

Lentner Csaba

# A magyar gazdasági válság és válságkezelés néhány történeti és nemzetközi aspektusa

A magyar gazdaság két évtized alatt végbement jelentős mértékű nemzetközi beágyazódottsága alapján az országot sújtó gazdasági válság okait és a válságkezelés lehetséges módjait is csak a piacgazdasági integráció történeti és nemzetközi folyamatainak tételes vizsgálata alapján értékelhetjük. A dolgozatban kiemelt hangsúlyt kap a pénzügyi és számviteli szabályozás alakulása, amely a tőkebefektetésekre, bankhitelezési folyamatokra és fogyasztói magatartásokra meghatározó befolyást gyakorol. A magyar gazdaság és piaci mechanizmusrendszer jelentős külpiaaci orientációja miatt a válságkezelés lehetséges alternatívái is csak a főbb nemzetközi trendek körültekintő adaptálásával lehetnek sikeresek.

A tanulmány alapvetően a szerző saját kutatási eredményeire épít, különös tekintettel a 2007–2009 között Nagy-Britanniában a másodlagos jelzálogpiaci válság tárgykörében végzett tanulmányújtára.

## A MAGYAR VÁLSÁG EREDENDŐ OKA: A PIACGAZDASÁGI ÁTMENET ELLENTMONDÁSAI

A magyar gazdaságot az angolszász másodlagos jelzálogpiacokról begyűrűző válság hatékony védekezési eszközök nélkül, legyengült állapotban

találta, noha az 1987-től meginduló, permanens piacgazdasági integráció modellértékűnek számított, az ezredfordulót követően azonban a pénzügyi feszültségek jelei mutatkoznak. A gyengülés egyik oka az elégséges belső tőkeakkumuláció hiánya és az ezt átmenetileg kompenzáló magas külföldi tőkefüggőség, amellyel válság idején együtt jár a nemzetgazdasági szintű termelés-visszaesés, továbbá költségvetési, vállalati és banki likviditási problémák keletkezése. A másik pedig az állambáztartás és a hozzákapcsolódó szolgáltató szektor reformintézkedéseinek beteljesületlensége. A jelentős, 10 százalékos feletti úgynevezett beragadt költségvetési hiány lefaragása érdekében elindított 2006. évi konvergencia-, pályamódosító-program helyes irányú volt, azonban a kiigazítás területei, az egészségügyi, felsőoktatási, államigazgatási reformok a magyar társadalom ellenállása miatt elvetéltek. Az angolszász másodlagos jelzálogpiacokról nemzetközivé terebélyesedő gazdasági válság időszakára, 2008 őszére, a válság elleni hatékony intézkedések feltételei viszont nem teremődtek meg hazánkban.

A magyar gazdaságpolitika jelenlegi ellentmondásos helyzetét ismerve fontos annak a sajátos integrációs kapcsolatnak a definiálása, modellezése, amely az elmúlt 20 évben hazánk és a fejlett piacgazdaságok között alakult ki.

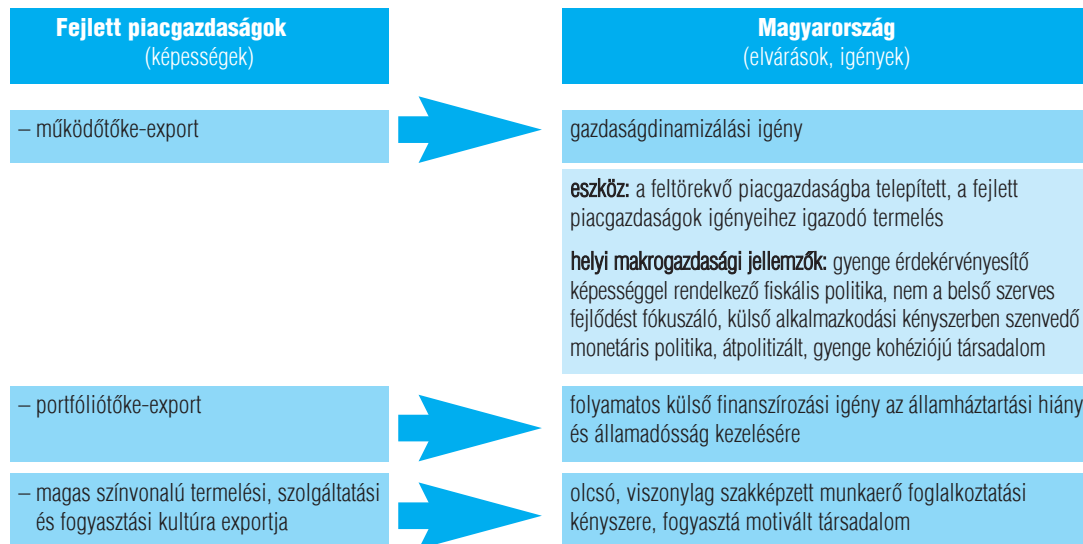
Magyarország a tervgazdasági rendszert folytató kelet-közép-európai országok egyik legsikeresebb államaként az 1980-as évek végére végképp elveszítette a további fejlődés lehetőségeit. A szocialista tervgazdasági rendszer belső erőforrás-tartalékainak kimerülése és a szerkezetátalakításra felvett külföldi hitelek kedvezőtlen felhasználása után, illetve az életszínvonal nem belső jövedelemképződésből való mesterséges fenntartása közepette, a magyar gazdaságpolitika – társadalmi elvárásoknak engedve – továbbra is kereste a gazdasági növekedés és ennek bázisán az életszínvonal emelésének lehetőségeit. Nyilvánvaló, hogy egy társadalmi elvárásoknak is eleget tenni akaró gazdaságpolitika a lehető legkisebb társadalmi ellenállási közeget preferálja, a legszélesebb körben és a leggyorsabb úton kívánja megvalósítani a kitűzött célokat. Az 1980-as évek végén, a szocialista társadalmi és gazdasági rendszer kimerültsége, majd bukása időszakában – a teljes gazdasági és társadalmi eszkalációt elkerülendő – egy, a fejlett piacgazdaságokból érkező, jó befektetési lehetőségeket kereső és a magyar gazdasági viszonyok dinamizálásához megfelelő mértékű tőketömeg investálásával látványos, gyors eredmények voltak elérhetők. Ennek társadalmi vetülete – különösen a munkahelyteremtés, és a fejlettebb ipari kultúra megvalósításának esélye – is látványosnak ígérkezett. Kedvezett a magyar gazdaság 1980-as évek végén jelentkező gyors dinamizálási igényének a világ gazdaság egészében érvényesülő, a tőkebefektetések liberalizálását, könnyítését lehetővé tevő gazdaságpolitikai környezet érvényre juttatása, amely Washingtoni Konszenzus néven vált ismertté.

Az 1980-as évek végétől Magyarországra tömegesen érkező működőtőke-befektetésekre, majd az államháztartás finanszírozására hivatott portfóliótőke-invesztációkra kedvező hatást gyakorolt a magyar adó-, pénzügyi és számviteli szabályozási környezet, a tőke szektorsemleges kezelése, ami a tőke átjárhatósága,

kétoldalú mozgása szempontjából is (befektetések, profitrepartriálás) kedvező viszonyokat teremtett mind társadalmi, mind pedig befektetői oldalon. Egy sajátos kapcsolatrendszer alakult ki a tőkeszegény, de dinamikus fejlődési célokat előtérbe helyező magyar gazdaságpolitika, a nyugati fogyasztási szintet preferáló, a fogyasztói paradicsomot váró hazai lakosság és a – magyar nagyságrendekhez mérten – korlátlan tőkebefektetésre képes fejlett piacgazdaságok, illetve nemzetközi nagyvállalatok között. Egyrészt a fejlett piacgazdaságokhoz felzárkózni kívánó kelet-közép-európai poszttervezési rendszer, (amely számos vonatkozásában a gazdasági és társadalmi félperiféria jellemzőit mutatja) és a nyugat-európai, észak-amerikai befektetők kétoldalú kapcsolatában fogadói oldalon állandósult egy folyamatosan növekvő igény szint, elvárástömeg, míg a fejlett gazdasággal rendelkezők oldaláról adottak voltak azok a konstans képességek, amelyek a korlátlan tőkemennyiséget és fejlett technológiát képesek eljuttatni Magyarországra. (Lásd 1. ábra) Ez a tőke-, technológia-, fogyasztási kultúra transzferáram 20 évvel ezelőtt alakult ki. A magyar gazdaságot egy bizonyos ideig és bizonyos mértékig dinamizálta, a társadalmi jólétet növelte. Probléma azonban 20 év elteltével, hogy a magyar gazdaság részéről ugyanaz a szerkezetű igény skála, ugyanazok a jellegű elvárások fogalmazódnak meg, *vagyis a magyar gazdaság sikere továbbra is a külföldi tőkebefektetések fenntartásától függ.* A működési problémák nélküli fejlődése addig tart, ameddig a tőkebefektetések szintje számottevően nem csökken. Magyarország fokozatosan egy külső erőforrás vezérelt piacgazdaság lett két évtized alatt, azonban a belső akkumulációs folyamatok a társadalom fogyasztási igény szintjét, a költségvetési pálya alakulását nem tudták tartósan a jó és önálló fejlődési pálya irányába terelni. A befektetett tőketömeg, a felhalmozódó termelési tapasztalatok nem lettek „belső önerősítő” termelési tényezők, nem stabilizálták

## A CENTRUM ÉS A FELZÁRKÓZÓ KELET-KÖZÉP-EURÓPAI FÉLPERIFÉRIA INTEGRÁCIÓS KAPCSOLATA

(növekedés időszakában a képességek és az elvárások egymást erősítik, válságban diszfunkcionális zavarok)



Forrás: Lentner, Cs. saját modell (2009)

tartósan a költségvetés helyzetét, nem javították átfogóan a társadalom komfortérzetét. További ismérv, hogy Magyarországon már a működőtőke-állomány dinamikus növekedésének időszakában a költségvetési hiány rendszerspecifikus jelenség lett, sőt a 2006. évi őszi konvergenciapálya-módosítás előtti időig Magyarországon a növekvő arányú és értékű költségvetési hiány vált a rendszer egyik specifikus jellemzőjévé.

Egy gazdasági és politikai berendezkedési formát váltó, új fejlődési alternatívát kereső ország életében a kiválasztott, majd integrált modell kell, hogy igazodjon az ország gazdaságtörténelmi múltjához, a meglévő gazdasági és társadalmi erőforrások fejlettségi szintjéhez, a társadalom igény szintjéhez és a meglévő gazdasági erőforrások potenciális teljesítőképességéhez. Magyarországon a szocialista nagyipar és a nagyüzemi mezőgazdaság felszámolása az 1990-es évek közepére gyakorlatilag megtör-

tént. Az elavult, felszámolt termelési kapacitások helyére friss, hatékony külföldi tőke áramlott be. A hazai stratégiai ágazatok, termelési vertikumok, új technológia iparágak és a szolgáltató ágazatok zöme egy fejlettebb technológiát, biztonságosabb kibocsátást megvalósítani képes nemzetközi nagyvállalati körhöz került, illetve általa került kiépítésre, részben a privatizáció, részben a zöldmezős beruházók révén. A hazai tulajdonosi hátterű kis- és közepes vállalatok nemzetgazdasági szerepének növelésére hivatott kormányzati fiskális és az 1990-es évek közepéig közvetlen monetáris politikai eszközök<sup>1</sup> a pénzügyi politika eszköztárában megtalálhatók voltak, ám az egyes kormányzati ciklusok, sőt néha cikluson belüli intézkedések is, a kisvállalkozói szektor támogatását egyenetlenül, működését gyenge hatékonyságúvá tették. Egy fajta „cikkakosság”,<sup>2</sup> átgondolatlanság érvényesült a hazai vállalkozások támogatásában, amely akadályozta a belső tulajdonosi kör meg-

erősödését, és ebből következően a hazai tulajdonosi-vállalkozói réteg kialakulásán keresztül egy társadalmi léptékű polgári réteg („polgárosodás”) létrejöttét.

