piacokon, amelyeken a „mérgezett” eszközök voltak jelen, továbbá hitelkapcsolataik az ezeket birtokló pénzügyi intézményekkel sem voltak jelentősek. Ez a körülmény szerepet játszott a válság mérséklésében.

Soros (2008) szerint „ez a válság a dollár nemzetközi tartalékdeviza-szerepén alapuló hitelexpanzió korszakának végét jelzi. Míg az időszakosan kirobbanó válságok egy nagyobb ívű fellendülés/hanyatlás folyamat részeinek tekinthetők, addig a jelenlegi krízis egy több mint 25 éve tartó szuperboom betetőzését jelzi.” (Soros, 2008, p. 7)

A jelenlegi válság egy többszörösen is összetett, bonyolult jelenség. Egyszerre mutatja számos válságtípus jellemzőit. Egy időben jelentkezett a túltermelési- és pénzügyi válság,

a likviditási- és az adósságválság, valamint a globális strukturális válság is. A krízis ez utóbbi aspektusát legjobban a nemzetközi viszonylatban kialakult költségvetési hiányok és fizetésimérleg-egyensúlytalanságok okozta feszültségek fémjelzik.

Az Egyesült Államok korábbi, 1970-es évektől rendszeresen visszatérő válságaihoz képest a mostani válság során eltérést tapasztalhatunk a pénzügyi szektor válság kitörésében játszott szerepének súlyát, továbbá az ingatlanpiaci buborék kialakulását illetően is. Mindkét tényező a korábbiaktól eltérő válságkezelési megoldásokat tesz szükségessé.

#### **4.1.2. Újdonságok a válságkezelés terén**

Mind az Egyesült Államok, mind pedig az Európai Unió válságkezelése részben eltér a korábbi válságepizódok, mint például az 1929–1933-as túltermelési válság, az 1997–1998. évi árfolyamválság, vagy pedig az USA rendszeresen visszatérő válságai során alkalmazottól. A leglényegesebb hasonlóságokat és különbségeket az alábbi két szempontból vizsgálhatjuk:

- 1) Állami szerepvállalás mértéke. A 2007-ben kezdődött válság során a válságkezelésbe beszállt az állam, hasonlóan a New Deal-programhoz, ellentétben a „kis válságokkal”. Az 1997–1998-as válságkezelés során a pénzügyi szektor restrukturálási programjában az IMF játszott kulcsszerepet, a kormányzat ebben nem vett részt.
- 2) A pénzügyi szektor szerepét a korábbi válságok során nem állították előtérbe. A válságkezelő intézkedésként alkalmazott, a New Deal-hez hasonló állami keresletnövelési módszerek az állami szektor eladósodásával jártak. A napjainkban a gazdaság élénkítésére és válságkezelésre alkalmazott „pénzpumpa”, vagyis a pénzkibocsátás növelése (ld. Fed kötvényvásárlási programja, az Európai Központi Bank történelmi mélységekben lévő – betéti termék esetében negatív – betéti kamatlába) ehhez képest minőségi változást, a monetáris politika irányába történő elmozdulást jelent. Mindemellett a pénzügyi rendszer szabályozása iránti igény is olyan mértékű, ami korábban soha nem volt jellemző.

*Lehmann et al.* (2013) összehasonlította az amerikai Federal Reserve, valamint az Európai Központi Bank válság során alkalmazott intézkedéseit. A tanulmányban megállapítják, hogy mindkét intézmény eszköztára a válság alatt hasonlóan bizonyult, azonban eltérően reagáltak a más típusú kihívásokra, melyek a pénzügyi közvetítőrendszer eltérő jellegéből adódtak. Az euroövezet pénzügyi közvetítőrendszere alapvetően a banki közvetítésre épül,

míg az Egyesült Államokban a piaci közvetítés a jellemzőbb. A banki (hitelintézeti) közvetítés során a befektetők megtakarításait a pénzügyintézetek gyűjtik össze betét formájában, melyet aztán kihiteleznek a felhasználók részére. Piaci közvetítés esetén a felhasználók közvetlenül a pénz- és tőkepiacról vonnak be forrásokat, jellemzően értékpapírok (részvény, kötvény) kibocsátásával. Emellett az eurozóna fiskális politikája széttagolt, nemzeti hatáskörben valósul meg, szemben az USA szövetségi kormányával és annak költségvetésével. Ennek következtében a válság eltérő problémákat okozott, és eltérő gazdaságpolitikai válaszokat is igényelt. Megállapítható, hogy a Fed az Egyesült Államokban kibontakozó jelzálogpiaci problémákra reagálva már 2007 őszén megkezdte a monetáris politikai eszköztárának átalakítását, míg az EKB csak a Lehman Brothers csődjét követően, a zavarok Európába történő begyűrűzése után kezdte meg az alapkamat mérséklését, és az eszköztár kibővítését. Eleinte mindkét intézmény normál eszköztárának finomhangolásával próbálkozott, majd egyéb likviditásbővítő intézkedéseket vezetett be. Egyúttal mindkét jegybank fokozatosan nulla közelébe csökkentette irányadó kamatrátáit, valamint eszközvásárlási programokat („mennyiségi lazítást”) indított.

A Federal Reserve elsősorban a jelzálogpiacot igyekezett kezelni azzal, hogy eszközvásárlásaival a hosszú távú hozamokat próbálta csökkenteni. Az EKB, illetve az Központi Bankok Európai Rendszere pedig az euro-válság következtében összetettebb problémával szembesült, és inkább a bankok forrásellátottságát kívánták biztosítani egyre hosszabb futamidejű hitelek nyújtásával. A reálgazdasági teljesítmény jelentős visszaesését, valamint a pénzügyi közvetítőrendszer zavarait a jegybankok a monetáris eszköztár hagyományos elemeivel nem tudták hatékonyan kezelni, ezért ún. *nemkonvencionális eszközök* alkalmazására kényszerültek. A fent említett elemzés arra a következtetésre jutott, hogy a két jegybank által alkalmazott eszközök hatékonyak bizonyultak a likviditás növelésében és a hozamok csökkentésében, valamint a piaci feszültség mérséklésében. A tanulmány ezek alapján eredményesnek értékeli a nemkonvencionális eszközök alkalmazását, és megerősíti a hivatkozott kutatások konklúzióját, mely szerint a programok javították a reálgazdaság helyzetét, és nélkülük nagyobb gazdasági visszaesés következett volna be.

A legtöbb jegybank a válság során általános likviditásbővítést hajtott végre, így elősegítve a bankrendszer hitelezését és a pénzügyi közvetítőrendszer működésének helyreállítását. A korábbi fedezett eszközök mellett már fedezetlen eszközöket is bevettek portfóliójukba, valamint a hosszabb lejáratra is nyújtottak hiteleket a bankoknak. A kockázatosabb

eszközök tartása természetesen a jegybank portfóliójának minőségét is rontja. A válság során a két jegybank által alkalmazott monetáris politikai eszközök bevezetésének kronológiáját az *M2. sz. mellékletben* található táblázat foglalja össze.

#### **4.2. INFORMÁCIÓS SZEMPONT FELÉRTÉKELŐDÉSE**

A gazdasági válságok folyamatának elemzése során nem hagyható figyelmen kívül az *információs szempont* szerepe. A technika és a kommunikáció robbanásszerű fejlődése következtében az információk megosztása napjainkban gyakorlatilag valós időben, különösebb kötöttségek nélkül történhet. Ez a folyamat a válságok kialakulását tekintve is az információs szempont felértékelődését eredményezte.

A *teljeskörű (tökéletes) informáltság* a neoklasszikus közgazdaságtan egyik alapfeltevése, amely szerint a piaci szereplők döntéseiket az árakra, a keresletre és kínálatra, valamint a kockázatokra vonatkozó összes releváns információ birtokában hozzák meg. Ehhez a feltevéshez kapcsolódik az az elv, hogy az információ mindenki számára egyformán, tranzakciós költségek nélkül elérhető. *Információhiány* akkor lép fel, amikor ez az elv sérül, vagyis egy olyan állapotot tükröz, amelyben a szereplők nem teljeskörű informáltság mellett dönthetnek. Azon túl, hogy a teljes informáltság csak modellszerűen képzelhető el, a nem megfelelő informáltság összefügghet például az információs rendszerrel (nem lehet hozzáférni az információkhoz), a döntéshozó képességeivel (nem képes értelmezni a rendelkezésre álló adatokat), illetve az információk szelektív feldolgozásával is (csak a számára pozitív adatokat veszi figyelembe).

*Információs aszimmetriáról* akkor beszélünk, ha a tranzakcióban részt vevő felek egyike több információval rendelkezik az ügylet tárgyáról, mint a másik fél. Az információs aszimmetria egyik megjelenési formája a megbízó-ügynök probléma. A megbízó-ügynök probléma szerint az egyének célja az egyéni haszonmaximalizálás, miközben informáltságuk és kockázatviselésük eltérő. Az elmélet fő alapkérdése, hogy a megbízó miként képes azt biztosítani, hogy az ügynök az ő érdekeinek megfelelően járjon el, ne pedig – opportunista módon – saját érdekeit kövesse. Ilyen probléma merül fel például a tulajdonosok és a menedzsment, valamint a befektetők és a közvetítők között.

Az információs aszimmetria két alapesete az erkölcsi kockázat és a kontraszelekció. *Erkölcsi (morális) kockázat* akkor alakul ki, amikor egy szereplő túlzott kockázatot vállal annak tudatában, hogy döntésének negatív következményeit nem (vagy nem



kizárólagosan) maga fogja viselni. *Kontraszelekció* akkor fordul elő, ha a piaci szereplők nem képesek felismerni a másik fél (vagy egy adott eszköz) tényleges jellemzőit, mint például valódi kockázatát, ezért a tisztességes partnerek és a jó minőségű eszközök fokozatosan kiszorulnak a piacról. Ennek következtében a valójában kifejezetten előnytelen tulajdonságokkal rendelkezők érvényesülhetnek és maradnak fenn.<sup>11</sup>

Információs aszimmetria mind a mikro-, mind pedig a makroszereplők szintjén számos viszonylatban felmerülhet. Mikroszintű aszimmetria keletkezhet a bankok menedzsmentje és tulajdonosai között, a banki kockázatkezelés és értékesítés között, és az értékpapírosított eszközök értékesítői és befektetői között is. Makroszinten pedig információs aszimmetria léphet fel a pénzügyi szféra és a kormányzat, a vállalati szféra és a politikusok, vagy pedig a háztartási szektor és a pénzügyi közvetítőrendszer között.

A *racióális várakozások elmélete* szintén neoklasszikus eredetű. Ezen elmélet szerint a gazdasági szereplők a jövőre vonatkozó döntéseiknél figyelembe vesznek minden rendelkezésre álló információt, és a gazdasági racionalitás mentén alakítják ki magatartásukat, és hoznak döntéseket. *Téves várakozásokra alapuló magatartásról* beszélhetünk akkor, ha a gazdaságban végül nem az történik, amelyre az aktorok racionális viselkedésük alapján számíthattak.

### 4.3. KÖZÖS VÁLSÁGMODELLEK

A következőkben azt szeretném megvizsgálni, hogy vajon lehetséges-e az, hogy a „*Válságok kategorizálása*” című fejezetben ismertetett válságtípusok csupán ugyanannak a jelenségnek különféle oldalait emelik ki, vagy pedig valóban többféle válság létezik.

A kérdés megválaszolásához át kell tekintenünk a válságok közös jellemzőit, továbbá azt, hogy a kapitalista rendszer kialakulását megelőzően kialakulhattak-e a jelen korban megtapasztalhatókhöz hasonló válságok. Közös jellemző a válságokban a termelési érték, vagyis a nemzeti össztermék visszaesése, a felhalmozott vagyonok értékvesztése, a jövőre vonatkozó várakozások romlása, esetleg lakossági pánik kitörése, valamint általában a negatív folyamatok elhúzódása. Ilyen visszaesések kialakulását rendszerint egy kedvező konjunkturális időszak, fellendülés („*boom*”) előzi meg.

---

<sup>11</sup> Jellemző példa a kontraszelekcióra a jó minőségű, de drága termékek kiszorítása a piacról olcsó, de rosszabb minőségű termékek által. Ugyanez a jelenség tapasztalható a befektetési eszközök piacán, amikor a magasabb hozammal kecsegtető, de implicit magasabb kockázattal bíró eszközök elvonják a megtakarításokat a biztonságos, de alacsonyabb hozamígérettel bíró befektetésektől.

A társadalmi munkamegosztás kialakulásával, vagyis az állattartás, földművelés, valamint a kézművesség különválásával lehetővé vált a létfenntartáshoz szükséges mennyiségen felüli terméktöbblet létrehozása és tartalékolása. Ebben a modellben már bekövetkezhetett a kibocsátás ciklikus hullámzása, és kialakulhattak a maihoz hasonló túltermelési válságok. Azok a gazdák, akik magasabb jövőbeni keresletre számítva többet termelnek, végül eladhatatlan készletekkel, vagy jelentős árcsökkenéssel szembesülhetnek. Amennyiben az elszenvedett veszteségek hatására tömegesen a vetésterület csökkentését határozzák el, a következő évben döntésükkel éppen ellentétes helyzetet, kínálat szűkét (emelkedő árakat és extraprofitot) idézhetnek elő.

Eszközár-buborékok, mint például az említett tulipánhagyma-őrület esetében egyértelműen a várakozások szerepe emelhető ki. Az árnövekedést ezek esetében pusztán pszichológiai hatások, valamint a kereslet árfelhajtó hatása okozta „önbeteljesítés” eredményezi, a tényleges összeomlást (a válságot) pedig az a felismerés eredményezi, hogy a piaci árak túlértékelték.

A túltermelési válságok létrejöttében és az eszközár-buborékok megjelenésében közös pont, hogy mindkettőt tekinthetjük egyféle téves várakozásokon alapuló, nem megfelelő informáltság (vagyis információhiány) következtében kialakuló folyamatnak. Sok esetben a bankpánikok oka is egyszerű önbeteljesítő várakozás: a bankok fizetéseképtelenségét az okozza, hogy a betétesek, félve a pénzügyet csődjétől, tömegesen készpénzhez akarnak jutni, amely valóban elvezet a bank pénzállományának kiürüléséhez. Hasonlóképpen, amennyiben megváltozik a piaci szereplők megítélése egy valuta kockázatáról, akkor roham indulhat ezen valuta ellen, amelynek következtében a monetáris hatóság kénytelen lesz megváltoztatni a korábban alkalmazott gazdaságpolitikáját.

Megállapíthatjuk tehát, hogy akármilyen típusú válságról beszélünk is, a visszaesések kialakulásában jelentős szerepet játszanak a *várakozások*, illetve általánosságban megfogalmazva: a válságok létrejöttében kulcstényezők a szereplők piacra vonatkozó *információi*. A válságot valójában minden esetben a *teljes körű informáltságra vonatkozó doktrína sérülése* idézi elő, *információs aszimmetriákkal* társulva. További kategorizálásuk pedig aszerint lehetséges, hogy ez az információhiány pontosan mire vonatkozik (kauzális oldal), illetve a visszaesés mely területen mutatkozik meg (tüneti oldal).

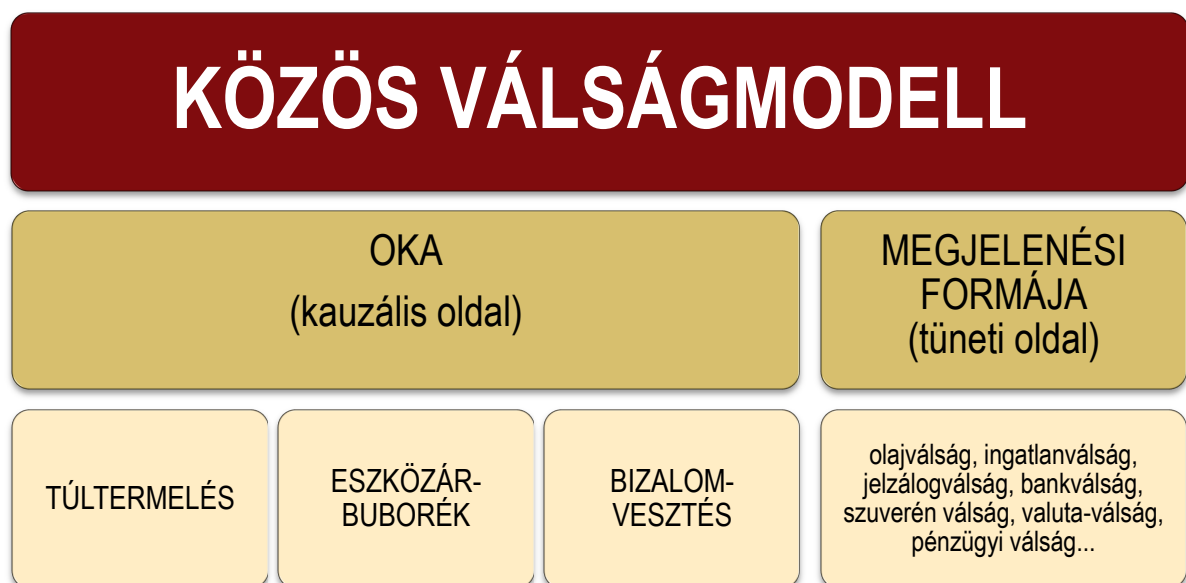
A közös válságmodellt tehát *információs válságként* definiálhatjuk, melynek legjellemzőbb megjelenési formái a következők lehetnek:

- *túltermelési válságok*, melyek során a visszaesést a jövőbeni keresletre vonatkozó, termelési oldalról kiinduló téves várakozások okozzák,
- *eszközár-buborékok*, melyek során a válság kialakulását az árak jövőbeni alakulására vonatkozó, keresleti oldalról kialakuló várakozások okozzák,
- *bizalmi válságok*, melyek a piaci szereplők egymásra vonatkozó hiányos információi következtében alakulnak ki.

A válság tüneti oldala szerint is számos területen mutatkozhat meg, mint például:

- olajválság,
- ingatlanválság,
- jelzálogválság,
- bankválság,
- szuverén (adósság-)válság,
- valutaválság,
- pénzügyi válság.

A közös válságmodell tehát az alábbi ábrával szemléltethető:



**12. ábra: Közös válságmodell vázlata**

Forrás: saját modell

Az információs válságmodell *gyakorlati alkalmazhatósága* két oldalról közelíthető meg. Egyrészt segíthet megérteni a válságok *létrejöttének mechanizmusát*, vagyis azokat a folyamatokat, amelyek elvezetnek a gazdasági visszaesés kialakulásához. Másrészt a modell rávilágít az információs szempont felértékelődésére, amely a *válságok*

*megelőzésének* egy fontos aspektusát képviselheti. Ennek megfelelően a válságok kialakulásának kockázata az *információs problémák kezelésével* csökkenthető.

A fejezet további részében olyan intézményi-szabályozási lehetőségeket vizsgálunk meg, amelyek továbblépési lehetőséget jelenthetnek a válságok megelőzését illetően.

#### **4.4. TOVÁBBLÉPÉSI LEHETŐSÉGEK A PÉNZÜGYI IRÁNYÍTÁS ALAKÍTÁSÁRA**

Amint az elméleti bevezetőben láthattuk, a válságok jelentősen befolyásolják a közgazdasági gondolkodás alakulását, új elméletek megjelenését is. Vajon számíthatunk-e a most zajló válság kapcsán is a korábbiakhoz hasonló forradalmi változásra a közgazdasági elméletekben? A jelen időszakot továbbra is az útkeresés jellemzi. A válság kitörésével egyértelművé vált, hogy a piac mindenhatóságába vetett hit kevés, és a szabályozói beavatkozás elkerülhetetlen. A piaci szabályozó erők alkalmatlannak bizonyultak a válság megelőzésére. Ennek következtében újra előtérbe került a keynesi elméleten alapuló gazdaságpolitikai eszköztár, az állami szerepvállalás növelése. El fog-e következni a jelenlegi válság után egy újabb olyan mértékű paradigmaváltás, amely az 1929–1933-as válságot követte? Fiskális oldalon a kormányzatok mozgástere erőteljesen korlátozott, hiszen a reálgazdasági visszaesés jelentősen növeli az államháztartási hiányt, mindemellett Európa számos országa adósságválsággal küzd. Ezen a téren az állami szerepvállalás lehetősége a jövőre nézve csekély. Lényegesebb változások a monetáris politikában, illetve a pénzügyi szabályozás terén képzelhetők el, és valószínűsíthetők is. *Kosztopolosz* (2012) szerint a monetáris politika útkeresése érintheti annak elméleti paradigmáit, sőt, a közgazdaságtan elméleti felépítményének alapjait is. A válság nagy valószínűséggel felül fogja írni a korábban általános érvényűnek tartott trendeket, mint például a pénzügyi közvetítés mélységének csökkenése (*dezintermediáció*), a pénzügyi innovációk elterjedése, illetve a globális deregulációs hullám. Ugyanakkor továbbra sem várható a piacgazdaság megszűnése, vagy éppenséggel a globalizációból történő visszavonulás. *Bod* (2009) szkeptikus azon véleményekkel szemben, melyek szerint a mostani válság elhozza a nyereségelhajzás, valamint a fogyasztói társadalom meggyengülését, azonban álláspontja szerint számíthatunk az eddigi trendet meghatározó nyugati kultúráktól eltérő kultúrák növekvő súlyára, melyek a korábbiaktól eltérő közgazdasági emberképet képviselnek.

A válságot megelőzően a monetáris politika célja világszerte – szinte kizárólagosan – a pénzromlás mértékének kordában tartása volt, melyet az *inflációs célkövető rendszer* alkalmazásával, gyakorlatilag az irányadó kamatláb meghatározásával kívánt elérni. A központi bankárok ez alapján mindenütt az infláció mértékére helyezték a hangsúlyt, a gazdasági aktivitás alakulása helyett. A modellben a kívánatos gazdaságpolitikai cél a konstans alacsony inflációs ráta, amely zéró kibocsátási rést biztosít (vagyis amely mellett a tényleges kibocsátás megegyezik a potenciálissal). Az Európai Központi Bank középtávú célja a 2 százalék alatti, de ahhoz közeli éves harmonizált inflációs ráta (HICP), amely szintet „árstabilitásnak” tekintenek (ECB, 2015). A 2%-os szint megválasztása természetesen önkényes, azonban a túlságosan alacsony inflációs ráta (vagy éppenséggel a defláció) mindenképpen korlátozza a monetáris politika mozgásterét.<sup>12</sup>

A válság tanulsága, hogy a monetáris politika célrendszere a fentiek mellett a jövőben nagyobb figyelmet kell, hogy szenteljen a *pénzügyi közvetítőrendszer állapotának*, elsődlegesen a piaci likviditás és a bizalom fenntartása érdekében. A fiskális politikát illetően pedig nagyobb hangsúly kell, hogy helyeződjön a *fiskális tartalékok* felhalmozására, és az *automatikus stabilizátorok* rendszerének hatékony kialakítására.

A pénzügyi globalizáció korábbi fejlődési szakaszát az ún. *nyájhatás* („*herding effect*”) jellemezte. A nyájhatás akkor érvényesül, amikor a piacon a szereplők a többség viselkedését tekintik alapnak, követendő gyakorlatnak. Szerepet játszik a válságok kialakulásában, mivel a profitorientált szervezetek akarva-akaratlanul utánozzák a másikat, és ezzel hasonló hibákat is követnek el. A nyájhatás a racionalitást is torzítja a gazdaságban, mivel a kialakult szituációt nem értékelik akkora kárnak, ha az adott viselkedésformát nagyszámú szereplő követte. A pénzügyi globalizáció jelenleg olyan mértékű összefonódást jelent, amely még jó információs helyzetben is egységesíti magát a válságot is a *tovagyrúzó* („*spillover*”) *hatáson* keresztül. Ez a hatás olyan ok-okozati összefüggést jelent, amikor az érintett események között látszólag nincs kapcsolat.

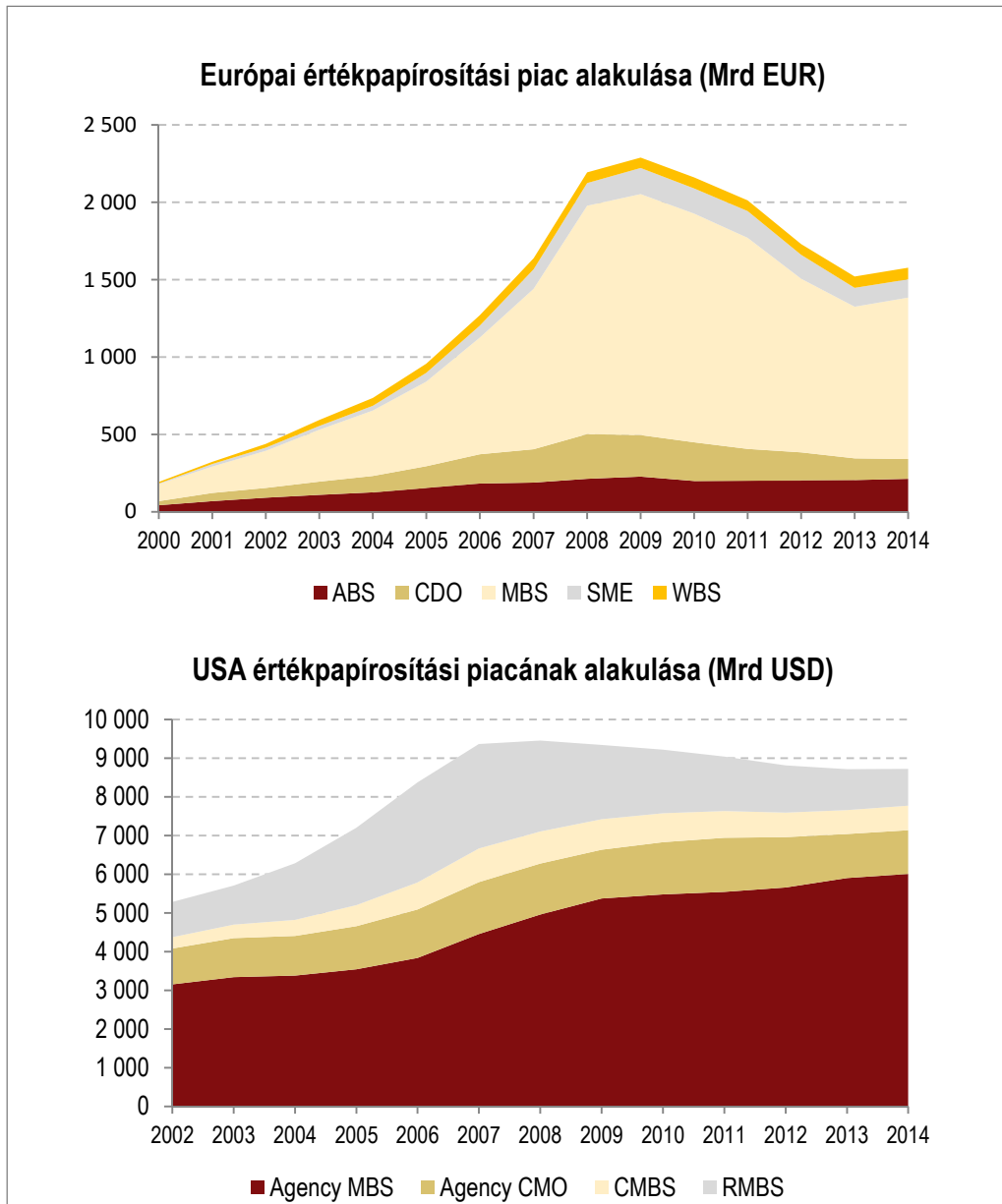
#### **4.4.1. Minősített értékpapírosítás**

A válság egyik okaként számon tartott *értékpapírosítási (Originate and Distribute, OAD) modell* továbbra is széles körben alkalmazott. Az európai értékpapírosítási piac 2009-ben

---

<sup>12</sup> Ez a jelenség likviditási csapda néven ismert, és olyan helyzetet jelöl, amelyben az alacsony reálkamatláb következtében a gazdasági szereplők inkább készpénzt tartanak, mintsem befektetéseket eszközöljenek. Ilyen körülmények között a monetáris politika részéről a kamatláb csökkentésére, és ezáltal az aggregált kereslet ösztönzésére irányuló expanzív intézkedések hatástalanok maradnak.

több mint 2 200 milliárd eurót képviselt, míg 2014 végére ez kb. 1 500 milliárd euróra húzódott vissza. Az Egyesült Államok hasonló piaca az európainál jóval nagyobb mértékű. Az USA fennálló értékpapírosított kötvényállománya 2008-ban tetőzött közel 9 500 milliárd dollárral, s 2014 végén pedig 8 700 milliárd USD-t tett ki (Securities Industry and Financial Markets Association, 2015).<sup>13</sup>



**13. ábra: Európa és az Egyesült Államok értékpapírosítási piacának alakulása**

Forrás: Securities Industry and Financial Markets Association (2015) alapján, saját szerkesztés

<sup>13</sup> Európa esetében az „Europe Securitisation Outstanding”, USA esetében pedig a „U.S. Mortgage-Related Securities Outstanding” adatot vettem figyelembe.

