

LENTNER CSABA*
KOLOZSI PÁL**
TÓTH GERGELY***
A magyar válságkezelés sajátosságai
és ellentmondásai

**ECONOMIC CRISIS MANAGEMENT IN HUNGARY:
SPECIALITIES AND INCONSISTENCIES**

The influences of the crisis can be moderated only by international crisis management's methods and standards, a circumspect way could lead to success even in Hungary even if because of the weak fundamentals of the Hungarian economy we are not able to use this implements on an efficient way and its application is exceedingly controversial. The fiscal expansion has converted into an impossible situation on one hand by reason of the looseness of the Hungarian fiscal policy before the subprime crisis and on the other hand by the distrust of the international investors. The correction based on the exchange rate devaluation is limited by the very high level of the foreign currency loans of the Hungarian households. In consequence, the Hungarian crisis management policy was not really able to moderate the effects of the recession but could contribute rather to the consolidation of the internal and external equilibrium of the country. The fiscal consolidation led to political sacrifices on behalf of the government, the amelioration of the external balance was paradoxally the consequence of the fact that the Hungarian recession was bigger than the shrinking of the export markets. The internal reserves in the Hungarian budget concerning the crisis management are extremely reduced, while the modest success of the classical treatments of the monetary policy has overvalued the importance of money market supervision and the accountancy standards from the EU which have to be implemented in the Hungarian practice as soon as possible and exhaustively.

*„Onnan jövünk, ahová ti mentek.”
Bajnai Gordon magyar miniszterelnök George Papandreu görög kormányfőnek
2010 márciusa*

Bár vannak már jelek arra, hogy az utóbbi bő hét évtized legsúlyosabb gazdasági és pénzügyi válsága a végéhez közeledik, de nem kétséges, hogy a mostani visszaesés nyomot hagy majd a nyugati piacgazdasági berendezkedéseken – a legtartósabb hatásnak az ígérkezik, amely a krízisre adott különböző gazdaságpolitikai válaszokból adódik. Egyértelműen állítható, hogy Magyarország – ha nem is teljesen a saját akaratából – egy sajátos, több szempontból is speciális válságkezelési útra lépett: nem volt lehetőség a tengerentúlon és az Európai Unió (EU) fejlettebb államaiban oalkalmazott anticiklikus lazításra, így a magyar út a recessziót felerősítő gazdaság-

* Wekerle Sándor Üzleti Főiskola (Budapest), tudományos rektorhelyettes, Kaposvári Egyetem GTK, egyetemi magántanár, dr. habil.

** Wekerle Sándor Üzleti Főiskola (Budapest), főiskolai docens, Institut d'Études Politiques de Paris (Franciaország), tudományos kutató.

*** Wekerle Sándor Üzleti Főiskola (Budapest), főiskolai docens, dr. PhD.

politikai szigor lett. A válság kirobbanása után másfél évvel már látszik, hogy bár nagy árat kellett fizetni a korábbi túlköltekezésért, de a makrogazdasági stabilitás első jelei már jelentkeznek.

A jelzálogválság egyik fő következtése, hogy a pénzügyi piacokat nem szabad magukra hagyni, a piaci fundamentalizmus – vagyis az az axióma, miszerint a piacok minden esetben képesek az önszabályozásra – ugyanis látványosan megbukott. A piaci mechanizmusokban hívó közgazdászok számára is egyértelmű, hogy az utóbbi évtizedek ugyan jelentős fejlődést hoztak a gazdasági életben, de a pénzügyi piacok komoly destabilizáló tényezővé váltak az 1970-es években elkezdődött piaci liberalizáció és dereguláció folyamányaként. Az mindenképp elgondolkodtató, hogy a második világháborút követő évtizedekben alig lehetett pénzügyi válsággal találkozni világszerte, az utóbbi 20-30 évben azonban több százra tehető a pénzügyi krízisek száma¹.

Szakmai és politikai körökben vita folyik arról, hogy a mostani válság kinek a számlájára írható, és jellemzően három felelősségi csoport jelenik meg az érvelésekben:

- a pénzügyi piacok kínálati oldalát képviselő bankok és pénzügyi intézmények,
- a pénzügyi piacok keresleti oldalát képviselő hitelfelvevő vállalatok és különösen a háztartások,
- a pénzügyi piacok intézményi hátterét definiáló, illetve a szabályokat alkotó kormányzat.

A felelősség minden bizonnyal közös, de a három fenti csoport közül mindenképp ki kell emelni a banki szektort, mégpedig azért, mert egy piacgazdaságban elsősorban a bankok és a pénzügyi intézmények felelőssége a pénzügyi stabilitás fenntartása. Közgazdasági szempontból a bankszektor feladata a tranzakciós költségek csökkentésén és a tőke allokálásán túl épp az, hogy kezelje a gazdasági kockázatokat, azaz kockázatkezeléssel (*risk management*) biztosítsa a gazdasági stabilitást. A mostani krízis egyik látható jele épp az, hogy a bankok hatalmas veszteségeket szenvednek el, amit ugyan lehet a reálgazdasági válság begyűrűzésének tekinteni, de végső soron arról van szó, hogy a pénzügyi vállalkozások nem megfelelő módon helyezték ki a rájuk bízott pénzt, azaz nem megfelelően látták kockázatkezelési feladataikat, és nem megfelelően mérték fel a visszafizetési kockázatokat. A hitelfelvevők felelőssége saját szempontjukból abban állhat, hogy nem mérték fel, miképp tudják visszafizetni majd a felvett kölcsönt, de makrogazdasági szempontból a hitelfelvevőknek nem feladata a kockázatkezelés – a rossz hitelek tömege nem abból adódik, hogy sok olyan vállalat és háztartás kért hitelt, akinek nem kellett volna, hanem abból, hogy a bankok nem mondták nemet ezekre a kérelmekre, és olyanokat hiteleztek, akiket nem kellett volna.

Mostani tanulmányunk szempontjából a kormányzati szereplőknek van kiemelkedő szerepe, hisz a közgazdaságtan alaptétele szerint a gazdasági aktorok viselkedését elsősorban az őket körülvevő ösztönző-rendszer határozza meg, azaz ha azt állítjuk, hogy a bankok nem megfelelően végezték a dolgukat, akkor azt is állítjuk, hogy nem megfelelő szabályozási környezet vette őket körül. A nem megfelelő intézményi (szabályozási) környezet mind a bankárok egyéni viselkedésére, mind pedig a pénzügyi intézmények szervezeti viselkedésére vonatkozhat, és vonatkozott is. Az egyéni ösztönzőkkel ez a tanulmány nem foglalkozik (ezzel kapcsolatban l. a bankárok fizetésével kapcsolatos nemzetközi vitát), a továbbiakban a szervezeti viselkedés szabályozóit vizsgáljuk, illetve mutatjuk be.