*A magyar piacgazdasági átmenet legfőbb problémája, hogy a folyamatosan növekvő, tömeges mértékű működtetőke-beáramlás időszakában a költségvetés és fizetési mérleg egyensúlya folyamatos – sőt időszakonként növekvő – egyensúlytalanságot mutatott, a lakosság esetében pedig az új típusú termelési módtól elvárt jövedelem- és a ténylegesen biztosított szint között mind mélyebb szakadék keletkezett. A tartós növekedési pálya vízióját felmutató reformintézkedések (1995., 2006., 2008–2009. évi kiigazítások) pedig a politika által mélyen befolyásolt lakosság közhangulatát sokkolják, így a reformok, végső soron a makrogazdasági egyensúlytalanság rendezésének antagonisztikus ellenzője lett a társadalom egy jelentős része. 20 év elteltével, az eredmények láttán elmondható, hogy a rendszerváltozás korai gazdasági sikerei és társadalmi jólét irányába tett intézkedései a lassan mögöttünk lévő évtizedben feloldódnak. A hazai tulajdonosi hátterű kis- és közepes vállalkozások nemzetközi nagyvállalatokénál gyengébb piaci, jövedelmezőségi pozíciói, támogatási esélyei, továbbá a magyar gazdasági kibocsátás zömét adó nemzetközi nagyvállalati kör válság idején szűkített újratermelést preferáló döntései együttesen leredukálják a nemzetgazdaság teljes kibocsátását és ennek következtében a lakosság munkajövedelemből származó fizetőképességet. A magyar piacgazdasági átmenetben kialakult túlzott, egyoldalú külföldi működtetőke-függőség, illetve a dinamikus tőkebeáramlás időszakában már kialakult instabil államháztartási pénzügyek egy idő után együttesen eredményezik a tőkevonzó képesség csökkenését, végső soron a magyar gazdaságot kizárólagosan dinamizáló források befektetési hajlandóságának mérséklődését. A gazdasági teljesítmény- és munkajövedelem-dinamizmus-hoz szocializálódott magyar társadalom ugyan-*

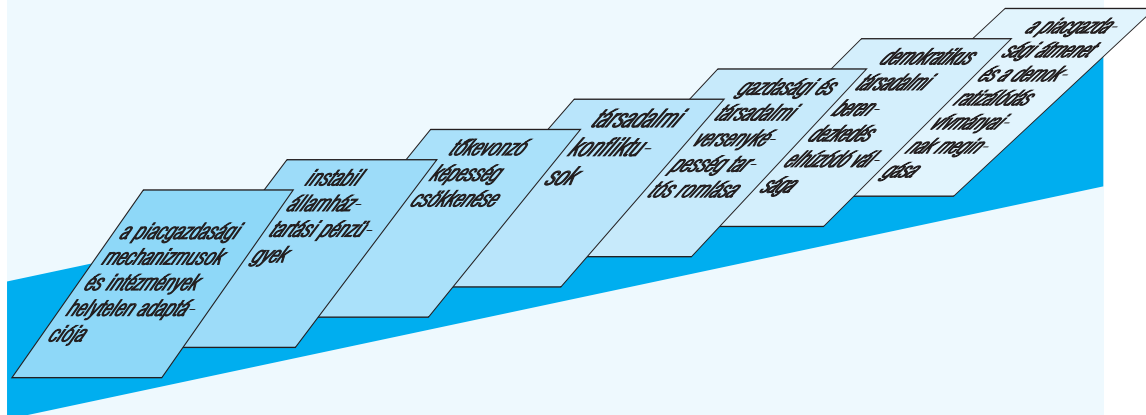
úgy, mint a tervgazdasági rendszer évtizedeiben, már a növekedés mérséklődését is konfliktushelyzetként éli meg. A magyar viszonyokban hagyományosan átpolitizált, az eddigi reformokat politikai-szavazati véleménynyilvánításaiban rendre elvető lakosság zöme és a gyengébb teljesítményeket felmutató gazdasági szektor és ez utóbbit övező közgazdasági feltételrendszer együttesen Magyarország gazdasági és társadalmi versenyképességének romlását váltja ki.<sup>3,4</sup> A folyamat, illetve annak végeredménye – láncreakciószerű hatásként – elvezethet a demokratikus társadalmi berendezkedés elhúzódó válságához, illetve a piacgazdasági átmenet és az eddigi demokratizálódási folyamatok alkonyához. (Lásd 2. ábra) Magyarország rendszerváltozás kezdetén alkalmazott gazdaságpolitikája a tervgazdasági rendszerből piacgazdaság irányába menetelő országok körében, de világgazdasági léptékben is modellértékűnek számított.<sup>5</sup> Utólag igazolható, hogy a nem minden részletre kiterjedő, körültekintés nélkül átvett gazdasági és társadalmi modell következményei láncreakciószerűen, egy idő után felgyorsulva képesek arra, hogy az egyébként gyors, de nem minden elemében szerves fejlődési pályát felmutató közép-európai ország eddigi eredményeit megingassák. A helytelen piacgazdasági modell átvétele, alkalmazása tartósan kaotikus állapotokat szülhet, mind a gazdasági erőforrások működése, mind a társadalmi tényező oldalán.

## A NEMZETKÖZI NAGYVÁLLALATOK SZEREPE A MAGYAR GAZDASÁG FEJLŐDÉSÉBEN

A transznacionális vállalatok száma a világban mintegy 77 ezerre tehető, amelyek összesen közel 800 ezer külföldi érdekeltséggel rendelkeznek, szemben az 1995. évi 45 ezerrel, illetve 280 ezerrel. Nagyságrendjüket, befolyásukat jellemzi, hogy a világ összesített exportjának felét ál-

## HELYTELEN PIACGAZDASÁGI FELZÁRKÓZÁSI GYAKORLAT LÁNCREAKCIÓJA

(Magyarország példáján keresztül)



Forrás: Lentner Cs., saját modell (2009)

lítják elő. Az ezredfordulón a részesedésük 30 százalék volt. Közel 70 millió embert, a világ népességének alig egy százalékát foglalkoztatják. A magyar exportban világviszonylatban kiugróan magas – 65 százalék – a nemzetközi nagyvállalatok részesedése, míg a hasonló fejlettségű Csehországban mindössze 15 százalék.

A piactgazdasági átmenet elmúlt két évtizedében a magyar gazdaságpolitika kiemelkedően preferálta a külföldi működőtőke-befektetőket, így szerepük, gazdasági befolyásuk megerősödött. Lényeges azonban utalni a nemzetközi nagyvállalatok üzletpolitikájára, amely autonómiát tart fenn a termelési és a kereskedelmi szolgáltatások inputerőforrás kombinációinak megszervezésében. A transznacionális vállalatok igyekeznek minimalizálni a nemzeti költségvetés javára történő befizetéseket, sőt adókedvezményeket, az utóbbi években pedig közvetlen állami támogatásokat igényelnek a működésükhöz, egyre gyakrabban már a letelepedésükhöz is. Leányvállalataik, világméretű kiterjedtségük révén képesek a tőketényezők nemzetközi optimalizálásra, vagyis ott fektetnek be, ahol a bekerülési inputköltségek és az adók a legalacsonyabbak, míg a profit, az elérhető gazdasági előnyök és az érdekbefolyás a

legnagyobb. Egy idő után ennek következtében megemelkedik az érdekelletét a fogadó ország és a letelepült vállalatok között, *am képesek gazdasági potenciáljuk révén a kormányok piacfelügyeleti és szabályozási lehetőségeit, érdekvérvényesítési szándékait is behatárolni.*

A rendszerváltás Kornai János<sup>6</sup> által definiált transzformációs válságából kivezető úton egyszerűbb és látványosabb megoldásnak tűnt a volt állami vállalatok privatizációjában a külföldi befektetők térnyerésének elősegítése, illetve a zöldmezős beruházásokon keresztül nemzetközi nagyvállalatokat befektetésre ösztönözni, mint a hazai vállalkozói szektor „cikkakosságát” átgondolt és tartós fejlesztésekkel javítani, egyenletessé tenni. A problémák mára azonban tömegesen jelentkeznek mind a nemzetközi vállalatoknál, mind a hazai tulajdonosi háttérű vállalkozásoknál, ami befolyásolja az állami gazdaságpolitika intézkedések hatékonyságát és mozgásterét. Így – a hazai kkv-szektorot illetően – egy legyengült, illetve meg sem erősödött, a nemzetközi vállalatokat illetően pedig visszafogott kibocsátást produkáló szektorral szembeesül a kormány.

A nemzetközi cégeknél magas a profitrepatriálás, magas a munkahely-létesítési költségük,

és a tőkeerejükhez, illetve a kapott állami támogatásokhoz képest alacsony a közteherviselési hajlandóságuk. Az inputfeltételek romlása vagy bizonytalansága (például a jelenlegi válság) esetén képesek termelőeszközeiket rövid idő alatt kivinni az adott országból nagyfokú mobilitásuk révén, vagy szűkített újratermelési folyamatokra átállni. Ez esetben állami adóbevételek apadás következik be, foglalkoztatási és fizetésimérleg-problémák lépnek fel. A hazai vállalkozások azonban gyenge tőkeerejük miatt nem léphetnek a nemzetközi nagyvállalatok helyébe, nem tölthetik be azt a gazdasági űrt, amelyet a továbbtelepülő nemzetközi cégek hagynak maguk után.

*A nemzetközi nagyvállalatok kiválthatják a fogadó ország gazdasági életének és társadalmi viszonyainak dinamizálását, de távozásukkal képesek hanyatlást is előidézni.* Szerepük a magyar gazdasági felzárkózás időszakában eddig pozitív egyenlegű, ám nem vagyunk felkészülve egy transznacionális vállalatok nélküli világra. Kétségtelen, hogy egy magasabb műszaki színvonalú termelési kultúrát honosítottak meg, több százezer munkahelyet létesítettek, bizonyos mértékig felfuttatták a nemzetgazdaságot, de gazdasági aktivitásuk tartós csökkenése esetén a gazdasági kibocsátás zuhanására, társadalmi konfliktusokra, a piacgazdasági átmenet és a demokratizálódás eddigi vívmányainak megingására lehet számítani. *A magyar kormányok nem voltak elég körültekintők, amikor jobbra csak a nemzetközi nagyvállalatokra fókuszáltak fejlesztési és fiskális politikájukat.* Szlovénia, Szlovákia, Csehország és számos környező ország gazdasági életében korántsem játszanak akkora szerepet a nemzetközi nagyvállalatok, mint Magyarország esetében. A hazai vállalkozási szektor, sőt a jól menedzselt állami vállalatok máig is meghatározó gazdasági szerepben vannak a Magyarországon kívüli kelet-közép-európai, sőt egyes nyugat-európai országokban. A hazánkban működő nemzetközi nagyvállalatok származási országaiban lé-

vő vállalati üzleti politika így tulajdonképpen egy az egyben leképeződik, sőt meghatározó hatást gyakorol a hazai társadalmi viszonyokra is. Lényeges azonban, hogy a nemzetközi nagyvállalatok termelés korlátozásának következménye az erős külső fundamentum vezérelt (értsd: magas külfölditőke-függőségben) és egyébként gyenge költségvetési pozíciókban lévő Magyarországon súlyosabb, mint a nyugat-európai, vagy a magyarnál rendezettebb fiskális pozíciókkal rendelkező szomszédos országokban. A nemzetközi nagyvállalatok termelésfenntartásának támogatására ugyanis a magyarországinál kedvezőbb helyzetben lévő kormányok több forrást tudnak biztosítani, így a gazdasági és társadalmi megrázkódtatók is kisebbek.

*A magyar gazdaság derékbadát adó feldolgozóipar tekintélyes hányada sikeresen megállja a helyét a globális versenyben is.* Ez az 1990-es második felétől felfutó csúcstechnológiai export kiemelkedően magas – 21 százalékos – részaránya is jól jellemzi, amely vetekedik az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság 27–27, Japán 20, Finnország 19 százalékos értékével, és bőven meghaladja már kelet-európai országok hasonló adatait. A csúcstechnológiai export azonban jelenetős mértékben külföldi vállalatoknak végzett összeszerelést jelent, nagyrészt importált részegységekből. *A teljes magyar export importtartalma 60 százalék, messze a legmagasabb az OECD-országok között.*<sup>7</sup> Ennek magyarázata, hogy a fejlett országokban az exportáló cégek az értéklánc legértékesebb, legnagyobb hozzáadott értéket termelő, vagyis a tudás-intenzív fázisokat megtartják. Így Magyarország esetében a tudásdeficit, a fejlett országokat jellemző fejlődési szakadék csak lassan mérséklődhet.

A nemzetközi nagyvállalatokra építő magyar gazdaságpolitikai filozófia a növekvő termelés, majd termékkínálat- és szolgáltatásbővülés eredményeképpen végső soron egy magas fogyasztási hajlandóságú belső piacot

generált. A Magyarországon termelő nagyvállalatok kibocsátása és a növekvő termékbehozatal lényegében ugyanazt a termék- és szolgáltatáskínálatot biztosítja, mint a fejlett piacgazdaságokban. Mindezek további folytatása azonban kétséges, sőt hitelválság idején a fogyasztás banki finanszírozása is egyre nagyobb problémákba ütközik. *A tervgazdasági rendszer romjaiból alig 10 év alatt kialakított magyar fogyasztói paradicsom újabb 10 év elteltével már romjaiban hever.* A lakosság jövedelemgyarapodása a válság következtében lefékeződött, az állami szociális transferek folyamatosan apadnak, a dinamikus növekvő fogyasztást pótlólagosan meghitelező, évi 20 százalékos hitelkihelyezés-növekedést elérő kereskedelmi bankok pedig likviditási válságba kerültek 2008 őszétől. A nemzetközi nagyvállalatok által felfuttatott termelés-kibocsátás és a magyar fogyasztói paradicsom egyaránt válságba került, mert a külső erőforrásokra építő magyar gazdaságpolitika eddigi fejlődése, lendülete megtört. Működőtőke- és portfólióbefektetőink befektetési hajlandósága a gazdasági válság következtében, a piaci kockázatok emelkedése miatt megnehezült, s ez a válságot tovább gerjeszti.