A visszaesés ellenére ezekből a számokból is az OAD-modell továbbélése figyelhető meg. A fenti ábrákból jól kivehető, hogy a két régió piaca eltérően reagált a válság okozta visszaesésre. Európát a válságot megelőző években gyors felfutás jellemezte, melyet aztán 2009-től hirtelen zuhanás jellemezett. Az utóbbi évek adatai szerint az értékpapírosított kötelezettségek fennálló állománya a válság kirobbanásakor megtapasztalt „rally”-nál alacsonyabb, de a korábbi időszaknál jóval magasabb szinten látszik állandósulni.

Az Egyesült Államok értékpapírosítási piaca már a 2000-es évek elején jóval nagyobb volumenű volt. A válságot megelőzően szintén gyors felfutás jellemezte, majd 2007-2008-ban érte el legnagyobb kiterjedését. Ugyanakkor megfigyelhető, hogy az amerikai piacon az ezt követő visszaesés nem volt olyan nagymértékű, mint Európában, és a fennálló értékpapírosított állomány a maximumhoz közel állandósul.

A banki szabályozás értelmében a pénzügyi intézetek világszerte kötelesek az általuk nyújtott hitelek után meghatározott szintű tartalékokat képezni. A bankok természetesen abban érdekeltek, hogy ennek a profitot nem termelő tartaléknak a nagysága a lehető legalacsonyabb legyen, ezért a hitelek egy részét igyekeznek továbbra is mérlegen kívül tartani. Ebből kifolyólag sem várható ezen gyakorlat megszűnése a pénzügyi rendszerben. A jövőre nézve azonban a változás az értékpapírosítás kiterjedtségének mértékében, valamint az átcsomagolási lépések maximális számában képzelhető el annak érdekében, hogy egy magasabb szintű transzparencia legyen biztosítható.

A *Bank of England* és az *Európai Központi Bank* gondozásában 2014-ben megjelent tanulmány az értékpapírosítás alkalmazhatóságát, valamint az abból elérhető előnyöket vizsgálja, továbbá feltárja azokat a tényezőket, melyek egy jól működő európai értékpapírosítási piac létrejöttét akadályozzák, a lehetséges szabályozói válaszok bemutatása mellett. A tanulmány megállapítja, hogy az értékpapírosítással elérhető előnyök az eszköz alkalmazásának *céljától* függenek, mely lehet eszközfinanszírozás, kockázatcsökkentés, vagy mindkettő. *Finanszírozási eszközként* hozzájárulhat a diverzifikált finanszírozási alap kialakításához lejárat, befektetői réteg, valamint devizanem szempontjából. Ily módon segítheti az eszközök és források lejárat szerinti összehangolását, valamint lehetővé teszi, hogy a bankok egy szélesebb befektetői kört célozzanak meg az eszközfedezetű értékpapírok (ABS) különféle sorozatainak igény szerinti „személyre szabásával”. A tartalékképzésre vonatkozó szabályoknak történő megfelelés mellett a *hitelezési kockázat átadása* a bankszektoron kívülre előnyös lehet mind a reálgazdaság, mind a pénzügyi szektor számára, illetve a pénzügyi és monetáris

stabilitás elősegítése szempontjából. Ennek magyarázatát a tanulmány a következőkben adja: egyrészt a kockázat bankon kívülre helyezésével banki tőke szabadul fel, amely a reálgazdaság irányába történő további hitelezést tesz lehetővé, másrészt a megfelelően strukturált értékpapírosítással a bankok mérlegében meglévő kockázatok is csökkenthetők. Az értékpapírosítási piac a kevésbé likvid hiteleket nagyobb likviditással rendelkező eszközökké, értékpapírokká alakítja át (Bank of England és European Central Bank, 2014).

A fenti pozitívumok természetesen nem jelentenek újdonságot. Az értékpapírosítási modell 1970-es évektől megtapasztalt terjedése éppen a fenti – gazdaságilag mérhető, nagyobb profitot eredményező – előnyök kiaknázása miatt történhetett meg. A modell önmagában tehát nem elvetendő, azonban mértékkel, szabályozott körülmények között alkalmazandó. A tanulmány szerint egy értékpapírosítási piac a következő feltételek mellett működhet megbízhatóan:

- az eszközfedezetet valódi reálgazdasági hitelek jelentik, átsomagolt (már eleve értékpapírosítással keletkeztetett) értékpapírok nélkül,
- transzparens hitelköveteléseken alapuló struktúrák, származtatott termékek (derivatívák) alkalmazása helyett,
- átlátható és megfelelően szabályozott kapcsolat az értékpapírosítást végző intézmény („*vehicle*”) és a kibocsátó között,
- egységes harmonizált európai sztenderdek kialakítása,
- egyúttal a szabályozó hatóságoknak is tisztában kell lenniük azokkal a csatornákkal, melyeken keresztül a pénzügyi intézmények közötti összefonódások potenciálisan növekedhetnek az értékpapírosítás következtében.

A fentiekből összegzéseként a tanulmány szerzői az ún. *minősített értékpapírosítás* alapelveinek meghatározását javasolják. A minősített értékpapírosítás körébe tartozó tranzakcióknak egyszerűbbnek, szerkezetileg stabilnak és átláthatónak kell lenniük annak érdekében, hogy a befektetők nagyobb biztonsággal tudják felismerni és modellezni a valós kockázatot. Ezek az értékpapírok potenciálisan alacsonyabb kockázatot jelentenének, ugyanakkor nem lennének teljesen kockázatmentesek, így a befektetőknek továbbra is kellő körültekintéssel kell eljárniuk. A minősített értékpapírosítás tehát a szerzők álláspontja szerint olyan értékpapírok kibocsátását jelöli, amelyek esetében *a kockázatok és a kapcsolódó hozamok reálisan megbecsülhetők*.



Véleményem szerint az értékpapírosítási modell minőségi követelményeinek bevezetés szükséges, de nem elégséges a probléma kezelése szempontjából. A fentiekén túlmenően szükséges lesz a szabályozói arbitrázs, valamint a *rendszerkockázatok kezelése* is. Ugyanis még egy minősített értékpapírosítás során sem szabad elfeledkeznünk azokról az akár globális szintű összefonódásokról, melyek a rendszerkockázatok átgyűrűzése irányába hatnak. A szabályozói környezetnek tehát választ kell adnia arra az esetre, ha a gazdasági visszaesés hatása egyidejűleg több, az átsomagolt értékpapír mögött álló hitel pénzáramlását veszélyezteti, akár egymástól függetlenül is.

#### **4.4.2. A Chicago-terv újragondolása**

A Nemzetközi Valutaalap gondozásában 2012-ben megjelent, *Jaromir Benes és Michael Kumhof* által készített tanulmány a Nagy Gazdasági Világválságot követő időszakban felvetett monetáris reformjavaslat, az ún. *Chicago-terv* újragondolását tartalmazza. A Chicagói Egyetem közgazdászai által 1933-ban összeállított, a bankrendszerre vonatkozó reformokat tartalmazó eredeti terv a bankok monetáris és hitelezési funkcióinak szétválasztását javasolta. Eszerint ketté kell bontani a bankrendszert egyrészt olyan bankokra, amelyek a hitelezést végzik, másrészt pedig olyanokra, amelyek a pénzforgalmat intézik, ez utóbbiakra első lépésként 100%-os kötelező tartalékráta bevezetése mellett. Ily módon a bankok hitelpénz-teremtő funkciója megszűnne, amely által a pénzkínálat bármilyen irányú hirtelen változása kiküszöbölhető lenne. Második lépésként azt kellene biztosítani, hogy új banki hitelkihelyezés csak a kormányzat által kibocsátott pénzben (jegybankpénzben) felhalmozott nyereségből, vagy pedig bankrendszeren kívül lévő jegybankpénz kölcsönzéséből valósulhasson meg, nem pedig új betétek bankok által történő teremtésével a semmiből („*ex nihilo*”) (Benes és Kumhof, 2012).

A klasszikus banki működés során a kezdetleges hitelintézetek betéteket fogadtak el a megtakarítóktól, melyeket azután a felhasználók részére hitelként helyeztek ki. A pénzügyi közvetítő rendszer eme működését *egyszerű banki közvetítésnek* nevezzük. A betétekre betéti kamatot fizettek, míg a hitelek után ennél magasabb hitelkamatot számítottak fel. A kettő közti nettó kamatbevétel, továbbá a jutalékbevételek adták a bank hasznát. A kihelyezhető hitelek felső korlátját a megtakarítások képezték, a bankrendszer multiplikátor (pénzteremtő) szerepet nem töltött be, csak a gazdaságban már meglévő pénzmennyiség újraelosztása történt. Később azonban a bankok rájöttek arra, hogy egyszerre az összes betétes amúgy sem veszi ki az összes megtakarítását, így az elhelyezett

betétek összegénél jóval magasabb összegű kölcsönt tudnak kihelyezni, ezáltal nyereségük is sokkal magasabb lett. A betétesek esetleges rohama okozta bankcsődök megelőzésére alakult ki a történelem során a minimális *kötelező tartalékráta* intézménye, valamint a központi bank *végső hitelező* funkciója. (Gál, 2010)

*Fisher* (1936) a tervezet négy előnyét fogalmazta meg:

- 1) Nagyobb ráhatás az üzleti ciklusok alakulására, valamint *Fisher* és kortársai által az üzleti ciklusok hullámzásának fő okaként tekintett banki hitelezés hirtelen növekedésére vagy összehúzódására, melyeket nem indokolnak a reálgazdaság fundamentumai, továbbá a bankrendszer által létrehozott pénzkínálat erősebb szabályozása.
- 2) A betétesek bankok ellen irányuló rohamának (a „*bank run*”-ok) teljes elkerülése.
- 3) A nettó államadósság jelentős csökkenése.
- 4) A privát szektor adósságának nagymértékű csökkenése, miután a pénzteremtés nem igényelne további adóssággenerálást.

*Benes és Kumhof* (2012) mind a négy, első látásra logikusnak tűnő következtetést igazolni tudták az Egyesült Államok adatainak részletes elemzése alapján. Véleményük szerint a terv megvalósítása további pozitív hatást gyakorolna az inflációra és a gazdasági aktivitásra is: az eredmények szerint a gazdaság kevésbé ciklikus módon, stabilabban és erősebben növekedne, kisebb adósságok halmozódnának fel, és az inflációs kockázatok is kisebbek lennének, továbbá ezen előnyök a privát pénzügyi szféra alapvető funkcióinak csorbulása nélkül érhetőek el. A Chicago-terv alapján a magánkézben lévő pénzügyi intézmények továbbra is kulcsszerepet játszanának a modern fizetési rendszer működtetésében, a tőke hatékony allokációjában, és a háztartások, valamint a vállalkozások költségvetési korlátainak intertemporális áthidalásában. Megszűnne azonban privát intézmények kizárólagos kezdeményezése alapján teremtett hitel.

A Chicago-terv bevezetésére történő átmenet technikailag több lépésben történhet. A 100%-os tartalékkövetelmény miatt a bankok kénytelenek hitelt felvenni a költségvetéstől (jegybanktól) annak érdekében, hogy betéteik után a megfelelő tartalékszintet tartani tudják. *Benes és Kumhof* megfogalmazásában a pénzt a *kormányzat*, nem pedig a *jegybank* bocsátaná ki („*treasury credit*”). Az érthetőség kedvéért azonban itt a központi bankot a kormányzat részeként tekintem. Ez a lépés tehát a központi banki mérleg jelentős expanziójával jár a kereskedelmi bankok mérlegével szemben: a jegybank mérlegének

forrásoldalán megnövekszik a kibocsátott jegybankpénz-mennyiség, és ezzel egyidejűleg követelésre tesz szert a kereskedelmi bankokkal szemben. A kormányzat ekkor a privát szféra irányában nettó hitelezővé válik. Ezen a pozícióit a kormányzat – ideértve a jegybankot – meghagyhatja bruttó módon, vagy pedig felhasználhatja az államkötvényekből eredő kötelezettségeinek beszámítására (vagyis a privát szféra kötelezettségeinek elengedéséért cserébe államkötvényeket vásárol vissza, amelyeket azután bevon). Ezt követően – a beruházási hitelek kivételével – a privát szektor és a kormányzat összes, bankrendszerrel szemben fennálló adósságát átváltják a költségvetés által folyósított hitelre. A bankok ezután saját tőkéjük egy részét kifizethetik, mivel a tőkekövetelmények a teljes tartalékolás következtében jelentősen lecsökkenhetnek.

*Benes és Kumhof* (2012) a szakirodalmat és a történelmi példákat áttekintve úgy vélik, hogy a „privát” pénzkibocsátás jelentős társadalmi problémákat okozott. Az uzsora egyik formájaként nevezik meg a privátszféra azon kiváltságát, hogy a pozitív kamatra, a „semmitől” képes pénz létrehozni, valamint annak mennyiségét kénye-kedve szerint befolyásolni. Ezzel a privát pénzkibocsátással szemben javasolják az állami pénzkibocsátási monopólium bevezetését, amely azonban nem a hagyományos értelemben vett tranzakciós pénz, hanem egy speciális korlátozott felhasználású pénzeszköz, a *treasury credit* lenne, melynek funkcióját a tanulmányban sok helyütt összemoszák a tranzakciós pénz szerepével. A tanulmány által javasolt 100%-os tartalékolású bankrendszerben a tartalékok szerepét tehát valójában nem a készpénz, hanem a kormányzat által bármekkora mértékben kibocsátható *speciális pénzeszköz* töltené be. A treasury credit kibocsátásával párhuzamos pénzrendszer jönne létre, annak beláthatatlanul messzire vezető következményeivel (az új pénz masszív kibocsátása leértékelődéssel, a régi pénz felértékelődése az iránta való kereslet növekedése miatt, a készpénz teaurálása, likviditás hiánya). A tanulmány egyúttal figyelmen kívül hagyja az USD Egyesült Államokon kívüli, világpénzként történő használatát, és ezen dollárkövetelések esetében is ugyanolyan átváltást képzel el a kormányzati treasury creditre, mint a helyi bankrendszerénél.

A tanulmány jelentős kritikát kapott az ún. osztrák iskola képviselőitől. *Sibileau* (2012) a privát szféra hiteleinek átváltását egyenesen elkobzásnak (konfiskációnak) nevezi, és megjegyzi, hogy a hitelnyújtás minden esetben csak a két fél akaratlagos megegyezésén alapulhat, így az „egyoldalú” hitelezés nem lehetséges. Amennyiben a terv mégis megvalósulna, a bankok természetes reakcióként szabadulni próbálnának a kormányzat által kibocsátott pénzeszköztől, a treasury credittől. A pénzintézetek sietnének névérték

alatt értékesíteni eme eszközt a forgalomban lévő készpénzállományért cserébe, melyet a szerzők „elhanyagolhatósága” okán a tanulmányban nem vettek figyelembe. A treasury credit valójában sohasem töltene be pénzfunkciókat, hiszen az egyedül a fennálló bankkölcsonök visszafizetésére lenne használható a modell szerint. Sibileau felidézi azt a közgazdasági összefüggést, mely szerint arbitrázslehetőség adódik, amennyiben ugyanazon eszköz kétféle áron cserél gazdát, illetve az összefüggés másféle (derivatív) megfogalmazása szerint arbitrázslehetőség adódik, amennyiben két, eltérő kockázatú eszköz ára megegyezik. Ebből következően a korábbi hitelekkel egyező névértéken kibocsátott, de korlátozott használhatóságú treasury credit a pénztulajdonosok számára alacsonyabb értéket fog képviselni, ezért mind a bankok, mind pedig a magánszemélyek mihamarabb szabadulni szeretnének majd tőle. A szerző véleménye szerint tehát banksődök ez esetben is elő fognak fordulni. Sibileau utal arra is, hogy a pénzkibocsátás kormányzati kézbe adása a történelem során a pénzmennyiség határtalan növeléséhez, és ezáltal hiperinflációhoz vezetett.

A szerző véleménye szerint a tanulmány felett folyó vita alapja a *pénz definíciójának* eltérő megközelítéséből adódik. Az Egyesült Államokban a pénzkibocsátás az – egyébként magántulajdonban lévő – Federal Reserve kizárólagos joga, míg az európai országokban az állam tulajdonában álló, de a kormányzattól független központi jegybank jogosult a pénz kibocsátására. Közös azonban, hogy mindkét esetben a forgalomban lévő (tranzakciós) pénzmennyiséget a részleges tartalékolás modellje alapján a jegybank és a kereskedelmi bankok együttesen állítják elő.

A szerző nézetei szerint – a fentiektől függetlenül – egy tényleges 100%-os tartalékolású bankrendszer bevezetése a terv megvalósítható része lenne, akár a bruttó mérlegpozíciók megtartásával is. A hitelek kiváltására nem a kormányzat által teremtett *treasury credit*, hanem a hagyományos *jegybankpénz* szolgálna. A teljes tartalékolási követelményre való áttérés során ebben a modellben a kereskedelmi bankok az általuk kihelyezett hiteleket 100%-ban jegybankpénzzel lennének kötelesek lefedezni. Ezt követően kereskedelmi banki hitelkihelyezés automatikusan csak további, a nyújtott hitellel megegyező összegű jegybanki hitelfelvétel mellett volna lehetséges. Megjegyzendő, hogy Irving Fisher eredeti, 1936-os tanulmányában a jegybank a tartalékok fedezetére szolgáló hitelt kamatmentesen, vagy pedig állampapírok visszavásárlása útján juttatná a kereskedelmi bankok részére. Amennyiben ez nem valósulna meg ilyen formában, a 100%-os tartalékráta bevezetése első lépésben a kereskedelmi bankok forrásköltségének jelentős megemelkedésével járna. A

jelenleg költségmentesen rendelkezésre álló saját pénzteremtés helyett ugyanis a központi banktól felvett hitelek ellenében tudnának kölcsönöket kihelyezni. A jegybanki tartalék után kapott kamatbevételt is figyelembe véve a hitelintézetek nettó költsége a kamatmarzs (jelenleg Magyarországon 1% körüli) mértékével növekedne. A hitelintézetek összevont mérlegéből megállapítható, hogy ez a 29 ezer milliárd forint körüli betétállományt figyelembe véve a magyar bankszektor költségeit éves szinten mintegy 290 milliárd forinttal emelné. Elérhetővé válna a terv eredeti célja, mely szerint a pénzteremtés teljes mértékben *állami* (de nem kormányzati!) kézben összpontosulna, így a pénzmennyiség szabályozása egyedül a központi bank hatásköre lenne, továbbá elkülönülne a bankok hitelezési, valamint pénzforgalmi funkciója. Amennyiben megvalósulna a pénzügyi intézmények államháztartással szembeni eszközeinek megváltása is, az esetben az államadósság 5000 milliárd forint körüli értékben csökkenne, ami a GDP kb. 16–17%-át teszi ki. Ezt a lépést azonban kizárólag önkéntes (üzleti) alapon, nem pedig kényszerítve, a törvény erejénél fogva lehetne megvalósítani. A két lépés során tehát megvalósul – a beruházási hitelek kivételével – a kormányzati és egyéb belföldi hitelek átváltása treasury creditre.

Egy ilyen scenárió megvalósulását mutatja a hitelintézetek 2014. decemberi összevont mérlege alapján a következő ábra. Első lépésként a 29 036 milliárd forint betétállománynak megfelelő „treasury credit” kifolyósítása történik meg, amely a banki mérleg eszközoldalán mint tartalék szerepel. Második lépésként a fennálló hiteleket átveszi a kormányzat, a beruházási hitelek<sup>14</sup> kivételével. A harmadik táblázatban szereplő szaggatott vonal pedig a pénzforgalmi és a hitelezési funkció szétválasztását mutatja a betétek 100%-os fedezettsége mellett, míg a pénzintézetek összevont mérlegfőösszege a kiinduló állapothoz képest változatlan. Az eszközök közt szereplő 29 ezer milliárd forint összegű „Tartalékok” ellenoldala pedig a kormányzat passzívái között szerepel. Vegyük észre, hogy ezzel együtt a kormányzat mintegy 24 ezer milliárd forint értékű (vagyis a GDP közel 85%-át kitevő) privát adósságra is szert tett, melynek kezelése és behajtása ezt követően állami feladattá válik!

---

<sup>14</sup> Mivel az MNB mérlegstatistikája nem különbözteti meg a beruházási és egyéb célú hiteleket, azért ez előbbieik összegét a Chicago-terv logikája alapján, maradékelven számítottam (24072+575+4847–29036=458).

<b>CHICAGO PLAN ELŐTTI ÁLLAPOT:</b>			
		milliárd Ft	
<b>Eszközök</b>		<b>Források</b>	
Belföldi hitelek	24072	Betétek	29036
Kormányzati hitelek	575	Egyéb források	3830
Kormányzati kötvények	4847	Saját tőke	3012
Egyéb nettó eszközök	6384		
<b>Eszközök összesen</b>	<b>35878</b>	<b>Források összesen</b>	<b>35878</b>

<b>CHICAGO PLAN 1. LÉPÉS:</b>			
		milliárd Ft	
<b>Eszközök</b>		<b>Források</b>	
Belföldi hitelek	24072	Betétek	29036
Kormányzati hitelek	575	Egyéb források	3830
Kormányzati kötvények	4847	Saját tőke	3012
Egyéb nettó eszközök	6384		
<b>Tartalékok</b>	<b>29036</b>	<b>Treasury credit</b>	<b>29036</b>
<b>Eszközök összesen</b>	<b>64914</b>	<b>Források összesen</b>	<b>64914</b>

<b>CHICAGO PLAN 2. LÉPÉS:</b>			
		milliárd Ft	
<b>Eszközök</b>		<b>Források</b>	
<b>Tartalékok</b>	<b>29036</b>	Betétek	29036
Beruházási hitelek	458	Egyéb források	3830
Egyéb nettó eszközök	6384	Saját tőke	3012
<b>Eszközök összesen</b>	<b>35878</b>	<b>Források összesen</b>	<b>35878</b>

**14. ábra: Chicago Plan megvalósítása a magyar bankrendszer adatai alapján**

Forrás: MNB: A hitelintézetek összevont mérlege alapján, saját szerkesztés

#### 4.4.3. Globális jegybanki funkció létrehozása

Jelenleg a globális devizatartalékok összetételében az euró térnyerése ellenére az USA-dollár súlya még 60% fölött van, valamint a nemzetközi kereskedelmi- és deviza tranzakciók jelentős részét is dollárban hajtják végre (IMF, 2015). A Nemzetközi Valutaalap által 1969-ben létrehozott mesterséges tartalékeszköz, a *speciális lehívási jogok* (SDR) a teljes nemzetközi devizatartalékok kb. 5%-át teszi ki. A fentiekből az látható, hogy az SDR nem volt képes betölteni a tartalékdeviza szerepét, leginkább csupán elszámolási eszközként funkcionál, valamint továbbra is az USA dollár dominanciája figyelhető meg a nemzetközi pénzpiacokon. Mindebből az következik, hogy az amerikai jegybank szerepét betöltő Federal Reserve sok országot tesz függővé monetáris politikai döntéseitől. Ez mindamelllett nem tükrözi a valós világgazdasági erőviszonyokat sem. A G20-akon belül, főként Kína vezetésével, létezik olyan vélemény, mely szerint a dollárral

szemben bővíteni kellene az SDR (vagy akár egy újonnan létrehozandó, nemzeti gazdaságoktól független valuta) globális használatát, valamint annak részarányát a tartalékokon belül (Farkas, 2010). A speciális lehívási jogok tartalékvalutaként történő használata feltételezné az SDR pénzfunkcióinak kiterjesztését, forgalmazásának kibővítését. Az SDR likviditásának növeléséhez azonban jelentős változásokra lenne szükség a nemzetközi pénzügyi rendszerben, amelyek magukban foglalnák a globális pénzügyi kormányzás, egy *globális jegybanki funkció* létrehozását, valamint az SDR valutakosarának kibővítését a feltörekvő országok devizáival, elsősorban a kínai jüannel.

A következőkben azt szeretném megvizsgálni, hogy a nemzetközi pénzügyi rendszer problémáira megoldást jelenthet-e egy ilyen globális jegybanki funkció létrehozása. Ehhez *Keynes és Schumacher* 1940-42-ben kidolgozott elképzelését vettem alapul, amely a második világháborút követő időszak nemzetközi pénzügyi rendszerének kialakítására vonatkozó – elutasított – brit javaslatot alkotta. A javaslat szerint az új nemzetközi elszámolási egység, a *bancor* képezné a nemzetközi kereskedelem elszámolásának alapját egy multilaterális fizetési rendszeren belül. Keynes és Schumacher javaslatában a *bancor* nem fizikai világpénzként, csupán elszámolási egységként funkcionált volna. Ennek továbbfejlesztéseként azonban elképzelhető lenne egy tényleges világpénz kibocsátása is, globális jegybanki funkció létrehozása mellett. Ez a modell a nemzetközi pénzügyi rendszerben egy erős koordináló szervezet megléte mellett képzelhető csak el. E koordináló szervezet szerepét akár a jelenlegi Bretton Woods-i intézmények egyike (reálisan az IMF), más nemzetközi pénzügyi intézmény (például a Nemzetközi Fizetések Bankja) vagy pedig egy újonnan – akár a G20-ak együttműködése keretében – létrehozandó intézet tölthetné be.

A Kínai Központi Bank kormányzója, *Zsou Hsziao-csuan* által felvázolt elképzelés szerint elengedhetetlen egy új globális elszámolási valuta létrehozása a pénzügyi stabilitás, valamint a globális növekedés biztosítása érdekében. Zsou az új tartalékvaluta kibocsátására három kritériumot fogalmazott meg (Farkas, 2009):

- a nemzetközi tartalékvalutát megfelelően stabil szinten kell lehorgonyozni, és ennek érdekében szabályozni kell a kibocsátását,
- a kibocsátásnak elég rugalmasnak kell lennie ahhoz, hogy a változó kereslet függvényében kiigazításokat lehessen tenni,

- a kibocsátásnak teljesen függetlennek kell lennie bármely ország gazdasági helyzetétől és szuverén érdekeitől.

A globális tartalékvaluta bevezetése természetesen nem működhetne egyik napról a másikra. Noha jelenleg is magas az USA-dollár aránya a nemzetközi tartalékokon belül, megfigyelhető annak fokozatos csökkenése az euró javára. A kínai valutánem, a jüan is középtávon a tartalékvaluták sorába léphet, amennyiben annak feltételei (konvertibilitás, stabilitás, politikai háttér) adottak lesznek. Ezeken a lépéseken keresztül a gazdasági erőviszonyok eltolódásával nemzetközi közösség „megérhet” egy új pénzügyi rend kialakítására.

A globális jegybank saját valutáját egy szintén globális kamatláb mellett tudná kibocsátani. A világpénzt használó egyes országok azonban elkerülhetetlenül eltérő fejlettségi stádiumban, valamint konjunkturális helyzetben vannak, így ezen gazdaságok eltérő kamatlábat igényelnek. Az anticiklikus gazdaságpolitika szempontjából recessziós időszakokban alacsonyabb, konjunkturális szakaszokban magasabb kamatláb az ideális.

Az egységes kamatláb okozta problémát fiskális transferek segítségével lehetne áthidalni, a valutaövezetek aszimmetrikus sokkjainak kezeléséhez hasonlóan. Egy aszimmetrikus – csak egy adott területet érintő – sokk esetén ugyanis az adott ország nem tud a kamatlábak vagy a nominális árfolyam alakításával mint válságkezelő eszközzel élni. A fiskális transferek alkalmazása azt jelentené, hogy a fellendülőben lévő területekről a költségvetés forrásokat csoportosít át a sokk által érintett gazdaságok felé. Ennek gyakorlati megvalósításához természetesen jelentős politikai akarat, a nemzetek közötti szolidaritás növekedése szükséges.

Az IMF és a Világbank 1994. évi madridi közgyűlését megelőzően a Bretton Woods-i intézmények létrehozásának 50. évfordulója alkalmából konferenciát rendeztek, melynek fő témái az intézmények jövőbeni globális szerepvállalása, valamint a nemzetközi pénzügyi rendszer megerősítésének kérdései voltak. Ezen a konferencián merült fel a nemzetközi pénzügyi rendszer jövőjére vonatkozóan az *árfolyamzóna-rendszer* bevezetésének javaslata, amelynek analógiájára egyféle *kamatzóna-rendszer* működtetése is elképzelhető.

A konferencián tartott előadásában *C. Fred Bergsten* pénzügyprofesszor kifejtette, hogy ugyan széleskörű egyetértés van arról, hogy a Bretton Woods-i rendszer első 25 évének működését a prosperitás jellemezte, valójában már az 1950-es évek végén, illetve az 1960-



as évek elején jelentkeztek a problémák: fontválságok, aranypiacok zavarai, valamint támadások az USA-dollár ellen, melyek hatására tőkekorlátozásokat vezettek be a világ elsőszámú hitelező országában. Az időszak végére inflációs hullám alakult ki, melyet tetézték az 1970-es évek olajválságai. Az 1944-ben kialakított rögzített nemzetközi árfolyamrendszer, mely a dollár kulcsvaluta szerepén, valamint közvetlen aranyra válthatóságán alapult, 1971-ben megszűnt. A multilaterális rendszer megszűnésével kialakult vákuumban kétoldalú (bilaterális) egyeztetések alakultak ki az országok között, melyekben az IMF játszott közvetítő szerepet. A jóváhagyott monetáris rendszer hiányában a *szabad árfolyamrendszerek* váltak de facto standarddá. Az extrém árfolyam-egyensúlytalanságok kialakulása, valamint az árfolyamok volatilitása azonban jelentős költségeket okozott, valamint hozzájárult a protekcionista intézkedések felerősödéséhez.