¹ Erre Joseph Stiglitz, a 2001-es közgazdasági Nobel-díj nyertese mutatott rá budapesti előadásában, amit 2009. október 21-én, a Közép-Európai Egyetemen (CEU) tartott.

A NEMZETKÖZI PÉNZPIACOK SZABÁLYOZÁSÁNAK SAJÁTOSSÁGAI

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 új tartalmat kapott. Az amerikai tőzsdefelügyelet (SEC) az 1970-es években egyfajta technikai ellenőrző szervvé tette a magántulajdonban lévő hitelminősítő cégeket. Az amerikai-angol hitelminősítő cégek – a Moody's, a Fitch Ratings, és a Standard and Poor's – kvázi közfeladatokat látnak el, sőt országokat, külföldi bankokat is minősítenek, így nemzetközi szerepre tettek szert. A három hitelminősítő cég mindegyike jelentős befolyásra tett szert az elmúlt években, ugyanakkor a jelenlegi válság is igazolja, hogy nem teljesítették a SEC elvárásait, vagyis nem figyelmeztették megfelelően a befektetőket, illetve az amerikai pénzügyi kormányzatot a veszélyekre.

A háttérben a hitelminősítő cégek sajátos finanszírozási gyakorlata húzódik meg. Érdekkonfliktus volt céljaik és finanszírozási modelljük között. A hitelminősítő cégek lényegében azoktól a cégektől, bankoktól, országoktól kapták a bevételeik meghatározó részét, amelyeket kvázi közfeladat ellátásuk körében osztályoztak, minősítettek is, ugyanis üzletvitelükben, árbevételeik alakulásában az üzleti tanácsadási tevékenység súlyponti feladat, így meghatározó bevételi forrás. Az amerikai másodlagos jelzálogpiacon kialakult válság, amely a nemzetközi bankszektorra, és napjainkban már az iparvállalatokra is áttért, jelentősen megrendítette az amerikai tőzsdefelügyelet tekintélyét és befolyását.

A piaci bizalom helyreállításában az egyik legfontosabb terület a hitelminősítők működésének újraszabályozása. A hitelminősítő intézetek magántársaságok, melyek működése eddig nem volt kellően szabályozva, mindössze egy magatartási kódexben foglaltak szerint jártak el. A minősítő ügynökségek azonban fontos szerepet játszanak a piacok stabilitása szempontjából, ezért fontos, hogy működésük hatósági ellenőrzés alá kerüljön. A 2008. június 20-i és október 16-i Európai Tanács kulcskérdésként kezelte a piaci bizalomnak és a pénzügyi ágazat megfelelő működésének helyreállítását, így a hitelminősítő intézetekre vonatkozó szabályok szigorítását. 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. Az új szabályok kiemelt célja, hogy olyan hitelminősítők létrejöttét támogassák, amelyekben nem tükröződnek a minősítési üzletágra jellemző érdeklentétek. Ennek jegyében a hitelminősítő intézetek nem végezhetnek üzleti tanácsadási tevékenységet, tájékoztatást kell nyújtaniuk a minősítések elkészítéskor használt modellekről, módszerekről, alapfeltételezésekről, évente átláthatósági jelentést kell közzétenniük, illetve egy belső felülvizsgálati részleget kell létrehozniuk az elkészített minősítések ellenőrzésére.

A világ számos pontján, pl. az Egyesült Államokban is, a felügyeleti szerepek újragondolása zajlik. Egy Pénzügyi Fogyasztóvédelmi Ügynökség (CFPA) létrehozásával a jelenleg több hatósághoz tartozó fogyasztóvédelmi feladatok ellátását egy új szervezethez rendelnék. A CFPA követné figyelemmel a jelzáloghitelekre és hitelkártya ügyletekre vonatkozó szerződéses betartását. Az amerikai álláspontok egységesek abban, hogy az ingatlanhiteleket értékesítő ügynökökre és a nagy pénzügyi társaságokra nem kellő mélységben terjedt ki a felügyeleti-eljárás, így a pénzintézetek erőfölénybe kerülhetnek a fogyasztókkal szemben. Abban viszont

még vita van, hogy a szövetségi tartalék-bankrendszer (FED) alkalmasabb-e a feladat ellátására vagy egy új felügyeleti hatóság kapja meg a jogosítványokat. Nagy-Britanniában 2001- óta létezik a pénzügyi ombudsman hivatala (Financial Ombudsman Service), de függetlenül működik a pénzügyi felügyelettől (Financial Services Authority). Az ombudsman minden pénzügyi termék tekintetében illetékes, szolgáltatása ingyenes, ám az brit bankrendszer válsága óta a bizalom megrendült az irányába.

A HITELTÚLCSORDULÁS TECHNIKAI KÖRÜLMÉNYEI

Az elmúlt 20 év nemzetközi banki gyakorlatában általánossá vált, hogy a bank az általa generált hitelek sokszorosát nyújtotta speciális befektetési társaságok bevonásával (SIV¹) 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. *Az amerikai ingatlanpiac kipukkadt buboréka világméretű válságot tudott gerjeszteni, a virtuális „papírgazdaság” megrendítette az amúgy stabilnak, sőt virágzóknak hitt reálgazdaságot* (Lukács, J. 2009a). Ez a gyakorlat 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 keletkeztek², 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 megemelkedtek³, 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 (vállalategyesülés és felvásárlás) összeomlásszerű csökkenése egyenes következménye volt a globális pénz- és tőkepiaci likviditási apálynak, amelyet a nem elsőrendű (subprime) amerikai jelzálogkölcsön-adósok törlesztési képességének romlása okozott. Ezeket a kötelezettségeket a befektetési bankok – nem-

¹ Structured Investment Vehicle (SIV), azaz különleges célú gazdasági társaság, amely kifejezetten az eszközfedezetű banki hitelek átalakítására és transzferálására 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.

² 2007 őszén hosszú sorok álltak a Northern Rock előtt, hogy az emberek megtakarításukat kimentsék a válságba került bankból. 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.

³ A Bloomberg adataiból végzett saját kigyűjtés alapján 2009 I. negyedévéig a világ pénzügyi szektorában közel 1200 milliárd dollár értékű veszteségleírás történt, hozzávetőleg 1000 milliárd dollár értékben került sor tőkerendezésre, jobbra tőkeemelés formájában. Az összes veszteségleírásban a bankok és a biztosítók közötti arány: 80-20 százalék. A veszteségleírások 70 százaléka az Egyesült Államokban történt, 25 százaléka Európában, és alig 5 százaléka Ázsiában.