## NEMZETKÖZI TRENDEK A FOGYASZTÁS TERÜLETÉN

Az Egyesült Államok gazdasági sebezhetőségét (is) egy idő után a belső termelést tartósan meghaladó fogyasztása okozta. 2007-ben *Botos Katalin*<sup>8</sup> az Egyesült Államok tartósan passzív kereskedelmi mérlegéről értekezve megállapítja, hogy annak jó, akinél reálértelemben az importtöbblet van, feltéve, ha ennek finanszírozása nem komoly akadály. 2007 nyaráig, tulajdonképpen egy „békebeli” időszak végéig a túlzott fogyasztás, a fizetési és kereskedelmi mérlegekben megjelenő deficit finanszírozása nem okozott komoly problémát.

*A bőséges termékkínálat elfogyasztásához hitelfe-  
dezetet biztosító bankrendszer és hitelezési gya-  
korlat is társult. 2003 és 2008 között az USA ke-  
reskedelmi mérlegének deficitje 55,2 százalékkal  
emelkedett (lásd 1. táblázat<sup>9</sup> elemzése), amely az  
Egyesült Államokban súlyos problémát jelentett.  
Nagy-Britanniában a kereskedelmi mérleg nega-  
tív egyenlege megduplázódott 2003 és 2008 kö-  
zött, Franciaországban pedig a 2003. évi 5,7 mil-  
liárd dolláros aktívumot követően – egy dinami-  
kus emelkedésen keresztül – 2008-ra közel 74  
milliárd dolláros deficit alakult ki. Figyelemre  
méltó az euróövezet országainak 2003–2005. és  
2007. években, majd 2009-re újra pozitív, míg  
2008-tól 2009 I. félévéig negatív kereskedelmi  
mérlege. Az Egyesült Államok adataihoz képest  
kedvező euróövezeti adatok mögött – Botos Ka-  
talinra hivatkozva – az euró nemzetközi valuta-  
és gazdasági szerepének lassú erősödése állt, va-  
gyis az „Európa nem engedhette meg magának a  
hiány luxusát”. Szaud-Arábia és Oroszország a  
tartósan pozitív kereskedelmi mérlegét a szénhid-  
rogén-származékok exportjának, míg Németor-  
szág, Japán és Kína a versenyképes exportjának  
köszönheti, amellyel az amerikai és nyugat-euró-  
pai piacot elárasztották. A világgazdaságban így  
alapvetően két ország csoport alakult ki: ad 1.  
amelyek tartósan negatív kereskedelmi mérleggel,  
azaz magas fogyasztási hajlandóságú társadalom-  
mal, az importált árut kevésbé kötött finanszíro-  
zási technikákkal fogyasztókhöz eljuttató pénz-  
ügyi rendszerrel, és ad 2. olyan országok, amelyek  
tartós exportoffenzívára képesek a versenyképes,  
kurrens (részben stratégiai) termékeiknek kö-  
szönhetően.*

A világgazdaság válsága a magas fogyasztási kultúrát meghonosító országokban alakult ki, alapvetően ezen országokat sújtja, bár a bejáratott „kétoldalú” kereskedelmi kapcsolatok révén a hagyományosan „kibocsátó”, nettó exportőr országokra is hatással van, hiszen az exportjuk iránti kereslet csökken, ami a teljesítményeiket, magas fordulatszámra „bejáratott”

**KERESKEDELMIMÉRLEG-ADATOK VÁLTOZÁSA NÉHÁNY ORSZÁGBAN, 2003–2009**

(Adatok milliárd USD-ben)

| Országok           | 2003   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| USA                | -549,5 | -634   | -767,8 | -842,2 | -806,4 | -853,1 | -517,0 |
| GMU                | +84,3  | +100,1 | +47,3  | -24,1  | +51,7  | -40,4  | +33,1  |
| Egyesült Királyság | -74,4  | -103,2 | -115,5 | -149,4 | -165,8 | -182,6 | -128,1 |
| Franciaország      | +5,7   | -5,2   | -28,9  | -36,3  | -47,4  | -82,7  | -59,1  |
| Kína               | na.    | na.    | na.    | na.    | +259,8 | +278,8 | +173,0 |
| Japán              | +100,6 | +135,8 | +98,2  | +76,7  | +107,6 | +64,8  | +43,5  |
| Németország        | +142,7 | +189,1 | +202,9 | +194,6 | +263,1 | +283,3 | +191,2 |
| Oroszország        | na.    | na.    | na.    | na.    | +124,0 | +194,6 | +112,1 |
| Szaud Aábia        | na.    | na.    | na.    | na.    | +146,6 | +150,8 | 212,0  |

Forrás: saját gyűjtés, The Economist alapján

növekedésüket visszafogja. Ugyanakkor az Egyesült Államokban 2008. év végétől fokozatosan javulnak a fizetési és kereskedelmi mérlegadatok, amelyek az amerikai társadalom restriktív irányába elmozduló, takarékosabbá váló fogyasztási gyakorlatát, az erre irányuló kormányzati lépések hatékonyságát, egyidejűleg a fogyasztásra költendő jövedelmek csökkenését fejezik ki, ugyanakkor a bankmentő-, autópári ágazati csomagok költségvetést gyengítő hatása is markánsan megjelenik. A folyamatokat érdemes figyelemmel kísérni.

*Az amerikai fizetési mérleg hiánya 2008 decemberében 697,9 milliárd dollár – a GDP 4,5 százaléka –, míg a kereskedelmi mérleg deficitje 851,3 milliárd dollár volt.<sup>10</sup> 2009. július végén az USA utolsó 12 havi fizetésimérleg-hiánya GDP-arányosan 3 százalék volt, ez 628,3 milliárd dolláros negatívumot jelentett, míg a kereskedelmi mérleg deficitje 674,4 milliárd dollár értékű.<sup>11</sup> 2009. év végére a fizetésimérleg-hiány tovább mérséklődött 465,3 milliárd dollárra, ami a GDP 3 százalékát jelenti, kereskedelmi mérlegének egyenlege pedig 517 milliárd dollár volt. Ugyanakkor a költségvetési mérleg hiánya a GDP 9,9 százaléká lett (jelenleg, 2010 március végén már 11,1 százalék).*

Az Egyesült Államok és számos más, negatív fizetési mérleggel küszködő piacgazdaság évtizedeken át növekvő belső termelését és tartós importtöbbletét különböző banki hitelkonstrukciókkal jutatta el a végső fogyasztókhoz. Ezt a finanszírozási módot – és az ezt segítő „lazább” pénzügyi szabályozási rendszert – a magyar gyakorlat is átvette. A magyar és a hozzá hasonló feltörekvő piacgazdaságok esetében is a lakosság fogyasztási hitelállománya dinamikus bővülésen ment keresztül, ami egy idő után általánossá vált, tartós túlkereslet alakult ki a hitelpiacon. A reális adottságoktól elrugaszkodó hitelállomány-bővülés egy ideig öngerjesztő folyamatként hat mind a termelésre, mind a fogyasztásra. Az alacsony kamatozású hiteleket a banki ügyfelek jelzáloghitelek refinanszírozására, új ingatlanok vásárlására és fogyasztási cikkek vásárlására fordították. Látványos fejlődés alakult ki az építőiparban, aminek következtében például az amerikai piacon több mint 300 ezres ingatlantúlkínálat volt már 2008 elején.<sup>12</sup> A hitelből épített lakások egy idő után eladhatatlanná váltak, a hitelképtelenné váló potenciális vásárlók és a törlesztési problémákkal küszködők számának növekedése miatt, így az építők felvett hitelei sem kerültek törlesztésre, majd a jelzálogban-



kok likviditása megrendült. Az évtizedeken át működő építési – lakáseladási – hiteltörlesztési lánc megszakadt.

Magyarországon is a GDP egyik fő húzóágazata az építőipar lett, ám a lakóingatlanok 20–25 százalékot veszítettek piaci értékükből a dinamikus, majd egy idő után eladhatatlanná váló új építésű lakások számának rohamos emelkedése miatt. Az elmúlt években az alacsony kamat következtében ugrásszerűen megemelkedtek a befektetések a határidős nyersanyag- és energiapiacokon. A pénzügyi intézetek egyre inkább liberalizálódó szabályozása és a hedge fundok lényegében szabályozástól mentes tevékenysége óriási pénz multiplikálására biztosított lehetőséget. A tőkeáttételi mutatók emelkedésével a pénzpiacon a kínálat folyamatosan növekedett, a termékek és szolgáltatások árai jelentős spekulációs hatásnak vannak kitéve (lásd olaj, bioüzemanyag). A pénzpiac keresleti oldalán lévő háztartások és az általuk gerjesztett fogyasztás révén a vállalati szektor növekedési pályája is robbanásszerűen emelkedett. A banki hitelekkel meg támogatott növekvő fogyasztás fenntartása, amelynek naturális fedezete egyre inkább nem az adott országból származik, mára már fenntarthatatlanná vált.

Magyarországon is kialakult a sub-prime jelenség,<sup>13</sup> amely a hitelezési szabályok fellazításán keresztül lényegében a Washingtoni Konszenzus által életre hívott deregulációs, szabadpiaci elveken alapulva, óriási hitelexpanziót produkált. A kötött tervgazdasági rendszerből a nyers piacgazdasági rendszer irányába gyorsan elmozduló magyar gazdaságpolitika és gazdasági szabályozás sarokköve a liberalizáció lett. Hasonló – fejlett országokból vezérelt – termelési bázis, mértéktelen fogyasztási hajlandóság és ennek megfinanszírozására korlátlan hitelmultiplikálást és ehhez szabályozását lehetővé tevő gyakorlat alakult ki hazánkban is, mint a piacgazdasági rendszert évszázadokon át kialakító, majd erre a bázisra jó két évtizeddel ez-

előtt a dereguláció elveit telepítő fejlett országokban. A neoliberális piaci viszonyokra, fogyasztói paradicsomot preferáló magatartások alakítására és támogatására való átállás kellő átmenet nélkül, a hazai viszonyok és a lehetséges társadalmi reakciók alapos tesztelése nélkül következett be, mondhatni nem a szerves fejlődés eredményeként állt elő. Magyarország piaci rendszere kialakításában a meghatározó termelőtőke importálásán túl „behozta” a nyugati fogyasztói társadalom szokásait, a termelőtőke betelepülésének és a korlátlan fogyasztás közgazdasági feltételrendszerét biztosító számviteli és hitelintézeti szabályozást is.

*A nyugatról importált működő tőke és fogyasztási kultúra, illetve az állami költségvetési egyensúlytalanság áthidalására hivatott portfóliótőke-behozatal működési zavarokhoz vezethet a fogadó országban, amennyiben a tőkeexportra képes térség veszít a gazdasági erejéből, lendületéből. Ebben a helyzetben a Magyarországról kiáramló termékek export nyugati felvétele is akadályokba ütközik, a legyártott termék eladhatatlanná válik, így a betelepült cégek visszafogják a kibocsátásukat. A 2009 első négy hónapjában a jellemzően külföldi tulajdonban lévő feldolgozóipari ágazatok termelése 25,4 százalékkal esett vissza<sup>14</sup> Magyarországon, amit továbbra is főként az exportra termelő ágazatok és hazai beszállítóik megrendelésének szűkülése okozott. A legnagyobb visszaesés – egyaránt 41 százalék – a járműgyártásban, valamint a kohászat és a fémfeldolgozási termékek gyártásában volt. A gazdasági visszaesés folyamatosságát igazolja, hogy 2009 I–XI. hónapjában az ipari termelés 19,1 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakától.<sup>15</sup>*

A magyar állami támogatások bizonytalansága és felvevő piaci nehézségeik közepette nem kockáztatnak, nem tartják fenn a Magyarországra kihelyezett korábbi termelési szintet, aminek következtében a magyar lakosság munkajövedelme, majd vásárlóereje is legyengül.

A pénzügyi intézetek hitelezési nehézségei, a lakossági és vállalati fogyasztás apadó primer forrásai a magyar fogyasztás, a magyar belső felhasználás eddigi dinamizmusának fenntartását nem teszik lehetővé. A hitelhez jutási lehetőségek további könnyítése, vagyis a sub prime kör bővítése pedig ésszerűségi okok alapján nem fokozható. Mindez a fogyasztás csökkenését, majd a fogyasztást biztosító termelés további visszaesését váltja ki.

*Az állambháztartás válság előtti utolsó átfogó reformja 2006 őszétől datálódik. A 10 százalékos szinten, tartósan beragadt költségvetési hiány lefaragása elsődleges feladattá vált.* A 2010-ig meghirdetett kiigazítási időszakokra a jövedelemtulajdonosoktól való forráselvonások, illetve adóemelések együttes hatására együttesen mintegy 2500 milliárd forint<sup>16</sup> állami transfervisszatarthatás, illetve többletadóbevétel-allokálás történt volna. A 2007-től jelentkező nemzetközi pénzügyi válságfolyamatok az egy évvel korábban elindított magyar konvergenciapálya módosítását fenntartották, sőt előtérbe került a válságra történő hivatkozással az addig elért fiskális eredmények még határozottabb fenntartása. A túlpörgetett fogyasztói preferenciák<sup>17</sup> leépítése tehát már a 2008 őszen begyűrűző események előtt elkezdődött. A válság idején a magyar gazdaság, miáltal külső tőke vezérelt, deficit mértékű pozíciókkal rendelkezik, gyengülő a belső termelési szintje és bankrendszere likviditási válsággal küszködik, így hosszabb távon csökkenő kínálatot képes a fogyasztókhöz eljuttatni, ám ennek hitelfinanszírozási keretei is csökkenő tendenciájúak. Nem képes állami eszközökkel a keresletet növelni, ellentétben az amerikai és brit kormányval, amelyek autógyárakat, termelőüzemeket mentenek meg állami források és segélyprogramok biztosításával. A nyugati fogyasztói társadalom meggyengülésénél így egy súlyosabb krízist él át a magyar társadalom. A termelés, illetve a kínálat visszaesésével előbb utóbb a fogyasztás is tartósan visszaesik.

