

**Nyugat-magyarországi Egyetem  
Közgazdaságtudományi Kar**

**VÁLSÁGOK A GLOBALIZÁLT  
NEMZETKÖZI PÉNZÜGYI  
RENDSZERBEN**

**Doktori (PhD) értekezés tézisei**

**Bartakovics Gábor**

**Sopron  
2015**

**Doktori Iskola:** Széchenyi István Gazdálkodás- és Szervezéstudományok Doktori Iskola

**Vezetője:** Prof. Dr. Székely Csaba DSc

**Program:** Vállalat gazdálkodás program

**Vezetője:** Prof. Dr. Székely Csaba DSc

**Témavezető:** Prof. Dr. Báger Gusztáv

.....  
**Témavezető támogató aláírása**

## TARTALOMJEGYZÉK

<b>1. A KUTATÁS CÉLKITŰZÉSEI .....</b>	<b>1</b>
<b>2. A KUTATÁS TARTALMA ÉS MÓDSZERE.....</b>	<b>4</b>
<b>3. A KUTATÁS EREDMÉNYEI.....</b>	<b>4</b>
3.1. A kutatómunka tézisei .....	4
3.2. Új és újszerű tudományos eredmények összefoglalása .....	15
<b>4. KÖVETKEZTETÉSEK, JAVASLATOK.....</b>	<b>16</b>
<b>5. AZ ÉRTEKEZÉS TÉMAKÖRÉHEZ KAPCSOLÓDÓ PUBLIKÁCIÓK .....</b>	<b>21</b>



## **1. A kutatás célkitűzései**

A doktori disszertáció célkitűzése, hogy feltárja a pénzügyi válságok és a globalizáció kölcsönös egymásra hatását, valamint a nemzetközi pénzügyi intézmények szerepét mind a válságok kialakulásában, mind pedig azok kezelésében. A disszertáció megírásának célja az eddigi tanulságok összevetése, továbbá annak megállapítása, hogy vezet-e a válságkezelés jelenlegi gyakorlata, illetve annak nehézsége új válságkezelési módszerek kialakulásához, különös tekintettel a globalizációs folyamatokra, és ehhez kapcsolódóan a pénzügyi szabályozás területére. A dolgozat áttekintést kíván adni a globálissá vált nemzetközi pénzügyi rendszer válságairól, a válságkezelés elméletéről és alkalmazott gyakorlatáról, valamint a nemzetközi pénzügyi rendszer lehetséges továbbfejlődési irányairól. Ennek érdekében a kutatás célja a válságelméletek és a válságkezelés eddigi gyakorlatának áttekintése az 1929–1933-as nagy gazdasági világválságtól kezdve a 20. század nagyobb válságepizódjain át a 2007-ben kialakult válságig, amely kellő tanulságokkal szolgálhat a jövő pénzügyi rendszerének, és a válságkezelés intézményi keretének kialakításában. A szerző dolgozatában abból a szempontból is meg kívánja vizsgálni a folyamatokat, hogy milyen összefüggés van a globalizáció minden korábbi elképzelést felülmúló kiszélesedése, és a pénzügyi válságok növekvő gyakorisága között. A kutatás célja a következő hipotézisek vizsgálata:

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

Az első hipotézis alapvető problémakörét az jelenti, hogy az Egyesült Államok 1970-es évektől kezdődően megfigyelhető helyi válságainak, valamint az 1997–1998. évi délkelet-ázsiai regionális válság tapasztalatait figyelembe véve a 2007-ben kezdődött gazdasági válság a korábbiakhoz hasonlóan regionális válságnak minősíthető-e, vagy egy azokon túllépő, új típusú globális válságnak, melynek kialakulásában a pénzügyi piacok globális integrációja döntő szerepet játszott. E hipotézis keretében vizsgálandó, hogy előfordultak-e a korábbiakban a 2007–2009-es válsághoz hasonló jellemzőkkel bíró, előjelként tekinthető válságok, vagy pedig egy példa nélküli folyamatot figyelhattunk meg az amerikai jelzálogpiaci válság eszkalálódásával. A részhipotézis akkor tekinthető igazoltnak, amennyiben a 2007–2009-es válság kialakulásában, valamint lefolyásában azonosíthatóak olyan jellemzők, amelyek a korábbi válságepizódoktól jelentősen eltérő, korábban nem tapasztalt folyamatokat mutattak.

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

Az első hipotézis második részhipotéziseként a szerző azt kívánja megvizsgálni, hogy a válságkezelés tapasztalatait figyelembe véve a gazdasági válságok szakirodalomban megfigyelhető kategorizálása csupán ugyanannak a jelenségnek különböző oldalait emelike ki, vagy pedig valójában is többféle gazdasági válság létezik. Léteznek-e közös vonások a válságok létrejöttében, amelyek alapján felállítható egy közös válságmodell a sokféle kategória szintetizálására? E részhipotézist akkor tekinthető igazoltnak, amennyiben alátámasztható, hogy a válságok kialakulásában az információs szempont közös jellemzőként, egyféle közös válságmodellként azonosítható.