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 rendelkeztek 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, melynek során a hitelnyújtás kockázatát részben, vagy teljes egészében a tőkepiaci befektetőkre transzferálódott [3]. 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 felügyeleteknek a jövőben indokolt kiemelt figyelmet fordítani a bankok által alkalmazott értékelési eljárásokra, módszerekre, különösen a VaR számítások¹ megfelelőségére és a likviditási kockázatok kezelésére. Kiemelt felügyeleti feladat a tőkeáttételes pénzügyi termékek és a velük foglalkozó pénzintézetek jelenleginél hatékonyabb szabályozása és ellenőrzésének megvalósítása.

¹ A VaR (Value at Risk) számításához szükséges elméleti alapokat Harry Markowitz (1952) rakta le. VaR mértékegységként a hozam egy periódusos szórását használta, erre építette a portfólió-kiválasztásra vonatkozó ajánlását. A várható hozam, vagy a portfólió várható értéke mellett a szórás figyelembe vétele az 1980-as években bukkant fel ismét, amikor az amerikai értékpapír és tőzsd felügyelet (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 modellnek. 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 számító 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 likviditásának gondolt eszközök másodpiacának teljes kiszáradása kísérheti. A VaR megközelítés mindazonáltal hasznosnak bizonyult, mert segít közös platformra helyezni a pénzintézet által felvállalt kockázatokat.

A MAGYAR PÉNZPIACOK FELÜGYELETÉNEK KIEMELT SZABÁLYAI

A magyar gyakorlatban a felügyeleti szabályozás törvényi alapokon nyugszik és több állami intézményre terjed ki. 2004-ben a Pénzügyminisztérium, a Nemzeti Bank és a Pénzügyi Szervek Állami Felügyelete aláírt egy stabilitási megállapodást is a feladat és felelősségi körök összhangjának előmozdítása érdekében¹. A megállapodás illetve a benne részt vevő intézmények felügyeleti tevékenysége (amelyeket külön-külön is törvényi szabályok rögzítenek) – a válság tükrében – ugyanúgy korrekcióra szorul, mint az amerikai felügyeleté, illetve hitelminősítőké. Magyarországon az elmúlt 5 évben évi 20 százalékkal emelkedett a bankszektor hitelkihelyezése. Különösen a háztartások részére folyósított kölcsönöknél szembeötlő az erős növekedés. 2006 és 2008 között a háztartások hitelállománya 5713 milliárd forintról 9144 milliárd forintra emelkedett, amely 60 százalékos dinamika. Ezen az időtávon belül a fogyasztási hitelek 66,6 százalékkal, míg az ingatlanfinanszírozó hitelek 54,3 százalékkal emelkedtek. A monetáris bázis ilyen mértékű bővülése alátámasztja a subprime jelenség magyarországi kialakulását, vagyis a nem hitelképes ügyfelek hitelhez juttatásának gyakorlati megvalósulását. A fellazuló hitelezési gyakorlatban a lakosság bőségesen kielégíthette az egyre emelkedő hiteligenyét, aminek tarthatatlanságára ugyan a PSZÁF éveken át rendre felhívta a döntéshozók figyelmét, ám beavatkozási, a hiteldinamikát visszafogó jogkör hiányában többet nem tehetett. A túlzott hitelezésben rejlő kockázatokat a magyar jegybanki, felügyeleti- és pénzügyminisztériumi hatóság – 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. 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 kölcsön folyósítási gyakorlathoz vezetett. A hitelállomány illetve a derivatív ügyletek túlsordultak, igen nagymértékben fedezetlenné váltak. 2008 nyarán a PSZÁF már nemcsak a pénzügyi szektor, hanem az ügyfelei figyelmét is felhívta a növekvő kockázati veszélyekre, így különösen a dráguló pénz- és kötvénypiaci forrásokra, az anyabankok helyzetének romlására, támogatásuk csökkenésére, és a romló eredménykilátásokra.

A magyar felügyeleti hatóság státusza rendezett, stabilitási előrejelzései megbízhatóak, az más kérdés, hogy mennyire élt a kormányzat a kapott információkkal. A Kormány 2009 júniusában előterjesztett új koncepciója szerint² a Pénzügyi Szervek 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

¹ Bővebben a magyar stabilitási egyezményről: [6] és értékeléséről: [1].

² 2009 júniusában fogadta el a kormány a pénzügyi szektorban érvényesülő fogyasztóvédelem hatékonyságának növeléséről szóló 153/2009. (VII. 23.) számú rendeletét, amely szélesebb jogosítványokkal ruházza fel a PSZÁF-et. Jogtechnikai érdekesség, hogy a jogkörbővítés alapja egy kormányrendelet és nem törvényi szintű szabályozás, holott a PSZÁF jogállását és feladatait a 2007. évi CXXX. törvény tartalmazza. A fogyasztóvédelemről szóló törvény adott felhatalmazást a kormánynak, hogy rendeletében határozza meg a feladat-és hatáskörökre vonatkozó szabályokat.

alapján általános problémákat vizsgáljon meg és mutasson be az illetékeseknek és a közvéleménynek. A helyzet megoldását azonban nem új jogintézmény bevezetése, hanem a már meglévők jogkörének valódi és hathatós tartalommal való megtöltése jelentené illetve a felügyelet javaslatainak eddiginél nagyobb mértékű figyelembevétele a döntéshozatal szintjén.

A BANKOK MEGSEGÍTÉSÉNEK PROBLÉMÁJA

A modern piacgazdaságokban a pénzügyi rendszer nagyon speciális helyet foglal el, ugyanis a gazdaság egésze kapcsolatban van a bankokkal és az egyéb pénzügyi intézményekkel valamilyen formában – a gazdasági aktorok vagy a pénzüket tartják a bankokban (betétek), vagy pedig jövedelmükön túli fogyasztásukat finanszírozzák általuk (hitelek). A bankok működését jellemző erős externális hatások speciális helyzetet jelentenek, ami speciális szabályozást jelent.