A magyar társadalom fogyasztási hajlandóságának a nyugati fogyasztói társadalomhoz történő gyors integrációja nem egyedülálló jelenség a volt KGST országokban<sup>18</sup>, ami Csaba László<sup>19</sup> kutatásai alapján a magas fizetésimérleg-hiányokban jelenik meg. A balti államokban az ezredfordulót követő években a GDP 12–13 százalékát meghaladó fizetésimérleg-hiányok jelentkeztek, míg Bulgáriában és Romániában még magasabb a deficit értéke.<sup>20</sup> A kelet-közép-európai egyensúlytalanság kialakulásában meghatározó a volt állami bankok privatizációja révén a kereskedelmi hitelmonopóliumot megszerző „nyugati” pénzügyi intézetek hitelezési gyakorlata. A nemzetközi nagyvállalatok Kelet-Közép-Európát új felvevő piacnak tekintették. A deregulizálódó anyabankok és térségi leánybankjaik a multinacionális vállalatok termék- és szolgáltatás-dömpingjének eljuttatását a tervgazdasági rendszer fogyasztói paradicsomot váró társadalmára részére pedig nem gátolták. Annak ellenére sem, ha a primer jövedelmek hiányában vásárlók egyre kevésbé bizonyultak hitelképes ügyfélnek. A bankfelügyeleti rendszer pedig a gyenge hitelképességű ügyfelek hitellel történő ellátása ellen csak kismértékben tudott gátat vetni. Csaba László szavaival élve: a jegybankok jelentős részben elveszítették a hatalmukat a monetáris bázis alakulása felett.

*Magyarországon a háztartások banki hitelállománya a PSZÁF<sup>21</sup> auditált adatai alapján 9144 milliárd forint volt 2008. év végén, amely a 2004. évi adatokhoz képest 143,8 százalékos emelkedést jelent. Az elemzési kört egy szűkebb időintervallumra – a 2006 szeptemberétől elindított megszorítások idejére – koncentrálva még szemléletesebben igazolható a hazai lakosság egyre intenzívebb hitelpiaci aktivitása. A költségvetési hiány lefaragásának időszakában (2006–2008) a háztartások hitelállománya 5713 milliárd forintról a már említett 9144 milliárd forintra emelkedett, amely 60 százalékos dinamika.*

## A PÉNZPIACOK FELÜGYELETÉNEK EGYES PROBLÉMÁI

A magyar válság természetrajzának felvázolása során a nem kellően körültekintő piacgazdasági átmenet, az egyoldalú külföldi tőkefüggőség és a fogyasztáscentrikus értékrend kialakulása mellett fontos a külső tőke letelepedését, a korlátlan hitelezést lehetővé tevő pénzügyi, felügyeleti és számvitel-szabályozási környezet elemzése és nemzetközi térből indult integrációjának értékelése.

*Az 1980-as évek végétől meghirdetett Washingtoni Konszenzus gazdaságpolitikája alapvetően a pénz- és tőkepiacok liberalizálását tekintette céljának, abban a reményben, hogy a piacok képesek szabályozni önmagukat.* Ebben a rendszerben a pénzpiacok szabályozása, felügyelete is merőben új tartalmat kapott, ugyanakkor 30 év elteltével az amerikai másodlagos jelzálogpiacon kialakult válság, amely az egész bankszektorra és napjainkban már az iparvállalatokra is áterjedt, jelentősen megrendítette az amerikai tőzsd felügyelet tekintélyét és befolyását. A Washingtoni Konszenzus keretében ugyanis az állami szerepvállalás, a felügyeleti ellenőrzés folyamatos és jelentős visszaszorulása, párhuzamosan a pénz- és tőkepiacok egyre nagyobb függetlensége, ráadásul a felügyeleti tevékenység üzleti tanácsadó cégekkel való bonyolítottatása utólag egy nem kellően átgondolt lépésnek bizonyult. A magyar pénzpiaci szabályozásban eredendően érvényesült egyfajta konzervatívabb, kontinentális szemlélet, amely az elmúlt 20 évben a világgazdaságban mind nagyobb teret hódító angolszász modell irányába változott, amelyből a kisugárzó „felügyeleti fellazulás” egy „lazább” szabályozási szemlélet a magyar viszonyokra is hatást gyakorolt.

A Washingtoni Konszenzus gazdaságpolitikájának negatív hatásait értékelők közül *John Willisamson*,<sup>22</sup> míg Magyarországon *Lányi Kamilla*<sup>23</sup> voltak az elsők, akik a túlzott liberalizáció veszélyeire hívták fel a figyelmet. Fő tézi-

sük, hogy a gazdaságpolitikák középpontjában a növekedés áll, míg a jövedelemelosztást vagy a szociálpolitikát nem a helyi értéken kezelik, sőt a reformok következetlenségére is utaltak.

*Lányi Kamilla*<sup>24</sup> kifejti, hogy a nemzetközi pénzügyi rendszer csak azonos módon szabályozott, deregulált környezetben, azonos elvek szerint működő vállalatokat képes integrálni, amelyek nem elhanyagolható módon a leggyengébb ellenőrzési gyakorlattal rendelkező amerikai testületi irányítást és felügyeletet preferálják. Ebben a pénzügyi struktúrában van lehetőség extraprofitot, de magas kockázatot hordozó pénzügyi termékek kifejlesztésére.

Az új pénzügyi innovációk – a globalizálódó pénzpiacok szerves elemeivé válva – nem csupán az állami szabályozás alól kerülnek ki, hanem a pénzügyeket irányítók, sőt a pénzügyi folyamatokat globálisan áttekinteni szándékozók látóköréből is. A problémákat súlyosbítja, hogy az Egyesült Államok pénzügyi szabályozása nem csupán az alapos szabályozási rendszer érvényesítésének elmulasztásával, hanem direkt módon is gerjesztette a jelenlegi válsághoz vezető folyamatokat.

Tíz évvel a washingtoni rendszer bevezetését követően a határidős pénzügyi ügyleteket felügyelő testület (Commodity Futures Trading Commission) javaslatára az USA kongresszusa elé került az egyre bővülő és egyre átláthatatlannabb a derivatív termékek szabályozásáról szóló előterjesztés. A kongresszus azonban ezt elutasította, és a további dereguláció mellett döntött, elősegítve a hitelkockázat transzferálását biztosító termékek (Collateralised Debt Obligation), hiteldirektívák és work-out cégek további növekedését.

*A magyar gyakorlatban a felügyeleti szabályozás törvényi alapokon nyugszik*, sőt 2004-ben a Pénzügyminisztérium, a Magyar Nemzeti Bank és a Pénzügyi Szervek Állami Felügyelete aláírt egy stabilitási megállapodást is a feladat és

felelősségi körök összhangjának előmozdítása érdekében.<sup>25</sup> A stabilitási megállapodás, illetve a benne részt vevő intézmények felügyeleti tevékenységének eredményessége – a válság kialakulásának tükrében – ugyanúgy gyenge hatékonyságúnak nevezhető, mint az amerikai felügyeleté, illetve hitelminősítőké. Magyarországon az elmúlt 5 évben évi 20 százalékkal emelkedett a bankszektor hitelkihelyezése. A társadalom a munkajövedelmeit és szociális juttatásait meghaladva lényegesen többet költött a fogyasztásra. Sőt, tetőzték a banki hiteligényeket az államháztartási reform körben végrehajtott megvonások is, amelyek egyáltalán nem fogták vissza a lakosság fogyasztási hajlandóságát, sőt a kieső jövedelmeket a lakosság a bankpiacról bőségesen pótolhatta a fellazuló szabályozási közegben, aminek tarthatatlanságára ugyan a PSZÁF rendre felhívta a döntéshozók figyelmét.<sup>26</sup>

A kellő fedezet nélküli forráskihelyezés növelése – áruvásárlási és lakásépítési hitelek formájában – az egyre gyengülő pénzügy-politikai hatékonyságot mutató kormánynak is elemi érdeke volt a társadalmi közhangulat romlásának elkerülése érdekében. A túlhitelezés kialakulásában a kormányzati szervként működő PSZÁF, bár észlelte a keletkező problémákat, de beavatkozási, a hiteldinamikát visszafogó konkrét jogkör hiányában vajmi keveset tehetett. A túlzott hitelezésben rejlő kockázatokat a magyar felügyeleti rendszer – a végső hatást látva – ugyanúgy nem volt képes érdemben visszafogni, mint ahogy az amerikai szisztéma sem váltotta be a hozzá fűzött reményeket, noha a magyar felügyeleti rendszer működésében nincs ellentmondás a feladatkörök és a finanszírozási modell között. Az elmúlt 2–3 év magyar hiteltúlcsoordulási dinamikájában, illetve az azt kritizáló PSZÁF-jelentések következmények nélkül hagyásában a kormány egymással vívódó érdek ellentéte húzódik meg. A magyar kormány egyrészt a lakossági megvonásokon keresztül stabilizációt és a pénzügyi fegyelem

javulását szorgalmazta, ugyanakkor a hitelképtelenné váló adósok bőséges hitellel való ellátását sem fogta vissza társadalmi, politikai okokból.<sup>27</sup>

Mind a magyar, mind az amerikai hitelezési rendszerről elmondható, hogy a fogyasztás gerjesztette belső termelés és importinvázió egy idő után korlátlan és egyre inkább fedezetlenné váló kölcsönfolyósítási gyakorlathoz vezetett.

A rendszerbe épített felügyeleti fékek pedig nem érvényesültek. Ennek következtében a hitelállomány, illetve a derivatív ügyletei túlcsoordultak, igen nagymértékben fedezetlenné váltak.

*A banki gyakorlatban általánossá vált, hogy a bank az általa generált hitelek sokszorosát nyújtotta speciális befektetési társaságok bevonásával (SIV<sup>28</sup>) a pénzügyi szektor más szereplőinek, ezzel a kockázatot terítette a rendszerben. Ez a modell egy idő után azonban nehezen átlátható és szabályozható befektetési formákat eredményez, amely 2007 szeptemberében a brit Northern Rock bankot is válságba sodorta, ugyanis az általa értékpapírosított portfólió értéke lecsökkent, az új hiteleit pedig már nem tudta értékpapírosítani. Rövid idő alatt komoly likviditási problémák keletkeztek,<sup>29</sup> miután a mérlegben maradt eszközök mögül eltűnt a forrás. Ezen típusú likviditási válságoknál megfigyelhető, hogy a SIV forráshiányát is a bankból biztosított forráskeretből próbálnák pótolni, ami tovább növeli a bank likviditási válságát. A válság terjedésével ráadásul a nettó hitelkihelyező pénzintézetek visszafogják az aktivitásukat, így a veszteségek, ennek következtében pedig a veszteségleírások és konszolidációs igények robbanásszerűen megemelkedtek,<sup>30</sup> helytállóként pedig megjelent – banki saját forrás hiányában – az állam vagy külső, felvásárlásokban érdekelt befektetői csoport. A válság előtti leggyakoribb válságkezelési mód, az M&A-aktivitás (vállalat-egyesülés és -felvásárlás) összeomlásszerű csökkenése egyenes következménye volt a globális pénz-*

*és tőkepiaci likviditási apálynak, amelyet a nem elsőrendű (sub prime) amerikai jelzálogkölcsonadók törlesztési képességének romlása okozott. Ezeket a kötelezettségeket a befektetési bankok – nem csak az amerikaiak – különböző súlyozással becsomagolták azokba a befektetési termékekbe, amelyeket kockázatterítési céllal kínálnak a globális pénzpiacon, az amerikai lakóingatlan-piac súlyos megingása nyomán azonban a befektetői kereslet a válság elmélyülésével gyakorlatilag elapadt e konstrukciók iránt. Ráadásul a bankok a nagybani likviditás piacon is megszorultak, ugyanis nem tudták, hogy kinek milyen mértékű az érintettsége az értékpapírosított, nem elsőrendű kötelezettségek piacán, így egymásnak is vonakodnak rövid távú finanszírozást nyújtani a bankközi pénzpiacon.*

A 2007–2008-as időszakban a felügyelet nem rendelkezett elegendő információval a bankok jelzálogpiaci kitettségéről és a fertőzött papírok állományáról, amely a válságkezelést nehezítette. A bázeli metódusú tőkekövetelmény-számítás ebben az átláthatatlan helyzetben nem bizonyult hatékonynak, a kockázatkezelési gyakorlat nem váltotta be a hozzá fűzött reményeket. A klasszikus bankmodell kockázatosabb irányú változásaiban a lakossági jelzálogalapú finanszírozás térnyerésével egyre nagyobb szerep hárult az értékpapírosítás intézményére, amelynek során a hitelnyújtás kockázatát részben vagy teljes egészben a tőkepiaci befektetőkre transzferálódott.<sup>31</sup> A felügyeleti módszerek azonban nem voltak alkalmasak a kockázatok kezelésére, a szabályok betartatására. Az első, 1988-ban megalkotott bázeli tőkeszabályozás már kitért a bankok kockázatosabb tevékenységeire, a derivatív ügyletekre. A Bizottság bevezette a hitel-egyenértékesítés fogalmát és a mérlegen kívüli kockázatvállalást is tőkével kívánta biztosítani. 1996-ban a Bizottság új szabályrendszere engedélyezte a bankoknak, hogy saját leghatékonyabb kockázatkezelési gyakorlatukat alkalmazzák. A Bazel

II. 2006-os bevezetése ebből a szempontból sem hozott újat, a speciális kockázatok felismerése és átfogó szabályozása ezúttal is elmaradt.