*Bergsten* (1995) megállapította, hogy nem járt sikerrel sem a fix, sem pedig a rugalmas árfolyamrendszerek bevezetése. A fix árfolyamrendszer túl merevek voltak, s így a paritások szükség esetén nem voltak képesek időben alkalmazkodni, míg az 1980-as évek elején bevezetett rugalmas árfolyamrendszer hatalmas árfolyam-egyensúlytalanságok kialakulásával járt együtt. A jövőre nézve tehát a fókusz a *közbülső árfolyamrendszerek* kialakításán van.

Az IMF jövőbeni szerepét *Bergsten* (1995) a főbb iparosodott országok által kialakítandó *árfolyamzóna-rendszer felügyelőjeként* vázolta fel, mely lehetővé tenné az Alap számára a nemzetközi pénzügyi rendszer hiányosságainak, valamint elégtelen intézményi felépítményének megoldását. Az árfolyamzóna-rendszer idővel a makrogazdasági politikák hatásos egyeztető fórumává válhat elsősorban a nagy gazdasági térségek – USA, Japán és az Európai Unió – között. E rendszer társ-koordinátoraként, együtt a jelentősebb gazdaságokkal és központi bankok testületével, az IMF végre betölthetné a Bretton Woods-i rendszerben neki szánt globális monetáris irányító szerepet.

Az árfolyamzóna-rendszer a széles árfolyamsávokon alapuló rendszer, valamint a csúszó árfolyamrendszer („*crawling peg*”) egyféle ötvözeteként képzelhető el. *Bergsten* (1995) javaslata egy hivatalos *de jure* rendszerben központi bejelentett paritás körül +/-10%-ban meghatározott ingadozási sávot (zónát) engedélyezne a devizaárfolyamoknak. A zónákat folyamatosan felülvizsgálják, és a kétoldalú nominális árfolyamokat minden esetben úgy igazítanak ki, hogy a reálárfolyamok szintje változatlan maradjon. Ez az eszköz lehetővé tenné a jelentős külső sokkok kezelését is a zónák szükség szerinti kiigazításával. Az új nemzetközi pénzügyi rendszer megfelelő szintű koordinálására *Bergsten* szerint

egyedülként az IMF lenne képes, robusztus apparátusánál fogva. Ugyanakkor továbbra is jelentős szerepet szán a G7-ek együttműködésének, amely az árfolyamrezsimmel kapcsolatos egyeztetések és tárgyalások elsődleges helyszíne maradna. Az árfolyamrezsimek jóváhagyását az IMF – Alapokmányában definiált, de jelenleg még létre nem hozott – Tanácsa látná el.

A fentiekhez hasonló metódus – egy sávós kamatrendszer – felvázolható a kamatlábak alakítására is. Egy ilyen rendszerben a kamatlábak (pl. a jegybanki alapkamatok) meghatározott „paritás” körül ingadozhatnak egy előre definiált sávban. A sávok kiigazítására az IMF felügyelete és jóváhagyása mellett kerülhetne csak sor. Ennek megfelelően az egyes országok kamatmeghatározó testületeinek kamatlábakra vonatkozó döntéseit az IMF Tanácsa hagyná jóvá, amely ezáltal szuverenitásuk korlátozását is jelentené. Az árfolyamok analógiájára a kamatlábakat úgy alakítanák, hogy a reálkamatlábak egymáshoz viszonyított arányai változatlanok maradjanak. Ez azonban, a nemzetközi pénzügyi rendszerben megfigyelhető összefonódások, valamint a bilaterális kombinációk magas száma miatt meglehetősen komplex koordinációt igényelne az IMF részéről.

A globális jegybanki funkció kialakítása *hosszú távon ideális megoldás* lehet a pénzügyi rendszer jövőjét tekintve, mivel ekkor egy központi intézményben összpontosulhat a világon alkalmazott monetáris politika. Ennek megvalósítása a nemzeti szuverenitás jelentős részének feladásával járna, erre azonban jelenleg nincs meg a politikai akarat, ezért csupán elméleti szinten képzelhető el. Egy globális jegybankkal rendelkező nemzetközi pénzügyi rendszer kialakításában Kína és Japán bevonása elengedhetetlennek látszik. Értelemszerűen egy ilyen új globális valuta létrehozása a világpénz jelenlegi funkcióját betöltő USA-dollár szerepének csökkenését is eredményezné, így nyilvánvalóan sérti az Egyesült Államok érdekeit. Egyféle kompromisszumos közbülső megoldásként maradhat az SDR szerepének kibővítése, elsőként csupán az elszámolási, majd a tranzakciós funkció felruházásával.

Miután a közeljövőben politikai konszenzus hiányában sem várható reális esély kialakulása egy globális jegybank létrehozására, ezért a *pénzügyi szabályozás* irányában elengedhetetlen a további elmozdulás: a bankokra, nemzetközi tőkemozgásokra vonatkozó módszertani elvek egyeztetése szükséges regionális vagy szubregionális szinten. Az EU és az USA viszonylatában a szabályozás közeledésének jelenleg is látható példája a bázeli

szabályok átvétele, azonban kérdés, hogy Kína kész lesz-e egy ilyen kooperációra a nyugati térséggel.

#### 4.4.4. Globális szabályozás kialakítása

A *Hanson, Kayshap és Stein* (2011) által megfogalmazott *makroprudenciális közelítés* szerint az egyes pénzintézetekre kidolgozott felelősségi szabályok világméretű kiterjesztésével megelőzhetőek a pénzügyi válságok. *Csaba* (2013) szerint ugyanakkor ennek lehetősége korlátozott, és naivítás lenne azt hinni, hogy bármely szabályozó akár csak elvi szinten is képes lehetne ezt megvalósítani az egymást erősítő nehézségek ellenében. E nehézségek közé tartozik az információáramlási aszimmetria (megbízó-ügynök probléma), a kockázattól eltérő bizonytalanság, valamint az előrelátás korlátozottsága. E gondolatmenetből levezetve tévútnak nevezi a bankfelügyelet uniós központosításának tervét.

Az új nemzetközi pénzügyi rendszerrel szemben támasztott általános elvárás a *flexibilitás, stabilitás és kiszámíthatóság*. A jelenlegi rendszer legnagyobb problémája a stabilitás hiánya: jellemző a valuták alul- vagy felülértékeltsége, ezáltal a nagymértékű egyensúlytalanságok megjelenése (hiányok és többletek felhalmozódása a fizetési mérlegekben), valamint a nemzetközi kooperáció elégtelen volta (Báger, 2012, p. 3). Az új pénzügyi rendszer egyik fő célja kell, hogy legyen a globális pénzügyi szektor sokktűrő képességének, alkalmazkodásának növelése. A kívánt stabilitás az intézményrendszer és a piacok nagyobb felkészültségét igényli. Egyúttal a fogyasztók és az adófizetők érdekeit is figyelembe kell venni, hiszen a bajba jutott intézmények adófizetők pénzén történő kimentése etikai kérdéseket vet fel. Mindezekhez alapvető az átláthatóság növelése, valamint az információk megosztása annak érdekében, hogy a pénzügyi termékek árazása a tényleges kockázatokat tükrözhesse, beleértve a rendszerszintű kockázatokat is. A szabályozás összehangoltabbá tétele pedig a rendszerszintű kockázatok csökkenéséhez vezet, így egyúttal a válságok továbbterjedésének, vagyis a fertőzés kockázatának alacsonyabbá válását eredményezik. A jövő egyik legnagyobb kihívása a *pénzügyi innovációk*, valamint az *árnyékbankrendszer* megfelelő szabályozásának kialakítása lehet. A szabályozás azonban semmiképpen sem célozhatja meg a pénzügyi globalizáció megszüntetését, vagy az abból történő visszavonulást. Az IMF 2014-es *Globális Pénzügyi Stabilitási Riportja* (IMF, 2014a) az árnyékbankrendszer részarányát a teljes pénzügyi közvetítésből mintegy 25%-ra becsüli. Leginkább kiterjedt árnyékbankrendszerrel a fejlett

országok, így az Egyesült Államok, az eurozóna és az Egyesült Királyság rendelkeznek. Fejlődő gazdaságokban pedig az árnyékbankrendszer növekedése továbbra is erőteljes, meghaladja a tradicionális bankrendszer növekedési ütemét.

Az IMF Globális Stabilitási Riportja egyúttal megállapítja, hogy az árnyékbankrendszer növekedése mögötti tényezők országoktól függetlenül mindenütt azonosak: a banki szabályozás erősödése, a bőséges likviditás, valamint az intézményi befektetők igényei mind hozzájárultak a hagyományos bankrendszeren kívüli pénzügyi közvetítés bővüléséhez. A riport szerzőinek – korlátozott adatokra alapozott – értékelése szerint úgy tűnik, hogy az Egyesült Államok belföldi rendszerkockázatának alakulásában legnagyobb tényező maga az árnyékbankrendszer, míg az eurozónában és az Egyesült Királyságban a faktor szerepe kevésbé jelentős.

Az árnyékbankrendszer létrejötte és fent említett növekedése a pénzügyi szabályozás korlátainak megkerüléseként értelmezhető. A hagyományos bankrendszer szabályozott hitelnyújtási-pénzteremtési folyamataival szemben a nem banki szereplők térnyerése lehetővé tette a hitelezés további bővülését a bázeli tőkeszabályozás szerinti fedezeti tőke megléte nélkül is. Ez hozzájárult a rendszerszintű sérülékenységek növekedéséhez, hiszen azonos kockázatot – szektor szinten is – alacsonyabb mértékű tőkével kellett biztosítani.

Az új globális pénzügyi rendszerben a pénzügyekre vonatkozó szabályozás szükségképpen nemzetközileg koordinált kell, hogy legyen. A szállítás és a kommunikáció jelenlegi szintjén ugyanis a megengedőbb szabályozás kihasználása (a *szabályozói arbitrázs*) jelentős előnyökkel járhat. A globális tőkeáramlások mellett nincsenek hatékony jogi eszközök a profitok kimenekítésének elkerülésére sem. A pénzpiacok globális összefonódása miatt a világ egyik részén bekövetkezett válság rendkívül gyorsan áterjedhet a többi ország gazdaságára, és a válságfolyamatok könnyen világméretűvé válhatnak és válnak is. A korábbi bankszabályozás elsődlegesen az üzleti és partnerkockázatok kezelésére helyezte a hangsúlyt, és nem vette kellőképpen figyelembe a rendszerkockázatokat, vagyis azt, hogy egy-egy hirtelen összeomlás esetén az egész piacon likviditási problémák jöhetnek létre. A jelenlegi válság során megtapasztaltuk, hogy a piacok sérülékenysége, vagyis a likviditáshiány kialakulásának valószínűsége világszinten növekszik. A globális piac kihívásaira tehát igazi *globális megoldások* szükségesek.

Egy ilyen globális megoldás lehet egy *nemzetek felett álló felügyeleti intézmény* létrehozása. A globális pénzügyi felügyelet által végzett prudenciális ellenőrzés világszerte

átlátható és konzekvensen alkalmazott szabályrendszerre épülne, amely által elkerülhetővé válna a szabályozói arbitrázs, továbbá a piaci szereplők számára elérhető információk mindenütt azonos tartalommal és minőségben állnának rendelkezésre. Ezzel lényegesen javulhatna a szereplők egymásba vetett bizalma. Láthattuk, hogy a válság során a bizalom elvesztése okozta a pénzpiac legnagyobb visszaesését, mely során a piaci szereplők vonakodtak egymásnak hitelezni, így a hitelpiac „kiszáradt”. Világszerte egyöntetűen alkalmazott felügyeleti ellenőrzéssel épp ennek a valószínűségét lehetne csökkenteni.

A globális felügyeleti rendszer kialakításának legfőbb szempontjai a következők lehetnek:

- Több információ biztosítása a piaci szereplők részére a pénzügyi intézmények működéséről és a pénzügyi termékek kockázatairól az átláthatóság követelményének történő megfelelés érdekében.
- Rendszerkockázatok globális szinten történő kezelése.
- Határon átívelő válságmenedzsment a fertőzések elkerülésére.
- A pénzügyi szabályozók szerepének átértékelése, kötelező érvényű előírások bevezetése ajánlások megfogalmazása helyett.

Az IMF jövőbeni küldetését vizsgáló *Palais-Royal kezdeményezés* tagjai úgy vélik, hogy kifejezetten szükséges a Valutaalap szerepének megerősítése. Az IMF megerősítése a kezdeményezés véleménye szerint a következőket takarná (Camdessus, Lamfalussy, és Padoa-Schioppa, 2011):

1. Az IMF felügyeleti feladatainak megerősítése az árfolyam-politikán túlmenően a gazdasági és pénzügyi politikára is kiterjedően, szankcionálás lehetőségének bevezetésével, a globális makro-pénzügyi stabilitás elérése érdekében.
2. A Valutaalap hatékonyságának növelése az általa alkalmazott eszközök és jogintézmények tekintetében, alacsony kondicionalitású vagy feltételek nélküli hiteleszközök használata.
3. SDR mint tartalékeszköz és tranzakciós eszköz szerepének növelése a nemzetközi pénzügyi rendszerben.
4. Intézményi változások az IMF szerepének erősítésére, mint például a feltörekvő országok becsatlakozásának növelése, stratégiai „tanács” létrehozása, illetve univerzális képviselő a G20-ak együttműködésében.

A globális pénzügyi irányításban az IMF mellett fontos szerepet betöltő ún. Húszak Csoportja (G20) a 20 legjelentősebb gazdaságot tömöríti. A G20 csoportban 19 ország pénzügyminisztere és jegybankjának elnöke, továbbá az Európai Unió képviselteti magát. Az EU részéről a Bizottság elnöke, valamint az Európai Központi Bank elnöke vesz részt az üléseken. A csoport 1999-ben jött létre, tagjai a világ bruttó nemzeti termékének mintegy 85%-át, a lakosságnak pedig kétharmadát, és a nemzetközi kereskedelem 75%-át képviselik (G20, 2015). A G20-ak létrehozását Paul Martin, korábbi kanadai pénzügyminiszter javasolta abból a célból, hogy a nemzetközi pénzügyi rendszerre vonatkozóan együttműködési és konzultációs lehetőséget biztosítson. Emellett változatlanul fontos szerepet tölt be a hét legfejlettebb gazdaságot tömörítő G7-ek együttműködése, mellyel párhuzamosan azonban megfigyelhető a G20-ak súlyának folyamatos növekedése.

2009-ben a korábbi együttműködés erősítéseként londoni ülésükön a G20-ak létrehozták az ún. Pénzügyi Stabilitási Bizottságot (*Financial Stability Board, FSB*), melynek célja, hogy ajánlásokat bocsásson ki a globális pénzügyi rendszer kialakítására vonatkozóan. A Bizottságban központi bankok és szabályozó hatóságok vezetői, valamint pénzügyminiszterek és nemzetközi pénzügyi intézmények képviseltetik magukat, és tagsága nyitott olyan országok számára is, amelyek nem részei a G20-ak együttműködésének. A Bizottság székhelye Bázelben található. Az FSB jelentős felhatalmazással rendelkezik a nemzetközi pénzügyi szabályozás megreformálására, és ugyan egyelőre nem rendelkezik jogalkotói hatáskörrel, várható, hogy a gazdasági kényszereket felismerve egyre több nemzeti törvényhozás fogja követni az egységes pénzügyi szabályozási javaslatokat (Financial Stability Board, 2014).

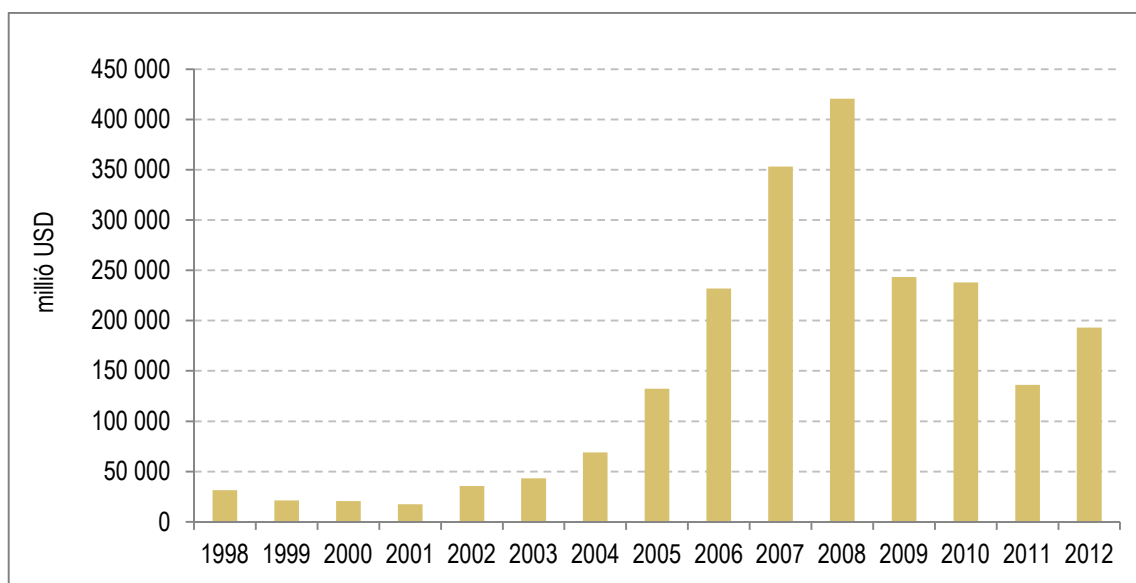
#### **4.4.5. Új globális Marshall-terv létrehozása Kína mint finanszírozó részvételével**

Kína a világ legnépesebb országaként a globális össztermék (GDP) létrehozásában az Egyesült Államok után a második helyet foglalja el 2013-ban. A világkereskedelemben pedig exportőrként legnagyobb, importőrként pedig a második legnagyobb gazdaság. Az 1949-es forradalmat követően az ország hivatalosan kommunista berendezkedést követ.

Kína hivatalos valutája a jüan, kínai nevén *renminbi*, vagyis a „nép pénze”. A jüan árfolyamát egy valutakosárhoz kötik, melyben az USA-dollár dominál. Dollárban történik ugyanis a Kína számára kulcsfontosságú energiahordozók és nyersanyagok elszámolása, továbbá az exportértékesítés fő piaca az Egyesült Államok. A valutakosárban szereplő

egyes valuták pontos súlya nem ismert, de az amerikai dollár súlyát egyes számítások 50% körülire teszik (Funke és Gronwald, 2007). A tőkeáramlást illetően Kína szelektív politikát alkalmaz: támogatja a technológia fejlesztését szolgáló működőtőke-importot, de megakadályozza a rövid távú, spekulatív tőkemozgásokat.

Kína folyó fizetési mérlege és tőkemérlege évről évre egyaránt pozitívummal zár. Ennek következtében az ország nemzetközi beruházási helyzete is igen kedvező. Ugyanakkor Kína pénzügyi integráltsága jelenleg még elmarad az ország gazdasági és kereskedelmi súlyától.

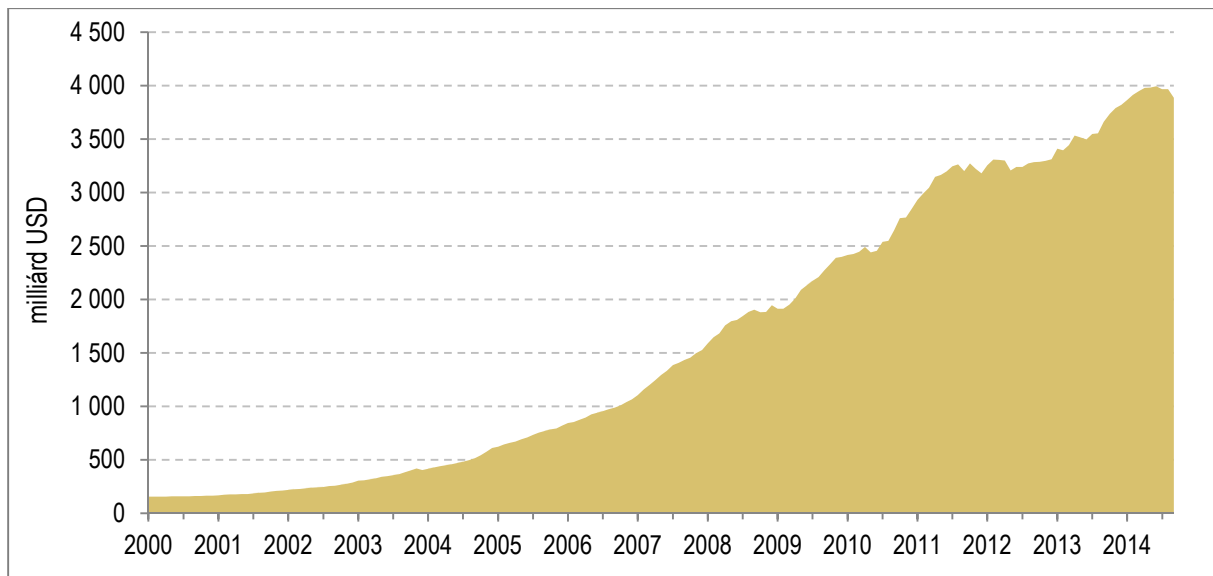


**15. ábra: Kína folyó fizetési mérlegének egyenlege, 1998–2012**

Forrás: OECD (2015) alapján, saját szerkesztés

A többletes fizetési mérleg az évek során jelentős devizatartalékokat generált, melynek kezelése több állami vagyonkezelő alapot hoztak létre. Ilyen (szuverén) vagyonkezelő alap például a *China Investment Corporation* (CIC), mely 2007-ben jött létre, és körülbelül 200 milliárd dollár vagyon felett rendelkezik.

A CIC egy tipikus állami vagyonkezelő alap („*sovereign wealth fund*”). Az ilyen pénzalapok többnyire a külföldi valutában jegyzett, illetve a költségvetési többletből felhalmozott állami pénzekkel gazdálkodnak, de azokat elkülönítve kezelik a hivatalos valutatartalékoktól. Már a múlt század közepe óta léteznek ilyen alapok, de számuk az 1970-es évek olajárrobbanásai után nőtt meg. A CIC létrehozásakor a hatodik legnagyobb ilyen alap volt a világon.



**16. ábra: Kína devizatartalékainak alakulása, 2000–2014**

Forrás: State Administration of Foreign Exchange (2015) alapján, saját szerkesztés

Kína rendelkezésére álló pénzügyi tartalékoknál fogva tudna hatni a nemzetközi pénzügyi rendszer egyensúlyára, elsősorban mint hitelező léphet fel a pénzpiacokon. A kínai GDP 35-40 százalékát kitevő, növekvő mértékű devizatartalékok menedzselése nem kis feladatot jelent. *Farkas és Szabó* (2009) több lehetőséget említ ennek kezelésére:

- Az árfolyam felértékelése az export visszafogása és a szufficit csökkentése érdekében.
- Nemzetgazdaság fejlesztése a tartalékok alapján.
- Pénzügyi rendszer reformjának finanszírozása.
- Tartalékok felhasználása nemzetközi segélyezés céljából.

Napjainkban nem látható olyan kezdeményezés, mely szerint Kína a globális pénzügyi rendszerben jelentős szerkezeti változásokat, nem kívánt fejleményeket szeretne elérni, azonban lehetősége erre adott. Kína globális pénzügyi rendszerbe történő integrációjának erősítése a jelenleginél szabadabb pénzügy-politikai mixet igényel, mely rugalmasabb árfolyamot, modernizált pénzügyi intézményrendszert és a tőkekorlátozások felszámolását (a teljes konvertibilitás elérését) feltételezi. Ahhoz, hogy a kínai jüan nemzetközi valutává váljon, további intézkedések szükségesek, melyek erősítik a piaci szereplők kínai gazdaságba vetett bizalmát.

Jelenleg még nem ismert a kínai hitelek kondicionalitása sem, vagyis az, hogy Kína által folyósított kölcsönök az IMF hitelekhez hasonlóan gazdaságpolitikai feltételek



teljesítéséhez kötődnek-e majd. Kína ezen a módon növelheti politikai befolyását a nyugati világban, és ezt a befolyását további (kereskedelmi vagy politikai) céljainak elérésére használhatná.

*Báger* (2013) párhuzamot von a közép- és kelet-európai országok jelenlegi körülményei és Nyugat-Európa 1945-ben megtapasztalt helyzete között: mindkét szituációt a tőkeállomány megújítása iránti igény, elégtelen megtakarítások, magas munkanélküliség, a pénzügyi pozíció törekenysége, magas külső adósságállomány, valamint alacsony nemzetközi tartalékok jellemezték, illetve jellemzik. Mindezek tükrében egy Marshall-terv jellegű, új globális intézkedést javasol az Európai Unió közép- és dél-európai országai (különösképp a mediterrán térség) megsegítésére. Az „új Marshall-terv” a háború utáni programhoz hasonlóan az érintett országok eurozónához történő felzárkózását segítené elő az újjáépítés felgyorsításával, valamint biztosítaná azt, hogy a közép- és kelet-európai régió, valamint a mediterrán térség országai az EU gazdasági növekedésének hajtóerejét képezzék.

Az eredeti Marshall-terv szerint a nyugat-európai gazdaságoknak juttatott segély összegét USA-dollárban, speciális számlákon helyezték el, melyeket a kormányok az Egyesült Államok képviselőjének jóváhagyásával használhattak fel. Ezeket az összegeket továbbhitelezték helyi vállalkozások számára, legfőképpen az Amerikából származó import finanszírozására. A vállalkozások a kapott dollárhitelt saját nemzeti valutájukban fizethették vissza a kamatokkal együtt. Ez a folyamat lehetővé tette, hogy a helyi kormányok iparfejlesztési célra hitelezzék tovább a forrásokat, ugyanakkor az Egyesült Államoknak is előnyös volt az európai export növelésével.

Egy új globális Marshall-terv kialakításánál fontos tényező a finanszírozó személye, amelyre – a jelenlegi világgazdasági viszonyokat tekintve – Kína ideális jelölt lehetne. Ez esetben azonban nem lesznek megkerülhetők a segély elköltése feletti kontroll politikai kérdései sem. A válságkezeléshez nyújtott finanszírozásból a célországok strukturális reformokat, valamint iparfejlesztést hajthatnának végre kínai importért cserébe.

#### **4.4.6. Pénzügyi szektor fenntarthatósága**

A pénzügyi globalizáció jövőbeni fejlődési irányainak és módszereinek kifejlesztésénél figyelembe kell venni a *fenntartható fejlődés* követelményeit is.

A fenntartható fejlődés mint fogalom és célkitűzés széleskörű elterjedése a 20. század második felére tehető, és első modern definíciója a *Római Klub* 1972-ben publikált, a *Növekedés határai* című tanulmányában jelent meg. A globális egyensúlyi állapot

eléréséhez a szerzők a *fenntartható* kifejezést használták: „Egy olyan modellt keresünk, amely egy olyan világrendet képvisel, amely 1. hirtelen és szabályozhatatlan összeomlás nélkül *fenntartható*; valamint 2. képes kielégíteni az egész népesség alapvető anyagi szükségleteit.” (Meadows, Meadows, Randers és Behrens, 1972)

E megfogalmazás szellemiségét tükrözi az ENSZ gondozásában 1987-ben megjelent *Közös jövőnk* című jelentés (ún. Brundtland-jelentés) gyakran idézett definíciója is, mely szerint a *fenntartható fejlődés* egy olyan fejlődési folyamat, amely „*kielégíti a jelen szükségleteit, anélkül, hogy veszélyeztetné a jövő nemzedékek esélyét arra, hogy ők is kielégíthessék saját szükségleteiket*” (World Commission on Environment and Development, 1987).

Az emberi szükségletek minél magasabb szintű kielégítése a fejlődés legnagyobb célja. Mind a fejlődő, mind pedig a fejlett országokban sok millió ember legalapvetőbb szükségletei (lakhatás, étkezés, foglalkoztatás, ruházkodás) sincsenek biztosítva. Ezen túlmenően a jobb életszínvonal iránti jogos igényük is háttérbe szorul.

A *John Elkington* nevéhez fűződő *hárompilléres megközelítés* szerint a *fenntartható fejlődés* három pillére a gazdasági fejlődés, a társadalmi fejlődés és a környezetvédelem, melyek szorosan összefüggnek egymással. *Elkington* (1997) szerint a hármas optimalizálás érdekében a célok meghatározásánál, a hatások elemzésénél, és a teljesítmény értékelésekor a *fenntarthatóság* mindhárom dimenzióját együttesen kell figyelembe venni. A hárompilléres elgondolás üzenete az, hogy a gazdasági felépítmény csak a társadalomba helyezve értelmezhető, míg mindezek környezeti beágyazottságával is számolni kell. A társadalmi és a gazdasági fejlődés szempontját figyelembe véve a fejlődés *méltányos*, vagyis a társadalomra nézve is kedvező, azonban a környezeti tényezők háttérbe szorulnak. Ha csak a gazdasági és környezeti szempontokat hangsúlyozzuk, *élhető* világot kapunk. A társadalmi és a környezeti pillér metszete az *elviselhető* világ. A három szempont közös metszetében jelenik meg a *fenntartható* fejlődés.