A speciális szabályozás egyik legfontosabb és legtöbbet kritizált eleme a bajba jutott bankok állami megsegítése. Az angolszász világban a „too big to fail” szókapcsolattal leírt jelenségnek az a lényege, hogy az államok a fent említett externális hatások miatt nem engedhetik meg, hogy akár egy-egy nagyobb bankjuk csődbe menjen, mert ezzel az egész bankrendszert meglapozó bizalmi tőke elvesztését kockáztatják, ami az egész gazdasági rendszer működését veszélybe sodorhatja. A nyugati világban ezért elterjedt gyakorlat a fizetési nehézségekkel küzdő pénzügyi intézmények megmentése, azaz állami pénzekkel való ellátása. A banki mentőcsomagok melletti érvek mellett figyelembe kell azonban azt is venni, hogy ez a fajta szabályozás komoly negatív ösztönző-rendszert jelent (*corporate irresponsibility*), a bankok ugyanis túlzott kockázatvállalásban teszi érdekeltté. A bankok számára a befektetések várható értéke a lényeges, amit nagyban befolyásol, hogy a potenciális vesztségeket egy bizonyos szint felett nem kell viselniük, azaz a bankmentések gyakorlata miatt a ténylegesnél kisebb lesz egy-egy investíció (hitelkihelyezés) várható értéke. A pénzügyi logika szerint ebből adódóan a bankok nagyobb kockázatot vállalnak majd, mint amit akkor vállalnának, ha minden költséget nekik kellene viselniük, ami az externális hatások miatt makroszinten is túlzott kockázatot jelent.

A jelzalogválság egyik fő tanúsága épp az, hogy a túlzott banki kockázatvállalás súlyos reálgazdasági következményekkel járhat, és a nagyobb bajok elkerülése érdekében az adófizetők korábban szinte elképzelhetetlen anyagi hozzájárulását követeli meg. A 2008–2009-es időszakban a következő nagy bankokat és pénzügyi szolgáltatókat kellett megmenteni, illetve államilag kiségeteni a nyugati világban: Bear Stearns Companies Inc., Fannie Mae and Freddie Mac, American International Group Inc.(AIG), Citigroup Inc., Fortis Bank, Merrill Lynch, CIT Group. A lista a teljesség igénye nélkül készült, de jól mutatja, hogy a pénzügyi piacok legnagyobb szereplőit kellett kimenteni: a világ legnagyobb biztosítója, az AIG egyedül több mint 180 milliárd dollárt kapott a washingtoni kormányzattól. A pénzügyi piac globális szereplői közül egyetlen olyan volt, amit nem mentettek meg, és az állami szerepvállalás mellett érvelők kétségtelen újabb példát kaptak, amikor a Lehman Brothers egy évvel ezelőtti csődje után szinte teljesen összeomlottak a világ pénzpiacai, eltűnt a bankrendszerből a likviditás és emiatt gyakorlatilag csődhelyzetbe kerültek egész nemzetgazdaságok. Ez utóbbi csoport egyik tagja volt sajnálatos módon Magyarország is, amely végső soron a Lehman-csőddel elindult lavina miatt kényszerült hitelt kérni tavaly októberben az államcsőd elkerülése érdekében a Nemzetközi Valutaalaptól (IMF), a Világbanktól és az Európai Uniótól.

VÁLSÁGKEZELÉS AZ EURÓPAI UNIÓBAN ÉS MAGYARORSZÁGON: A KÜLÖNBBSÉGEK

Az amerikai jelzálogpiac bedőlésével beindult gazdasági válság a világ minden országában válaszlépésekre kényszerítette a hatóságokat – azokban az országokban is, ahol a pénzpoltika vezetői eleinte még úgy gondolták, hogy őket majd elkerüli a krízis¹.

A válság a világ minden országát elérte, ami nem is különösebben meglepő, ha figyelembe vesszük a pénzügyi és reálpiacon nemzetközi összefonódását – az utóbbi évtizedek globalizációs folyamata és kereskedelmi deregulációja, illetve liberalizációja épp arról szólt, hogy le kell bontani az áruk, a szolgáltatások, a munkaerő és mindennek előtt a tőke nemzetközi áramlása előtt álló akadályokat. A különböző országok azonban különböző helyzetben találták szembe magukat a válsággal – a válságkezelés szempontjából két fő pontot kell kiemelni: a fiskális pozíciót, és a devizapozíciót (különös tekintettel a háztartások devizaadósságára).

A fiskális pozíciónak abban az esetben van jelentősége, ha az adott nemzetgazdaság, illetve államháztartás nagyban függ a nemzetközi tőkétől. Amennyiben a nemzetközi befektetők finanszírozzák a hiányt, akkor a válságkezelés egyik legfontosabb korlátja maga a finanszírozás: a válságot ebben az esetben csak olyan eszközökkel lehet kezelni, amit a nemzetközi befektetői kör is jónak és fenntarthatónak ítél, vagyis a válságkezelést nem az határozza meg, hogy milyen intézkedést tart a kormányzat a legjobbnak, hanem az, hogy mit tart fenntarthatónak és a rövid távú törlesztést lehetővé tevőnek a nemzetközi befektetői közösség. Ha az adott nemzetgazdaság gazdaságpolitikájával kapcsolatban megvan a befektetői bizalom, akkor a fiskális pozíció jelentősége kisebb, így a gazdaságpolitika mozgásteret nagyobb.

Válságidőszakban nem csak a fiskális, hanem a monetáris politikának is vannak lehetőségei, az alkalmazkodási folyamat egyik legfontosabb csatornája ugyanis jellemzően a devizaárfolyam. A külpiacon kereslet összeomlása és a globális recesszió kielezi a versenyt a kis és nyitott gazdaságok között, így a piacszerzés egyik alapvető feltétele lesz az árfolyam versenyképessége². Ez jellemzően azt jelenti, hogy amennyiben szűkül a külpiacon kereslet, akkor az árfolyam leértékelődése (leértékelése) ad teret az exportőröknek, akik az így javuló versenyképességgel „próbálják” ellensúlyozni a piacvesztésből adódó hátrányokat.

A válságkezelés szempontjából ezért kiemelkedő jelentősége van annak, hogy

- az árfolyamrendszer lehetővé teszi-e az árfolyam alkalmazkodását?
- a politikai és társadalmi viszonyok lehetővé teszik-e a szükséges leértékelődést?

Az árfolyamrendszer esetében ez alapvetően azt jelenti, hogy azok a rendszerek alkalmasak a válságkezelésre, amelyek keretein belül van mód a leértékelődésre (leértékelésre) – azaz a kötött árfolyamrendszerek bizonyosan nem alkalmasak erre a szerepre³, míg a lebegő, vagy legalábbis menedzselt rendszerek igen.

¹ Bár korai még pontosan megítélni, komolyabb megrázkódtatásra sem a magyar fogyasztóknak, sem a piacnak nem kell számítania a hitelpiaci válság napokban megjelent újabb hulláma miatt – fogalmazott 2008 szeptemberében Király Júlia, a Magyar Nemzeti Bank (MNB) alelnöke.

² A versenyképesség ugyan nem csak és nem is elsősorban árfolyam-kérdés, hanem az oktatáson, az infrastruktúrán, a kutatás-fejlesztésen és a bürokrácia működésén múlik, de rövid távon az árfolyamnak is kiemelkedő jelentősége van.