*A magyar szabályozás és felügyelet az európai uniós normáknak megfelelően működik, amely hatékonyságában is visszatükrözi a fejlett piacgazdaságok felügyeleteinek minőségét. Hazánk bankrendszere szinte teljes mértékben integrálódott a fejlett piacgazdaságok bankrendszerébe, a magyar bankokat többnyire külföldi (anya-) pénzintézetek birtokolják. Ezek együttes következménye, hogy a hazai hitelezési folyamatok és felügyeleti változások követik a fejlett piacgazdaságokban kialakuló trendeket, még ha azok számos kívánnivalót is hagynak maguk után. A PSZÁF 2008 nyarán igazolhatóan felhívta a hazai pénzügyi szektor és ügyfelei figyelmét a növekvő kockázati veszélyekre,<sup>32</sup> így különösen a dráguló pénz- és kötvénypiaci forrásokra, az anyabankok helyzetének romlására, támogatásuk csökkenésére és a romló eredménykilátásokra. A felügyeletnek a jövőben kiemelt figyelmet célszerű fordítani a bankok által alkalmazott értékelési eljárásokra, módszerekre, különösen a VaR-számítások<sup>33</sup> megfelelőségére és a likviditási kockázatok kezelésére. Kiemelt felügyeleti feladat a tőkeáttételes pénzügyi termékek és a velük foglalkozó pénzintézetek jelenleginél hatékonyabb szabályozása és ellenőrzésének megvalósítása.*

A magyar felügyeleti hatóság státusza rendezett, stabilitási előrejelzései megbízhatók, az más kérdés, hogy mennyire élt a kormányzat a kapott információkkal. Az előző (Bajnai-) kormány koncepciója szerint<sup>34</sup> a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete a pénzügyi szektor fogyasztóvédelmi hatóságává válik, azaz lehetővé válik a fogyasztóvédelmi törvény alkalmazása a pénzügyi szolgáltatókkal és termékekkel kapcsolatban. Ez az intézkedés a 2008 szeptemberében elfogadott tisztességtelen kereskedelmi gyakorlat tilalmáról szóló törvény egyfajta folytatásának tekinthető. A pénzügyi ombudsman jogintézményének bevezetése

azonban még csak terv, bár az új szerepkör kialakításával lehetővé válna, hogy egyedi bejelentések alapján általános problémákat vessen fel és mutasson be az illetékeseknek és a közvéleménynek. Bár a helyzet megoldását nem új jogintézmény bevezetése, hanem a már meglévő jogkörének valódi és hathatós tartalommal való megtöltése jelentené.

*A világ számos pontján, például az Egyesült Államokban is, a felügyeleti szerepek újragondolása és egyúttal vitája zajlik.<sup>35</sup> Egy Pénzügyi Fogyasztóvédelmi Ügymökség (CFPA) létrehozásával a jelenleg több hatósághoz tartozó fogyasztóvédelmi feladatok ellátását egy új szervezethez rendelnék. A CFPA követné figyelemmel a jelzőbontókat és hitelkártya-ügyletekre vonatkozó szerződések betartását. Az amerikai álláspontok egységesek abban, hogy az ingatlanbontókat értékesítő ügynökökre és a nagy pénzügyi társaságokra nem kellő mélységben terjedt ki a felügyeleti eljárás, így a pénzügyi intézetek erőfölénybe kerülhetnek a fogyasztókkal szemben. Abban viszont még vita van, hogy a szövetségi tartalékbank-rendszer (FED) vagy egy új felügyeleti hatóság kapja meg a jogosítványokat. Nagy-Britanniában 2001 óta létezik a pénzügyi ombudsman hivatala (Financial Ombudsman Service) együttműködésben, de függetlenül a helyi pénzügyi felügyeletről (Financial Services Authority). Az ombudsman minden pénzügyi termék tekintetében illetékes, szolgáltatása ingyenes, ám a brit bankrendszer válsága óta a bizalom megrendült az irányába.*

## A SZÁMVITELI SZABÁLYOZÁS ÉS A PÉNZÜGYI VÁLSÁG

A válságban nemcsak a kormányok, hanem a vállalkozások is komoly bajba kerültek. A piaci bizalom helyreállításában a könyvvizsgálókra, így a szakszerűen auditált éves beszámolókra nagyobb figyelem irányul, különösen az értékpapírosítás-folyamatokra, amelyek az elmúlt két

évtizedben hatékony veszteségelkerülő magatartásnak bizonyultak.<sup>36</sup> A kibocsátó társaságoknak olyan információt kell adni, amely kiemelten tartalmazza a lehetséges kockázatot és az instrumentum minden részletre kiterjedő jellemzőit. Ezekről a kibocsátási tájékoztatókról a könyvvizsgálóknak véleményt kell adni, amelyekre a piac figyelme a korábbi éveknél jobban és kritikusabban összpontosul.

*A Könyvvizsgálati Standardalkotó Bizottság (IAASB) figyelemfelhívást adott közre a valós értéken alapuló becslések könyvvizsgálói kihívásairól. A vállalkozás folytatására ható tényezők hatványozottan jelentkeznek, hiszen a gazdaság helyreállítására tett intézkedések ezeken keresztül mérhetők le. A likviditási kockázatok markánsan felvetik a vállalkozások folytatásának elvét, hogy az mennyire érvényesül, vagy ellenkezőleg, mennyire van veszélyben. A könyvvizsgálóknak kiemelten kell értékelni az audit-jelentésekben a vállalati vezetés munkáját és döntéseit is. Amennyiben a könyvvizsgáló véleménye nem egyezik a vezetés véleményével, ezt a piaci szereplők korrekt tájékoztatása érdekében jelezni kell. A válság eddigi fő vesztese a pénzügyi szektor, a pénzügyi instrumentumok voltak, így a számviteli szakma most elsődlegesen ezek elszámolására, értékelésére koncentrálna. A nemzetközi válságkezelés számviteli szakmai intézkedése, hogy az IASB 2008-ban felállított egy pénzügyi és számviteli szakértőkből álló csoportot (Expert Advisory Panel), amelynek elsődleges feladata a gyakorlati iránymutatások kidolgozása a valós érték meghatározásának olyan helyzeteire, amikor nem áll rendelkezésre az aktív piacon jegyzett ár.*

A nemzetközi standardváltozások következtében a magyar számviteli előírások is változtak, különösen a pénzügyi eszközök átsorolása területén. A magyar számviteli törvény 2008. év végétől hatályos változása lehetővé teszi a valós értéken történő értékelés alkalmazása esetén a

kereskedési célú pénzügyi eszközökből történő átsorolást a rendkívüli körülmények miatt. Az auditálás során kiemelten kezelendő területek a társaság válságmenedzsmentjének, nyilatkozatainak és az üzleti környezet megítélése, a valós értékek közzététele, a csalás kockázatának kezelése, illetve a vállalkozás folytatásának elve. Az új kihívások és hatások eltérő területeken és eltérő súlyossággal jelentkeznek az egyes vállalatoknál. Főleg a külpiacon érdekelt cégek, autóiipari beszállítók, építőipari vállalatok kerültek a krízis epicentrumába. A 2008. évi éves beszámolóknak könyvvizsgálói értékelésénél kiemelt figyelmet élveztek a valós érték meghatározásának eljárásai, a fedezeti elszámolások és a céltartalékképzések. A vállalkozás folytatásának megítéléséhez a könyvvizsgálónak megkülönböztetett figyelemmel kell értékelnit a megrendelésállományok alakulását, a vevőbázis változásait, a bank és vevők közötti megállapodások megsértését, a banki finanszírozás beszűkülését, illetve a hitelek prolongálásának körülményeit. A könyvvizsgálati munka tervezése során a kockázatfelmérés, a lényegesség, a hibakockázat megítélése, a dokumentálások számbavétele nagyobb hangsúlyt kap.

A magyar piacgazdaság jelentős külső tőke- és szabályozásfüggősége okán a válság elleni számviteli és pénzügyi szabályozási intézkedések is csak a nemzetközi szabályozás védőernyője alatt képzelhetők el, vagyis a nemzetközi szabályozás eredményességétől, illetve annak hatékony átvételétől függhet a magyar gazdaság szabályozási környezetének megszilárdítása.

A válság kezelésére összehívott G-20-as csúcstalálkozó a pénzügyi instrumentumok elszámolásának javítását tekintette kiemelt feladatának, ezen belül a valós érték és a hitelek értékvesztésének meghatározását. A G-20-as csúcstalálkozó megerősítette a Pénzügyi Stabilitási Fórum (Financial Stability Forum) számviteli standardok javítását célzó intézkedéseit. Ennek tükrében kívánatos a pénzügyi instrumentumok elszámolási szabályaiban a komple-

xitás csökkentése, a hitelértékvesztések elszámolásában a szélesebb körű hitelinformációk figyelembevétele, a céltartalékokra, mérlegen kívüli tételekre és értékelési bizonytalanságokra vonatkozó számviteli standardok javítása, a felügyelet munkájának összehangolása az értékelési standardok alkalmazására. Nem utolsósorban, javítani szükséges a szabályozó szervezetek és a fejlődő piacok részvételét a független számviteli standardalkotási rendszerben az IASB segítségével.

## HOGYAN TOVÁBB?

A 2008 ősziére már a reálgazdaságot is elérő válságnak alapvetően két kezelési technikája lehetséges. A jegybankok és a kormányok rendre szembesülnek azzal a konfliktussal, hogyha a recesszió ellen lépnek fel – állami többletforrást pumpálnak a gazdaságba – akkor a hiány újbóli elszaladását és az infláció gyorsulását kockáztatják. Viszont ha az inflációval szembeni fellépést és a költségvetési egyensúly megtartását preferálják, akkor a gazdaság visszaesésére számíthatnak.

Az Egyesült Államok és számos európai ország állami támogatásokkal igyekszik megmenteni a haldokló iparágakat, és ahol tehetik, csökkentik a vállalkozók adóterheit, amitől a termelés és később a fogyasztás „felpörgését” remélik. A támogatások a költségvetési kiadások terhére mennek, míg az adómérséklések a költségvetési bevételeket apasztják, összességében a költségvetési hiányt növelik.

Magyarország nem eshet újból abba a hibába, hogy bármelyik gyakorlatot megfelelő körülmények nélkül adaptálja, bár az államcsőd közeli időszakban nem is volt reális lehetőség ezekre a válságkezelési intézkedésekre. A válságkezelést, de még a külső segítség felhasználását is gátolja, hogy *Magyarországnak 2001 óta nincs markáns egyéni stratégiája a fejlett világ által képviselt műszaki-technológiai szinthez való organi-*

*kus rácsatlakozásra.*<sup>37</sup> A magyar gazdasági válság nemcsak a kormányokon átívelő gyenge hatékonyságú fiskális és jegybanki döntések következménye, hanem a hiánygazdaságból egyszerre, sőt a permanensen fogyasztói paradicsomot váró lakosság túlzott elvárásai igényének való megfelelési kényszer velejárója is. A magyar bankrendszer megteremtette a fogyasztói igények kielégítéséhez technikailag szükséges hiteltömeget is, amely egy „szigorában” enyhülő hitelezési és pénzmultiplikálási szabályozó rendszeren formájában valósult meg.

A 2006 ősztől elindított új konvergenciapálya és a 2008 tavaszán elvetélt egészségbiztosítási és felsőoktatási reformintézkedések nehéz helyzetet teremtettek Magyarországon 2008 őszére. Egyrészt a *konvergenciaprogram szűken vett, preferált eredménycéljai, ha időlegesen is, de beigazolódtak, a megszorítások társadalmi támogatottsága azonban katasztrofálissá vált.* Az államháztartási hiány pénzforgalmi szemléletű konszolidált hiánya 2008 első tíz hónapjában – a válság „begyűrűzéséig” – viszont 454 milliárd forinttal mutatott kevesebbet, mint a 2007. év hasonló időszakában. Az egyenlegjavulás alapvetően a központi költségvetés hiányának mérséklődésével magyarázható, amelynek 828 milliárd forintos deficitje 565 milliárd forinttal kevesebb a 2007. évinél. A társadalombiztosítási alapok még 2008. év végén is pozitív szaldót mutattak. A lassuló makrogazdasági növekedéssel kísért egyenlegjavulás mellett a lakossági pozíciók már kedvezőtlen tendenciájúak. 2008. év első kilenc hónapjában a háztartások bruttó pénzügyi vagyona 25 billió forintot (év végén 25,7 billiót), a tizenkét hónappal korábbi háromnegyed évi adatoknál 6 százalékkal többet tett ki. A lakossági kötelezettségek ugyanezen időszak alatt viszont 20 százalékkal emelkedtek. Ezen belül a devizakötelezettségek oldalán megjelenő devizahitelek állománya egy év alatt 40 százalékkal nőtt.<sup>38</sup> A lakosság tartozásállományának, illetve nettó pénzügyi vagyonának kedvezőtlen

tendenciája, vagyis az eladósodás a válsággal sújtott 2008-as évben is tovább növekedett. A költségvetési kiigazítás hatására keletkezett állami többletbevételek 2008 végére felhasználásra kerültek, így a lakossági szektor megsegítésére fordítható állami források gyakorlatilag elfogytak.