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

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

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

Ezen hipotézishez kapcsolódó kérdés, hogy hozzájárult-e a 2007–2009-es globális válság kialakulásához a dereguláció, liberalizáció, valamint a globalizáció 1970-es évektől megfigyelhető kiteljesedése. A globális pénzügyi rendszer problémáival kapcsolatos tapasztalatok alapján a rendszer működési hatékonysága javítható-e a rendszerszintű problémák különálló (szuverén) nemzetállami kezelésével, vagy e problémák megoldása egy összehangolt szabályozás kialakítását igényli? Zajlik-e napjainkban ilyen jellegű konvergencia globális vagy regionális szinten? A nemzetközi tőke mozgásának szabadsága mellett és a globális összefonódások következtében szükségessé válik-e a kormányzatok nemzeti szuverenitásának akár csak részleges feladása? A harmadik hipotézis igazolásának a szerző azt tekinti, amennyiben bizonyítható, hogy a globális pénzügyi rendszer

rendszerszintű problémáinak hatékony kezelése nemzetállami szinten kizárható, s így egy globális intézményi-szabályozási megoldás elengedhetetlen.

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

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

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

Az ötödik hipotézis a multinacionális vállalkozások és a nemzeti kormányok együttműködésére vonatkozik. A vizsgálat részét képezi annak megállapítása, hogy a válság által nagymértékben érintett multinacionális vállalkozások válságkezelési stratégiájának megvalósítása lehet-e független a működésüknek helyt adó államok nemzeti kormányaitól, vagy pedig a stratégia megvalósításában jelentős szerepet játszik a nemzeti kormányokkal való kapcsolat. Egyirányú-e ez az interakció a multinacionális vállalkozások és a nemzeti kormányok között, vagy inkább kölcsönös függőség és együttműködés jellemzi azt? A nemzetközi pénzügyi-gazdasági válság hatására milyen, a korábbiaktól eltérő szerepet játszanak a nemzeti kormányok a multinacionális vállalkozások válságkezelésében? Globális működésükből kifolyólag hasonlóan érintette-e a multinacionális vállalatokat a gazdasági visszaesés, mint a szuverén államokat, illetve a válságkezelés céljából összehasonlítható eszközök álltak-e rendelkezésükre? Jellemző volt-e a kormányzatok aktív, akár tulajdonosi részvétele a gazdasági visszaesés következtében bajba jutott társaságok válságkezelésében? Az utolsó hipotézis akkor tekinthető igazoltnak, amennyiben – a konkrét esettanulmány vizsgálatán keresztül – megállapítást nyer, hogy a multinacionális vállalatok és a nemzeti kormányok együttműködése a válságkezelésben sikerrel zajlott.

## 2. A kutatás tartalma és módszere

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

1. Globális szint, nagy gazdasági régiók vizsgálata: az Egyesült Államok és az Európai Unió válságkezelésének áttekintése, lehetséges továbbfejlődési irányok felvázolása.
2. Egy adott nemzetközi vállalatra vonatkozó esettanulmány feldolgozása.

A vizsgálat módszertana a kutatás elméleti jellegénél fogva elsősorban *szekunder kutatásra* épül, a válság kirobbanása óta megjelent források felkutatása, elemzése és disszertációba átültetése révén, mely a dolgozat törzsét adja, kiegészítve a nemzetközi pénzügyi folyamatokra vonatkozó adatsorok vizsgálatával. A szekunder információk mellett részben *primer kutatásra* épül a multinacionális vállalatra vonatkozó esettanulmány feldolgozása, mely arra irányul, hogy a konkrét nagyvállalat példáján keresztül megismerjük a nemzeti kormányok válságkezelésben betöltött szerepét, valamint értékeljük annak sikerességét, és feltárjuk további lehetséges irányait.

A szerző célja, hogy újszerű megközelítésben rendszerezze és ismertesse a pénzügyi globalizációval és a válságok kialakulásával kapcsolatos eddig megjelent releváns ismereteket, valamint kutatásai alapján e területen új és újszerű összefüggéseket, megállapításokat mutathasson be, melyek a disszertáció tudományos eredményeit jelentik.

## 3. A kutatás eredményei

### 3.1. A kutatómunka tézisei

**H1/A.** *Hagyományos szemléletben a 2007-ben kezdődött gazdasági válság egy új típusú globális válságnak tekinthető, melynek előzményét az 1997–1998. évi délkelet-ázsiai krízis, mint az első regionális pénzügyi globalizációs válság jelentette. Az 1990-es évek második felére teljesedett ki ugyanis a pénzügyi globalizáció első fő hulláma, amely hatalmas tőkebeáramlást eredményezett az ázsiai „kis tigrisek” irányában. A tőkebeáramlás megtorpanásával, majd megfordulásával a thai gazdaság árfolyamválságba torkollott, és tovább fertőzte a régió országait. Ez a visszaesés azonban megmaradt regionális szinten, és nem terjedt át a világ többi részére, így nem érintette sem Európát, sem pedig az Egyesült Államokat. A 2007-es válság ezzel szemben egy új típusú globális válságként jelentkezett,*

mely eltér az Egyesült Államok 1970-es évektől megfigyelhető válságaitól is. Összefoglalóan megállapíthatjuk, hogy a válság újdonság-jellegét leginkább az adta, hogy *helyi, nemzeti és globális szintű problémák speciális keverékeként egyidejűleg mutatta többféle válságtípus jegyeit*, amelyeken belül eltérő jellegzetességeket azonosíthatunk.