³ A rögzített árfolyamrendszerek veszélyeivel kapcsolatban érdemes a lett példára figyelni, a lett leértékelésének lehetetlensége ugyanis komoly szerepet játszott abban, hogy Lettországból éves szinten 18%-os recesszióra lehet számítani a Fitch szerint.

A politikai és társadalmi viszonyok jelentősége azt jelenti, hogy egy országban vannak-e olyan befolyásos társadalmi csoportok, amelyek – a politikai elit befolyásolásán keresztül – képesek az árfolyam-politikai döntések saját érdekeik szerinti alakítására. Ebből a szempontból jellemzően az exportőrökre és a háztartásokra érdemes gondolni: az első csoport tradicionálisan jól szervezett érdekcsoport, a második pedig ugyan jellemzőn gyenge érdekérvényesítő, de ha nagy tömegben érintett, akkor a demokratikus rendszerből adódóan komoly befolyással bír a politikai döntésekre.

Az árfolyam-politikának tehát figyelembe kell vennie, hogy az árfolyam alakulásának nem csak makroökonómiai hatásai vannak, hanem az egyes érdekcsoportok helyzetére közvetlenül is hat. Az exportőrök esetében a túl erős árfolyam lehet problematikus, a devizában eladósodott, de devizabevételekkel nem rendelkező, így nyitott devizapozícióban levő háztartások számára pedig a túl gyenge árfolyam okozhat gondot. A válságkezelés ritkán asszociálható az árfolyam erősödésével (kivéve ha dezinflációs politikáról van szó), de az árfolyam gyengítése, illetve gyengülése gyakran része az ilyen stratégiáknak. A háztartások devizaadósága tehát azért fontos, mert nagy tömegben az árfolyam gyengülését akár meg is akadályozhatja, hogy ez a szavazópolgárok nagy részénél komoly jóléti veszteséget okoz a rendelkezésre álló jövedelem apadása miatt (politikai aspektus), illetve mert amennyiben a háztartások nem tudják visszafizetni a devizahiteleket, akkor az a pénzügyi rendszert is destabilizálhatja (makroökonómiai aspektus). A devizahitelek által okozott gondokhoz természetesen az is kell, hogy a bankok ne legyenek rákényszerítve a hitelképesség megfelelő felméréséhez, azaz hogy nagy tömegben adjanak olyanoknak is hitelt, akik az árfolyam kilengéseit már nem tudják megfinanszírozni – a jelek szerint ez mind a nyugati államokban, mind például Magyarországon így történt.

A válságkezelés európai uniós, illetve magyar stratégiája eltérő, ami nagy részben a fenti tételekkel magyarázható. A válságkezelés lényeges ugyanis a munkanélküliség növekedésének és a jövedelem csökkenésének tompítása, ami a klasszikus makroökonómiai modellből ($Y = C + I + G + \{X - M\}$) adódóan a következő lépéseket jelentheti:

- a fogyasztás növelése,
- a beruházások növelése
- a kormányzat nettó kiadásainak növelése,
- a nettó export növelése.

A nyugat-európai válságkezelés az első három pontra koncentrált, vagyis adócsökkentésekkel a fogyasztást növelik, kamatcsökkentésekkel a beruházásokat dinamizálják, a kormányzati hiány (a közösségi fogyasztás) növelésével pedig közvetlenül is a nemzeti jövedelmet bővítik. Erre azért van lehetőségük, mert a fent említett finanszírozási problémával nem kell számolniuk. A jelzálogválság 2009 október végéig világszerte 10 800 milliárd adófizetői dollárba került, ennyit költöttek ugyanis a különböző kormányzatok a világ fejlett és fejlődő részén válságkezelésre¹.

¹ A világ fejlett része összesen 9200 Mrd USD-t költött válságkezelésre, a fejlődők pedig 1600 Mrd USD-t. Abszolút értelemben a legtöbbet az amerikai állam áldozott erre a célra (3600 Mrd USD), GDP-arányosan azonban az Egyesült Királyság (2400 Mrd USD, ami az éves brit GDP csaknem 95%-a) [14].

1. táblázat
A fejlett államok elsődleges egyenlege a GDP százalékában, 2009¹

Franciaország	-5,3	Egyesült Királyság	-10,0
Németország	-2,3	Egyesült Államok	-12,3
Olaszország	-0,9	G-20 csoport	-8,6

A nyugati válságkezelés alapja tehát a fiskális stimulus, amit a kormányok egyrészt monetáris enyhítéssel (pénzkibocsátással), másrészt pedig állampapírok eladásával finanszíroznak – tehetik is, hisz a piaci befektetők bizalma egyelőre töretlen, azaz még a korábban elképzelhetetlennek tartott szintű deficiteket is hajlandók a kamatok alacsony szintje miatt már-már ingyen megfinanszírozni. Ez azért lehetséges, mert a bankcsődök és a Lehman csődje után a piacokon elsődleges szempont lett a befektetések biztonsága, márpedig a gigantikus költségek ellenére is a nyugat-európai államok és az Egyesült Államok tekinthetőek még mindig a világ legjobb adósainak.

A fenti logika magyarázza azt is, hogy a magyar válságkezelés eltér a nyugati mintától: a magyar állam ugyanis az utóbbi évek túlköltekezései miatt nem tartozik a jó adósok közé, legalábbis a nemzetközi befektetők szerint.

Ez azt jelenti, hogy a kormányzati kiadások (deficit) növelése nem volt reális lehetőség a magyar válságkezelők részére, egyszerűen azért nem, mert a hiányt nem tudta volna finanszírozni a magyar állam, hisz nem kapott volna külföldön hitelt. A monetáris finanszírozás azért nem merülhetett fel, mert egy ilyen lépés a tőke menekülésével fenyegetett, márpedig magyar állampapírokban az októberi adatok szerint csaknem 2500 milliárd forintot tartottak a külföldiek. A fogyasztás növelésével történő válságkezelés két okból kifolyólag volt problematikus: a fogyasztás növelése a költségvetési hiány elszaladásával jár (márpedig erre nincs lehetőség), de ezen felül a magyar gazdaság nyitottsága miatt ez a külkereskedelmi mérleg romlásával is járna az import felfutása miatt. A beruházások dinamizálása szintén azért bajos, mert a beruházási javak nagy része importtermék, de ezen felül azt is látni kell, hogy a beruházásoknak az alacsony kamatszint tesz jót, ami a forráshiányos időkben a külső hiány finanszírozását tette volna lehetetlenné.