Ráadásul a lakosság folyamatosan növekvő eladósodása, a nemzetközi vállalatok termelést szűkítő, munkanélküliséget kiváltó intézkedései és az elsődleges bankhitelpiac befagyása államcsőd közeli helyzetet idézett elő. 2008 őszén a külföldi állampapír-piaci befektetők közel 1100 milliárd forintnak megfelelő államkötvényt vontak ki az állampapírpiacról, amely katasztrofális helyzetet teremtett. A Világbank és az EKB 18 hónapra adott 20 milliárd eurós készenléti gyorshitel mentette meg Magyarországot az államcsődtől, amely tény tovább erősíti – a dolgozat elején felvázolt – a magyar gazdaság külső portfóliótőke-függőségének tényét. Érdekessége a 2008. októberi időszak válságkezelésének, hogy a jegybanki klasszikus alapkamat-emelés (300 bázisponttal) hatására sem tértek vissza a külföldi befektetők a magyar állampapírpiacra, bár 2010 februárjára az állampapírpiacra az aktivitás fokozatosan élénkült, közel 2400 milliárd forintnak megfelelő külföldi befektetés van az állampapírpiacra, 5,75 százalékos rekord mértékű alacsony jegybanki alapkamat mellett.

A magyar gazdaságpolitika a fejlett piacgazdaságok válságkezelési technikáit a minden területen legyengült pozíciói következtében így csak mértéktartó adaptálással alkalmazhatja. A meg nem képződött költségvetési tartalékokból a magyar kormány nem támogathatja a Magyarországon működő, piaci megrendelésekben szűkölködő külföldi autógyárakat. A nemzetgazdaság egészére kiterjedő érdemi hatást nem várhat a 20 éve folyamatos piaci térvésztesben szenvedő hazai tulajdonosi háttérű kis- és közepes vállalkozások esetleges megsegítésétől sem. Hazánk államcsőd elleni intézkedései kö-



rebe nem fér bele akár a termelést, akár a fogyasztást terhelő adók nagyarányú csökkentése sem. *A fiskális politika magyar válság ellen felhasználható klasszikus eszközei napjainkban korlátozottak.*

A válságkezelés klasszikus jegybanki eszközeinek (például alapkamat-emelés) alkalmazása eddig érdemi hatás nélkül maradt. A kormányzati fiskális politika gyenge megítélése miatt a jegybanki alapkamat emelése és ezen keresztül az állampapír-piaci hozamok javulása a külföldi befektetők investícióit nem térítette vissza a piacra, amely válság idején a magyar jegybanki eszközök korlátozott alkalmazhatóságát fejezi ki. Az államháztartási rendszer egyre redukálódó viteléhez szükséges forrásokat várhatóan hosszabb időn át készenléti hitel biztosítja, így a magyar gazdaság termelés- és fogyasztás-visszaesése előreláthatólag hosszabb lesz, mint a fejlett, tőkeerős piacgazdaságok esetében.

Az angolszász országokban, Nyugat-Európában általános vélekedés, hogy a válságra fordított költségvetési források önmagukban nem a bankok és vállalatok megsegítését célozzák, hanem az egyes nemzetgazdaságok összeomlásának elkerülését.

*A XXI. század elejére John Maynard Keynes nevéhez fűződő állami keresletélénkítő gazdaságpolitika már a második reneszánszát éli a Magyarországon kívüli országok gazdaságpolitikai gyakorlatában.* Az európai országok felkészültek – ha átmeneti időszakokra is – az állami tulajdon arányának növelésére, ami akár – ha időlegesen is – új belső társadalmi és gazdaságpolitikai viszonyokat generálhat. Magyarországon azonban az állami tulajdon térnyerésének válságkezelési eszközként történő alkalmazása még koncepció szintjén is várat magára. Az európai országok és az Egyesült Államok gyakorlatában a magyarországinál jelentősen nagyobb költségvetési tartalékok, sőt a hiánynövekedés terhére biztosított állami transzferek, esetenként vállalkozásiadó-csökkentések megfelelő alapot teremthetnek a keynesi gazdaságpoliti-

kai elemek<sup>39</sup> ismételt alkalmazására, amivel azonban újabb problémák merülhetnek fel. Az Egyesült Államok szövetségi költségvetésének hiánya a 2009 szeptemberével záruló pénzügyi év első 10 hónapjában 1300 milliárd dollár volt, amely 880 milliárd dollárral több, mint az előző pénzügyi év első 10 hónapjában volt. A deficit növekedése a bankmentő programokból és a 2009 tavaszán meghirdetett közel 800 milliárdos gazdaságösztönző programból származik, másfelől a szövetségi bevételek gazdasági visszaesés okozta csökkenéséből. Az állami mentőövek költsége és a miatta jelentkező államadósság inflációs hatása és finanszírozás terhe nehezíteni fogja a kilábalást, és új feszültségeket gerjeszthet a hitelpiacokon is. A GDP-arányos amerikai költségvetési hiány 9–13 százalékos intervallumban mozoghat, ami a második világháborút követő pár év óta a legmagasabb lehet.

A magyar fiskális és monetáris politikában lejátszódó kedvezőtlen folyamatok és az eddigi válságkezelés jellege felveti a 2010 nyarán megalkuló új kormány mozgásterének korlátozottságát. Kétségtelen, hogy a magyarországi bankrendszer stabil, tőkeellátottsága meghaladja az előírt mértéket, azonban a jelenlegi 4 százalékos költségvetési hiány növelését az IMF kedvezőtlenül fogadhatja. A Nemzetközi Valutalapnak a hitelmegállapodás aláírásakor tett ígéret szerint<sup>40</sup> az állam finanszírozási igényének csökkentése és a költségvetési egyensúly hosszú távú fenntartásának javítása olyan tételek, amelyekről a következő kormány sem tekinthet el. A fiskális politika hitelességének, takarékoságának fokozása, az adócsökkentésekkel egyidejűleg megvalósuló termelésfelpörgetés és ehhez kapcsolódóan a hazai keresleti oldal állami eszközökkel történő egyidejű javítása, továbbá a nemzetközi piacok keresletélénkülése olyan tényezők lehetnek, amelyek az ország stand by hiteltől való függését mérsékelhetik. Sőt, egy hiteles új gazdaságpolitikával a termelő beruházásokat finanszírozó expanzív

külső hitelezés is reális alternatívaként kínálkozhat. Lényeges azonban a külső felvevő piacok diverzifikálása, új szegmensek megtalálása, illetve a hazai fizetőképes kereslet állami eszközökkel történő – a kínálat felfuttatásával egyidejű – megsegítése, hasonló technikával, ahogy a Széchenyi Nemzeti Fejlesztési Terv idején is megvalósult. Ugyanakkor hazai szerzők – Báger – Pulay<sup>41</sup> – szerint *a válságból való kilábaláshoz az állami szerep is összetettebb, mint a válság hatásainak enyhítésére nagy összegeket költeni képes országokban, és tegyük hozzá, vagy akár Magyarországon 12 évvel korábban.*

A magyar gazdaság külső fundamentum- és szabályozásfüggőségéből adódik, hogy a válság mérséklése, a nemzeti szabályozás megerősítése a továbbiakban is a nemzetközi térfélről indított válságkezelési eljárások helyes, körülményes adaptálásával teljesedhetnek ki, amelyek egy új irányultságú gazdaságpolitikai közegben is eredményre vezethetnek.

A magyar pénzpiacok szabályozásának konkrét jogszabályi háttere és mechanizmusrendszere van, ám a magyar kormányok a Washingtoni Konszenzus pénzügy- és gazdaságpolitikai szemléletének „begyűrűzésével”, nem gyakorolhatták kellő hatékonysággal, de főleg kellő eredménnyel a pénzpiacok felügyeletét. Ennek következtében az államháztartás és a bankrendszer piaci alapú finanszírozása és hitelezési kockázata számos nehézséggel szembeül. Fiskális eredetű források és a jegybanki beavatkozás eszközeinek korlátozott eredményessége okán a magyar válságkezelés hatékonysága a pénzügyi-felügyeleti és a korrekt üzleti viszonyok bemutatását lehetővé tevő számviteli szabályozás megújításán keresztül lehetséges csak rövid távon. *Magyarország jelenlegi helyzetében – akár rövid akár középtávon – a nemzetközi pénzügyi szervezetekben és számviteli standardalkotó testületekben folyó válságellenes intézkedések, szabályok eredményes átvételével tehet a legtöbbet a piaci szereplők bizalmának visszaszerzéséért.*

*Az Európai Unió döntéshez szervei a felügyelet és a szabályozás területén már több javaslattal álltak elő. A legkonkrétabb az azonnali korrekciós intézkedések bevezetése,<sup>42</sup> amely elvileg alkalmas arra, hogy a válság bekövetkezése előtt jelezze a különleges jogokkal bíró hatóságoknak a problémákat, hogy rövid idő alatt a legkevesebb költséges megoldásokat megtehessek. Ezt az Egyesült államokbeli módszert több ország is átvette (Kanada, Japán), de Európában csak Svájcban és Norvégiában működik, bár ezek is csak körvonalaiiban hasonlítanak egymásra. A rendszer általánosan alkalmazott jellemzője a normativitás, amely előre definiált feltételek bekövetkezésakor előírja a kötelezően végrehajtandó intézkedéseket. Ilyenek lehetnek például a tulajdonosi jogokat érintő beavatkozások (a menedzsment lecserélése tulajdonosi ellenállás esetén is) vagy a gyorsított felszámolás, bankértékesítés vagy a kényszerállamosítás intézménye. A fejlett PCA-módszer eszköztárában megtalálható a hidbank intézménye is, amelybe az állam a válságban lévő pénzügyintézetet elhelyezi, ahol 1–3 év alatt végrehajtják a szükséges reorganizációs lépéseket. A végcélja az eljárásnak, hogy a bankot a piacra önálló egységként visszazavessék, esetleg eladják, de ha ez nem sikerül, felszámolják, vagy ténylegesen is államosítsák. A PCA-módszer alkalmazásának nehézsége, hogy nem érzékeny a bizalmi és az ebből eredő likviditási problémák kezelésére. Egy továbbfejlesztett, működésében jobban behatárolt PCA-módszer azonban a jövő felügyeleti rendszereinek meghatározó eleme lehet.*

*A felügyelet munkáját elsősorban a válság-megelőző tevékenység adja. A válságkezelésre csak ritkán, egyedi esetekben kerül sor, az is általában kimerül egy felügyeleti biztos kirendelésével, illetve a már kiadott engedély felülvizsgálatával. Egy multinacionális pénzügyi csoport felszámolásakor azonban akár nemzeti ellentétek is keletkezhetnek, hiszen a saját bankfelügyelet (home banking) elve alapján a külföldi – anyabank szerinti – felügyelet és a hazai hatóság-*

gok egymást kezdik okolni. A hitelintézetek felszámolására, illetve reorganizációjára ugyan létezik EU-direktíva, de ezt elsősorban azt szabályozza, hogy a betéteseket milyen módon kell értesíteni ebben a helyzetben. Magyarországon ezen felül létezik egy eszközfenntartási mutató előírása is, amelynek célja, hogy az EU-n kívüli országból érkező hitelintézeti fiók hazánkban tartott eszközeinek értéke mindig meg kell, hogy haladja a gyűjtött források értékét.

Az Európai Bizottság 2008. október 1-jén megjelentette a hitelintézetek és befektetési vállalkozások tőkeszabályozását (CRD<sup>43</sup>) módosító tervezetét, amelyet döntéshozatalra terjesztettek az Európai Tanács és az Európai Parlament elé. A Bizottság tervei szerint a módosító javaslatokat a Tanács és a Parlament elfogadja, amelyet 2010. január 31-ig kell a tagállamoknak átültetni és 2010. március 31-től kell a hitelintézeteknek és befektetési vállalkozásoknak alkalmazni. A Bizottság módosító javaslatai különösen fókuszálják a felügyeleti tevékenység együttműködési kereteinek módosítását, így a home felügyeleti jogkörök erősítését a többletőke-követelmény előírása és az adatszolgáltatás területén, továbbá a hibrid instrumentumok alapvető tőkeelemként történő elismerését, illetve az értékpapírosítási pozíciók tőke- és kockázatkezelési szabályainak megerősítését.