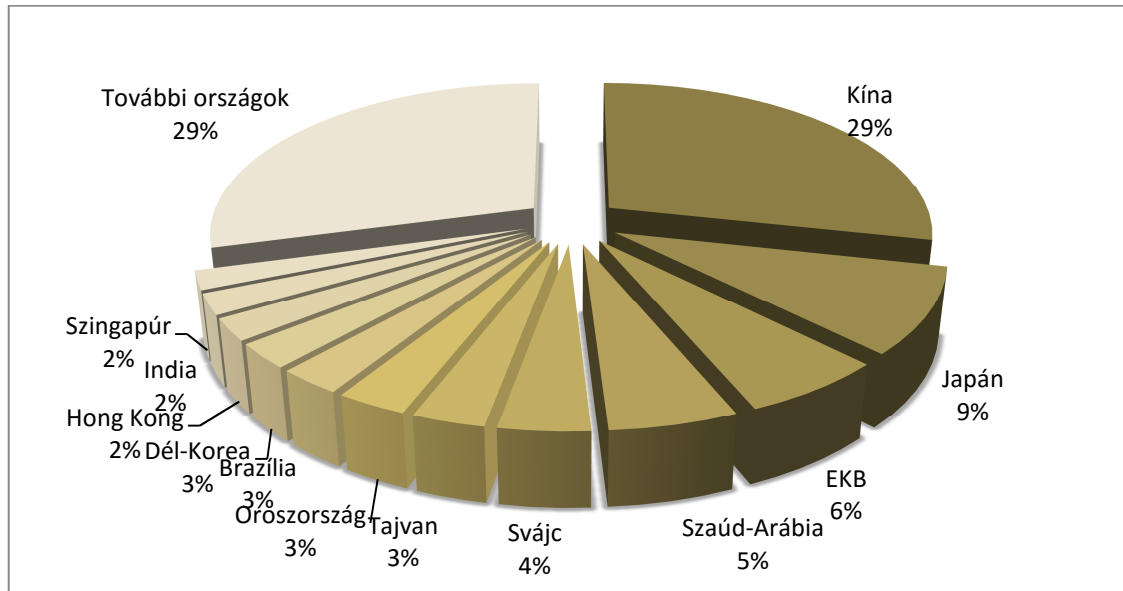
A *környezetvédelmi szempont* jelentőségét az adja, hogy az emberiség hosszú távú fennmaradása, szükségleteinek kielégítése a természeti környezet (ökoszisztéma) nélkül elképzelhetetlen. A *gazdasági szempont* hangsúlyát a gazdasági tevékenység mint jellemző emberi tevékenység kiemelkedő fontossága képezi. A gazdasági tevékenység biztosítja a javak előállítását és elosztását, s így a fogyasztói igények kielégítését. A *társadalmi (szociális) pillér* figyelembevételét indokolja, hogy a hosszú távú fejlődéshez

elengedhetetlen a népesség megfelelő egészségügyi állapota, oktatási színvonala, a közbiztonság állapota, illetve a társadalmi szerveződések szintje.

A következő részben azt szeretném megvizsgálni, hogy mely követelmények vonatkozhatnak a pénzügyi globalizáció fenntarthatóságára.

A fenntarthatóság alapelveiből kiindulva a pénzügyi globalizációnak is olyan működést kell produkálnia, amely kielégíti a jelen nemzedék szükségleteit anélkül, hogy a jövő nemzedékeinek lehetőségei csorbítanák. A jelen szükségletei közé sorolhatjuk a nemzetközi tőke mozgások gyors és alacsony költséggel járó végrehajtásának lehetőségét, valamint a hatékony nemzetközi tőkeallokációt. A jövő szükségleteinek biztosítása érdekében azonban megoldást kell találni a gyors nemzetközi tőke mozgások (a tőkemenekülés) okozta visszaesések megelőzésére, valamint a destabilizáló hatású spekuláció elkerülésére. Ennek egy eszköze lehet a rövid távú nemzetközi pénzügyi tranzakciókra kivetendő ún. Tobin-adó.

A nemzetközi devizatartalékok összértéke kb. 13-14 ezer milliárd USA-dollárt tesz ki világméretben. Ennek legnagyobb részarányát Kína (29%), Japán (9%), az Európai Központi Bank (6%), Szaúd-Arábia (5%), valamint Svájc (4%) tartaléka alkotja:



**17. ábra: Nemzetközi devizatartalékok megoszlása**

Forrás: CIA (2014) alapján, saját szerkesztés

A nemzetközi tartalékok szerepe alapvetően biztonsági: a monetáris politika céljainak támogatása mellett biztosítja a tranzakciós devizaigényt. Szükség esetén a jegybankok a tartalékok erejéig képesek interveniálni, illetve a bankrendszert devizalikviditással ellátni.

Az általánosan elfogadott ún. „Guidotti–Greenspan” mutató szerint „a devizatartalékoknak fedezniük kell az ország egy éven belül lejáró külföldi adósságát, ezáltal a külső finanszírozás esetleges hirtelen leállása esetén is biztosítható lenne az ország lejáró adósságának visszafizetése” (Nagy és Palotai, 2014, p. 2). Ugyanakkor a rövid lejáratú adósság mellett a hosszú lejáratú adósságot is figyelembe vevő mutatók is hasznosak lehetnek, mivel válság során a hosszú lejáratú adósságelemek is bizonytalanná válhatnak. Egy másik szabály szerint a devizatartalékoknak az ország minimum 3 havi importkiadását kell fedezniük. Ezen importfedezeti mutató elsősorban a folyó fizetési mérleg hiányával kapcsolatos kockázatokat próbálja kezelni (Nagy és Palotai, 2014).

A globális pénzügyi rendszer szempontjából azonban e devizatartalékok a pénzforgalomból kivont „ballasztot” képeznek, melyek a rendszer fenntarthatóságát rontják. A nemzetközi pénzügyi rendszer stabilitásának fokozásával, a globális bizalom növelésével a tartalékok csökkenthetőek lennének, s az így felszabaduló forrásokat reálgazdasági fejlesztési célokra lehetne felhasználni.

Jelenleg a globális nemzetközi szervezetek irányítása nem tükrözi a világgazdasági erő megoszlását. Megoldásra váró problémát jelent a fejlődő országok nemzetközi pénzügyi intézményekben betöltött súlyának alacsony szintje is, melyeket még mindig a nyugat, elsősorban az Egyesült Államok dominanciája jellemez. A Bretton Woods-i intézmények jelenlegi erőviszonyait jól mutatja, hogy az IMF 24 igazgatósági tagjából 8 európai, illetve hogy a kvóták által képviselt szavazati arányokban jelentős eltolódás tapasztalható a fejlett országok javára. 1944-ben, az intézmények létrehozásakor ezek az arányok még a valódi gazdasági viszonyokat tükrözték, melyek a fejlődő országok súlyának növekedésével azóta nagymértékben átalakultak. Az IMF középtávú küldetésének és prioritásainak felülvizsgálatára vonatkozó stratégiai elképzelések már magukban foglalták a feltörekvő országok alacsony képviselői arányának korrekcióját. (IMF, 2006) A képviselői arányokban azonban a G20-ak 2010-es szövegi csúcserkeztetének keretén belül – elsősorban a BRICS-országok<sup>15</sup> kezdeményezésével – megjelent ajánlás (G20, 2010) ellenére sem történt változtatás, melynek következménye az Új Fejlesztési Bank (*New Development Bank*, NDB) életre hozása az IMF/Világbank páros alternatívájaként. Az új bank elsődleges célja infrastrukturális beruházások finanszírozása a BRICS-országokban és más fejlődő gazdaságokban. (BRICS, 2013) Szimbolikus jelentőségűnek is felfogható,

---

<sup>15</sup> Brazília, Oroszország, India, Kína és Dél-Afrika

hogy az NDB-n belül minden részt vevő ország egy szavazattal rendelkezik, szemben a Világbank kvóta-súlyozású szavazati rendszerével.

A fenntarthatósági szempont összekapcsolódik a gazdasági növekedés kérdésével is. Nagyobb gazdasági növekedést jelenleg még mindig a fejlődő országok, elsősorban Kína és India (7% körül) produkálnak, amely felfelé húzza a világ GDP-jének növekedési ütemét. A fejlett országok közül az Egyesült Királyság és az USA gazdasága (2-2,5%) teljesít jól, míg Japán és az EU növekedése alacsony (0-1%), visszafogva a globális növekedést. Mindezek hatására a globális növekedési ütem 3-3,5 százalékos körüli szinten rekedt. (IMF, 2015a)

A G20-ak 2014-es brisbane-i értekezletén elfogadott növekedés program szerint a tagállamok a világ GDP növekedési ütemének 2,1 százalékpontos emelését célozták meg 2018-ig bezárólag. Ezáltal a globális növekedési ütem a jelenlegi 3-3,5 százalékról 5-5,5 százalékra emelkedne. Ezt a gazdasági növekedést állami szervezésben, elsősorban infrastrukturális beruházási programok elindításán keresztül kívánják elérni, amelyek a globális GDP-t mintegy 2 milliárd dollárral emelnék meg, és több millió új munkahelyet teremtenének. A programok finanszírozása a nemzeti kormányok költségvetési forrásaiból, valamint nemzetközi banki (ideértve a BRICS-országok Új Fejlesztési Bankjától származó) forrásokból történne (G20, 2014).

A fenntartható pénzügyi globalizáció követelményeit az alábbiakban foglalhatjuk össze:

- nemzetközi tőke mozgások gyors és alacsony költséggel járó végrehajtása,
- hatékony nemzetközi tőkeallokáció,
- a tőkemenekülés okozta visszaesések megelőzése,
- a destabilizáló hatású spekuláció elkerülésére,
- hatékony nemzetközi gazdaságpolitikai koordináció,
- fejlődő országok súlyának növelése a nemzetközi pénzügyi intézményekben,
- a forgalomból kivont tartalékok csökkentése a globális bizalom erősítésével.

#### **4.5. A GAZDASÁGI VÁLSÁGRA ADOTT NEMZETI VÁLASZOK FENNTARTHATÓSÁGI SZEMPONTÚ ÉRTÉKELÉSE**

Az uniós tagállamok viszonylatában a gazdasági válságra adott válaszok nagymértékben hasonlítottak egymásra. Az eltérések leginkább a beavatkozás mértékében, az érintett szektorokban, illetve a megoldások egyedi, vagy inkább óvatosabb jellegében voltak.

Maga az integráció „többsebességes”, befejezetlen volta is kedvezőtlenül befolyásolta a válságkezelést (Farkas, Voszka és Mező, 2012). Az európai államok többsége esetében közös vonás, hogy egyikben sem az Egyesült Államokból kiinduló „mérgezett” papírok okozták a válság kirobbanását, hanem a már korábban is meglévő belső problémákat tetézte a válság nemzetközivé válása.

A nemzeti kormányok gazdasági válságra adott válasza általában két irányt követett egyidejűleg. Egyrészt igyekeznek visszafogni, csökkenteni a kiadásokat, ugyanakkor gazdaságélénkítő csomagokat alkalmaznak. A programokban hasonló elemként figyelhetjük meg a bankszektor támogatását, a költségvetés rendbetételét, makrogazdasági kiigazításokat, valamint a szociális ellátórendszerekre (nyugdíj, egészségügy) vonatkozó intézkedések. Szerkezeti átalakítások nélkül azonban ezek az intézkedések csak rövid távon lehetnek hatásosak.

A New Deal-hez hasonló állami keresletélénkítő programok következményei a nemzetgazdaság berendezkedésétől függően eltérőek. Nagy és egységes piacú, zárt gazdaságban, mint amilyen az Egyesült Államok is volt a nagy gazdasági világválság idején, a kereslet élénkítése a hazai termelést növeli, mivel az elfogyasztott javak többségét belföldön állítják elő, így szükségképpen új munkahelyek létrejöttét, valamint a beruházások növekedését ösztönzi.

Kis és nyitott gazdaságokban viszont éppen az ellenkezőjét érheti el az állami keresletélénkítés. Ilyen országokban a fogyasztás jelentős részét importból fedezik, így az állami keresletélénkítés által gerjesztett fogyasztói többletkereslet csak minimális mértékben növeli a hazai termelés iránti igényt. Így ezek a programok nem növelik jelentősen a munkaerő iránti keresletet sem, ugyanakkor rontják a külkereskedelmi egyenleget és a folyó fizetési mérleg egyenlegét. Az európai országok jelentős hányadában tehát a növekedésorientált keresletélénkítés tovább növeli az államháztartás hiányát, valamint rontja a külkereskedelmi egyenleget, amelyek a fizetési szükségleten keresztül együttesen a fizetési mérleg hiányának növekedését eredményezik. Ez az *ikerdeficit* jelensége.<sup>16</sup>

Az európai belső piac egyensúlyát elméletben úgy lehetne javítani, ha a fejlett országok nem takarítanak meg, és tovább bővítik fogyasztásuk, míg a fejletlen országok az állami

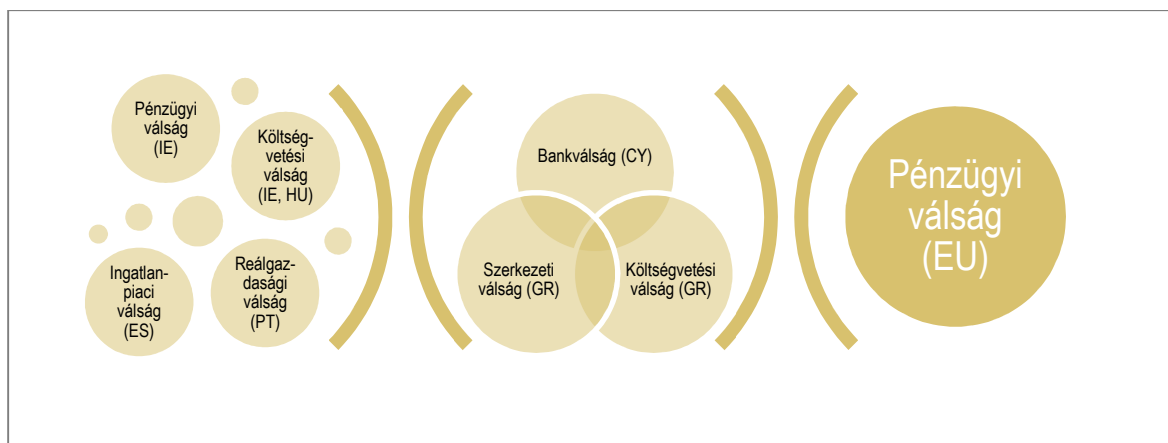
---

<sup>16</sup> Ikerdeficit kialakulása természetesen nem csak kis és nyitott gazdaságokban történhet. Egyidejű államháztartási- és folyó fizetési mérleg-hiány jellemzi évtizedek óta csaknem folyamatosan az Egyesült Államok gazdaságát is.

szektor adósságának leépítésére törekednek, ugyanakkor a fejlettek kereslete révén piachoz juthatnak. Ehhez értelemszerűen megfelelő politikai akarat szükséges, így egy jelentős társadalmi-politikai, valamint morális kérdést is generál.

A gazdasági visszaeséssel az Unióra is nagy feladatok hárultak. Az államadósság-válságok ugyanis közösségi szintű intézkedéseket is igényelnek. A bizalmi válság leküzdése mellett tompítania kellett az országok közti feszültségeket. A válságkezelésbe szükségszerűen bekapcsolódott a Nemzetközi Valutaalap is, hiszen ennek az intézménynek volt olyan jogi lehetősége, hogy a stabilizáló hitelek feltételeességén (kondicionalitásán) keresztül beleszólhasson a tagország gazdaságpolitikájába, és ellenőrizhesse a strukturális reformok végrehajtását.

A gazdasági válság a vizsgált Európai Unió tagállamokat kedvezőtlen, sérülékeny gazdasági helyzetben érte, amely később meghatározta, hogy visszaesés mely csatornán keresztül gyűrűzött be az adott országba. Írországban, az EU-s tagállamok közül elsőként 2008-ban előbb jelentkezett a pénzügyi válság, s ebből alakult ki a költségvetési válság, míg a többi országban egyéb területek társultak a visszaesés kialakulásához, amelyek elvezettek a pénzügyi válság elmélyüléséhez. Portugáliában a reálgazdaság, Spanyolországban az ingatlanpiac válsága jelentette ezt a területet. A magyar válságkezelés egyik legnagyobb korlátját a magas államadósság okozta, és a válság a költségvetés finanszírozásának nehézségében mutatkozott, amely miatt az ország végül a nemzetközi pénzügyi intézmények segítségére szorult. Görögországban emellett a költségvetési szféra, valamint a gazdaságszerkezet problémái járultak hozzá a válság kialakulásához. A ciprusi bankválság kitörése szoros összefüggésben volt Görögország válságkezelési intézkedéseivel, miután a ciprusi pénzintézeteknek súlyos veszteségeket kellett elkönyvelniük a görög hitelek leírása miatt. Ezen elsődleges válságtípusokat foglalja össze az alábbi ábra:



**18. ábra: Elsődleges válságtípusok az EU tagállamaiban**

Forrás: saját szerkesztés

*Kovács és Halmosi* (2012) a költségvetési szféra és az államháztartás területére koncentrálna hasonlította össze az európai országok válságkezelését. Ún. cselekvési mátrixba helyezték el a válságkezeléssel összefüggő, a gazdaságpolitika fiskális oldalán tett intézkedéseket. A tanulmányban az európai országok válságkezelését két elkülönült szakaszra osztották:

- A 2008 és 2010 közötti időszak első gazdaságpolitikai reakcióira, melyek elsősorban a visszaesés megfékezését célozták, stimulusok (ösztönzők) alkalmazásával, valamint
- a 2011-től megújuló válságkezelési stratégiákra, melyek már magukon viselték a korábbi intézkedések költségeit, és további kényszerítő feltételként jelent meg a pénzügyi stabilitás biztosítása.

A szerzők megállapítják, hogy ez első szakaszban az országok hasonló gazdaságpolitikai intézkedéseket hoztak a válság okozta sokkokra, melyek a válságkezelés terén elsősorban az adósságnövekedés megakadályozását célozták. A válaszlépések alapvetően a klasszikus eszköztár figyelembevételével történtek. Ebben a szakaszban inkább egyedi bankmentő akciókat figyelhetünk meg, hiszen az első reakció mindenütt a bankok megmentésé-feltőkésítése volt. A reálgazdaságot illetően a terhek csökkentésére, a fejlődés beindítására helyeződött a hangsúly, és általában mérsékeltebbé vált a jövedelemkoncentráció. Az államháztartás jóléti kiadásainak növekedési dinamikája is visszaesett. Ebben az időszakban a legnagyobb válságkezelési aktivitást az EU-15 meghatározó, stabil gazdaságai (Németország, Egyesült Királyság és Franciaország), valamint a legsúlyosabb problémákkal küzdő, elsősorban az EU déli periferiájához tartozó országok (Görögország,



Spanyolország, Portugália, Olaszország, valamint Írország) mutatták. Az ösztönző programok azonban – a fiskális mozgáster szűkülése miatt – 2010-2011-re kimerültek.

A második szakaszra a pénzügyi stabilitás szempontjának előtérbe helyeződése volt jellemző, amely fékezte a gazdasági dinamizmust, s így jelentős társadalompolitikai kockázatokat eredményezett. Emiatt meg kellett találni az egyensúlyt a stabilitási és a gazdaság-élénkítési érdekek között. Bebizonyosodott, hogy a korábbi gazdaságélénkítő intézkedések érdemi növekedést nem tudnak produkálni. Egyre súlyosabbá vált az eurozóna országainak szuverén adósságválsága. A pénzügyintézeteket illetően a második szakaszban éppen ellenkezőjét tapasztalhattuk, mint a korai intézkedések esetén, hiszen ekkor jelentek meg a pénzügyi közvetítőrendszerre kivetett extra terhek és különadók (pl. rájuk hárították a görög adósságleírás egy részét).

Mindkét szakaszra egyaránt jellemző volt azonban az államháztartási kiadások csökkentése, a munkaerő-piaci beavatkozás, valamint az állami bevételek (adók, járulékok) általános növelése, míg ösztönző jelleggel egyes adók csökkentése. A gazdaságélénkítés eme lépése, beleértve az adórendszeren keresztül nyújtott kedvezményeket, szerény mértékű és csekély hatású maradt. A további intézkedések vegyes képet mutatnak. Konszenzus mutatkozik abban, hogy a hasonló helyzetek megelőzésének legjobb eszköze a *pénzügyi-gazdasági folyamatok feletti kontroll erősítése*, egy megfelelő intézményi keretekkel rendelkező *korai figyelmeztető rendszer* kialakításával együtt.

A tanulmány összefoglalóan megállapítja, hogy az EU-tagállamok válságkezelésében több volt a hasonlóság, mint a különbség. Az eltérések leginkább a beavatkozások mértékében, valamint az érintett területek számában, illetve az „egyedibb” vagy „konzervatívabb” megoldások alkalmazásában mutatkoztak meg. Magyarország ebben a tekintetben szélső pontot képviselt: 2008-2009-ben óvatos kivárás és kiadáscsökkentés volt megfigyelhető, míg 2010-2011-ben „hiperaktív” aktivista beavatkozás zajlott. 2012-től nyilvánvalóvá vált, hogy óvatosabb, a hatásmechanizmusokra jobban figyelő finomhangolásra van szükség (Kovács, 2012).

#### **4.6. LEHETSÉGES TOVÁBBFEJLŐDÉSI IRÁNYOK AZ EURÓPAI UNIÓ SZÁMÁRA**

Az Európai Unió kihívásai közé tartozik továbbra is a globalizáció, a demokratikus legitimitás, valamint az önazonosítás kérdése. E kihívások hatékony reakciót igényelnek az

Unió részéről, amelyben nem hagyhatók figyelmen kívül a világgazdasági tendenciák sem, elsősorban a fejlődő országok versenyképességétől való lemaradás terén.

Az Európai Unió számára reálisan három továbbfejlődési irány képzelhető el. Ezek közül az első az *európai egység további mélyülésével* jár, a monetáris és fiskális unió egész közösségre történő kiterjesztésével. Reális esélyként jelenik meg a „*többsebesség Európa*” koncepciója, amely lehetővé teszi, hogy meghatározott országcsoportok között az integráció egy-egy területén az együttműködés tovább erősödjön, majd a többi tagállam felzárkózását követően lesz képes csatlakozni eme kezdeményezésekhez. Nem kizárható forgatókönyv az *unió teljes szétesése* sem.

*Benczes (2014)* az Európai Unióban a gazdasági kormányzásra reformjának négy területét említi: a fiskális fegyelem megerősítése, hatékony válságkezelés, a tagállami adósságokra (vagy azok egy részére) vonatkozó közös felelősségvállalás, valamint a fiskális unió alapjainak megteremtése. Idézi Jean-Claude Trichet-nek, az Európai Központi Bank akkor elnökének javaslatát is egy *európai pénzügyminisztérium* felállítására, amely szükség esetén döntéseket hozna tagállami közpénzügyi kérdésekben a közösség egészének érdekeit szem előtt tartva. Ez természetesen azzal járna, hogy e pénzügyminisztérium képes legyen a helyi körülmények és következmények pontos felmérésére és megítélésére. Az új intézmény szerepe elsősorban abban állna, hogy folyamatosan monitorozza a tagállami gazdaságpolitikákat, és beavatkozzon az eurozóna stabilitásának veszélyeztetése esetén. Egy ilyen nemzetek felett álló pénzügyminisztérium további előnye volna, hogy alacsonyabb forrásköltség mellett lenne képes finanszírozni a kimentést a nemzetközi pénzpiacokról, mint az érintett tagállam egymaga.

#### **4.6.1. Politikai unió**

Az Európai Unió elődszervezetei (Európai Szén- és Acélközösség, EURATOM, Európai Gazdasági Közösség) elsődlegesen a gazdasági együttműködés előmozdítása céljából jöttek létre. Az európai integrációt egy-egy területen indították, majd lépésenként bővítették, azon az elven, hogy a szorosabb együttműködés más területeken is magával hozza majd az egység további kialakulását. Az EU politikai vezetői úgy döntöttek a monetáris unió létrehozása mellett, hogy nem határoztak a politikai unió megteremtéséről, talán abban bízva, hogy a politikai integráció automatikusan követni fogja a gazdaságát.

A teljes politikai integráció létrejötté azonban a mai napig nem következett be. A közös európai költségvetés csupán a GDP mintegy 1%-át teszi, amelyből 40%-ot a közösség

továbbra is agrártámogatásokra fordít, így képtelen összeurópai szinten jelentős transzfereket végrehajtani a különböző fejlettségi szinten és gazdasági ciklusban lévő tagállamok között. Emellett az Európai Uniónak nincs közös gazdaságpolitikája, a közös pénz mögött nem áll ország és politikai intézményrendszer sem. Az EU közös piaca és valutája tehát – Pogátsa Zoltán találó könyvcímét kiegészítve – valójában európai piac és európai valuta, európai állam nélkül.<sup>17</sup> A politikai unió kialakítása a föderáció, a föderális állam irányába tett elmozdulást jelentené, a fiskális unió létrehozásával téve teljessé a jelenlegi monetáris uniót.

#### **4.6.2. Az egység további mélyítése: előremenekülés egy fiskális unió felé**

Az időről időre kialakuló gazdasági feszültségek további fiskális transzfereket igényelnének gazdagabb országoktól a szegényebbek felé, melyek felelőtlen költségvetési politikához vezethetnek, és ellenséges hangulatot kelthetnek Európa népei között. A fiskális unió felé történő elmozdulás morális kockázatát egy központi költségvetés orvosolhatná. Az eurozóna-, vagy összuniós szintű központi költségvetés életre hozása azonban a nemzeti fiskális politika jelentős mértékű feladásával járna, melyhez jelenleg nincs meg a politikai akarat az EU-ban. A monetáris unió azonban csak a tagországok kölcsönös együttműködése, egymás kiségitése mellett tud életképes maradni. Az integráció fennmaradásához tehát mindenképpen szükséges lesz bizonyos szintű fiskális unió létrehozása, valamint a nemzetek közötti szolidaritás növelése. Az európai integrációnak megkerülhetetlen kérdése lesz az adórendszerek harmonizációja, esetleg egy közös adóbevételi forrás, avagy „EU-adó” bevezetése is. Jelenleg ugyanis az adóharmonizáció szintje nagyon alacsony az Európai Unióban: az adópolitika nemzeti hatáskörben tartása jelentős különbségek kialakulásához, fennmaradásához vezetett a tagállami adórendszerek között. Az adórendszerek harmonizációja, fokozatos közelítése alapvetően irányelveken keresztül valósul meg, elsősorban az indirekt adókra (általános forgalmi adó, jövedéki adó stb.) vonatkozóan. A direkt adókat illető közösségi szabályozás még ehhez képest is kezdetlegesebb.<sup>18</sup> Az adóharmonizáció hiánya miatt egyre több problémát jelent az adócsalás és -elkerülés, valamint az Unión belüli adóverseny.

---

<sup>17</sup> Lásd: Pogátsa Zoltán (2009). Álomunió: Európai piac állam nélkül. Budapest: Nyitott Könyv Kiadó.

<sup>18</sup> Jelentős különbségek figyelhetők meg a még leginkább harmonizált hozzáadottérték-adó (áfa) tekintetében is, noha annak közösségi szabályozása - irányelv formájában - már az 1960-es években elkezdődött. Egyelőre még ilyen szintet sem ér el a Bizottság által 2011-ben javasolt közös konszolidált társaságiadó-alap (CCCTB), melynek tényleges bevezetésére a jogalkotás terén jelenleg nem látszik reális kezdeményezés.

*Herman van Rompuy*-nek, az Európai Tanács akkori elnökének 2012-es jelentése megállapítja, hogy egy valódi Gazdasági és Monetáris Uniónak a következő négy pilléren kell nyugodnia (Van Rompuy, 2012):

- 1) *integrált pénzügyi keretek* a pénzügyi stabilitás biztosítása érdekében,
- 2) *integrált költségvetési keretek* a kiegyensúlyozott fiskális politika érdekében mind nemzeti, mind pedig közösségi szinten,
- 3) *integrált gazdaságpolitikai keretek*, melyek biztosítják, hogy a fenntartható növekedést támogató mechanizmusok legyenek érvényben,
- 4) *megerősített demokratikus legitimitás* és a döntéshozatal *elszámoltathatósága*.

A dokumentum egyértelmű állásfoglalás tartalmaz a fiskális unió elmélyítése irányában. Kiáll egy központi költségvetés és azt kezelő intézmény mellett, amelyek az aszimmetrikus sokkok kezelésében vállalnának szerepet. Tulajdonképpen ennek a folyamatnak egy lépéseként tekinthető a már korábban ismertetett európai felügyeleti rendszer (bankunió) kialakítása is.