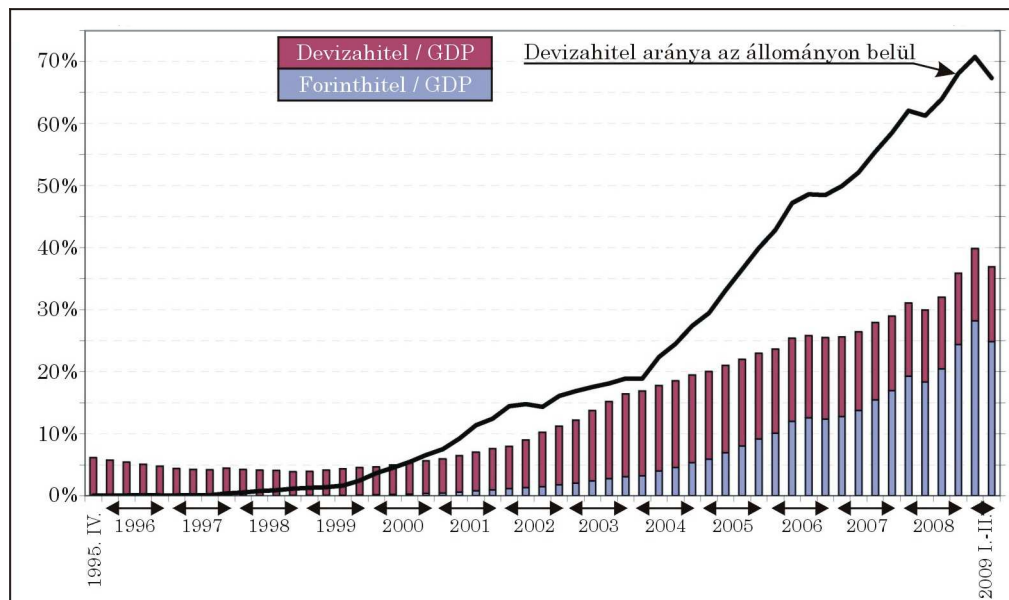
A magyar gazdaságpolitika egyetlen lehetősége tehát a nettó export növelése lett volna, márpedig a kanonikus modell szerint az export a külpiaci kereslettől és a reálárfolyamtól függ. A külpiaci keresletre nincs hatása a magyar gazdaságpolitikának, és a jelzálogválság egyik következménye épp az volt, hogy ez a kereslet jelentősen visszaesett.

A reálárfolyam gyengítése azonban létező lehetőség: ez vagy a nominális árfolyam gyengülésén vagy az árak csökkenésén, illetve relatív csökkenésén keresztül valósulhat meg. A válságban ugyan a recesszió miatt lenne esély az árak csökkenésére is (erre számos nyugat-európai államban is volt példa), de az árkonvergencia és a költségvetési hiány csökkentését előmozdítani hivatott adóemelés miatt Magyarországon nem volt esély.

A nominális árfolyam gyengülése előtt nincs Magyarországon rendszerakadály, a magyar forint ugyanis rugalmas árfolyamrendszerben, szabadon lebeg, 2008 februárja óta. Az intézményi (politikai) és makroökonómiai korlátok azonban léteznek, mégpedig azért, mert a magyar háztartások jelentős része adósodott el devizában

¹ Forrás: IMF.

(elsősorban svájci frankban, de euróban és japán jenben is) a támogatott forinthitelek 2004-es megszüntetése után.



1. ábra
Háztartások teljes hitelállományának
(banki és nem banki) alakulása a GDP százalékában [12]

A háztartások devizahitelei azért problematikusak a magyar válságkezelés szempontjából, mert mind politikailag, mind pedig a makrostabilitás szempontjából azt feltételezték, hogy egy bizonyos szint fölé nem emelkedik az euró/forint árfolyam. A média hírek alapján ez a szint nagyjából 300 forintos euróárfolyamot jelentett, azaz a magyar lakosság devizahitelei miatt a forint gyengülése bár jogilag lehetséges lett volna bármilyen szintig, de ez mégis csak 300 forintos eurókurzusig volt reális lehetséges (ezen szint fölötti árfolyamok a háztartások devizahiteleinek tömeges bedőlésével destabilizálta volna a magyar bankrendszert).

A MAGYAR VÁLSÁGKEZELÉS TAPASZTALATAI

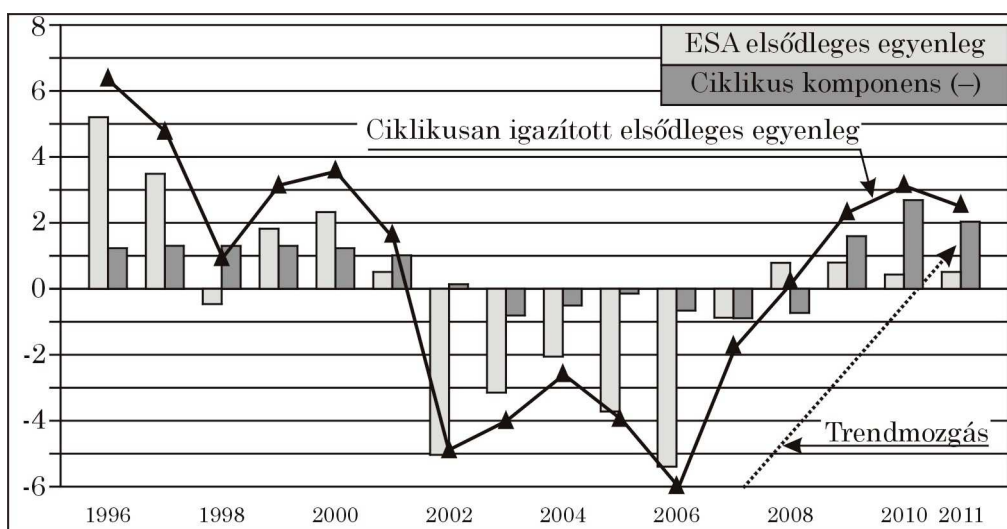
A magyar válságkezelési modell tehát azon alapult, hogy a fiskális egyensúly elérésével vissza kell nyerni a nemzetközi piacok bizalmát, annak érdekében, hogy az ország külső kitétsége finanszírozható legyen a jövőben. Az átmeneti időben a nemzetközi szervezetektől kapott hitel biztosította a finanszírozást, így lehetőség nyílt arra, hogy a befektetői hangulat ingadozásától függetlenül lehetőség volt a kiigazítás véghezvitelére.

A magyar modell a már említett korlátok miatt elsősorban nem a gazdasági aktivitásra koncentrált, ennek befolyásolására ugyanis gyakorlatilag nem volt befolyása – az egyetlen eszköze az árfolyam leértékelése lehetett, ez azonban a devizahitelesek fent leírt helyzete és az ebből adódó politikai és társadalmi hatások miatt nem volt

valós opció. Maradt tehát az egyensúly helyreállítása a rövid távú recesszió elviselése és a hosszabb távú felívelés remélése mellett.