A válság ellen történő fellépés európai szabályozási munkájának is talán az egyik legfonto-

sabb területe a hitelminősítők működésének szabályozása. A hitelminősítő intézetek magántársaságok, amelyek működése nem kellően szabályozott, mindössze egy magatartási kódexben foglaltak szerint járnak el. A minősítő ügynökségek azonban fontos szerepet játszanak a piacok stabilitása szempontjából, ezért fontos, hogy működésük hatósági ellenőrzés alá kerüljön. 2008 októberében az EU pénzügyminiszterei kialakították a válságra vonatkozó közös álláspontjukat, amelyben többek között javaslatot tettek a hitelminősítő intézetek szerepének értékelésére és valamennyi, a válság kapcsán felmerült hiányosság kezelésére. A 2008. június 20-i és október 16-i ülésén az Európai Tanács kulcskérdésként kezelte a piaci bizalomnak és a pénzügyi ágazat megfelelő működésének helyreállítását, így a hitelminősítő intézetekre vonatkozó szabályok szigorítását. Az új szabályok kiemelt célja, hogy olyan hitelminősítők létrejöttét támogassák, amelyekben nem tükröződnek a minősítési üzletágra jellemző érdekellentétek. Ennek jegyében a hitelminősítő intézetek nem végezhetnek üzleti tanácsadási tevékenységet, tájékoztatást kell nyújtaniuk a minősítések elkészítésekor használt modellekről, módszerekről, alapfeltételezésekről, évente átláthatósági jelentést kell közzétenniük, illetve egy belső felülvizsgálati részleget kell létrehozniuk az elkészített minősítések ellenőrzésére.

## JEGYZETEK

<sup>1</sup> Az 1990-es évek közepéig a kis- és közepes vállalkozások, mezőgazdasági termelők támogatására a jegybank refinanszírozási hitelkereteket nyitott. A legismertebbek: E-hitel, Start-hitel, váltórediszkontálási keret, mezőgazdasági váltórediszkontálás, zöldhitel a tavaszi mezőgazdasági munkákra, tartós forgóalapfeltöltő hitelek. A termelőszektort támogató jegybanki refinanszírozási politika a jegybanki függetlenedési törekvések erősödésével, vagyis a monetáris integráció technikai feltételeinek előtérbe kerülésével megszűnt. A jegybanki pozíciók leválasztása a fiskális politikáról célszerű döntés, ám a szerző véleménye

szintre ennek bekövetkezése – magyar gazdaság és hazai tulajdonosi kör akkori tőkeszegény állapotát ismerve – korai volt. A témáról bővebben: Lentner Cs. (2003)

<sup>2</sup> A fiskális politika „cikkcakkosságáról” és társadalmi következményeiről bővebben: Lentner Cs. (2002, 2005)

<sup>3</sup> A versenyképesség tudományos rendszertanáról: Török Á. (2008a), A nemzetgazdaság versenyképességének (parciális) gazdasági, egészségügyi, felsőokta-

- tási és társadalmi hatótereiről, modelljeiről bővebben: Lentner Cs. (2007 a, b, c)
- <sup>4</sup> Részletesebben ír a versenyképesség összefüggéseiről Kovács Árpád (2005, 2007). Álláspontja szerint a növekedés és a fejlődés egyaránt feltételezi, magában foglalja, hogy egy ország vagy akár egy társadalmi modell versenyképes legyen. A versenyképesség „lemérése” is sajátos, társadalmi vetületű: „A versenyképességet is elsősorban egy nemzet teljesítményében, fejlődésében értelmezhetjük”.
- <sup>5</sup> A magyar piacgazdaság teljesítmény- és versenyképesség romlásáról részletesen olvashatunk Matolcsy György (2008), az Orbán-kormány gazdasági minisztere az Éllovasból sereghajtó című könyvében.
- <sup>6</sup> A transzformációs válság definiálása Kornai János (1993) nevéhez kötődik. A tervgazdaság és a piacgazdaság köztes állapotában (amikor a régi struktúra már nem, az új pedig még nem működött – Lentner Cs. „szabad közelítésében”) a GDP 30 százalékos csökkenésen ment keresztül, amely a gazdaság és társadalom addigi szerkezetét, berendezkedését teljes mértékben átrendezte.
- <sup>7</sup> A japán export importtartalma mintegy 10 százalék, de a finn mutató sem éri el a 35 százalékot. Bővebben: Versenyképességi évkönyv, 2008
- <sup>8</sup> Botos K. (2007), a tanulmányban részletes elemzés olvasható a világgazdasági centrumok fizetésimérleg- és valutáris nehézségeiről.
- <sup>9</sup> A táblázat adatai: The Economist brit gazdasági folyóirat lapszámai, December 20<sup>th</sup>, 2003, December 18<sup>th</sup> 2004, December 24<sup>th</sup> of 2005, December 16<sup>th</sup> 2006, December 22<sup>nd</sup> 2007, December 20<sup>th</sup> 2008, July 25<sup>th</sup> 2009, February 25<sup>th</sup> 2010. Ebből következik, hogy az USA kereskedelmi mérlegének naptári év végi egyenlegeit szerepeltetem a táblázatban, vagyis a decemberi hónapot megelőző 12 hónapét (latest 12 months). Az USA-ban nem azonos a költségvetési és a naptári év.
- <sup>10</sup> The Economist December 20<sup>th</sup>, 2008
- <sup>11</sup> The Economist, July 25<sup>th</sup> 2009, Febr 25<sup>th</sup> 2010
- <sup>12</sup> Losonczi M. (2008) a válság mögött három, egymással összefüggő tényező egyikeként az ingatlanárak esését és az ezzel párosuló lakásépítés-csökkenést jelöli meg.
- <sup>13</sup> Másodrendű (értsd sok esetben nem hitelképes) adósok tömege megjelenése a hitelpiacon és kölcsönrelátása, jobbára fogyasztási jellegű, tehát nem produktív hitelezési célokra, általában „pénzkölcsönző”, úgynevezett nem tradicionális bankok által [például Magyarországon: Provident Magyarország Rt. (a brit Provident leányvállata), KP Hitel]. A hitelfolyósításnál a jövedelemigazolás, illetve a bejelentett munkahely hiánya nem volt akadály.
- <sup>14</sup> Adatok forrása: KSH jelenti 2009/4. KSH Ecostat, Budapest. A magyar ipari termelés drámai és gyorsuló jellegű visszaesését igazolják a The Economist adatai is: 2008 októberében a visszaesés 7,2 százalék volt, 2009 májusában pedig 22,1 százalék. A hazai gépjárműipar zászlóshajója, egyúttal az egyik legnagyobb magyar termelővállalat, a győri Audi Hungaria Motor Kft. 2009. július 31-én közzétette az idei első félévre vonatkozó gyártási adatait. Az adatsorokból kiderül, hogy 2009. június végéig 661 847 motor készült Győrben. Ez a tavalyi hasonló időszak 1 023 228 darabos teljesítményéhez képest csaknem 35 százalékos visszaesés. (www.origo.hu/üzletinegyed)
- <sup>15</sup> Az exportértékesítés 20,5 százalékkal, a belföldi értékesítés 12,6 százalékkal csökkent az egy évvel korábbihoz képest. A járműgyártásban 33 százalékos volt a csökkenés. KSH 2009/11.
- <sup>16</sup> Lentner Cs. (2007/a) A dolgozatban kerül számszerűsítésre a 4 évre tervezett 2500 milliárd forintos – a GDP-arányos hiánycsökkentésből kiindulva – megvonások, illetve többlet-terhelések együttes értéke.
- <sup>17</sup> Az életminőség nem minden területén látszódik a látens szükségletek dinamikus integrálása az effektív szükségletek körébe, ugyanakkor az önrész nélküli autó-, mobiltelefon-, ingatlanvásárlások, külföldi nyaralások egy új életérzés szimbólumai lettek. Az életvezetéshez nem feltétlenül szükséges javak „mindennapi valósággá” válásához egy „laza” hitelezési gyakorlat segített az elmúlt évtizedben. A csecsemőkori halandóság, a szenvedélybeteg gyarapodási adatai (és számos más életkörülményekre utaló statisztika) azonban nem tükrözi, hogy fejlettebb életminőség viszonyok között élnének az emberek.
- <sup>18</sup> Elemzők: Backé – Égert – Walko (2007) kimutatják, hogy a növekedés a kis nyitott országokban már középtávon sem függetlenedhet a külső fizetési mérleg állapotától. A balti és román egyensúlytalanság elemzői [Darvas – Szapáry (2008a, 2008b)] korábban a tervgazdasági rendszer sajátosságaival (állami beruházások, hadiipar), majd piacgazdasági viszonyok között a személyes fogyasztás vezérelte

boom-mal magyarázzák a deficit kialakulását. Hozzá kell tenni azonban, hogy Magyarország unikum e téren is (generális, átfogó problémákkal küzd), mert a termelés külső fundamentum vezéreltsége kizárólagosságot jelent a nemzetgazdaság vitelében, instabil az árfolyamrendszere (ellentétben a bolgár, román és egyes balti országokéval), instabilak az állami pénzügyei, sőt „a gazdaságpolitikai önzonosság meghatározás” (Veress J., 2007) is várat magára, míg például Bulgária jelentős mértékben leépítette az államadósságát, kötött, euróhoz rögzített árfolyamrendszert alkalmaznak, a nemzeti valutának így nincs kilengése. Vö. a forint ingadozását: 317 forint (2009 márciusa) és 266,61 forint (2010. március 4.).

- <sup>19</sup> Csaba L. (2009 a, b). A szerző leírja, hogy Magyarország a rendszerváltozáskor szerzett előnyeit elvesztette, így erősen kéri a hasonló helyzetű és az EU-ba vele együtt belépő országok sorából.
- <sup>20</sup> Bulgáriában 2006-ban a deficit értéke a GDP 17,8 százaléka, 2007-ben 21,5 százalék, 2008-ra várhatóan 14,5, 2009-re 11 százalék. Romániában ugyanezekre az évekre: 10,4, 13,9, 14,2 és 2009-re 13,5 százalék a várható deficitérték. [Csaba László (2009 a) adatai]
- <sup>21</sup> A hiteldinamika elemzésének adat forrása: a PSZÁF 2009 májusában kibocsátott „Felügyelt szektorok működése és kockázatai” című jelentése
- <sup>22</sup> Williamson, John (2003) a Washingtoni Konszenzus bírálójaként megállapítja az egyoldalú növekedésközpontúságot és a másodlagos reformok elmaradását.
- <sup>23</sup> Lányi Kamilla (1997) bemutatja az észak-amerikai és nyugat-európai gazdasági folyamatok összefüggéseit.
- <sup>24</sup> Lányi Kamilla (2000) a globalizációs folyamatok korlátlan térnyerésének időszakában már utal bizonyos válságfolyamatok eshetőségére.
- <sup>25</sup> Bővebben a magyar stabilitási egyezményről: Lentner Cs. (2006) és értékeléséről: Boros A. – Lentner Cs. (2008)
- <sup>26</sup> A gyors kölcsönzők másodlagos hitelpiaci aktivitása 2009-ben is változatlan intenzitású volt, bár a hirdetésekben már kitétel, hogy nem a legolcsóbb, ám továbbra is a leggyorsabban elérhető hitel tudják biztosítani.
- <sup>27</sup> A fiskális pálya kiigazítása, a 2006-ig beragadt hiány felszámolása 2008 év végére jelentős eredményeket mutatott, hiszen a GDP-arányos deficit alig 3 százalék volt. Ez jobbára a közigazgatásban és szociális területen bevezetett ésszerűsítéseknek, megvonásoknak volt köszönhető, aminek következtében a lakosság elkölthető jövedelme lecsökkent, ráadásul a lakosság, illetve a vállalkozások fizetőképessége, hitelképessége a reálszektor kül- és belpiaci lehetőségeinek általános gyengülése következtében kritikus vetületű lett. A háztartások jövedelemhelyzetének romlása a kint lévő hitelek visszafizetését, végső soron a bankszektor prudens működését veszélyezteti, amelyre az ÁSZ és a PSZÁF is rendre utalt a jelentéseiben az elmúlt években. Elégséges primer és szekunder jövedelem biztosításának hiányában a kormánynak „kedvezett” a lakossági hitelállomány növekedése, hiszen az életszínvonal romlása így nem volt rövid távon annyira szembeötlő.
- <sup>28</sup> Structured Investment Vehicle (SIV), azaz különleges célú gazdasági társaság, amely kifejezetten az eszközfedezetű banki hitelek átalakítására és transferálására jött létre. A tranzakció során az értékpapírosított hiteleket rövid lejáratú értékpapír-fedezetű kereskedelmi papírokkal (ABCP) finanszírozzák. Bevált gyakorlat lett, hogy a likviditási problémák elkerülésére az eszközeit a SIV-nek eladó bank hitelkeretet nyújt a társaságnak.
- <sup>29</sup> 2007 őszén hosszú sorok álltak a Northern Rock bank előtt, hogy a betétesek megtakarításukat kimentsék a válságba került bankból. Kelet-közép-európaiként meghökkenítő élmény volt aggódó embereket látni egy fejlett piacgazdaság országos hálózata bankja előtt 2007-ben, vagyis 12 évvel a magyar Postabank hasonló történései után. A brit kormány, illetve felügyelet munkáját azóta is éles kritika illeti, sőt állandó parlamenti téma a hitelezési folyamatok ellenőrzésének elhanyagoltsága. A brit kormány modellértékűen oldotta meg a Northern Rock válságkezelését, időlegesen – és viszonylag gyorsan – állami tulajdonba vette és új vezetést nevezett ki, amely a további piaci bizalomvesztést mérsékelte.
- <sup>30</sup> Bloomberg adatai szerint az összes veszteségjelentésben a bankok és a biztosítók közötti arány: 80–20 százalék. A veszteségjelentések 70 százaléka az Egyesült Államokban történt, 25 százaléka Európában és alig 5 százaléka Ázsiában.
- <sup>31</sup> Erdős M. – Mérő K. (2008): A subprime válság és a pénzügyi szervezetek felügyelése, Hitelintézeti Szemle, VII. évfolyam, 5. szám, pp. 491–519
- <sup>32</sup> A felügyelet szektorok működése és kockázatai című PSZÁF-kiadvány, 2008