Az *Európai Parlament* 2013. januári állásfoglalása négy, nem feltétlenül egymást követő, vagy egymást kölcsönösen kizáró lépések szakaszban térne át hosszú távon a közös európai adósság-kibocsátásra. A Parlament szerint az Európai Bizottságnak az első szakaszban egy ideiglenes európai visszavásárlási (adósságtörlesztési) alapot kellene felállítania, amely az államadósságok a GDP 60 százalékos szintje feletti részének fokozatos, egyszeri átvitelét jelentené egy közös alapba, közös és többoldalú garanciákkal, öt éves átmeneti időre. Eszerint ha egy ország túllépi a maastrichti adósságszintet, akkor saját kötvényt kell kibocsátania, ami értelemszerűen magasabb kockázati felárral is jár. Emellett az állásfoglalás javaslatot tesz egy közös, rövid lejáratú adósságok kibocsátására szolgáló rendszer azonnali létrehozására a tagállamok pánikszerű likviditási problémáinak elkerülése érdekében. Ezek az intézkedések a válságból való azonnali kilábalást célozzák. A második szakaszban történne meg a közös eurókötvények kibocsátása a GDP 60 százaléka alatti adósságrészekre. A harmadik lépésben – melyhez már az EU-szerződések és a tagállami alkotmányok módosítása is szükséges – egy európai adósságkezelő ügynökség létrehozásával a tagállami adósságok teljes körű közös kibocsátása történne meg. Az utolsó szakaszban már közös eurókötvények finanszíroznák az európai uniós közjavakra irányuló beruházásokat (infrastruktúra-fejlesztést, kutatási és fejlesztési projekteket), az ország-specifikus sokkhatások kiigazítására, valamint a versenyképesség

javítását célzó szerkezeti reformok és a növekedési potenciál előmozdítására (European Parliament, 2012). Németország viszont ellenzi a közös kötvénykibocsátást, mivel Berlin szerint kamatterheik növekedésével járna, ha kevésbé hitelképes országokkal vonnák össze őket.

Szintén 2013 januárjában jelent meg a brüsszeli *Bruegel kutatóközpont* tanulmánya az euroövezeti költségvetés különböző lehetséges opcióiról. A tanulmány szerzői abból indulnak ki, hogy az övezet fiskális stabilizációja érdekében középtávon mindenképpen szükség van egy euroövezeti költségvetésre is. A tanulmány négy forgatókönyvet vizsgál (Pisani-Ferry, Vihriälä és Wolff, 2013):

- 1) egy föderális euroövezeti költségvetést, mely a GDP 2%-át tenné ki,
- 2) egy támogatási mechanizmust („*support scheme*”), amely a potenciális kibocsátás szintjétől való eltérések alapján kompenzálná a tagállamokat,
- 3) egy garanciarendszert („*insurance scheme*”), amelyben a kormányzatok a GDP-hez kötötten bocsáthatnának ki államkötvényeket,
- 4) egy rendszert, amely a közösen garantált adósság-kibocsátási kvótákon alapulna.

A vizsgált opciók közül a tanulmány szerzői a harmadik megoldást tartják optimálisnak. Ebben az új rendszerben a szuverén tagállamok államadósságuk egy részére úgy biztosítanak fedezetet, hogy az általuk kibocsátott kötvények értéke a GDP-hez indexálva a tagállam gazdasági helyzetétől függően változna. Recessziós időszakokban tehát a kötvények értéke csökkenne, amellyel a biztosítási funkció lépne életbe. Ez a megoldás ugyanakkor növelné az államkötvények kockázatát, így értelemszerűen nagyobb kamatfelárat, magasabb kamatköltséget eredményezne.

Véleményem szerint a fiskális unió kialakításához vezető folyamatnak – a közös finanszírozás kialakítását megelőzően – első szükségszerű lépése lehetne bizonyos szociális ellátórendszerek (társadalombiztosítás, munkanélküli ellátás, valamint nyugdíj) közösségi szintre helyezése. A szociális ellátórendszerek uniós szintre történő emelése technikailag több lépésben, fokozatosan valósulhat meg. Első lépésként a jelenlegi tagállami rendszereket kellene összevonni egy uniós „szuperalap” keretében, megtartva a jelenlegi befizetési-jogosultsági szabályokat, majd ezt követné felmenő rendszerben a szabályok közelítése. Már csupán a „szuperalap” létrehozásával is méretgazdaságossági előnyök érhetők el, vagyis várható, hogy a nemzetállamokhoz képest nagyobb hatékonysággal lehetne működtetni egy ilyen alapot, illetve az egyes tagállamok közötti

(akár időbeli, akár konjunkturális okokból eredő) eltéréseket is könnyebben lehetne egy szervezeten belül kiegyenlíteni. Ugyanakkor e téren is számolnunk kell a nemzetállami ellenállás, valamint a bürokrácia növekedésével, amelyek egy ilyen nemzetek feletti rendszer bevezetése ellen hatnak.

A fenti lépést az európai adórendszerek (forgalmi- és jövedelemadók) egységesítése követhetné. Az integráció e téren is haladhatna lépésenként, egy-egy adónem (általános forgalmi adó, társasági adó) szabályainak összehangolásával, vagy pedig a jelenlegi nemzeti adók új, nekik megfelelő közösségi adónemekkel történő kiváltásával, első körben esetleg csak a vállalkozások bizonyos körére vonatkozóan. E folyamat nehézségét leginkább az fogja jelenteni, hogy a nemzeti kompetenciák közösségi szintre emelése az adóbevételek „áttérrelésével” összhangban történjen, vagyis a tagállami bevételek csökkenésével a feladataik is arányosan csökkenjenek, arányosan vegye át azokat a közösségi költségvetés.

#### **4.6.3. Megosztott felelősségvállalás szigorúbb szabályozással és szankciókkal**

Az Európai Unió esetében a tőke mozgások szabadságából egyenesen következik a Közösségen belüli egységes szabályozás szükségessége. A hitelintézetek működésével kapcsolatos első közösségi direktíva 1973-ban jelent meg, mely a letelepedés és szolgáltatásnyújtás szabadságának megteremtése érdekében szabályozta a pénzügyi szolgáltatások nyújtásának minimális feltételeit. Az ún. *első bankdirektíva* 1977-ben, míg a *második bankdirektíva* 1989-ben jelent meg. Ez utóbbi már a prudenciális működésre vonatkozó szabályok összehangolását tartalmazta. 1993-ban kelt a *hitelintézetek és befektetési vállalkozások tőkemegfeleléséről szóló direktíva*. A szabályozást 2000-ben egységesítették az ún. *kodifikációs direktíva* létrehozásával, mely egységes szerkezetben tartalmazta a bankok szolgáltatásnyújtásával, tevékenységük megkezdésével, szavatoló tőkéjükkel, tőkemegfelelési mutatójukkal, felügyeleti ellenőrzésükkel, továbbá nagykockázat-vállalásukkal kapcsolatos szabályozásokat. A Közösségi szabályozás következő lépcsőfokát jelentik a bázeli szabályozásokat átültető tőkemegfelelési direktívák (CRD), melyek a nemzeti jogba történő átültetésüket követően minden tagállamban egyformán vonatkoznak. A bankok európai szintű szabályozása nyomán a bankok egyre inkább európaivá válnak, a korábbi nemzetgazdasági kötődés helyett.

A közös európai bankfelügyelet létrehozása jelenleg még bevezetési fázisban van. 2014 novemberétől az Egységes Felügyeleti Mechanizmus (*Single Supervisory Mechanism*,

SSM) alapján a jelentős hitelintézetnek minősített bankok felügyeletét – a helyi bankfelügyeleti hatóság helyett – közvetlenül az Európai Központi Bank látja el. A „jelentős” kör pillanatnyilag 120 hitelintézetet jelöl, melyek az eurozóna összes banki eszközének 85%-át képviselik. Az EKB emellett bármikor dönthet úgy, hogy kevésbé jelentősnek minősített bankok felügyeletét is átveszi. Az új bankfelügyeleti rendszert az EKB és a részt vevő EU-tagállamok illetékes nemzeti felügyeleti hatóságai alkotják. Az EU-tagállamok között euroövezeti tagok és euroövezeten kívüli államok is találhatóak, de mindkét csoport együttműködik az egységes felügyeleti mechanizmussal. Az egységes felügyelet fő célja „szavatolni az európai bankrendszer biztonságát és szilárdságát, továbbá fokozni Európa pénzügyi integrációját és stabilitását” (ECB, 2014). Kérdés, hogy – a jelenleg is érvényben lévő stabilizációs mechanizmusokkal (pl. EFSM) egyidejűleg – egy bizonyos hitelintézeti kör felügyeletének közösségi szintre emelése elégséges lesz-e ezen nemes cél elérésére, a fiskális politika jelenlegi széttagoztságának fenntartása mellett.

Vigvári (2014) a GMU válságának megoldásához három területen javasol reformintézkedéseket. A három terület a *fiskális felügyelet megteremtése*, a *külső sokkókból eredő kockázatok mérséklése*, valamint az *önálló GMU szintű kötvénykibocsátás* lehetővé tétele. Az első javaslat tulajdonképpen egy Európai Valutaalap (EMF) létrehozását jelentené, mely az IMF-hez hasonló intézményként funkcionálna. Az erkölcsi kockázatot mérséklendő a szabályokat megszegő tagállamok a talpra állás után bizonyos összeget „büntetésként” befizetnének az alapba, ezzel is növelve annak nagyságát. Emellett a közös GMU szintű kötvénykibocsátással lenne csökkenthető a zóna kis államaira helyezkedő nyomás: a közös euro kötvények kibocsátásában különböző súllyal vennének részt az egyes tagállamok, illetve súlyozásos alapon kerülne meghatározásra a kamatláb is. Ily módon a kisebb tagállamok alacsonyabb forrásköltséggel juthatnának finanszírozáshoz, míg a nagyobb tagállamok nyeresége abban állna, hogy csökkenne annak esélye, hogy a kisebb, fegyelmezetlenebb államok potyautas magatartást folytassanak az ő rovásukra. Ez a kötvénykibocsátás finanszírozhatná magát az EMF-et is, sőt, akár önmagában lehetne a Stabilitási és Növekedési Paktum helyett a fiskális felügyeletet ellátó intézmény is. Más javaslat szerint tagállami szinten létrehozandó és politikai ciklusokon átívelő megbízatással bíró *fiskális hatóságok* látnák el a költségvetési fegyelem biztosításának feladatát, a maximális államadósság, valamint az adott évi költségvetési egyenleg meghatározásával.

Véleményem szerint a közös eurókötvény-kibocsátás csak a jelenleginél jóval nagyobb, az egész unióra (és nem csak az eurozónára) kiterjedő közösségi költségvetés mellett, annak

finanszírozására lehet életképes. Egy közös európai költségvetés hatékony tőke-transzferként működhetne a tagállamokat ért aszimmetrikus sokkok kezelésére. Ahhoz azonban, hogy e folyamatok ne bukjanak el a nemzetállami ellenálláson és érdemben működőképes legyen, megfelelő ösztönzők kialakítása szükséges a tagállamok részére, hogy közös érdekként tekintsenek a fiskális fegyelem betartására. Elsősorban politikai kérdés tehát, hogy a fenti javaslatok közül bármelyik megvalósulhat-e.

#### **4.6.4. Szétesés**

Az eurozóna, vagy akár az egész Európai Unió szétesése komoly gazdasági következményekkel járna. Az eurót feladó tagállamok új nemzeti valutát bocsátának ki (vagy visszatérnének régi valutájukhoz), amelynek értékét a bevezetést követően jelentősen le kellene értékelniük, hogy az ország versenyképességét visszaállítsák. A valuta értékének csökkentésével azonban az euróban denominált államadósságuk is értelemszerűen megnövekedne. A leértékelés negatív spirált indíthat be, amelynek hatására megrendül a lakosság és a piaci szereplők bizalma a régi-új valuták iránt, és további eladásokat generál, miután mindenki szabadulni akarna tőle. Ennek megakadályozásához szigorú valutakorlátozások bevezetésére lenne szükség. A külföldi valutában nyilvántartott, a leértékelés következtében megemelkedett adósságszolgálat csődök sorozatát indíthatják be. Deficités költségvetéssel rendelkező kormányzatok a kiadások jelentős visszafogására, vagy pénznyomtatásra kényszerülnének. Pesszimistább forgatókönyv szerint a szétesés bankcsődökkel, a részvényárfolyamok zuhanásával, valamint a kibocsátás visszaesésével járna.



## 5. ÚJ ÉS ÚJSZERŰ TUDOMÁNYOS EREDMÉNYEK

Az értekezés a gazdasági válságok hazai és nemzetközi szakirodalmának feldolgozásán alapult, melyet a nemzetközi folyamatokra vonatkozó adatsorok vizsgálata, valamint egy multinacionális vállalatra vonatkozó esettanulmány egészített ki. A szakirodalom feldolgozása során különös figyelmet szenteltem a válság kirobbanása óta megjelent tanulmányoknak, publikációknak, amelyeket igyekeztem összevetni a válságelméletekkel. A következőkben szeretném összefoglalni kutatásaim új és újszerű tudományos eredményeit, valamint vizsgálataim eredményét a dolgozatom kezdetén megfogalmazott hipotézisekkel kapcsolatban.

### 5.1. Tudományos eredmények összefoglalása

1. A disszertáció *újszerű rendszerezésben* ismerteti a pénzügyi globalizáció és a válságok kialakulásával kapcsolatos ismereteket. Az újszerű megközelítés kiemeli a rendszerszintű problémák (globalizáció, dereguláció és liberalizáció) szerepét, és ezzel összefüggésben potenciális továbblépési lehetőségeket vázol fel mind a jövőbeni globális pénzügyi irányítási rendszer kialakítására, mind pedig az Európai Unió gazdasági-politikai és pénzügyi együttműködésének továbbfejlesztésére vonatkozóan.
2. A disszertáció a hagyományos szemlélet mellett egy, a szerző által felállított és elemzett, információs aszimmetriára épülő, *új (közös) válságmodell* alapján is értékeli a 2007–2009. évi válság újdonság-jellegét, valamint *újszerű szemléletben* veti össze a jelenlegi és az 1997–1998. évi délkelet-ázsiai regionális válság és válságkezelés tapasztalatait, továbbá ismerteti a nemzetközi intézmények és nemzeti kormányok szerepének megváltozását.
3. *Új tudományos eredményt* jelent az alkalmazott válságkezelő *intézkedések fenntarthatósági szempontú értékelése*, valamint a fenntartható pénzügyi rendszerre vonatkozó *követelmények kialakítása*, különös tekintettel a nemzetközi devizatartalékok kiegyensúlyozottabb elosztására, és az európai országokban felhalmozódott államadósságok kezelésére.
4. *Új kutatási eredményt* jelent a General Motors vállalatcsoport válságkezelésében az állami szerepvállalás értékelésére vonatkozó *esettanulmány feldolgozása*. A vonatkozó esettanulmány megállapítása, hogy szorosabb együttműködésre van szükség a multinacionális vállalatok és a nemzeti kormányok kapcsolatában a válság negatív

hatásainak minél teljesebb körű felszámolása, valamint az új együttműködési lehetőségek feltárása érdekében.

## 5.2. Hipotézisek eredményei

**H1/A.** *Hagyományos szemléletben a 2007-ben kezdődött gazdasági válság egy új típusú globális válságnak tekinthető, melynek előzményét az 1997–1998. évi délkelet-ázsiai krízis, mint az első regionális pénzügyi globalizációs válság jelentette. Az 1990-es évek második felére teljesedett ki ugyanis a pénzügyi globalizáció első fő hulláma, amely hatalmas tőkebeáramlást eredményezett az ázsiai „kis tigrisek” irányában. A tőkebeáramlás mértéke meghaladta ezen országok abszorpciós (tőkefelszívó) kapacitását. A hiányos szabályozói környezet mellett elsősorban Thaiföldön alakult ki egy, a kormányzat befolyásának alávetett, állami beavatkozással telített tőkepiac. A tőkebeáramlás megtorpanásával, majd megfordulásával (a tőkemeneküléssel) a thai gazdaság árfolyamválságba torkollott, és tovább fertőzte a régió országait. Ez a visszaesés azonban megmaradt regionális szinten, és nem terjedt át a világ többi részére, így nem érintette sem Európát, sem pedig az Egyesült Államokat. A 2007-es válság ezzel szemben egy új típusú globális válságként jelentkezett, mely eltér az Egyesült Államok 1970-es évektől megfigyelhető válságaitól is. Összefoglalóan megállapíthatjuk, hogy a válság újdonság-jellegét leginkább az adta, hogy helyi, nemzeti és globális szintű problémák speciális keverékeként egyidejűleg mutatta többféle válságtípus jegyeit. Ezekben belül emelhetünk ki olyan jellegzetességeket, amelyek a korábbiakhoz képest új elemként jelennek meg.*

*Helyi problémát* jelentett az Egyesült Államok lakóingatlan-piacának visszaesése, valamint az ahhoz kapcsolódó, rendkívül kiterjedt és sokszereplős jelzáloghitel-piac által elszenvedett veszteségek. *Nemzeti szintű problémát* okozott a dereguláció, mely elősegítette a kevésbé átlátható, és így magasabb kockázattal bíró pénzügyi innovációk elterjedését, a felelőtlen hitelkihelyezéseket. *Globális problémaként* nevezhetjük meg a pénzügyi piacok világméretű összefonódását, a tőke mozgásokra vonatkozó liberalizáció napjainkban meg tapasztalható magas szintje mellett.

A válság kirobbanását nagyban elősegítette a *dereguláció, azaz a pénzügyi szabályozás mértékének csökkentése*, melynek kezdetét az 1970-es évekre tehetjük. A jelzálogpiaci válság újdonság jellegét e téren elsődlegesen az ennek hatására népszerűvé vált, magasabb kockázatot jelentő és kevésbé átlátható pénzügyi termékek alkalmazása adta. A 2007-ben kezdődött visszaesés során korábbi válságoktól eltérően mutatkozott meg a pénzügyi

innovációk széleskörű elterjedtsége, különösen a számos átcsomagolási lépéssel rendelkező értékpapírosítási modell eszközeinek használatát illetően. A hitelek értékpapírosítása az eredeti pénzáramok elfedésével felerősítette az információs aszimmetriát, és az erkölcsi kockázatot. Számos átcsomagolási lépés után a végső befektető már minimális rálátással rendelkezett csak az eredeti portfólió teljesítményére és lehetséges kockázataira. Több újracsomagolást követően a kibocsátók sem voltak érdekeltek a pénzáramok alapját képező hitelek teljesítésének biztosításában. A válság kirobbanásában egy másik, korábban nem tapasztalt jellemző volt a háztartási szektor eladósodottságának kulcsszerepe. A válságot megelőző éveket az ún. másodrendű hiteladósok tartozásainak arányának felfutása jellemezte az Egyesült Államok lakossági jelzáloghiteleinek állományán belül. A másodrendű adósok közé olyan kölcsönfelvevők tartoztak, akik nem rendelkeztek hitelmúlttal, vagy pedig előzményeik nem teljesen tiszták, így például volt már hitelkésedelmük vagy felmondott hitelük. A jelzálogpiac ezen szegmense különösen magas kockázatot képviselt. Az ingatlanárak növekedési ütemének lassulása, majd csökkenésbe fordulása adta – a nemfizetési arányok növekedésével – a gyújtószikrát a másodrendű piacról kiinduló jelzáloghitel-válsághoz.

A válság kirobbanását a 2000-es évektől kezdődően egy expanzív időszak előzte meg, amely többféle gazdasági-pénzügyi probléma felépülését eredményezte. Az új típusú válságban egy időben jelentkezett a túltermelési- és pénzügyi válság, a likviditási- és adósságválság, valamint a globális strukturális válság is. A *túltermelési válságot* egy tipikus, túlhitelezéssel párosult eszközár-buborék kialakulása előzte meg. Eszközár-buborék akkor jön létre, amikor egy eszköz ára a fundamentumoktól elszakadva emelkedésnek indul, általában a pozitív, további árnövekedésre építő piaci várakozások következtében. A buborék kialakulása az amerikai ingatlanpiac felfutásában volt megfigyelhető, melyet a lakásár-növekedési ütem gyorsulása fémjelzett az 1990-es évek végétől egészen 2005-ig. Az ingatlanbuboréknak azonban előbb-utóbb be kellett omlania. A túltermelési válság kirobbanása során e túlértékelt árszint leépülését, az ingatlanárak zuhanásszerű esését figyelhettük meg. A *pénzügyi válság* ennek a folyamatnak a közvetlen következménye volt, miután a jelzáloghitelek bedőlése hatalmas veszteségeket rótt a pénzügyi (bank-)szektorra, valamint a piacon jelen lévő egyéb közvetítő intézményekre. A jelenlegi válság történetében is megtapasztalt *likviditási válság* során a piacok „kiszáradását” figyelhettük meg, a kereskedési tranzakciók a pénz- és tőkepiacokon nehezen voltak végrehajthatók. A *bizalmi válság* ezzel szemben nem a likviditás hiányával,

hanem újraelosztásának ellehetetlenülésével járt: megrendült a piaci szereplők egymás hitelképességébe vetett hite, így vonakodtak egymásnak hitelezni. Az *adósságválság* a belső vagy külső államadósság fenntarthatatlanná válását jelenti, mely számos országot érintett. Mindezek mellett általános bizalmi válsággal övezett bankválságok, szuverén- és valutaválságok alakultak ki több országban is. A *bankválságok* pénzügyi intézmények bezárásához, összevonásához vagy kormányzati támogatással történő megmentésükhöz, kiségitésükhöz vezettek. A *szuverén válságok* a nemzetállamok fizetőképtelenségével jártak (pl. Görögország, Ciprus), valamint tanúi lehettünk az európai közös pénz, az euró *valutaválságának* is. *Globális strukturális válság* jelenlétére utal a fizetési mérleg egyensúlytalanságok hosszú távú fennállása, vagyis az a tény, hogy bizonyos országok tartósan többletet könyvelhetnek el más gazdaságokkal szemben, míg másokat tartósan hiány jellemez, ugyanakkor ezen egyensúlytalanságok leépülése nem történik meg automatikus alkalmazkodási folyamatokon keresztül.

A válság újdonság jellegét erősíti az is, hogy a korábbiaktól eltérően 2007-ben a recesszió nem a fejlődő országok egyikéből, hanem éppen a világ legfejlettebb gazdaságának tartott Amerikai Egyesült Államokból indult ki. A helyi jelzálogpiaci krízist követően a válság rendkívül gyorsan továbbterjedt a világ többi részére. Ennek legfőbb oka a pénzügyi globalizációban kialakult *összefonódások* korábbiakban nem tapasztalt magas szintje volt, melyben az USA játszott központi szerepet. A fertőzés csatornáit különösen a globális kiterjedtséggel rendelkező pénzügyi intézmények képviselték, melyek eszközei között nagy hányadban voltak megtalálhatók a kockázatos másodrendű értékpapírosított hitelek.

**H1/B.** *A válságok közös jellemzője az információs válság.* A gazdasági válságok kialakulásának, valamint jellegének áttekintése alapján megállapítható, hogy *a válságok fundamentális alapja az információs aszimmetria*, valamint a jövőre vonatkozó várakozások bizonytalansága, melyeket tetéznek a globalizációból és a liberalizációból eredő pénzpiaci összefonódások. A gazdasági válságok kialakulása nem nevezhető új keletű folyamatnak. Az első ismert krízisek közé tartozott a 17. századi holland tulipánhagyma-őrület, vagy pedig a Déltengeri Társaság részvényeivel folyó tömeges spekuláció 1720 körül. Mindkettő tipikus spekulációs eszközár-buborék volt. A válságok elkerülhetetlenségének gondolata *Sismondi* elméletében jelent meg először, aki a kor nagy gondolkodóitól eltérően nem fogadta el azt az álláspontot, hogy a gazdaság minden esetben, valamiféle automatikus mechanizmus útján eléri az általános egyensúlyt. *Sismondi* a válságok kialakulását a fogyasztás elégtelenségeiből vezette le, amely a

munkabérek leszorításának, így a kínálathoz képest a fizetőképes kereslet csökkenésének következménye, tehát már ekkor megjelent az általános túltermelési válság modellje. *Marx* a túltermelési válságokat hasonló indoklás alapján a kapitalista termelési mód és társadalmi berendezkedés rendszerszintű velejáróinak tekintette, melyet a munkások kizsákmányolására, s így a fogyasztás termeléstől történő elmaradására vezet vissza.

Az eszközár-buborékok megjelenésében és a túltermelési válságok létrejöttében közös pont, hogy mindkettőt tekinthetjük téves várakozásokon alapuló, a *nem megfelelő informáltság* következtében létrejövő folyamatnak. Akármilyen típusú válságról is beszélünk, a visszaesések kialakulásában nagy szerepet játszanak a várakozások, illetve a piacra vonatkozó információk. Ennek megfelelően a „közös válságmodellt” egy információs válságként definiálhatjuk, melynek további kategorizálása aszerint lehetséges, hogy az információhiány mire vonatkozik (kauzális oldal), illetve a visszaesés mely területen mutatkozik meg (tüneti oldal). A válságok oka lehet túltermelés, eszközár-buborék, valamint bizalomvesztés, míg megjelenési forma szerint beszélhetünk – többek között – olajválságról, ingatlanválságról, valutaválságról, vagy éppen szuverén adósságválságról. A korábbi válságokhoz képest a jelenlegi gazdasági válság elemzése során az információs szempont felértékelődését a technika és a kommunikáció robbanásszerű fejlődése indokolja. Az eltérő vonások ellenére tehát az *információs aszimmetria szempontjából* a válságok szakirodalomban megfigyelhető kategorizálása, vagyis *a válságmodellek ugyanannak a jelenségnek különböző oldalait emelik ki, és valójában egyféle gazdasági válság létezik.*

**H2:** *A jelenlegi válság a válságelméletben is több újdonságot hozott, valamint részben a keynesi típusú válságkezeléshez történő visszatérést eredményezte.* Az Adam Smith és David Ricardo nevével fémjelzett klasszikus közgazdasági szemlélet szerint a szabad piacgazdaság mindig az egyensúly irányába tör, ezért az állami beavatkozás bármilyen formája szükségtelen. A klasszikus iskola a kibocsátás fluktuációját átmenetinek tekintette, és mindig valamilyen természeti katasztrófára, vagy politikai változásra vezette vissza. Ilyen körülmények között a mai értelemben vett válságkezelésről nem beszélhetünk, hiszen a piaci mechanizmusok „láthatatlan keze” mindig visszaállítja az egyensúlyt. A modern gazdaságtan által első mélyebben vizsgált 1929–1933. évi nagy gazdasági világválság eseményei azonban cáfolták ezt az addig uralkodó doktrínát, s ezt követően a gazdasági válságok elemzése a közgazdaságtudomány valamelyest elkülönült kutatási ágává vált. John Maynard Keynes megkérdőjelezte azt az álláspontot, hogy a kapitalista gazdaság

mindig a teljes foglalkoztatás elérése irányába halad. Szabad kapacitások és munkanélküliség mellett pedig a kibocsátás szintét a kereslet határozza meg, így az aggregált kereslet hatékonyan befolyásolható a költségvetési politika által. Keynes elmélete szerint a válságok elkerülhetők az anticiklikus állami gazdaságpolitika és annak multiplikátor hatásának megfelelő alkalmazása révén. A keynesi nézetek egészen az 1970-es évek olajár-robbanásait követő stagflációs (inflációval és gazdasági visszaeséssel is jellemzett) időszakig általánosan elfogadottnak bizonyultak. Ekkor ugyanis a kereslet-oldali gazdaságpolitika nem volt képes a növekvő munkanélküliség és az infláció megakadályozására. A keynesiánizmus legfőbb bírálói a chicagói iskola (monetarizmus) képviselői voltak, akik szerint a pénzügyi rendszer alapvetően stabil, és ennek megfelelően a válság megoldása a piaci mechanizmusok szabadjára engedése lehet. A monetarista elmélet a pénzmennyiség elsődleges szerepét emeli ki a gazdaságpolitika eszköztárában, és vitatja a fiskális politika hatásosságát. Eszerint az árstabilitást a pénzkereslethez igazodó, előre kiszámítható pénzkínálattal kell kordában tartani.

A 2007-ben kezdődött krízis kirobbanásában elsődleges szerepet játszott a pénzügyi globalizáció és a dereguláció erősödése. A válság jellemzője a komplex és kevésbé átlátható pénzügy eszközök széleskörű alkalmazása, a pénzpiacok világméretű összefonódása, a pénzügyi intézmények magas tőkeáttétele, valamint a háztartási szektor központi szerepe volt. Súlyosította a helyzetet, hogy a világ legtöbb országában a kormányzat mellett mind a lakossági, mind pedig a vállalati szektor is eladósodott, így megtakarítások híján nem képesek az állami hitelfelvételt finanszírozni, amelynek következtében nemzetközi szintű forrásbevonás válik szükségessé. A mostani válság során eltérést tapasztalhatunk a pénzügyi szektor válság kitörésében játszott szerepének súlyát, továbbá az ingatlanpiaci buborék kialakulását illetően is. Ebben nagy jelentősége volt az 1970-es évek óta egyre népszerűbb értékpapírosítási modell, valamint a ráépülő árnyékbankrendszer elterjedésének, melyek hozzájárultak a hitelezési (rendszer)kockázatok elfedéséhez, az információs aszimmetria felerősödéséhez. Mindezen tényezők a korábbiaktól eltérő válságkezelési megoldásokat tették szükségessé. A válságkezelést is ennek megfelelően egy-egy területre koncentrálódva figyelhettük meg attól függően, hogy az aktorok mit tekintettek a válság elsődleges okának. Így a nemzeti kormányok által jellemzően alkalmazott eszköztár részét képezték a likviditásbővítő intézkedések (likviditási válság), bankmentő csomagok (bank- és bizalmi válság), valamint a reálszférának nyújtott állami támogatások (reálgazdasági válság).