A válság hatásai nagyon komolyak voltak a recessziót tehát gyakorlatilag fegyvertelenül fogadó Magyarországon: a 2000-ban még 6 százalékkal bővülő GDP 2009-ben már több mint 7 százalékos visszaesést mutatott, a feldolgozóipar termelése 25 százalékos mínuszba csúszott, a kiskereskedelmi forgalom pedig több mint 15 százalékkal zsugorodott 2009 elején az egy évvel korábbihoz képest.

A magyar gazdaságpolitika az utóbbi 15 évben nem látott kiigazítást hajtott végre a költségvetési politikában – az államháztartás ciklikusan igazított elsődleges egyenlege (vagyis az a szaldó, amire a gazdaságpolitikának a legtöbb ráhatása van) a 2006-os 7%-os mínuszról 2008-ra pluszba került, innen pedig 3%-os szufficitig is eljutott.



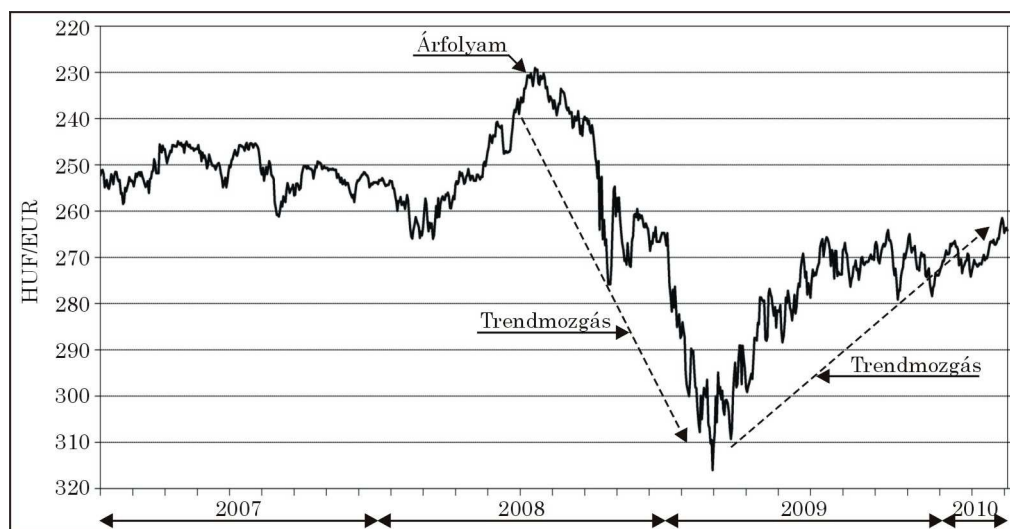
2. ábra
A magyar államháztartási egyenleg alakulása¹

Az árfolyamalapú korrekció tehát az egyik kitörési lehetőség lehetett Magyarország számára, ami tehát azt jelentette, hogy a reálárfolyamnak le kellett értékelődnie. Ezt nagyban segítette, hogy a forint leértékelődése nem csak a gazdaságpolitika eszköze egy piacgazdaságban, hanem a piac önkorigáló mechanizmusa is: a magyar válság egyik fő ismertetője a gazdaság visszaesésén és a munkanélküliség megugrásán kívül ugyanis épp a forint értékvesztése volt, a külföldi befektetők a krízis láttán és a nemzetközi gazdasági várakozások romlása miatt ugyanis elfordultak azoktól a devizáktól, amelyeket kockázatosnak ítélték, azaz többek között a forinttól.

A magyar deviza jegyzése 2008 nyarán soha nem látott magasságokba emelkedett az euróval és így áttételesen a többi vezető devizával szemben is, ezután azonban a Lehman Brothes csődbe kerülése miatt egy hónap leforgása alatt nagyjából 40 forinttal emelkedett az euró jegyzése a bakközi piacon. A forint ezen a szinten (260-270 forint/euró) stabilizálódott, majd 2009 márciusában történelmi mélységbe zuhant pár nap alatt az árfolyam.

¹ [15] alapján. A trendmozgás saját szerkesztés.

Az árfolyam korrekciója összességében azt jelentette, hogy bő félév alatt 230 forintról 310 forint fölé ment az euró jegyzése – ez több mint 30%-os leértékelődésnek felelt meg, ami a gyakorlatban a forintárfolyam összeomlásával egyenértékű, főleg, hogy a zuhanás megállításához 300 bázispontos kamatemelésre és egy nemzetközi hitelsomagra volt szükség (a nominális árfolyammal párhuzamosan mozgott a kérdéses időszakban a makrogazdasági szempontból jóval fontosabb reálárfolyam is).



3. ábra

A forint euróval szembeni árfolyamának alakulása 2007 és 2010 között¹

Az árfolyamalapú korrekció sikerességéhez 3-6 negyedév kell, annyi időre van ugyanis szükség az árfolyamváltozás begyűréséhez – vagyis a sikernek az a feltétele, hogy az elmozdulás utáni kurzus hosszabb távon fennmarad. A forint esetében ez azonban nem is volt adott, főképp épp a devizahitelek már említett problematikája miatt, vagyis a felelősök sem politikai szempontból, sem pedig a bankrendszer stabilitása miatt nem engedhették meg a tartósan 300 forint feletti árfolyamszintet. A forint ennek megfelelően vissza is tért a 260-270-es sávba, ami azt jelenti, hogy épp az történt Magyarországon, ami az elméleti modellből adódott – vagyis a fiskális, illetve monetáris enyhítés mellett nem volt tere az árfolyamalapú korrekciónak sem, de míg ez előbbieket a nemzetközi befektetői közösség bizalmának elvesztése miatt nem voltak lehetségesek, addig ez utóbbi a belföldi hitelviszonyokból (a devizahitelezés térnyeréséből) adódik.

A magyar válságkezelés tehát végső soron semmit nem tett, mert nem tehetett a reál-gazdasági hatások, vagyis a recesszió ellen. Az ország adottságai és a korábbi évek túlköltekezéseiből adódó bizalomvesztés miatt az egyetlen cél a makrogazdasági egyensúly helyreállítása volt – ami rá is fért a magyar gazdaságra, hisz mind az államháztartás, mind pedig a fizetési, illetve a külkereskedelmi mérleg komoly deficitbe csúszott.