- <sup>33</sup> A VaR számításához szükséges elméleti alapokat Harry Markowitz (1952, 1987) rakta le. A VaR mértekgységként a hozam egy periódusos szórását használta, erre építette a portfólió kiválasztásra vonatkozó ajánlását. A várható hozam vagy a portfólió várható értéke mellett a szórás figyelembevétele az 1980-as években bukkant fel ismét, amikor az amerikai értékpapír- és tőzsdefelügyelet (SEC) a VaR egyik változatát írta elő a brókercégek tőke megfelelésének megállapítására. A VaR használata, széles körű elterjedése az 1990-es évek elején – a pénzügyi csődök idején – vette kezdetét. 1994-ben a JP Morgan befektetési bankház elindította RiskMetrics elnevezésű szolgáltatását, ami alapját képezhette bármilyen VaR-modelleknek. 1995-ben a Bázeli Bizottság elfogadta a bankok tőke megfelelésére vonatkozó előírást, ami szintén egy közelítő VaR-számítást igényelt. A VaR-rendszerek tesztelése során viszont bebizonyosodott, hogy pont akkor képes kudarcot mondani, amikor a legnagyobb szükség lenne a belőle kinyerhető információra, például pénzügyi krízisek esetén. Az 1998-as orosz államcsőd idején az akkoriban legnagyobb számú hedge fund, a Long Term Capital Management szofisztikált VaR-rendszere ellenére egy hét leforgása alatt fizetéképtelenné vált. Az LTCM csődje arra is rámutatott, hogy a korrelációk rendkívül hátrányos változását a korábban elfogadható likviditásúnak gondolt eszközök másodpiacán teljes kiszáradása kísérheti. A VaR-megközelítés mindazonáltal hasznosnak bizonyult, mert segít közös platformra helyezni a pénzügyi intézet által felvállalt kockázatokat.
- <sup>34</sup> 2009 júniusában fogadta el a kormány a pénzügyi szektorban érvényesülő fogyasztóvédelem hatékonyságának növeléséről szóló 153/2009. (VII. 23.) számú rendeletét, amely szélesebb jogszabványokkal ruházta fel a PSZÁF-et.
- <sup>35</sup> Timothy Geithner pénzügyminiszter és Ben Bernanke FED-elnök között egyetértés van az új szövetségi hatóság létrehozásáról (Consumer Financial Protection Agency, CFPA), de éles a vita a hovatartozását illetően. A kérdés: új, önálló hatóságként működjön, vagy a FED egyik részlegévé váljon. A CFPA koncepciója illeszkedik B. Obama elnök pénzügyi felügyeletet célzó szélesebb körű átalakítási elképzelésébe is. B. Bernanke a FED-et látná alkalmasabbnak az új felügyelet irányítására, tekintve, hogy a pénzügyi kockázatok nyomán követése és a fogyasztóvédelem szorosan összefügg egymással, így a két feladat együttes ellátása további előnyökkel is járhat. A republikánusok és a demokraták viszont egyaránt vonakodtak a FED további jogkörökkel való felruházásától. Álláspontjuk szerint ugyanis a szövetségi tartalékrendszer a bankok és a kockázatos jelzáloghitelek felügyeleténél már kudarcot vallott.
- <sup>36</sup> Az auditálás aktuális feladataival kiemelten foglalkoznak Lukács János (2009), Fekete Imréné (2009), Boros Judit – Rakó Ágnes (2009), Ladó Judit (2009) tanulmányai a Számvitel – Adó – Könyvvizsgálat kamarai szakmai lap hasábjain.
- <sup>37</sup> Veress József (2007) behatóan foglalkozik a magyar gazdaságpolitika globális és európai térszerkesztésével, a közgazdasági elméletek annulálódásával és a márkás önazonosság-meghatározás hiányával. Mindezek tükrében Veress úgy látja, hogy az Európai Unió már a válság előtt sem tudta, hogy milyen stratégiájú Magyarországgal szembesüljön.
- <sup>38</sup> Az adatok forrása: KSH Jelenti, 2008/9–10. szám, Budapest
- <sup>39</sup> J. M. Keynes (1965) tankönyve a különböző politikai színezetű gazdaságpolitikák egyik alaptézis-gyűjteménye. A tervgazdasági rendszer általános gyengülésének idején, 1985-ben, Kaposváron az akkori állampárt egy elméleti tanácskozást szervezett. Az alapideológia Robert Heilbroner amerikai közgazdásznak a kapitalista termelési mód általános válságáról, a hanyatlásnak indult üzleti civilizációról vallott tanait vette át. A kapitalizmus válságának kontrasztjaként az állami szabályozás mentén alakított tervgazdasági rendszert favorizálták. Egykori professzoraim, Kozma Ferenc, Kiss Arthur előadásai a szocialista tervgazdaság megújítási lehetőségeire vonatkoztak, vagyis az állami beavatkozás totalitáriánus jellegének mérséklésére és a piaci elemek szabadabb érvényesülésére. Bővebben a témáról: Horváth J. (1985), R. Heilbroner (1994). Gáspár T. – Varsádi Zs. (2009)
- <sup>40</sup> Dominique Strauss-Kahn IMF-vezérigazgatónak az MNB és a PM vezetői által 2008. november 4-én írt levél szerint a kormány szigorú restriktív politikát alkalmaz, amelyben az elsődleges cél az ország finanszírozhatósága, a hiány mérséklése.
- <sup>41</sup> A magyar gazdaság sajátos piacgazdasági átmenetét mutatja be Báger Gusztáv és Pulay Gyula (2010), amelynek találó és helyénvaló megállapítása, hogy az integrálódás bekövetkezett, de a hazai felzárkózás lényegében elmaradt.
- <sup>42</sup> A Prompt Corrective Actions (PCA) – a felügyelet korai beavatkozási lehetőségének rendszerét az 1990-es évek elején vezették be az USA-ban, amikor rengeteg bank ment tönkre. A rendszer amerikai bevezeté-

se úgy tűnt, elérte a kívánt hatást, miután a bankcsődök száma a tizedére esett, bár az eredmény nem csak a PCA hatása, hiszen az amerikai konjunktúra és az M&A-aktivitás ebben az időszakban fellendülőben volt, ami fokozta a pénzügyi rendszer stabilitását.

<sup>43</sup> Capital Requirements Directives – CRD (tőkekövetelmény-irányelvek): A Bazel II. szabályozást az Európai Unió jogrendszerébe átültető 2006/48/EK-irányelv és a 2006/49/EK-irányelv együttes elnevezése.

## IRODALOM

- BACKÉ, P. – ÉGERT, B. – WALKO, Z. (2007): Credit Growth in Central and Eastern Europe Reconsidered, *Wien, Oesterreichische Nationalbank*
- BÁGER G. – PULAY GY. (2010): Világpiaci integrálódás hazai felzárkózás nélkül, *In: Polgári Szemle, 2010. 1. szám 6–21. oldal*
- BOROS A. – LENTNER CS. (2008): Kihívások a pénzügyi stabilizáció szabályozásának területén, *Jogelméleti Szemle, december*
- BOROS J. – RAKÓ Á. (2009): A pénzügyi válság hatása az év végi beszámolók összeállítására és a könyvvizsgálatokra, *Számvitel–Adó–Könyvvizsgálat, 1. szám, 14–18. oldal*
- BOTOS K. (2007): Pénzügyek és a nemzetközi versenyképesség, *In: Pénzügypolitikai stratégiák a XXI. század elején, (szerkesztette Lentner, Cs.) Akadémiai Kiadó*
- CSABA L. (2009a): A növekedés, az euró és az euróhiány, *In: A jelen a jövő múltja, Akadémiai Kiadó, Szerkesztette: Murakózy László, 333–359. oldal*
- CSABA, L. (2009b): Crisis in Economics? Studies in European Political Economy, *Akadémiai Kiadó, 2009*
- DARVAS ZS. – SZAPÁRY GY. (2008a): Az euróövezet bővítése és euróbevezetési stratégiák, *Közgazdasági Szemle, 10. szám, 833–873. oldal*
- DARVAS, ZS. – SZAPÁRY, GY. (2008b): Euro Enlargement and Euro Adoption Strategies, *European Economy. Economics Papers, 304. Brussel, EU Comission*
- ERDŐS K. – MÉRŐ K. (2008): A subprime válság és a pénzügyi szervezetek felügyelése, *Hitelintézeti Szemle, VII. évfolyam, 5. szám, 491–519 oldal*
- FEKETE I.-NÉ (2009): A globális válság szakmai kihívásai, *Számvitel–Adó–Könyvvizsgálat, 1. szám, 14–19. oldal*
- GÁSPÁR T. – VARSÁDI ZS. (2009): Kozma Ferenc közgazdász munkássága, *Bibliográfia, Sorozatszerkesztő: Blabó A., Budapesti Corvinus Egyetem*
- HEILBRONER, R. (1994): Twenty-first Century Capitalism, *New York, ww Norton, USA*
- HORVÁTH J. (1985): A 80-as évek kapitalizmusa, országos elméleti tanácskozás, *Kaposvár, 1985. február 6–7, Kossuth Kiadó*
- KEYNES, M. J. (1965): A foglalkoztatás, a kamat, és a pénz általános elmélete, *KJK, Budapest*
- KORNAI J. (1993): Transzformációs visszaesés, Egy általános jelenség vizsgálata a magyar fejlődés példáján, *Közgazdasági Szemle, 8. szám, 569–599. oldal*
- KOVÁCS Á. (2005): Versenyképesség és államháztartás *Pénzügyi Szemle, 25–47. oldal*
- KOVÁCS Á. (2007): Töredékek a versenyképességről, a fenntartható fejlődésről és a fenntartható jogállamról, *In: Pénzügypolitikai stratégiák a XXI. század elején, Akadémiai Kiadó, 225–243. oldal*
- LADÓ J. (2009): A vállalkozás folytatásának elve a pénzügyi válságban, *Számvitel–Adó–könyvvizsgálat, 3. szám, 104–107. oldal*
- LÁNYI K. (1997): A globális konvergencia változatai: Washington és Maastricht I. *Külgazdaság, november*
- LÁNYI K. (2000): Válság táplálta globalizáció, *Külgazdaság, április*
- LENTNER CS. (2002): A hazai vállalkozásokat erősítő gazdasági programok társadalmi hatásai az egyszintű hiteltől a Széchenyi Nemzeti Fejlesztési Tervig, *Válóság, 8. szám*
- LENTNER CS. (2003): Habilitációs tézisek, *NYME KTK*

- LENTNER Cs. (2005): Rendszerváltás és pénzügypolitika, *Akadémiai Kiadó*
- LENTNER Cs. (2006) szerk.: Pénzpiacok szabályozása Magyarországon, *Akadémiai Kiadó*
- LENTNER Cs. (2007a): A demokrácia pénzügyi csapdája, *Polgári Szemle, február*
- LENTNER, Cs. (2007b): The Competitiveness of Hungarian University-Based Knowledge Centres in European Economic and Higher Education Area, *In: Transformations in Business and Economics Volume, 6, No. 2 (12), 87–100. oldal*
- LENTNER, Cs. (2007c): The Health Care System as a New Factor os Competitive and the Convergence program, *Hungarian Medical Journal, International Edition*
- LOSONCZ M. (2008): Az amerikai hitelválság és világgazdasági következményei, *Pénzügyi Szemle, 2. szám*
- LUKÁCS J. (2009): Kiemelt könyvvizsgálati feladatok gazdasági krízis idején, *Számvitel–Adó–Könyvvizsgálat, 3. szám, 100–104. oldal*
- MARKOWITZ, H. (1952): Portfolio Selection, *In. The Journal of Finance, Volume 7. No. 1. March, 1952. 77–91. oldal*
- MARKOWITZ, H. – TODD, P. – SHARPE, W. (1987): Mean-Variance Analysis in Portfolio and Capital Markets, *Oxford, UK*
- MATOLCSY Gy. (2008): Éllovasból sereghajtó. Elvezett évek krónikája, *Éghajlat Kiadó*
- TÖRÖK Á. (2008a): Tudomány vagy versenyképesség? Tudomány és versenyképesség! *Pénzügyi Szemle, 4. sz. 549–571. oldal*
- VERESS J. (2007): Szubjektív látélet a gazdaságpolitika és a globalizáció viszonyáról, *In: Pénzügypolitikai stratégiák a XXI. század elején, Akadémiai Kiadó (szerkesztette: Lentner Cs.) 55–65. oldal*
- WILLIAMSON, J. (2003): Overview. Agenda for Restartin Growth and Reform, *USA*
- Versenyképességi Évkönyv, 2008. *GKI Budapest*