Mind az Egyesült Államok, mind pedig az Európai Unió válságkezelése részben eltér a korábbi válságepizódok során alkalmazottól. Változást jelentett, hogy szemben a korábbi válságokkal, a 2007–2009-es krízis leküzdésében jelentős mértékben szerepet vállalt az állam, melyre csupán az 1929–1933-as válság kezelésére meghirdetett New Deal-program esetében volt példa: a válságkezelési intézkedések között szerepeltek a nemzeti kormányok által elsősorban a reálgazdaságnak, valamint a bankszférának nyújtott állami támogatások. Az 1997–1998-as délkelet-ázsiai válságkezelés esetében a pénzügyi szektor restrukturálásában a Nemzetközi Valutaalap, valamint a Világbank játszott kulcsszerepet, a kormányzatok abban nem vettek részt. Ez a mozzanat a keynesi típusú, állami (fiskális) beavatkozással történő válságkezelés felerősödésének, a keynesiánus elvekhez történő visszatérésnek tekinthető. Eltérést jelent az előzőekhez képest az is, hogy a korábbiak során a válságkezelésben a pénzügyi szektor szerepét nem állították előtérbe. A New Deal-hez hasonló állami keresletnövekedési módszerek ugyanis a kormányzati szektor eladósodottságának növekedésével jártak, így hamar korlátokba ütköztek. Ehhez képest a gazdaság élénkítésére jelenleg megfigyelhető monetáris intézkedések (a „pénzpumpa”: mennyiségi lazítás, kötvénycsúszási programok) minőségi változást, a monetáris politika válságkezelő szerepének hangsúlyozása irányába történő elmozdulást jelentenek. Mindemellett a pénzügyi rendszer szabályozása iránti igény is olyan mértékű, amire korábban nem volt példa.

A nemzetközi intézmények válságkezelésben betöltött szerepe is kétségtelenül megváltozott. Korábban nem volt ugyanis jellemző a pénzügyi- és magánszféra olyan mértékű bevonása, mint az jelen esetben megvalósult például a görög adósságleírás esetében. Mindemellett megerősödött az IMF nemzetközi válságkezelő funkciója a különféle mentőcsomagok társfinanszírozójaként.

A hasonlóságok ellenére az Egyesült Államok és az Európai Unió válságkezelésében regionális jellegű eltéréseket is azonosíthatunk. Ezek egyrészt a pénzügyi közvetítőrendszer eltérő modelljéből (piaci- vagy banki közvetítés), valamint a közös költségvetés eltérő nagyságrendjéből erednek. A Fed az Egyesült Államokban kibontakozó jelzálogpiaci problémákra reagálva már 2007 őszén megkezdte a monetáris politikai eszköztárának átalakítását, míg az Európai Központi Bank csak a Lehman Brothers csődjét követően, a zavarok Európába történő begyűrűzése után kezdte meg az alapkamat mérséklését, valamint az eszköztár kibővítését. A Federal Reserve elsősorban a jelzálogpiacot igyekezett kezelni azzal, hogy eszközvásárlásaival a hosszú távú hozamokat

próbálta csökkenteni. Az EKB, illetve az Európai Központi Bankok Rendszere pedig az euro-válság következtében összetettebb problémával szembesült, és inkább a bankok forrásellátottságát kívánták biztosítani egyre hosszabb futamidejű hitelek nyújtásával. Ugyanakkor mindkét jegybank ún. nemkonvencionális eszközök (monetáris lazítás) alkalmazására kényszerült, miután a pénzügyi közvetítőrendszer zavarait a monetáris eszköztár hagyományos elemeivel nem tudta hatékonyan kezelni. A legtöbb jegybank a válság során általános likviditásbővítést hajtott végre, így elősegítve a bankrendszer hitelezését, és a pénzügyi közvetítőrendszer működésének helyreállítását. A korábbi fedezett eszközök mellett már fedezetlen eszközöket is bevettek portfoliójukba, valamint a hosszabb lejáratra is nyújtottak hiteleket a bankoknak. Ezen intézkedések alkalmazása alapvetően eredményesnek bizonyult: a programok javították a reálgazdaság helyzetét, és nélkülük nagyobb gazdasági visszaesés következett volna be.

Az Egyesült Államok – annak ellenére, hogy a válság kialakulásának gócpontját jelentette – hamarabb volt képes kilábalni a válságból, mint az Európai Unió. Ennek oka az volt, hogy az Európai Unió már a jelenlegi válság kitörését megelőzően strukturális problémákkal küzdött, melyek kielégítő megoldása napjainkban is várat magára. E problémák közé tartozik a szuverén adósságválság, fiskális transzferek hiánya az alacsony közösségi költségvetés következtében, illetve az eurozóna által alkotott, nem optimális valutaövezet. Az Európai Unión belül a válságkezelés tehát – az országok működőképességének fenntartásán túl – az euró stabilitásának megőrzésére is irányult. Ezt a célt szolgálták a tagországoknak nyújtott különféle mentőcsomagok.

A pénzügyi válság rámutatott a szétagolt európai felügyeleti keretek gyengeségére is. Ezek kezelése érdekében került sor a Jacques de Larosière által elnökölt csoport javaslata alapján az új európai pénzügyi felügyeleti rendszer kialakítására. Az új felügyeleti hatóságok működése a tervekkel összhangban 2011-ben megkezdődött, azonban, felismerve az euroövezet speciális kockázatait, már 2012 nyarára felmerült az európai bankfelügyeleti együttműködés következő lépcsőjének, az Európai Bankunió megvalósításának gondolata. A bankunió részét képezi a gazdasági és költségvetési integráció elmélyítését szolgáló távlati terveknek is: az egységes felügyelet alá kerülő pénzintézeteket egy közös uniós alapból mentenék ki, így csökkentve a nemzeti kormányokra és adófizetőikre nehezedő terheket.

**H3:** *A rendszerszintű problémák megoldása összehangolt szabályozás kialakítását igényli.* Az 1997–1998. évi válság vette fel elsőként a *nemzetközi pénzügyi architektúra*



*átalakításának* kérdését. 1999-ben az IMF és a Világbank által elindított program javaslatai között szerepelt a sebezhetőséget felismerő képesség javítása, a pénzügyi felügyelet megerősítése, továbbá a Valutaalap hitelezési politikájának reformja. A 2006-ban megjelent stratégiai elképzelések már magukban foglalták a felügyeleti tevékenység kiegészítését a stabilitást veszélyeztető kockázatok megvitatásával, valamint a feltörekvő országok alacsony képviselőtének korrekcióját. A Bretton Woods-i intézmények jelenlegi erőviszonyait jól mutatja, hogy az IMF 24 igazgatósági tagjából 8 európai, illetve hogy a kvóták által képviselt szavazati arányokban jelentős eltolódás tapasztalható a fejlett országok javára. 1944-ben, az intézmények létrehozásakor ezek az arányok még a valódi gazdasági viszonyokat tükrözték, melyek a fejlődő országok súlyának növekedésével azóta nagymértékben átalakultak. A képviselőti arányokban azonban a G20-akon belül – elsősorban a BRICS-országok kezdeményezésével – megjelent ajánlás ellenére sem történt változtatás, melynek következménye az Új Fejlesztési Bank életre hozása az IMF/Világbank páros alternatívájaként. A fejlett országcsoport ugyanakkor nem hajlandó feladni az elavult struktúrát, és mindemellett világszinten meghatározó az USA-dollár dominanciája is.

Jelenkorunk nemzetközi pénzügyi rendszere olyan *rendszerszintű problémákkal* küzd, mint a dereguláció, liberalizáció és globalizáció, melyek egymásra hatnak és egyúttal egymást erősítik. A *dereguláció*, vagyis a pénz- és tőkepiacokra vonatkozó szabályozás leépítése hozzájárult az olyan kockázatos és kevésbé átlátható pénzügyi innovációk ugrásszerű elterjedéséhez, mint például az értékpapírosítás, vagy a származtatott termékek (derivatívák) alkalmazása. Ezek következtében pedig megnövekedett a kockázati érzékenység. A *liberalizáció* a határokon átívelő tőkeáramlások előtti korlátok lebontását célozza, mely az 1970-es évektől szintén lendületet kapott, nem kis részben a Nemzetközi Valutaalap által receptként kínált-diktált „washingtoni konszenzus” hatására. A *globalizáció* miatt pedig sokszorozódtak a pénz-és tőkepiacok közötti kapcsolódási pontok, amely a kölcsönös függés erősödésével járt együtt. A pénzügyi kapcsolatokon keresztül a globális tőkemozgások lehetővé teszik válságok gyors „átfertőzését” más országokba. Ennek hatására a válság továbbterjedését megakadályozni képes mechanizmusok hatékonysága minimálisra csökkent.

A nemzetközi tőkemozgások szabadsága mellett a globális összefonódások léte a kormányzatok *nemzeti szuverenitásának részleges feladását* teszik szükségessé. Nem folytathat egy-egy nemzetállam a többiektől teljesen független gazdaságpolitikát, mellyel

könnyen a nemzetközi pénzpiacok „büntetését” válthatja ki tőkemenekítés, árfolyam elleni támadás, vagy éppen a finanszírozás ellehetetlenülése formájában. Elkerülhetlenné válik tehát a gazdaságpolitikák összehangolása (konvergenciája) nemcsak regionális, de egyre inkább világméreteken is. A nemzetközi pénzügyi rendszer működési hatékonyságának javítására nem elégséges *a rendszerszintű problémák* különálló megoldása, hanem azok *kezelésére egy összehangolt szabályozás kialakítása szükséges*. Ezt erősíti a monetáris „lehetetlen hármasság” (trilemma) *gazdaságpolitikai kényszere*, mely szerint a jegybanknak minden esetben választania kell, hogy a szabad nemzetközi tőkeáramlás, a rögzített árfolyam és a független monetáris politika közül melyik kettőt valósítja meg, míg a harmadikról lemond. Miután a szabad nemzetközi tőkeáramlás javarészt adott, így feltételezhetjük, hogy a jegybankok tartózkodnak az ezt korlátozó eszközök alkalmazásától, és meg kell tartaniuk a teljes tőkepiaci nyitottságot. Ekkor választási lehetőségük a rögzített árfolyam fenntartására, és a független monetáris politikára korlátozódik. A kötött árfolyam fenntartása azonban nagy terhet ró a monetáris politikára, hiszen a nemzetközi tőkeáramlások árfolyamra gyakorolt fel- vagy leértékelő hatását folyamatosan semlegesíteni kell. Az ennek történő kiszolgáltatottság a monetáris politika függetlenségének elvesztésével jár. Különösen fontos szempont ez az euroövezetben részt vevő, vagy oda igyekvő országoknál, amelyeknél az árfolyam mint monetáris politikai eszköz alkalmazása nemzetállami hatáskörben fel sem merülhet, illetve olyan gazdaságok esetében is, amelyek nemzeti valutájuk árfolyamát hallgatólagosan vagy deklaráltan egy meghatározott szinten kívánják tartani. Hasonló „trilemma” létezik a globális politika terén is, amely szerint egyszerre nem valósítható meg a demokratikus politikai döntéshozatal, a teljes világgazdasági integráció, illetve a független nemzetállam.

Szintén az összehangolt szabályozás szükségességét támasztja alá a multinacionális vállalatok által globális méretekben kihasználható *szabályozói arbitrázs* felmerülése, mind a pénzügyi, mind pedig a reálszférában. Szabályozói arbitrázst jelent egy-egy megengedőbb szabályozás megjelenése, melynek alkalmazása világméreteken történhet. Miután a globális tőkeáramlások megakadályozására nincsenek hatékony jogi eszközök, a szabályozói arbitrázst a multinacionális vállalatok tőkeallokációs döntéseik során eredményesen kihasználhatják. Konvergenciát jelent ugyanakkor e téren a bázeli tőkeegyezmények fokozatos átvétele.

A 2007–2009-es válság keynesi típusú válságkezelő intézkedései látszólag megerősítették a nemzeti kormányok szerepét, legalábbis átmenetileg. A válságkezelésben a korábbiakhoz

képest nagyobb mértékben vettek részt a kormányzatok, amely a nemzeti szuverenitás erősödésének, az eddigi mainstream liberalizációs trend megtörésének tekinthető. Ma a válsághatások olyan erősek, hogy a válság előtti időszakhoz képest megnövekedett a nemzeti gazdasági irányítás szerepe (ld. mentőcsomagok). Mindezek ellenére nem várható a globalizáció és liberalizáció elveiből történő jelentős visszavonulás. Az azonban csak hosszabb távon lesz megítélhető, hogy a globalizációs tendencia és a nemzeti irányítás között milyen új erőegyensúly alakul ki.

A nemzetközi pénzügyi intézményrendszert illetően az elmúlt évtizedek „kis” (regionális) válságokhoz képest napjainkban nagyobb hajlandóság mutatkozik a változtatásra. A korábbi, fejlődő országoktól kiindult válságok esetében a fő cél a fejlett országokba történő átgyűrűzés elkerülése volt, míg most ezzel szemben a fejlett országok alkották a válság gócpontját, s a gazdasági visszaesések eszkalációjának megakadályozása lett a fő szempont. A globális pénzügyi irányítás intézményrendszerét tekintve megfigyelhető a G20-ak szerepének némi erősödése az IMF befolyásának terhére, ugyanakkor lényegi változás e téren eddig nem következett be. Az erőviszonyok átalakításának folyamata központi koordináció nélkül zajlik. A nemzetközi pénzügyi rendszer közeljövőjének nagy kérdése az, hogy e terület koordinációját mely szervezet és milyen hatékonysággal lesz képes ellátni, figyelembe véve mind a jelenleg vezető hatalomnak számító Egyesült Államok, mind pedig a feltörekvő országok (Kína, India) érdekeit.

**H4:** A 2007–2009-es nemzetközi pénzügyi-gazdasági válságra adott nemzeti és nemzetközi válaszok együttesének áttekintése alapján azt a megállapítást tettem, hogy *a válságkezelés jelenlegi gyakorlata nem áll összhangban a globális gazdasági és pénzügyi rendszer fenntarthatósági követelményeivel*. A válságkezelési mechanizmusok kialakítása, valamint a válságkezelés alkalmazott gyakorlata során figyelembe kell venni a *fenntarthatóság* követelményeit is. A fenntartható pénzügyi rendszer alapvető követelménye, hogy a jelen nemzedék szükségleteinek kielégítése anélkül valósuljon meg, hogy a jövő nemzedékeinek lehetőségei csorbulnának. A fenntarthatóság hárompilléres megközelítése a gazdasági szempont mellett a szociális (társadalmi), valamint a környezeti hatásokat is magában foglalja, melyek szorosan összefüggnek egymással. Ennek megfelelően a gazdasági válságkezelés mellett szociális és környezeti válságkezelésről is beszélhetünk. E két utóbbi dimenzió azonban a válságkezelés során – elsősorban a forráshiány következtében – háttérbe szorult a gazdasági szemponthoz képest. A válság a három fenntarthatósági dimenzió közül a gazdasági szempontot erősítette, amelyet a

válságkezelő mechanizmusok életbe léptetése, valamint azok továbbfejlesztése igazol. A szociális dimenziót illetően csak a legszegényebb rétegek támogatása valósult meg, míg a környezetvédelem egyértelműen lemaradt. Ugyanakkor e két terület szempontjainak egyidejű figyelembe vétele nélkül a fenntarthatóság nem valósulhat meg.

A globalizáció jelentette kölcsönös függés a válságok áttérjedésének valószínűségét is megemelte. A globalizáció tehát válság-érzékeny tette a világgazdaságot: nemzetközi szinten mind a tőkebeáramlás, mind a tőkemenekülés pillanatokon belül megtörténhet, így egy gazdaságban bekövetkezett visszaesés gyorsan maga után húzhat más országokat is. A sérülékenységet tovább fokozza a pénzügyi intézmények globális eszközportfólióinak kialakulása is. Mindezek hatására a válság továbbterjedését (a fertőzést) megakadályozni képes mechanizmusok hatékonysága minimálisra csökkent. Az 1997–1998-as délkelet-ázsiai válság világított rá elsőként arra, hogy a pénzügyi globalizáció olyan folyamatokat – így például a tőkemenekülést vagy az átfertőzödést – hozott a felszínre, melyek pénzügyi válságokhoz vezethetnek.

A leginkább *elhúzódó válságkezelést* az Európai Unió tagországaiban figyelhettük meg, amelyet a szuverén és a pénzügyi válság mellett az eurozóna válsága is nehezíti. Ennek hátterében elsősorban a szuverén eladósodottság áll, amely a nemzetközi pénzügyi válság következtében finanszírozási problémákat eredményezett egyes tagállamokban. Számos tagállam már a válság kitörését megelőzően magas adósságállománnyal, valamint gazdaságszerkezeti problémákkal küzdött. E folyamatoknak már csak a következményét jelenti az euró értékvesztése. Mindezek alapján elmondható, hogy az Európai Uniót mélyebben érintette a válság, mint az annak kiindulópontját képező Amerikai Egyesült Államokat. A fejlődő országok (elsősorban Kína és India) válságérzékenysége csekélyebb, köszönhetően magasabb gazdasági növekedési ütemüknek.

A fenntarthatóság szempontjaiból tekintve az Európai Unióban a közszféra által nyújtott *támogatás túlzott mértékű* volt a válságkezelés során, mind a reálszektor, mind pedig a pénzügyi szféra irányában. A költségvetési egyenlegek elromlottak (ld. Franciaország, Olaszország, Görögország), s az adósságok finanszírozása az elkövetkező nemzedékekre fog többelérhető. Ezt a hatást némiképp ellensúlyozza a stabilitási mechanizmus, valamint alap (ESM/EFSF) létrehozása, mely egyértelműen a fenntarthatóság irányába tett lépésnek tekinthető. Az Európai Bankfelügyelet bevezetésével elmozdulás történt a bankszabályozás szigorítása terén is. Az eurozóna 2012-es válsága, valamint a 2014–2015-

ős görög válság is azt bizonyítja, hogy ezek az intézkedések egyelőre nem váltották be a hozzájuk fűzött reményeket.

Az európai országok válságkezelésben két szakaszt figyelhettünk meg, melyek a fenntarthatóság szempontjából is eltérően értékelhetőek. Az első reakciók 2008 és 2010 között a tagállamok tekintetében javarészt hasonlóak voltak, és elsősorban a gazdasági visszaesés megakadályozását célozták, hagyományos ösztönzők (keresletélénkítés, egyedi bankmentő akciók) alkalmazásával. Ezek a programok a legtöbb országban a GDP 0,1-0,5 százaléka közötti deficitnövekedéssel jártak. E lépések hatásai csak *rövid távon érvényesültek*, hosszú távon nem voltak képesek érdemi növekedést indukálni. Az első szakasz intézkedései így semmiképpen sem nevezhetőek fenntarthatónak, amit a fiskális keretek 2010 végére történő kimerülése is igazolt. 2011-től a válságkezelési stratégiák már magukon kellett, hogy viseljék a korábbi intézkedések költségeit, és kényszerítő feltételként jelent meg a pénzügyi stabilitás biztosítása is. Ebben az időszakban vált egyre súlyosabbá az eurozóna adósságválsága. Ekkor már meg kellett találni az egyensúlyt a gazdaság-élénkítési, valamint a stabilitási célok között. A fenntarthatóságot szolgálja a *pénzügyi-gazdasági folyamatok feletti kontroll erősítése*, egy korai figyelmeztető rendszer kialakításával (ld. Európai Rendszerkockázati Testület) együtt. Mindezek hatásosságát azonban a rendszer jellegéből adódóan csak hosszú távon lehet majd megítélni.

A fenntarthatósági szempont összekapcsolódik a *gazdasági növekedés* kérdésével is. Nagyobb gazdasági növekedést jelenleg még mindig a fejlődő országok, elsősorban Kína és India (7% körül) produkálnak, amely felfelé húzza a világ GDP-jének növekedési ütemét. A fejlett országok közül az Egyesült Királyság és az USA gazdasága (2-2,5%) teljesít jól, míg Japán és az EU növekedése alacsony (0-1%), visszafogva a globális növekedést. Mindezek hatására a globális növekedési ütem 3-3,5 százalékos szinten rekedt.

A jelenlegi nemzetközi pénzügyi rendszer – a pénzpiacok határokon átívelő integráltságának következtében – *nem képes* az adott országok gazdaságában súlyos károkat okozó gyors nemzetközi tőkemozgások (a tőkemenekülés) megakadályozására, valamint a destabilizáló hatású spekuláció elkerülésére. Egy *fenntartható rendszer követelménye*, hogy képes legyen ezek prevenciójára a hatékony nemzetközi tőkeallokáció biztosítása mellett. Ehhez hozzájárul az a tény, hogy a nemzetközi devizatartalékok a pénzforgalomból kivont, 12-13 ezer milliárd dollárnyi „ballasztot” képeznek, melyek e rendszer fenntarthatóságát rontják. A stabilitás fokozásával, a globális bizalom erősítésével

a tartalékok egy részre visszakerülhetne a gazdaság körforgásába, és fejlesztési célok finanszírozására lehetne felhasználható. A nemzetközi pénzügyi intézményekben és döntéshozásban mindemellett rendkívül alulreprezentáltak a feltörekvő országok, ami elmarad mind gazdasági súlyukat, mind pedig népességüket tekintve. Ezek alapján *magasabb szintű bevonásuk indokolt.*

**H5.** *A multinacionális vállalkozások válságkezelésében jelentős szerepet játszik a nemzeti kormányokkal való együttműködés.* A kereskedelmi korlátok lebontása nyomán a multi- vagy transznacionális vállalatok *lehetőségei kiszélesedtek*: profitmaximalizálásuk és veszteségminimalizálásuk nemzetközi szinten valósul meg, így a termelés és elosztás feletti ellenőrzésük is több nemzetgazdaságra terjed ki. Jelentős tőkeerővel bírnak, és a profitra való törekvés érdekében képesek világszinten versenyeztetni az egyes országokat vagy régiókat. A globalizáció fontos mozgatórugóiként a multinacionális vállalatok *jelentős befolyással rendelkeznek* azon nemzetgazdaságok felett, amelyek működésük által érintettek, legyenek azok akár menedzsment központjuknak vagy telephelyeiknek helyt adó országok, vagy éppen termékeik felvevőpiacai. E függés ugyanakkor sok tekintetben *kölcsönös*: a nemzeti kormányok támogatásokkal, kedvezményekkel segítik a multik letelepedését, a helyi operáció fenntartását, illetve a válság során számos országban biztosítottak „mentőcsomagot” részükre. A fejlett országokban a szakszervezetek *lobbitevékenysége* is a kapacitások leépítése ellen hat.

Globális működésükből kifolyólag a multinacionális vállalatokat a nemzetállamokhoz *hasonlóan érintette a gazdasági visszaesés*, és hasonló válaszlépéseket tehettek a válság okozta negatív tendenciák leküzdésére. Ilyen hatások voltak a finanszírozás ellehetetlenülése, valamint a bevételek zuhanása, melyekre rövid távon az életmentő vállalatfinanszírozási források biztosítása, hosszú távon pedig a szerkezeti változtatások, a befektetési stratégia átalakítása, és a működés hatékonyabbá tétele lehetett a válasz.

Ebben a folyamatban a válság által nagyobb mértékben érintett multinacionális vállalkozások válságkezelési stratégiája *nem függetleníthető* a működésüknek helyt adó államok nemzeti kormányaitól. Stratégiájuk megvalósításában mindvégig *jelentős szerepet játszott a nemzeti kormányokkal való együttműködés is.* A nemzetközi pénzügyi-gazdasági válság hatására a nemzeti kormányok elsősorban a *finanszírozás* terén játszottak a korábbiaktól eltérő szerepet a multinacionális vállalkozások válságkezelésében. Ez megnyilvánult mind a vállalatfinanszírozás biztosításában, mind pedig a keresleti oldal élénkítésében, így például a roncsautó-programok bevezetése terén.

A *General Motors* (GM) a válság során jelentős átalakuláson ment keresztül, melynek fordulópontját a 2009 júniusában történt csődeljárás fémjelezte, noha az autógyártó már az ezt megelőző időszakban is számos problémával küzdött. 2005-től ugyanis már megfigyelhető volt az újautó-eladások csökkenése, amely a jellemzően kihasználatlan kapacitásokkal küzdő autógyártásban nem hatékony termelési szerkezetet eredményezett. Mindezek jelentősen aláaknázták a társaság likviditási helyzetét. Az állami szerepvállalást indokolta az a közvetve mintegy egymillió amerikai munkahely is, mely a GM további működésétől függött. A csődeljárást követően az Egyesült Államok Pénzügyminisztériumának tulajdonosi részvételével újjáalakult General Motors a portfóliótisztítás következtében a korábbinál jóval versenyképesebb költségstruktúrát tudott kialakítani. Az intézkedések magukban foglalták a márkanévek számának csökkentését, a termelőkapacitások konszolidálását, valamint szervezeti változásokat, melyek együttesen hozzájárultak az alacsonyabb költségszint eléréséhez, és annak hosszú távon történő fenntartásához. A működés hatékonyabbá tétele tehát nem történhetett volna meg az *aktív állami részvétel* nélkül. A reorganizáció sikerét jelzi az elmúlt öt pénzügyi év (2010–2014) folyamatosan nyereséges működése, valamint az állami hitelek és tulajdonrészek teljes körű visszafizetése, mely a Chrysler és Ford autógyártók esetében is megvalósult.

Az állami szerepvállalás növelése mellett a multinacionális cégek változatlanul nagy befolyással rendelkeznek. A multinacionális vállalatok és a nemzeti kormányok közti *együttműködés új lépését* jelentheti a G20-ak által a 2014-es brisbane-i értekezleten elfogadott növekedés program. A kommunikációban foglaltak szerint a tagállamok a világ GDP növekedési ütemének 2,1 százalékpontos emelését célozták meg 2018-ig bezárólag. Ezáltal a globális növekedési ütem a jelenlegi 3-3,5 százalékról 5-5,6 százalékra emelkedne. Ezt a gazdasági növekedést állami szervezésben, elsősorban infrastrukturális beruházási programok elindításán keresztül kívánják elérni, amelyek a globális GDP-t mintegy 2 milliárd dollárral emelnék meg, és több millió új munkahelyet teremtenének. A programok finanszírozása a nemzeti kormányok költségvetési forrásaiból, valamint nemzetközi banki (ideértve a BRICS-országok Új Fejlesztési Bankjától származó) forrásokból történne.

## 6. ÖSSZEFOGLALÓ: KÖVETKEZTETÉSEK, JAVASLATOK

*„Amint ez a krízis megoldódik, eljön az ideje a pénzügyi szabályozói struktúráink átalakításának. A 21. századi globális gazdaságunk jelenleg még elavult, 20. századi törvényekkel szabályozott.”  
(George W. Bush: Address to the Nation, 2008. szeptember 24.)*

Az első globális, pénzügyi alapú válságként jellemzett 2007–2009-es világgazdasági válság sok tekintetben újdonságként hatott a közgazdasági gondolkodásra. Az eltelt időszak tapasztalatai alapján elmondhatjuk, hogy az 1929–1933-as nagy gazdasági válság óta a legnagyobb világméretű visszaesésnek lehettünk szemtanúi. Az 1980 és 2000 közötti időszak válságaitól eltérően a jelenlegi válság nem a fejlődő országokból, hanem a világ legfejlettebb gazdaságának tartott Amerikai Egyesült Államokból indult ki, és gyűrűzött át más országokra. A válság pénzügyi oldala az amerikai (másodlagos) jelzálogpiaci problémákkal kezdődött, ugyanakkor ezek a folyamatok csak a végső lökést adták meg az amúgy is törekeny pénzügyi rendszer összeomlásához. A jelzálogpiac bedőlése mellett ugyanis számos más tényező is hozzájárult a válság kialakulásához, majd elmélyüléséhez. Ilyen tényező volt a globális fizetési mérleg-egyensúlytalanságok léte, a szuverén adóssághegyek kialakulása, valamint a pénzpiacok világméretű összefonódása, különösképp a gazdasági liberalizáció és dereguláció doktrínáinak általános elterjedése mellett. Külön problémakört jelentett az Európai Unió közös valutájának, az eurónak a krízise. A válság tehát számos válságtípus, úgy mint a pénzügyi „eszközár-buborék”, a likviditási, a szuverén- és az adósságválság jegyeit is mutatta egyidejűleg. Ennek megfelelően a válságkezelésben részt vevő szereplők (kormányzatok, nemzetközi szervezetek, valamint pénzügyi intézmények) válasza is többféle aspektusban valósult meg, eltérő területekre fókuszált. Ilyen területek voltak például a szuverén mentőcsomagok (EU-Görögország), a pénzpiaci likviditás és bizalom helyreállítása (Fed, EKB), továbbá a reálgazdaság megsegítése (kereslet élénkítése, munkahelymegőrzés támogatása). Az eltelt évek tapasztalata azt mutatja, hogy ezen keynes-i típusú válságkezelési intézkedések alapvetően sikerrel jártak, bár inkább csak tüneti kezelést jelentettek, és a háttérben húzódó – rendszerszintű – problémákat nem voltak képesek megoldani.