A költségvetési egyensúly elérése komoly politikai áldozatok árán ugyan, de – számszakilag legalábbis – sikeres volt, ami jelentős mértékben azzal magyarázható,

¹ [13] alapján; a trendmozgás saját szerkesztés.

hogyan az azon kevés makrogazdasági mutatók egyike, amelyet egy kellő erővel képviselt kormány szinte egyedül is végig tud vinni. A külkereskedelmi egyensúly esetében nem ez a helyzet, az a kanonikus modell szerint a reálárfolyamon és a hazai, illetve a nemzetközi jövedelemalakuláson múlik.

Az árfolyam nem tudott tartósan gyengülni, így a magyar gazdaságpolitika csak a jövedelemalakulásokban bízhatott – a külföld esetében ez a minél gyorsabb növekedést jelenti, a belföldi esetében pedig paradox módon a minél nagyobb visszaesést, illetve a kettő egymáshoz viszonyított alakulását. Amennyiben ugyanis az árfolyamon keresztül nincs lehetőség a folyamatok befolyásolására, úgy csak a jövedelmi rés tudja helyre tenni a külső egyensúlyt.

A statisztikák szerint a magyar külkereskedelmi mérleg 2008 és 2009 között több mint 7 milliárd euróval javult, aminek következtében a GDP százalékában mérve 7-8 százalékos folyó deficit is pozitív lett 2009-re.

2. táblázat
A magyar külkereskedelmi mérleg alakulása¹

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Áru- és szolgáltatás-egyenleg	-3,8	-2,9	-1,2	-1,9	1,2	0,7	6,6	6,8	7,1
Jövedelemegyenleg	-5,0	-5,2	-5,7	-6,2	-7,5	-7,3	-6,1	-6,8	-7,1
Folyó átutalások	0,8	-0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-0,6	-0,1	-0,4	-0,4
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-8,0	-8,3	-7,2	-7,5	-6,8	-7,2	0,4	-0,4	-0,4
- milliárd euróban	-5,9	-6,8	-6,4	-6,7	-6,9	-7,6	0,3	-0,4	-0,4
Tőke mérleg egyenlege	0,0	0,1	0,7	0,7	0,7	1,0	1,4	2,0	2,4
Külső finanszírozási képesség	-8,0	-8,2	-6,5	-6,7	-6,1	-6,2	1,8	1,6	2,0

A magyar válságkezelésnek tehát sikerült helyreállítani a makrogazdasági egyensúlyt – a belső egyensúlyt politikai áldozatok árán, a külsőt annak „köszönhetően”, hogy a belföldi visszaesés és ebből adódóan az import csökkenése nagyobb volt, mint a külpiacok zsugorodása, illetve az ebből adódó magyar exportzuhanás.

ÖSSZEGZÉS

A válság magyarországi hatásainak mérséklése csak a válságkezelési eljárások és standardok körülmények közötti adaptálásával lehet eredményes, de a magyar gazdaság adottságai miatt a nyugat-európai országokban elterjedt eszközök alkalmazása több problémát is felvetett. A fiskális expanzió a magyar költségvetési politika válság előtti lazasága és a nemzetközi befektetői környezet bizalmatlanná válása miatt lehetetlenné vált, az árfolyamalapú kiigazítást pedig a magyar lakosság devizahiteleinek nagy aránya korlátozta. A magyar válságkezelés összességében nem is volt képes a recesszió mérséklésére, sőt, annak mélyítéséhez is hozzájárult, de mindeközben

¹ Forrás: MNB. 2003–2008: tényadatok; 2009–2011: prognózisok.

képes volt a későbbi növekedés egyfajta megalapozását jelentő egyensúlyi mutatók konszolidálására. 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. A magyar költségvetési tartalékok krízis-kezelésre bevonható kereteinek szűkössége, illetve a válság idején a jegybanki monetáris politika klasszikus eszközeinek korlátozott érvényesülése felértékelheti a pénzpiac felügyeleti és számviteli standardjainak körültekintő alkalmazását, minél gyorsabb bevezetését.

IRODALOM

- [1] BOROS, A. – LENTNER, CS. (2008): Kihívások a pénzügyi stabilizáció szabályozásának területén In. Jogelméleti Szemle, 4. sz. pp. (www.jogelmeletiszemle.hu)
- [2] BOROS, J. – RAKÓ, Á. (2009): A pénzügyi válság hatása az év végi beszámolóik összeállítására és a könyvvizsgálatokra In. Számvitel – adó – könyvvizsgálat, 1. sz. pp. 14–18.
- [3] ERDŐS, M. – MÉRŐ, K. (2008): A subprime válság és a pénzügyi szervezetek felügyelése In. Hitelintézeti Szemle, 5. sz. pp. 491–519.
- [4] FEKETE, I.-NÉ (2009): A globális válság szakmai kihívásai In. Számvitel – adó – könyvvizsgálat, 1. sz. pp. 14-19.
- [5] Felügyelt szektorok működése és kockázatai, PSZÁF Jelentés, 2009. május.
- [6] LADÓ, J. (2009): A vállalkozások folytatásának elve a pénzügyi válságban In. Számvitel – adó – könyvvizsgálat, 3. sz. pp. 104–107.
- [7] LENTNER, CS. (2006): Pénzpiacok szabályozása Magyarországon, Akadémiai Kiadó.
- [8] LUKÁCS, J. (2009a): Óvatosság, körültekintés, fokozott ellenőrzés In. Számvitel – adó – könyvvizsgálat, 3. sz. p. 99.
- [9] LUKÁCS, J. (2009b): Kiemelt könyvvizsgálati feladatok gazdasági krízis idején, Számvitel – adó – könyvvizsgálat, 3. sz. pp. 100–104.
- [10] MARKOWITZ, H. (1952): Portfolio Selection In. The Journal of Finance, Vol. 7. No.1. Marc. 1952. pp. 77–91.
- [11] MARKOWITZ, H. – TODD, P. – SHARPE, W. (1987): Mean-Variance Analysis in Portfolio and Capital Markets, Oxford, UK.
- [12] Szakmai háttéranyag. http://www.nemzetibank.hu/Resource.aspx?ResourceID=mnbfile&resourcename=hatteranyag_1002.
- [13] Ábrakészlet a legfrissebb gazdasági és pénzügyi folyamatokról. 2010. március 29. 1. ábra alapján http://www.mnb.hu/Resource.aspx?ResourceID=mnbfile&resourcename=tablakeszlet_hu.
- [14] Follow the money. <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/8249411.stm>.
- [15] Jelentés az infláció alakulásáról. 2009. május. Magyar Nemzeti Bank, 4-1. ábra (p. 54.). http://forint.info.hu/Resource.aspx?ResourceID=mnbfile&resourcename=infl_jelentes_2009_majus_pub20090527hu.