Az Európai Unió helyzete a válság során több szempontból is speciális volt, ezért ezt a területet a dolgozatban mélyebben is vizsgáltam. Az uniós tagállamok bankjai nem rendelkeztek jelentős kitétséggel az amerikai „mérgezett” másodlagos jelzálogpiaci eszközökben, így a válság áttérjedése ezen a transzmissziós csatornán keresztül csak



korlátozottan valósult meg. Az EU számos tagállama azonban már jóval az amerikai jelzálogpiaci visszaesés kitörését megelőzően problémákkal küzdött elsősorban az eladósodottságot, valamint a növekedési potenciált illetően. Ebben jelentős szerepet játszott az euró létrehozásával kialakított egységes valutaövezet, amely mellé nem társult költségvetési integráció. Nem valósulhattak meg tehát azok a költségvetési transzferek, melyek az aszimmetrikus sokkok esetén kiegyenlítő szerepet játszhattak volna. Közös valuta és egységes monetáris politika mellett ilyen sokkok kezelésére a nemzeti kormányok gazdaságpolitikai eszközei a fiskális területre korlátozódtak. Az államháztartás mozgásterét is behatárolja azonban a közösségi szabályrendszer, így például a maastrichti kritériumok, vagy pedig a Stabilitási és Növekedési Paktum előírásai. Az Európai Unió továbbfejlődése tehát mindenképpen az egység további mélyítése, egy fiskális unió irányába történő „előremenekülés”, valamint a pénzügyi szabályozás megerősítése lehet. A fiskális unió megvalósítása a jelenleginél jóval nagyobb, a GDP kb. 1 százaléka helyett az Egyesült Államokéhoz hasonlóan minimum az össztermék 15-20 százalékát kitevő közösségi költségvetést igényelne. A szerző véleménye szerint ennek első szükségszerű lépése lehetne bizonyos szociális ellátórendszerek (társadalombiztosítás, munkanélküli-, valamint nyugdíjellátás) közösségi szintre helyezése, melyet az adórendszerek (forgalmi- és jövedelemadók) egységesítése követhetne. A közös költségvetést a monetáris unió szintjén történő központi eurókötvény-kibocsátás támogatná, az erkölcsi kockázatok megfelelő kezelése mellett. A közös eurókötvény-kibocsátást pedig nem a tagállamok szuverén költségvetési hiányainak fedezésére kell elképzelnünk, hanem az „európai költségvetés” finanszírozására. Az integráció fennmaradásához emiatt elengedhetetlen lesz a nemzetek közötti szolidaritás növekedése, valamint a fiskális unió kialakításához szükséges politikai akarat megléte is. A költségvetési együttműködés megvalósításának kevésbé ambiciózus – és politikai szempontból a mai körülmények között reálisabban megléphető – terve szerint a tagállamok fiskális hatóságai látnák el a költségvetési fegyelem biztosításának feladatát, a maximális államadósság, valamint az adott évi költségvetési egyenleg meghatározásával. Ahhoz, hogy e folyamat ne bukjon meg a nemzetállami ellenálláson és érdemben működőképes legyen, megfelelő ösztönzők kialakítása szükséges a tagállamok részére, hogy közös (politikai és gazdasági) érdekként tekintsenek a fiskális fegyelem betartására.

A gazdasági válság szinte valamennyi reálgazdasági szektort kedvezőtlenül érintette, de a legsúlyosabb károkat talán a jelentős mértékben hitelből finanszírozott keresletre épülő

autóiparban okozta. Az autóipar hagyományosan magas tőkelekötést igénylő iparág, melyben nagy szerepe van a méretgazdaságosságnak, így a gyártási kapacitások csak nehezen tudnak alkalmazkodni a kereslet nagymértékű fluktuációjához. Az értékesítések zuhanása ezért kihasználatlan autógyárakat eredményezett. Végző soron a megfelelő alkalmazkodás hiánya okozta azt, hogy az Egyesült Államok három nagy detroiti autógyártójának (General Motors, Ford és Chrysler) mindegyike csőd közeli helyzetbe került 2008-2009-re. Válságkezelésükben jelentős szerepet játszott a kormányzati segítség, elsősorban az Egyesült Államok kormánya részéről. A fenti három, globális szinten is tevékenykedő autógyártó közül dolgozatomban a General Motorst vizsgáltam meg tüzetesebben, mely Európában legfőképp az Opel/Vauxhall márkájával van jelen.

A General Motors 2009 nyarán az amerikai csődtörvény 11. fejezete szerinti eljárás alá került, amely lehetővé tette, hogy a vállalat megszabaduljon számos kötelezettségétől, és újjáalakulhasson az Egyesült Államok Pénzügyminisztériumának tulajdonosi részvételével. A vállalatcsoport válságkezelése rövid távon leginkább az életmentő finanszírozás biztosításáról szólt, hosszabb távon azonban – a szervezeti átalakításokon kívül – a befektetési stratégiában is változtatásokat figyelhettünk meg. E lépések mind a marketing és értékesítés területén, mind pedig a gyártókapacitások konszolidálásában megnyilvánultak. A márkanévek számának csökkentése és vállalaton belüli versenyzésük megszüntetése mellett a termékfejlesztés a globális termékvonalak irányába mozdult el, amely lehetővé teszi a globális termelési kapacitás hatékony és rugalmas kihasználását, tehát végző soron a méretgazdaságosságból eredő előnyök kiaknázását. Az utóbbi öt év pénzügyi eredményeiből az látható, hogy a General Motors reorganizációjában az állami szerepvállalás hatásos és sikeres volt, és a vállalatcsoport már 2010-től kezdődően nyereséges működést produkál globális szinten.

A General Motors csoport válságkezelését áttekintve azt a megállapítást tehetjük, hogy a multinacionális vállalatok válságkezelésében jelentős szerepet játszik a nemzeti kormányokkal való együttműködés. Ezek a vállalatok tőkeerejüknel fogva jelentős befolyással rendelkeznek azon országok felett, amelyek működésüknek helyt adnak. A függés azonban sok tekintetben kölcsönös: a kormányok támogatásokkal segítik e globális skálán tervező vállalatok letelepedését, vagy további helyi beruházásaikat. A nemzetközi pénzügyi válság hatására a kormányok elsősorban a finanszírozás területén játszottak a korábbiaktól eltérő szerepet, amely mind hitelezésben, mind pedig tulajdonrész szerzésében megnyilvánult, a termelő és a pénzügyi szférában egyaránt.

A válság rávilágított arra, hogy a piaci mindenhatóságába vetett hit, vagyis a piaci fundamentalizmus önmagában kevés: a piaci erők önmagukban alkalmatlannak bizonyultak a válság elkerülésére, valamint annak kezelésére, ezért a szabályozói beavatkozás elkerülhetetlen. Biztosra vehető, hogy a rendszerszintű problémák kezelése nemzetállami szinten nem tud kellőképpen érvényesülni. A globális piac kihívásaira igazi globális megoldások szükségesek. Ennek következtében reális továbblépési lehetőségként a globális szinten harmonizált szabályozás kialakítása tárul elénk, melyben a nemzetállamok közti egyeztetési folyamat, valamint a megegyezés szerepe jelentősen fel fog értékelődni. Az „új globális pénzügyi rendszer” nem nélkülözheti a fejlődő országok – jelenleginél jóval szélesebb körű – bevonását, különösen a már napjainkban is önmagában jelentős gazdasági erőt képviselő Kínáét, elsősorban finanszírozói, majd a tőke mozgások szabadabbá tételével szabályozói szerepben. A nemzetközi pénzügyi rendszer jövőjének nagy kérdése, hogy ennek megvalósítása milyen intézményi struktúrában történhet: vajon a jelenlegi intézmények (IMF, Világbank, G20-ak, BIS) jelentős átalakulása és funkcióváltása fog bekövetkezni, vagy pedig új, a korábbiaktól független, az országok gazdasági súlyát jobban figyelembe vevő globális szervezetek jönnek létre. Harmadik – köztes – útként regionális intézmények létrehozása történhet meg, amelyek között valósulhat meg a gazdaságpolitikák, valamint a pénzügyi szabályozás szükségszerű koordinációja. A napjainkban megfigyelhető tendenciák egyre inkább e harmadik út realitását mutatják erősödni. Napirenden van ugyanis mind a Kína-vezette BRICS-országok között kialakítandó hitelezési megállapodás létrehozása, mind pedig az Európai Unió válságkezelő mechanizmusainak egyféle „Európai Valutaalap” (EMF) formájában történő összevonása és megerősítése. A döntéshozók felelőssége nagy abban, hogy e szervezetek ne az egymást elszegényítő versengés („*race to bottom*”) széttöredezett regionalizmusát, hanem egy érdemi gazdasági együttműködéssel járó kiegyensúlyozott multilateralizmus megvalósítását szolgálják. Egy ilyen világméretben harmonizált pénzügyi rendszer rugalmasan képes igazodni az erőviszonyok változásához, és globális szinten létrejöhet a rendszerszintű kockázatok kezelése is. A jövő nemzetközi pénzügyi rendszerének kialakításakor nem hagyhatók figyelmen kívül a fenntarthatóság követelményei sem, vagyis olyan mechanizmusokat kell életbe léptetni, melyek az elkövetkezendő nemzedékek lehetőségeinek csorbítása nélkül képesek hatékony nemzetközi tőkeallokációra, a destabilizáló hatású spekuláció és tőkemenekülés elkerülésével. Cél, hogy a pénzügyi tevékenységek és a tőke mozgások erősebb kontrollja nyomán elkerülhetővé váljanak a fertőzőes válságok. Mindezekben jelentős előrelépést

képviselne a nemzetközi pénzügyi rendszer stabilitásának fokozása, a bizalom növelése, amellyel együtt járhatna a pénzforgalomból jelenleg kivont devizatartalékok egy részének felszabadítása reálgazdasági fejlesztési célok megvalósítására. A biztonságot ez esetben a szabályozottság és a nemzetközi koordináció magasabb foka adná.

A pénzügyi globalizáció fejlődésének történetét áttekintve arra a következtetésre juthatunk, hogy nem fog bekövetkezni a globalizációból történő visszavonulás, vagy éppenséggel a piacgazdasági modell megszűnése. Ugyanígy nem várható a pénzügyi innovációk szerepének jelentős visszaszorulása, vagy a liberalizáció elveinek feladása sem. Ezt bizonyítja az értékpapírosítási modell továbbélése, valamint a Nemzetközi Valutaalap által is népszerűsített „washingtoni konszenzus” gazdaságpolitikai irányelvének bebetonozottsága, s hogy a kondicionális hitelezés továbbra is ezen elvek mentén történik. Ugyanakkor számíthatunk az eddigi trendet meghatározó nyugati kultúráktól különböző – keleti – kultúrák növekvő súlyára, amelyek a korábbiaktól eltérő, kevésbé individualista közgazdasági emberképet képviselnek.

A strukturális problémák és globális egyensúlytalanságok nemzetközi szintű kezelése még nincs kellőképpen megoldva. További kutatási irányt jelenthet annak mélyebb elemzése, hogy a nemzetközi közösség miként képes a feltörekvő gazdaságok (elsősorban Kína) nagyobb beleszólásával járó új pénzügyi rendszert kialakítani, különös tekintettel arra, hogy ez az Amerikai Egyesült Államok gazdasági erejének jelentős csorbulásával járna. A nemzetközi pénzügyi együttműködést azonban ebben az irányban is tovább kell mélyíteni. Vizsgálat tárgyát képezhetné az is, hogy milyen kompetenciákkal kell rendelkeznie annak az intézménynek, amely ennek az új rendszernek a felügyeletét (irányítását?) fogja ellátni.

Az új típusú pénzügyi irányítás létrehozása folyamatban van. A válság egyik legnagyobb tanulsága épp az erőteljesebb prudenciális szabályozás szükségességét bizonyítja. A megfelelő intézményrendszer megformálása nem könnyű feladat, járjon ez akár a jelenlegi Bretton Woods-i szervezetek megújításával vagy e szervezetek új intézményekkel történő kiváltásával. Az új nemzetközi pénzügyi rendszerrel szemben támasztott általános követelmény a flexibilitás, a stabilitás, valamint a kiszámíthatóság. Bízunk kell abban, hogy az új globális pénzügyi kormányzás kialakítása során a nemzetközi közösség tanul a saját hibáiból, és felismeri, hogy csak az együttműködés, vagyis a gazdaságpolitikák és a szabályozás érdemi koordinációja vezethet előre.

## 7. SUMMARY: CONCLUSIONS AND RECOMMENDATIONS

*“Once this crisis is resolved, there will be time to update our financial regulatory structures. Our 21st-century global economy remains regulated largely by outdated 20th-century laws.”*

*(George W. Bush: Address to the Nation, September 24, 2008)*

The world economic crisis of 2007–2009 that was characterized as the first global financial crisis brought about novelties in many aspects in the thinking of economics. Based on the experience of the elapsed period, we can say we have witnessed the biggest worldwide downturn since the Great Depression of 1929–1933. Contrary to the crises of the period between years 1980 and 2000, the current crisis did not originate from emerging countries, but from the United States of America that is considered as the most advanced economy of the world, and then spilled over to other countries. The financial side of the crisis started with problems in the US (subprime) mortgage market, however, these processes gave only the final push to the collapse of financial system that had already been vulnerable. In fact, parallel to the collapse of the mortgage market, many other factors also contributed to the formation of the crisis and later to its escalation as well. Such factors included the presence of global payments imbalances, accumulation of sovereign debts, as well as the worldwide interlinkage of financial markets, especially in addition to the widespread doctrines of economic liberalization and deregulation. A special scope of problems was represented by the crisis of the euro as the common currency of the European Union. Hence, the crisis showed signs of several crisis types, such as of the financial asset price “bubbles”, liquidity, and sovereign and debt crises in the same time. Corresponding to this, the responses of the various parties (governments, international organizations and financial institutions) involved in the crisis management materialized in numerous aspects, and focused on different areas. Such areas were for example the sovereign bailout packages (EU-Greece), restoring the liquidity and confidence in the financial markets (Fed, ECB), furthermore, assistance provided to the real economy (demand stimulation, workplace retention support). The experience of past years shows that these Keynesian type crisis management policies were basically successful, however, they rather provided symptomatic cure only, and could not solve the underlying – systemic – problems.

The situation of the European Union throughout the crisis was special from many aspects; thus, I investigated this field in my dissertation more deeply. Banks in the member states of the EU did not possess significant exposures to the “toxic” assets of the US subprime

mortgage market, hence the spillover of the crisis through this transmission channel materialized in a limited form only. Several member states of the EU already faced problems primarily in terms of indebtedness and growth potential, well before the outbreak of the crisis in the US mortgage market. The common currency zone, established by the creation of the euro, which was not supplemented by a fiscal integration, played a key role in this process. Hence, those fiscal transfers that could have played a balancing role in case of asymmetric shocks, could not be implemented. By having a common currency and a uniform monetary policy, the available policy tools of the national governments were restricted to the fiscal area. The room for maneuver of public finances was also confined by a set of community rules, such as the Maastricht criteria, or the provisions of the Stability and Growth Pact. Thus, the future of the European Union could definitively lie along the direction of further enhancement of the integration, by a “forward escape” to a fiscal union, and by the strengthening of the financial regulations. The establishment of a fiscal union would require a substantially higher community budget minimum of 15-20 per cent of the gross domestic product, similarly to that of the United States, compared to the current ratio of 1 per cent of the GDP. According to the opinion of the author, the first inevitable step of this process could be to elevate certain social service systems (social security, unemployment benefits and pension funds) to community level, which could be followed by the standardization of (turnover and income) tax schemes. The community budget would be supported by a central issuance of euro bonds at the level of the monetary union, along with the adequate management of moral hazards. The common issuance of euro bonds is not envisaged to cover the sovereign fiscal deficits of the member states, but to provide financing for a “European budget”. To maintain the integration, it will therefore be indispensable to increase the solidarity among the nations, as well as the requisite political will to set up the fiscal union. According to a less ambitious – and politically more viable considering current conditions – plan of the fiscal cooperation, fiscal authorities of the member states would assume the objective of ensuring the soundness of public finances, by setting the maximal government debt as well as the current year fiscal balance. In order to prevent the failure of this process due to the resistance of the nation-states and let it function effectively, adequate incentives need to be created to the member states, so that they should consider fiscal discipline as a common (political and economic) interest.

Almost all sectors of real economy were negatively affected by the economic crisis, but most severe damages were perhaps caused to the automotive industry which was based on

a credit-financed demand in a significant portion. The auto industry traditionally requires high capital investments, in which economies of scale play a major role. Therefore, production capacities can hardly adjust to excessive fluctuations in demand. The drop of sales hence resulted in under-utilized vehicle factories. Ultimately, it was the lack of proper adaptation that brought all “Detroit Three” automakers (General Motors, Ford and Chrysler) close to bankruptcy by 2008-2009. Government assistance played a significant role in the crisis management of these companies, especially from the side of the government of the United States. Of the above three global automakers, I have investigated General Motors more closely, which in Europe is present with its brand Opel/Vauxhall.

In the summer of 2009, General Motors (GM) underwent a proceeding under Chapter 11 of the US bankruptcy code that enabled the company to get rid of a number of its liabilities, and to be reorganized with significant ownership of the United States Treasury. In short term, the crisis management of the Group focused mainly on ensuring the life-saving financing, but on the longer term – besides organizational changes – we could observe alterations in the investment strategy as well. These steps materialized both in terms of marketing and sales, as well as in the consolidation of production capacities. Besides the reduction of the number of brands eliminating their internal concurrence, the product development moved towards the global product platforms, which allowed for the efficient and flexible utilization of global manufacturing footprint, hence ultimately, the exploitation of the benefits of economies of scale. From the results of the last five fiscal years, it is apparent that state involvement in the reorganization of General Motors was effective as well as successful, and from year 2010 onwards, the Group continuously reported profitable operations on a global level.

Based on a review of the crisis management of the General Motors Group, we can state that the cooperation with national governments plays a major role in the crisis management of multinational companies. By virtue of their remarkable capitalization, these companies have a significant influence over those countries that provide locations to their operations. Though, the dependency is mutual in many aspects: by means of incentives, governments usually support the localization and further domestic investments of these companies planning on a global scale. As a result of the international financial crisis, governments played a different role compared to past evidence mainly in the field of financing, which manifested in lending activities as well as in acquisitions of ownership, both in the manufacturing industry and in the financial sector.

The crisis highlighted that the belief in the omnipotence of free market policies (also known as the “market fundamentalism”) is insufficient by itself: the market forces alone are inadequate to avoid and manage the crisis; therefore, regulatory intervention is unavoidable. It can be taken for granted that the treatment of system-level problems cannot sufficiently prevail at the level of nation-states. True global solutions are necessary to the challenges of the global market. As a consequence of this, a realistic move forward could be the global harmonization of financial regulation, in which the consultation process between nation states and the role of consensus will significantly be appreciated. The “New Global Financial Architecture” cannot function without the involvement of the developing countries at a much wider scale than what we can observe today, especially of China, which currently already represents a significant economic force. Firstly, China could play a financing role, but later on, after the liberalization of Chinese capital controls, it could also assume a regulatory role. The big question of the future of the international financial system is in which institutional structure this architecture could be implemented: whether current institutions (IMF, World Bank, G20, BIS) would significantly transform and change their functions, or rather new and independent global organizations would be formed that take better account of the economic weight of those countries. A third – interim – way would be to establish regional organizations, among which the necessary coordination of economic policies and financial regulations could be achieved. Tendencies of our time show an increasing probability of the realization of this third way. In fact, the establishment of a new credit facility among the BRICS countries lead by China is on the agenda, also the consolidation and reinforcement of the crisis management mechanisms of the European Union in the form of a certain “European Monetary Fund” (EMF).

It is in the great responsibility of the decision makers that these organizations shall not serve the fragmented regionalism of an impoverishing “race to bottom”, but a re-balanced multilateralism, that is associated with a substantial economic cooperation. Such a worldwide harmonized financial system could flexibly adjust to the shifts in economic forces, and could in the same time mitigate the systemic risks on a global scale. Requisites of sustainability cannot be ignored when designing the future international financial system, either. Hence, those mechanisms should be enacted which are capable of securing efficient capital allocations, avoiding destabilizing speculations and capital flights, without prejudice to any possibilities of future generations. The aim is to avoid contagion crises by a stricter control on financial activities and capital movements. In this process, enhancing



the stability of the international financial system and increasing market confidence would represent a major step forward, which could be supplemented by a partial release of currency reserves, which are at present withdrawn from circulation. Part of these reserves could be utilized to achieve development programs in the real economy. This case, security would be ensured by a higher degree of regulation and international coordination.

Surveying the history of the evolution of financial globalization we can come to the conclusion that no retreat from globalization will take place, and the termination of market economy model will not occur, either. Similarly, we cannot expect a major reduction in the role of financial innovations, neither the abandoning of the principles of liberalization. This is demonstrated by the survival of securitization model as well as by the solidification of the economic policy guidelines of “Washington Consensus”, which is still promoted by the International Monetary Fund, determining its conditional lending policy. In the same time, we can expect a growing importance of cultures different from the current Western culture, which has previously dominated the trend. Such – Eastern – cultures represent a less individualistic economic picture of man that is different from prior concepts.

The remediation of structural problems and global imbalances at an international level is not adequately solved yet. A direction of further research could be to investigate more deeply how the international community could create a financial system that encompasses a greater influence of emerging economies, particularly of China, especially given that this would result in a major compromise of the economic power of the United States of America. Nevertheless, the international financial cooperation shall be further deepened in this direction, too. It could also be subject to study to elaborate what competencies should that institution be vested with which is to supervise (govern?) this new architecture.

The establishment of the new financial governance is work in process. One of the greatest lessons learned from the crisis in fact proves the need for stronger prudential regulation. The formation of the new organizational scheme is not an easy job, whether this proceeds with the renewal of current Bretton Woods institutions or with the replacement of those institutions by brand new organizations. General criteria of the new international financial system are flexibility, stability as well as predictability. We ought to have the faith that in the course of the establishment of the new global financial government, the international community learns from its own mistakes, and it recognizes that only the cooperation, thus the substantial coordination of economic policies and regulations could lead us forward.



## 8. MELLÉKLETEK

### M1. Irodalomjegyzék

- Aglietta, M. (2001). The International Monetary Fund and the International Financial Architecture. In A. Lamfalussy, B. Snoy, és J. Wilson, *Fragility of the International Financial System* (pp. 137-173). Bruxelles: P.I.E.-Peter Lang. ISBN 9052019665.
- ÁKK. (2014). *Az Államadósságkezelő Központ Zrt. honlapja*. Forrás: <http://www.akk.hu>, letöltve: 2014.11.22.
- Antal, L. (2004). *Fenntartható-e a fenntartható növekedés?* Budapest: Közgazdasági Szemle Alapítvány. ISBN 9632163125, 435 p.
- Antal, L. (2008). Nemzetközi pénzügyi válság és hazai gazdaságpolitikai dilemmák. *Hitelintézeti Szemle, VII. évf. 6. szám*, 562-585.
- Báger, G. (2011). *Magyarország integrációja a nemzetközi pénzügyi intézményekbe*. Budapest: Aula Kiadó. ISBN 9789630589918, 320 p.
- Báger, G. (2012). *Reforms of the International Monetary System and the role of G-20 and the IMF (előadásanyag)*. International Workshop HafenCity University Hamburg.
- Báger, G. (2013). The Relevance of Marshall Plan Today. *International Journal of Economics, Finance and Management. VOL. 2, NO. 7, November 2013*, 486-492. ISSN 2307-2466.
- Bank of England és European Central Bank. (2014). *The case for a better functioning securitisation market in the European Union*. Forrás: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe\\_case\\_better\\_functioning\\_securitisation\\_market.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_case_better_functioning_securitisation_market.pdf), letöltve: 2015.02.15.
- Barth, J. R., Brumbaugh, R. D., és Wilcox, J. A. (2000). *The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking. Economic and Policy Analysis Working Paper 2000-5. Office of the Comptroller of the Currency*. Forrás: <http://www.occ.gov/publications/publications-by-type/occ-working-papers/2008-2000/wp2000-5.pdf>, letöltve: 2013.10.10.
- Benczes, I. (2003). A Stabilitási és Növekedési Paktum kritikai értékelése. *Európai Tükör, 2003, 3. szám*, 59-78. ISSN 1416-6151.
- Benczes, I. (2011). Az európai gazdasági kormányzás előtt álló kihívások. *Közgazdasági Szemle, LVIII. évf., 2011. szeptember*, 759-774. ISSN 0023-4346.
- Benczes, I. (2014). Európai fiskális unió: tervek és kételyek. *KÖZ-GAZDASÁG. IX. évfolyam 2. szám. 2014. június*, 68-84. ISSN 1788-0696.
- Benes, J., és Kumhof, M. (2012). *The Chicago Plan Revisited. IMF Working Paper WP/12/202. International Monetary Fund*. Forrás: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12202.pdf>, letöltve: 2013.12.03.
- Bergsten, C. F. (1995). Fifty Years After Bretton Woods. The Future of the IMF and the World Bank. In J. Boughton, és K. Lateef, *Proceedings of a conference held in*

- Madrid, Spain September 29-30, 1994* (pp. 43-56). Washington: International Monetary Fund - World Bank. ISBN 1-55775-487-X.
- BÉT. (2015). *Budapesti Értéktőzsde honlapja*. Forrás: <http://bet.hu>, letöltve: 2015.02.07.
- Blahó, A., és Prandler, Á. (2001). *Nemzetközi szervezetek és intézmények*. Budapest: Aula Kiadó. ISBN 9789630595278, 610 p.
- Bod, P. Á. (2009). A közgazdaságtan válsága (könyvismertetés). *Polgári Szemle, 2009. június – 5. évfolyam, 3. szám*, 98-102.
- Bod, P. Á., Németh, A., Pellényi, G., Szaniszló, B., és Szebeni, D. (2009). *A pénzügyi válság és a magyar vállalati szektor reagálása. Budapesti Corvinus Egyetem Gazdaságpolitika Tanszék*. Forrás: [http://portal.uni-corvinus.hu/fileadmin/user\\_upload/hu/tanszekek/kozgazdasagtudomanyi/tsz-gazdpol/files/Konf/valsag\\_jegyzet.pdf](http://portal.uni-corvinus.hu/fileadmin/user_upload/hu/tanszekek/kozgazdasagtudomanyi/tsz-gazdpol/files/Konf/valsag_jegyzet.pdf), letöltve: 2014.05.01.
- Botos, B. (2013). A ciprusi gazdasági összeomlás természetrajza. *Külügyi Szemle 2013/4*, 133-148. ISSN 2060-4904.
- Botos, K. (1987). *Világméretű pénzügyi egyensúlyhiány*. Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó. ISBN 9632215850, 325 p.
- BRICS. (2013). *Fifth Summit: eThekweni Declaration. Durban, 27 March*. Forrás: <http://www.brics5.co.za/about-brics/summit-declaration/fifth-summit/>, letöltve: 2015.05.09.
- Burgerné Gimes, A. (2011). A kelet-közép-európai országok válsága a globális krízis tükrében - válaszok a válságra. *Statisztikai Szemle, 89. évfolyam 6. szám*, 644-666. ISSN 0039 0690.
- Bush, O., Farrant, K., és Wright, M. (2011). *Reform of the International Monetary and Financial System. Bank of England. Financial Stability Paper No. 13. December 2011*. Forrás: [http://www.bankofengland.co.uk/research/Documents/fspapers/fs\\_paper13.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/research/Documents/fspapers/fs_paper13.pdf), letöltve: 2013.10.10.
- Camdessus, M., Lamfalussy, A., és Padoa-Schioppa, T. (2011). *Reform of the international monetary system: A cooperative approach for the twenty first century*. Forrás: [http://www.global-currencies.org/smi/gb/telechar/news/Rapport\\_Camdessus-integral.pdf](http://www.global-currencies.org/smi/gb/telechar/news/Rapport_Camdessus-integral.pdf), letöltve: 2013.09.21.
- Castells, M. (2002). *Az Internet-galaxis*. Budapest: Network TwentyOne Kft. ISBN 9639333115, 279 p.
- CIA. (2014). *The World Factbook*. Forrás: <https://www.cia.gov/library/publications/resources/the-world-factbook>, letöltve: 2015.06.07.
- Claessens, S., Dell’Ariccia, G., Igan, D., és Laeven, L. (2010). *Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis. IMF Working Paper. WP/10/44*. Forrás: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1044.pdf>, letöltve: 2013.06.29.
- Csaba, L. (2013). Az euróövezet válságának néhány elméleti tanulsága. In Muraközi, L. (szerk.), *Minden Egész eltörött: Útteremtés és útfüggőség válságos környezetben* (pp. 260-283). Budapest: Akadémiai Kiadó. ISBN 9630593440.

- Czakó, E., és Reszegi, L. (2010). *Nemzetközi vállalatgazdaságtan*. Budapest: Alinea Kiadó. ISBN 9789639659476, 622 p.
- de Larosière, J. (2009). *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*. Forrás: [http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf), letöltve: 2014.01.25.
- ECB. (2014). *European Central Bank Banking Supervision*. Forrás: <https://www.ecb.europa.eu/ssm/html/index.hu.html>, letöltve: 2014.09.07.
- ECB. (2015). *The definition of price stability*. Forrás: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>, letöltve: 2015.03.08.
- Eichengreen, B., és Bordo, M. D. (2002). *Crises New and Then: What lessons from the last era of financial globalization? National Bureau of Economic Research Working Paper 8716*. Forrás: <http://www.nber.org/papers/w8716.pdf>, letöltve: 2014.02.01.
- Elkington, J. (1997). *Cannibals with Forks: the Triple Bottom Line of 21st Century Business*. Oxford: Capstone. ISBN 190096127X, 402 p.
- Erdős, T. (1996). A keynesi elméleti rendszer és a válságkezelés. In Andor L. (szerk.), *Akik nyomot hagytak a 20. századon* (pp. 105-170). Budapest: Napvilág Kiadó. ISBN 9638553742.
- European Commission. (2010). *Financial Supervision Package - Frequently Asked Questions. MEMO/10/434, 22/09/2010*. Forrás: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-10-434\\_en.pdf](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-10-434_en.pdf), letöltve: 2014.09.27.
- European Commission. (2011). *State aid SA.26909 (2011/C) (ex NN 62/2008) - Portugal Nationalisation and Restructuring of Banco Português de Negócios*. Forrás: [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/cases/242398/242398\\_1379555\\_239\\_4.pdf](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/cases/242398/242398_1379555_239_4.pdf), letöltve: 2015.12.03.
- European Commission. (2012). *A BIZOTTSÁG KÖZLEMÉNYE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK ÉS A TANÁCSNAK egy bankunió kiépítését eredményező ütemtervről /\* COM/2012/0510 final \*/*. Forrás: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=CELEX:52012DC0510>, letöltve: 2015.11.07.
- European Commission. (2014a). *Stability and Growth Pact*. Forrás: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_en.htm), letöltve: 2014.04.12.
- European Commission. (2014b). *Financial Supervision*. Forrás: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/committees/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm), letöltve: 2014.09.27.
- European Parliament. (2012). *Az Európai Parlament 2013. január 16-i állásfoglalása a stabilitási kötvények bevezetésének megvalósíthatóságáról (2012/2028(INI))*. Forrás: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2013-0018+0+DOC+XML+V0//HU&language=HU#BKMD-25>, letöltve: 2015.05.25.
- Eurostat. (2015). *Database*. Forrás: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, letöltve: 2015.05.23.
- Fábián, G., és Rácz, D. A. (2011). Az ír bankrendszer állapota és a potenciális fertőzőési csatornák. *Hitelintézeti Szemle*. 10. évf. 1. szám, 30-47.

- Farkas, B., Voszka, É., és Mező, J. (2012). *Válság és válságkezelés az Európai Unió kohéziós országaiban*. Szeged: Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar. ISBN 9789633061497, 149 p.
- Farkas, P. (2009). *Új tartalékvaluta-rendszer a válság után? MTA Világgazdaság Kutatóintézet Kihívások 195. sz. 2009.07.* Forrás: <http://www.vki.hu/kh/kh-195.pdf>, letöltve: 2012.04.06.
- Farkas, P. (2010). Kína szerepe a nemzetközi pénzügyi rendszer stabilizálásában és átalakításában. *Magyar Tudomány. 171. évf. 2010/4. szám*, 459-467. ISSN 0025 0325.
- Farkas, P., és Szabó, Z. (2009). Kína szerepe a nemzetközi pénzügyi rendszerben. In Inotai A., Juhász O. (szerk.), *Stratégiai kutatások: A változó Kína - IV. Kína a nemzetközi gazdasági erőtérben* (pp. 187-222.). Budapest: MTA VKI - MeH. ISBN 9789633015230.
- Federal Housing Finance Agency. (2015). *Website of the Federal Housing Finance Agency*. Forrás: <http://www.fhfa.gov>, letöltve: 2015.05.09.
- Federal Open Market Committee. (2008). *Transcript of the Meeting of the Federal Open Market Committee on September 16, 2008*. Forrás: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20080916meeting.pdf>, letöltve: 2015.12.05.
- Federal Reserve. (2014a). *Data Download Program*. Forrás: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/Choose.aspx?rel=H15>, letöltve: 2014.02.22.
- Federal Reserve. (2014b). *Data Download Program*. Forrás: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/Choose.aspx?rel=H10>, letöltve: 2014.09.06.
- Financial Stability Board. (2014). *Website of the Financial Stability Board*. Forrás: <http://www.financialstabilityboard.org>, letöltve: 2014.04.12.
- Fischer, É., és Kóczán, G. (2008). *Rendkívüli hatósági intézkedések és tanulságok a jelzálogpiaci válság kapcsán. MNB-tanulmányok 72.* Forrás: [http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbtanulmanyok/mnbhu\\_mt\\_72](http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbtanulmanyok/mnbhu_mt_72), letöltve: 2013.02.23.
- Fisher, I. (1936). "100% Money and the Public Debt". *Economic Forum, Spring Number, April-June 1936*, 406-420.
- Forgács, I. (2014). Kormányozható-e a globális gazdaság? *KÖZ-GAZDASÁG. IX. évfolyam 2. szám. 2014. június*, 47-65.
- Friedman, M., és Schwartz, A. (1963). *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton: Princeton University Press. ISBN 0691041474, 860 p.
- Fülöp, P., és Major, I. (2004). Az infokommunikációs szektor nemzetközi lassulása. *Közgazdasági Szemle, LI. évf., 2004. november*, 1001-1028. ISSN 1588-113X.
- Funke, M., és Gronwald, M. (2007). *The Undisclosed Renminbi Basket: Are the Markets Telling Us Something about Where the Renminbi – US Dollar Exchange Rate is Going? BOFIT Discussion Papers 20/2007*. Forrás: [http://www.suomenpankki.fi/bofit\\_en/tutkimus/tutkimusjulkaisut/dp/Documents/dp2007.pdf](http://www.suomenpankki.fi/bofit_en/tutkimus/tutkimusjulkaisut/dp/Documents/dp2007.pdf), letöltve: 2013.10.10.

- G20. (2010). *Seoul Summit Document: Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth*. G20 Seoul Summit, November 12. Forrás: [https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Seoul\\_Summit\\_Document.pdf](https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Seoul_Summit_Document.pdf), letöltve: 2015.05.09.
- G20. (2014). *G20 Leaders' Communiqué. Brisbane Summit, 15-16 November*. Forrás: [https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/brisbane\\_g20\\_leaders\\_summit\\_communique1.pdf](https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/brisbane_g20_leaders_summit_communique1.pdf), letöltve: 2015.11.07.
- G20. (2015). *G20 Members*. Forrás: <https://g20.org/about-g20/g20-members/>, letöltve: 2015.06.24.
- Gál, Z. (2010). *Pénzügyi piacok a globális térben*. Budapest: Akadémiai Kiadó. ISBN 9789630588201, 780 p.
- General Motors. (2010). *Form 10-K for the year ended December 31, 2009*. Forrás: <https://www.sec.gov/edgar/searchedgar/webusers.htm>, letöltve: 2015.06.13.
- General Motors. (2011). *Form 10-K for the year ended December 31, 2010*. Forrás: <https://www.sec.gov/edgar/searchedgar/webusers.htm>, letöltve: 2015.06.13.
- General Motors. (2012). *Form 10-K for the year ended December 31, 2011*. Forrás: <https://www.sec.gov/edgar/searchedgar/webusers.htm>, letöltve: 2015.06.13.
- General Motors. (2013a). *Form 10-K for the year ended December 31, 2012*. Forrás: <https://www.sec.gov/edgar/searchedgar/webusers.htm>, letöltve: 2015.06.13.
- General Motors. (2013b). *GM Strengthens its European Brand Strategy*. Forrás: <http://media.gm.com/media/us/en/gm/photos.detail.html/content/Pages/news/us/en/2013/Dec/1205-chevy-europe.html>, letöltve: 2014.11.15.
- General Motors. (2014). *Form 10-K for the year ended December 31, 2013*. Forrás: <https://www.sec.gov/edgar/searchedgar/webusers.htm>, letöltve: 2015.06.13.
- General Motors. (2015). *Form 10-K for the year ended December 31, 2014*. Forrás: <https://www.sec.gov/edgar/searchedgar/webusers.htm>, letöltve: 2015.06.13.
- Gros, D., és De Groen, W. P. (2015). *Restructuring the Greek banking sector with an empty purse*. CEPS Commentary. Forrás: [https://www.ceps.eu/system/files/DG%20Restructuring%20Greek%20Banks\\_0.pdf](https://www.ceps.eu/system/files/DG%20Restructuring%20Greek%20Banks_0.pdf), letöltve: 2015.12.03.
- Gyórfy, D. (2014). *Válság és válságkezelés Görögországban. Közgazdasági Szemle, LXI. évf., 2014. január, 27-52*. ISSN 0023-4346.
- Hanson, S., Kashyap, A., és Stein, J. (2011). *A macroprudential approach to financial regulation*. *Journal of Economic Perspectives*, 25. évf. 1. szám, 3-28. ISSN 0895-3309.
- Hír24. (2015). *AZ OROSZ VÁLSÁG REGIONÁLIS HATÁSAI – A veszély három foka*. Forrás: [http://fn.hir24.hu/gazdasag/1998/09/02/orosz\\_v\\_ls\\_g/](http://fn.hir24.hu/gazdasag/1998/09/02/orosz_v_ls_g/), letöltve: 2015.02.07.
- HVG. (2015). *Az utolsó előtti pillanatban vagyunk a görög összeomlás előtt?* Forrás: [http://hvg.hu/gazdasag/20150625\\_Az\\_utolso\\_elotti\\_pillanatban\\_vagyunk\\_a\\_go](http://hvg.hu/gazdasag/20150625_Az_utolso_elotti_pillanatban_vagyunk_a_go), letöltve: 2015.06.26.
- IMF. (1998). *Statement by the Staff Representatives on the World Economic Outlook – Recent Developments in the Russian Federation*. In Antal, L. (2008), *Nemzetközi*

- pénzügyi válság és hazai gazdaságpolitikai dilemmák* (pp. 562-585). Hitelintézeti Szemle, VII. évf. 6. szám.
- IMF. (2006). *A Medium-Term Strategy for the IMF: Meeting the Challenge of Globalization*. Forrás: <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2006/041806.htm>, letöltve: 2015.03.15.
- IMF. (2014a). *Global Financial Stability Report. October 2014*. Forrás: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2014/02/pdf/text.pdf>, letöltve: 2015.02.02.
- IMF. (2014b). *Staff Report for the 2014 Article IV Consultation Hungary*. Forrás: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14155.pdf>, letöltve: 2015.02.02.
- IMF. (2015a). *World Economic Outlook*. Forrás: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/text.pdf>, letöltve: 2015.05.09.
- IMF. (2015b). *IMF COFER Database*. Forrás: <http://data.imf.org>, letöltve: 2015.11.07.
- Index. (2013a). *Milliárdos magyarokra is lesújt a ciprusi válság*. Forrás: [http://index.hu/gazdasag/2013/03/21/vagyonos\\_magyarokat\\_is\\_erint\\_a\\_ciprusi\\_val\\_sag/](http://index.hu/gazdasag/2013/03/21/vagyonos_magyarokat_is_erint_a_ciprusi_val_sag/), letöltve: 2013.03.23.
- Index. (2013b). *Cipruson nincs kész mentőterv*. Forrás: [http://index.hu/gazdasag/2013/03/21/nincs\\_kesz\\_mentoterv\\_cipruson/](http://index.hu/gazdasag/2013/03/21/nincs_kesz_mentoterv_cipruson/), letöltve: 2013.03.23.
- Kaminsky, G., és Reinhart, C. (2000). On crises, contagion, and confusion. *Journal of International Economics* 51, 145-168.
- Katits, E. (2000). *A vállalati válságkezelés pénzügyi módszerei*. Budapest: Perfekt. ISBN 2050260114144, 226 p.
- Király, J. (2008). Likviditás válságban (Lehman előtt - Lehman után). *Hitelintézeti szemle*. 2008. 7. évf. 6. szám, 598-611.
- Király, J., Nagy, M., és Szabó, E. (2008). Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei. *Közgazdasági Szemle. LV. évf. 2008. július–augusztus*, 573-621.
- Kocsis, A. (1994). *Változások menedzselése*. Budapest: Műszaki Könyvkiadó. ISBN 9631603911, 269 p.
- Koreny, G. (2011). *A gazdasági és pénzügyi válság a GIPS országokban (szakdolgozat)*. Budapesti Gazdasági Főiskola Külkereskedelmi Főiskolai Kar. Forrás: [http://elib.kkf.hu/edip/D\\_15582.pdf](http://elib.kkf.hu/edip/D_15582.pdf), letöltve: 2013.03.16.
- Kószó, E., és Udvardi, B. (2012). Portugália és Spanyolország a globális gazdasági válságban – előzmények és következmények. In Farkas B., Voszka É., és Mező J. *Válság és válságkezelés az Európai Unió kohéziós országaiban?* (pp. 44-69) Szeged: Szegedi Tudományegyetem. ISBN 9789633061497.
- Kosztopulosz, A. (2012). A pénzügyi válság és következményei: monetáris politikai és szabályozási kihívások. In Farkas B. (szerk.), *Válság: mérőföldkő az európai integrációban?* (pp. 14-46.). Szeged: Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar. ISBN 9789633061558.
- Kovács, Á. (2012). *Különbségek és azonosságok az EU tagországok válságkezelési gyakorlatában*. Forrás: [http://www.aszhirportal.hu/documents/kt-konferencia-dr-kovacs-arpad-eloadasa-pdf\\_20120517113507\\_2.pdf](http://www.aszhirportal.hu/documents/kt-konferencia-dr-kovacs-arpad-eloadasa-pdf_20120517113507_2.pdf), letöltve: 2013.02.23.



- Kovács, Á., és Halmosi, P. (2012). Azonosságok és különbségek az európai válságkezelésben. *Pénzügyi Szemle* 2012/1. szám, 9-26. ISSN 2064-8278.
- Kuczynski, P.-P., és Williamson, J. (2003). *After the Washington Consensus. Restarting Growth and Reform in Latin America*. Washington, D.C.: Institute for International Economics. ISBN 0881323470, 400 p.
- Lámfalussy, S. (2008). *Pénzügyi válságok a fejlődő országokban. Tanulmányok a globalizált pénzügyi rendszer sérülékenységéről*. Budapest: Akadémiai Kiadó. ISBN 9789630585859, 221 p.
- Lehmann, K., Mátrai, R., és Pulai, G. (2013). A Federal Reserve System és az Európai Központi Bank válság során alkalmazott intézkedéseinek bemutatása. *MNB-szemle. Különszám. 2013. október*, 100-109. ISSN 1788-1463.
- Lentner, C., Kolozsi, P., és Tóth, G. (2010). A magyar válságkezelés sajátosságai és ellentmondásai. *EU Working Papers* 2010/1, 3-17.
- Lisányiné Beke, J. (2011). *A fenntartható mezőgazdaság kritériumrendszere és eredményei Dániában és Magyarországon (doktori értekezés)*. Szent István Egyetem. Forrás: [https://szie.hu/file/tti/archivum/Lisanyi\\_Endrene\\_Beke\\_Judit\\_disszertacio.pdf](https://szie.hu/file/tti/archivum/Lisanyi_Endrene_Beke_Judit_disszertacio.pdf), letöltve: 2013.10.23.
- Lőrinczné Istvánffy, H. (1999). Robert Mundell, avagy egy „nonkonformista” közgazdász Nobel-díja. *Közgazdasági Szemle, XLVI. évf., 1999. december*, 1116-1132.
- Losoncz, M. (2005). A Stabilitási és növekedési paktum módosítása és Magyarország. *Élet és Irodalom, XLIX. évfolyam* 14. szám, 8.
- Losoncz, M. (2008). Az amerikai hitelválság és világgazdasági következményei. *Pénzügyi Szemle. LIII. évf. 2. szám*, 248-264.
- Magas, I. (2008). Megtakarítások és külső finanszírozás az amerikai gazdaságban A hitelpiaci válság háttere (1997–2007). *Közgazdasági Szemle, LV. évf., 2008. november*, 987-1009.
- Marosán, G. (2001). *Stratégiai menedzsment*. Budapest: Műszaki Könyvkiadó. ISBN 9631627926, 263 p.
- Mátyás, A. (2002). *A korai közgazdaságtan története*. Budapest: Aula Kiadó. ISBN 9639478547, 132 p.
- McAlinden, S. P., és Menk, D. M. (2013). *The Effect on the U.S. Economy of the Successful Restructuring of General Motors*. Center for Automotive Research. Forrás: <http://www.cargroup.org/?module=Publications&event=Download&pubID=102&fileID=115>, letöltve: 2015.11.21.
- Meadows, D., Meadows, D., Randers, J., és Behrens, W. (1972). *The Limits to Growth*. New York: Universe Books. ISBN 0876631650, 205 p.
- Mellár, T. (2010). Válaszút előtt a makroökönómia? *Közgazdasági Szemle, LVII. évf., 2010. július–augusztus*, 591-611.
- Mihm, S. (2008). *Dr. Doom*. *The New York Times Magazine, August 15, 2008*. Forrás: <http://www.nytimes.com/2008/08/17/magazine/17pessimist-t.html>, letöltve: 2014.11.29.

- Minsky, H. (1975). *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press. ISBN 0231039174, 181 p.
- MNB. (2009). *Összefoglaló a „The High-Level Group on Financial Supervision in the EU” (De Larosiere Bizottság) 2009. február 25-én megjelent jelentéséről*. Forrás: <https://felugyelet.mnb.hu/data/cms1529782/delarozsi.pdf>, letöltve: 2014.01.25.
- MNB. (2015). *Pénzügyi Stabilitás*. Forrás: <https://www.mnb.hu/penzugyi-stabilitas>, letöltve: 2015.11.07.
- Molnár, M. (2005). A hatékony piacok elméletének történeti előzményei. *Hitelintézeti Szemle*. 4. évf. 4. szám, 17-36.
- MTI. (2008). *Az EU nem támogatná az autóipart*. Forrás: <http://index.hu/gazdasag/vilag/euaut081118/>, letöltve: 2014.12.13.
- Muchhala, B. (2007). *Ten Years After: Revisiting the Asian Financial Crisis*. Washington: Woodrow Wilson International Center for Scholars. ISBN 1933549246, 129 p.
- Nagy, M., és Palotai, D. (2014). *A devizatartalék óvatosan csökkenthető*. Forrás: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai\\_cikkek/Devizatartalek\\_es\\_serulekenyseg/A\\_devizatartalek\\_ovatosan\\_csokkenthető\\_2014%2004%2022.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/Devizatartalek_es_serulekenyseg/A_devizatartalek_ovatosan_csokkenthető_2014%2004%2022.pdf), letöltve: 2015.05.09.
- Nagy, M., és Szabó, E. V. (2008). *Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és hatásai a magyar bankrendszerre*. Forrás: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbszemle/mnbhu\\_msz\\_200804/nagy\\_marton\\_szabo\\_e\\_viktor.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu_msz_200804/nagy_marton_szabo_e_viktor.pdf), 2015.05.09.
- NASDAQ. (2015). *U.S. Stock Quotes, Charts, and Research*. Forrás: <http://www.nasdaq.com/quotes/>, letöltve: 2015.05.09.
- National Bureau of Economic Research. (2014). *Business Cycle Expansions and Contractions*. Forrás: <http://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>, letöltve: 2014.05.01.
- Nikkei. (2014). *Historical Data in Nikkei 225*. Forrás: <http://indexes.nikkei.co.jp/en/nkave/archives/data>, letöltve: 2014.09.06.
- NYSE. (2014). *NYSE Composite Index*. Forrás: [http://www1.nyse.com/about/listed/nya\\_resources.shtml](http://www1.nyse.com/about/listed/nya_resources.shtml), letöltve: 2014.09.06.
- OECD. (2015). *OECD.Stat*. Forrás: <http://stats.oecd.org/>, letöltve: 2015.05.13
- Origo. (2015). *A tankönyveket is átírhatja a válság*. Forrás: <http://www.origo.hu/gazdasag/valsag/20091106-kozgazdasagtan-gazdasagi-valsag-uj-tankonyvek-es-elmeletek-johetnek.html>, letöltve: 2015.03.21.
- Pisani-Ferry, J., Vihriälä, E., és Wolff, G. B. (2013). *Options for a Euro-Area Fiscal Capacity*. Forrás: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/765-options-for-a-euro-area-fiscal-capacity/>, letöltve: 2015.02.02.
- Regling, K., és Watson, M. (2010). *A Preliminary Report on The Sources of Ireland's Banking Crisis*. Forrás: <http://www.bankinginquiry.gov.ie/Preliminary%20Report%20into%20Ireland's%20Banking%20Crisis%2031%20May%202010.pdf>, letöltve: 2015.12.03.

- Reinhart, C., és Rogoff, K. (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton and Oxford: Princeton University Press. ISBN 9780691142166, 463 p.
- Rodrik, D. (2002). *Feasible Globalizations*. NBER Working Paper 9129. Forrás: <http://www.nber.org/papers/w9129.pdf>, letöltve: 2013.03.16.
- Samuelson, P., és Nordhaus, W. (2000). *Közgazdaságtan*. Budapest: KJK-Kerszöv Kiadó. ISBN 9632245644, 763 p.
- Securities Industry and Financial Markets Association. (2015). *Website of the Securities Industry and Financial Markets Association*. Forrás: <http://www.sifma.org>, letöltve: 2015.06.14.
- Sibileau, M. (2012). *Why The Chicago Plan Is Flawed Reasoning And Would Fail*. Forrás: <http://www.zerohedge.com/news/2012-11-11/guest-post-why-chicago-plan-flawed-reasoning-and-would-fail>, letöltve: 2014.10.04.
- Soros, G. (2008). *A 2008-as hitelválság és következményei - A pénzügyi piacok új paradigmája*. Budapest: Scolar Kiadó. ISBN 9789632440897, 208 p.
- State Administration of Foreign Exchange. (2015). *Website of the State Administration of Foreign Exchange*. Forrás: <http://www.safe.gov.cn/wps/portal/english>, letöltve: 2015.05.09
- STATEMENT of the Government of the Russian Federation and the Central Bank of the Russian Federation 17 August 1998. (1998). Forrás: <http://www.cbr.ru/eng/press/JOINT.htm>, letöltve: 2015.02.07.
- Szanyi, M. (2009). A globális válság eredete, fő dimenziói és egyéb jellemzői. In P. Farkas, *Világgazdasági súlyponteltolódások. 1. kötet*. (pp. 7-26). Budapest: MTA Világgazdasági Kutatóintézet. ISBN 9789633015322.
- Székely, Z. (2009). *A vállalati válságok kialakulásai és a prevenció módszerei (doktori értekezés)*. Miskolci Egyetem. Forrás: [http://193.6.1.94:9080/JaDoX\\_Portlets/documents/document\\_5629\\_section\\_1491.pdf](http://193.6.1.94:9080/JaDoX_Portlets/documents/document_5629_section_1491.pdf), letöltve: 2015.11.15.
- Szilágyi, I. (2011). Spanyolország – gazdasági válságkezelés az euró krízis árnyékában. *Gazdaságtudományok 2011/3. szám*, 1-14.
- Szilágyi, J. (2009). A válság hatása az Egyesült Államokra. In Székely-Doby, A. és Szilágyi, J. *A válság hatása a meghatározó és feltörekvő nem európai országokban. 6. kötet* (pp. 7-22). Budapest: MTA Világgazdasági Kutatóintézet. ISBN 9789633015322.
- Szurovy, G. (1993). *A kőolaj regénye*. Budapest: Hírlapkiadó Vállalat. ISBN 9637382297, 460 p.
- US Bureau of Economic Analysis. (2014). *National Economic Accounts*. Forrás: <http://www.bea.gov/national/>, letöltve: 2014.04.30.
- US Department of Transportation. (2009). *Consumer Assistance to Recycle and Save Act of 2009. Report to Congress*. Forrás: <http://www.cars.gov>, letöltve: 2011.10.08.
- US Treasury. (2015). *TARP Programs*. Forrás: <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/Pages/default.aspx>, letöltve: 2015.06.07.

- Van Rompuy, H. (2012). *Towards A Genuine Economic And Monetary Union. Report by President of the European Council Herman Van Rompuy.* Forrás: <http://www.consilium.europa.eu/en/workarea/downloadAsset.aspx?id=17415>, letöltve: 2015.04.19.
- Várhegyi, É. (2010). A válság hatása a magyarországi bankversenyre. *Közgazdasági Szemle, LVII. évf., 2010. október*, 825–846.
- Veres, P. (2009). *Az 1929-1933-as világgazdasági válság marxista magyarázatának mai relevanciája. A jelenlegi világválság megoldásának intézményi vonatkozásai.* Forrás: [http://elib.kkf.hu/okt\\_publ/tek\\_2009\\_27.pdf](http://elib.kkf.hu/okt_publ/tek_2009_27.pdf), letöltve: 2014.05.10.
- Vigvári, G. (2014). A gazdasági kormányzás válsága a gazdasági és monetáris unióban – a globális politika lehetetlen szentháromsága szemszögéből. *KÖZ-GAZDASÁG. IX. évfolyam 2. szám. 2014. június*, 119-144.
- World Commission on Environment and Development. (1987). *Our Common Future.* Oxford: Oxford University Press. ISBN 019282080X, 383 p.
- World Economic Forum. (2009). *The Future of the Global Financial System. A Near-Term Outlook and Long-Term Scenarios. World Scenario Series.* Forrás: [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_Scenario\\_FutureGlobalFinancialSystem\\_Report\\_2010.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_Scenario_FutureGlobalFinancialSystem_Report_2010.pdf), letöltve: 2013.07.06.

## M2. Az EKB és a Fed által alkalmazott nemkonvencionális eszköztár kronológiája

(zárójelben a programok bejelentett keretösszege)

Időszak	Európai Központi Bank	Federal Reserve
2007. december		28 és 84 napos fedezett hitel bevezetése
2008. szeptember	korlátlanul rendelkezésre álló egyhetes repo finanszírozás kamatfolyosó szűkítése 100 bp-ra	hitelbiztosítás jó minőségű, rövid lejáratú eszközfedezetű vállalati kötvények vásárlására
2008. október	befogadható fedezetek minősítési küszöbének csökkentése „BBB-”-ra 1 és 6 hónapos tenderek korlátlan rendelkezésre állása	vállalati adósságot megtestesítő, rövid lejáratú értékpapírok vásárlását célzó program bejelentése
2008. november		eszközfedezetű értékpapírok befektetőinek finanszírozása (200 Mrd USD) nagy volumenű eszközvásárlási program indítása (1700 Mrd USD)
2009. május–június	fedezettkötvény-vásárlási program elindítása (60 Mrd EUR) 1 éves hiteltenderek bevezetése	
2010. május	Értékpapír-piaci Program bevezetése (200 Mrd EUR)	
2010. november		újabb nagy volumenű eszközvásárlási program indítása (600 Mrd USD)
2011. szeptember–november	korlátlan 1, valamint 3 éves tenderek bevezetése újabb fedezettkötvény-vásárlási program elindítása (40 Mrd EUR)	rövid lejáratú papírok hosszú lejáratúra cserélése (400 Mrd USD)
2012. szeptember	max. 3 éves állampapírok vásárlása	harmadik nagy volumenű eszközvásárlási program indítása (havi 40 Mrd USD)

Forrás: Lehmann, Mátrai, és Pulai (2013) alapján, saját szerkesztés



## Jogi nyilatkozat

### NYILATKOZAT

Alulírott **Bartakovics Gábor** jelen nyilatkozat aláírásával kijelentem, hogy a

**Válságok a globalizált nemzetközi pénzügyi rendszerben** című

### PhD értekezésem

önálló munkám, az értekezés készítése során betartottam *a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. tv.* szabályait, valamint a Széchenyi István Gazdálkodás- és Szervezéstudományok Doktori Iskola által előírt, a doktori értekezés készítésére vonatkozó szabályokat, különösen a hivatkozások és idézések tekintetében.<sup>19</sup>

Kijelentem továbbá, hogy az értekezés készítése során az önálló kutatómunka kitétel tekintetében a programvezetőt illetve a témavezetőt nem tévesztettem meg.

Jelen nyilatkozat aláírásával tudomásul veszem, hogy amennyiben bizonyítható, hogy az értekezést nem magam készítettem, vagy az értekezéssel kapcsolatban szerzői jogsértés ténye merül fel, a Nyugat-magyarországi Egyetem megtagadja az értekezés befogadását.

Az értekezés befogadásának megtagadása nem érinti a szerzői jogsértés miatti egyéb (polgári jogi, szabálysértési jogi, büntetőjogi) jogkövetkezményeket.

Sopron, 2015. december 14.

.....  
doktorjelölt

---

<sup>19</sup> **1999. ÉVI LXXVI. TV. 34. § (1) A MŰ RÉSZLETÉT – AZ ÁTVEVŐ MŰ JELLEGE ÉS CÉLJA ÁLTAL INDOKOLT TERJEDELEMBEN ÉS AZ EREDETIHEZ HÍVEN – A FORRÁS, VALAMINT AZ OTT MEGJELÖLT SZERZŐ MEGNEVEZÉSÉVEL BÁRKI IDÉZHETI.**

36. § (1) nyilvánosan tartott előadások és más hasonló művek részletei, valamint politikai beszédek tájékoztatás céljára – a cél által indokolt terjedelemben – szabadon felhasználhatók. Ilyen felhasználás esetén a forrást – a szerző nevével együtt – fel kell tüntetni, hacsak ez lehetetlennek nem bizonyul.