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

A válság kirobbanását nagyban elősegítette a *dereguláció, azaz a pénzügyi szabályozás mértékének csökkentése*, melynek kezdetét az 1970-es évekre tehetjük. A jelzálogpiaci válság újdonság jellegét e téren elsődlegesen az ennek hatására népszerűvé vált, magasabb kockázatot jelentő és kevésbé átlátható pénzügyi termékek alkalmazása adta. A 2007-ben kezdődött visszaesés során korábbi válságoktól eltérően mutatkozott meg a pénzügyi innovációk széleskörű elterjedtsége, különösen a több átcsomagolási lépéssel rendelkező értékpapírosítási modellt illetően. A hitelek értékpapírosítása az eredeti pénzáramok elfedésével felerősítette az információs aszimmetriát és az erkölcsi kockázatot. Számos átcsomagolási lépés után a végső befektető már minimális rálátással rendelkezett az eredeti portfólió teljesítményére és lehetséges kockázataira. A válság kirobbanásában egy másik, korábban nem tapasztalt jellemző volt a háztartási szektor eladósodottságának kulcsszerepe. A válságot megelőző éveket az ún. másodrendű hiteladósok tartozásainak arányának felfutása jellemezte az Egyesült Államok lakossági jelzáloghiteleinek állományán belül, mely különösen magas kockázatú szegmenst képviselt. Az ingatlanárak növekedési ütemének lassulása, majd csökkenésbe fordulása adta – a nemfizetési arányok növekedésével – a gyújtószikrát a másodrendű piacról kiinduló jelzáloghitel-válsághoz.

A válság kirobbanását a 2000-es évektől kezdődően egy expanzív időszak előzte meg, amely többféle gazdasági-pénzügyi probléma felépülését eredményezte. Az új típusú válságban egy időben jelentkezett a túltermelési- és pénzügyi válság, a likviditási- és adósságválság, valamint a globális strukturális válság is. A *túltermelési válságot* egy tipikus, túlhitelezéssel párosult eszközár-buborék kialakulása előzte meg. A buborék kialakulása az amerikai ingatlanpiac felfutásában volt megfigyelhető, melyet a lakásár-

növekedési ütem gyorsulása fémjelzett az 1990-es évek végétől egészen 2005-ig. Az ingatlanbuboréknak azonban előbb-utóbb be kellett omlania. A túltermelési válság kirobbanása során e túlértékelt árszint leépülését, az ingatlanárak zuhanásszerű esését figyelhettük meg. A *pénzügyi válság* ennek a folyamatnak a közvetlen következménye volt, miután a jelzáloghitelek bedőlése hatalmas veszteségeket rótt a pénzügyi (bank)szektorra, valamint a piacon jelen lévő egyéb közvetítő intézményekre. A jelenlegi válság történetében is megtapasztalt *likviditási válság* során a piacok „kiszáradását” figyelhettük meg, a kereskedési tranzakciók a pénz- és tőkepiacokon nehezen voltak végrehajthatók. A *bizalmi válság* ezzel szemben nem a likviditás hiányával, hanem újraelosztásának ellehetetlenülésével járt: megrendült a piaci szereplők egymás hitelképességébe vetett hite, így vonakodtak egymásnak hitelezni. Az *adósságválság* a belső vagy külső államadósság fenntarthatatlanná válását jelenti, mely számos országot érintett. Mindezek mellett általános bizalmi válsággal övezett bankválságok, szuverén- és valutaválságok alakultak ki több országban is. A *bankválságok* pénzügyi intézmények bezárásához, összevonásához vagy kormányzati támogatással történő megmentésükhöz, kiségitésükhöz vezettek. A *szuverén válságok* a nemzetállamok fizetőképtelenségével jártak (Görögország, Ciprus), valamint tanúi lehettünk az európai közös pénz, az euró *valutaválságának* is. *Globális strukturális válság* jelenlétére utal a fizetési mérleg-egyensúlytalanságok hosszú távú fennállása, melyekhez nem társul automatikus alkalmazkodási folyamat.

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

**H1/B.** *A válságok közös jellemzője az információs válság.* A gazdasági válságok kialakulásának, valamint jellegének áttekintése alapján megállapítható, hogy *a válságok fundamentális alapja az információs aszimmetria*, valamint a jövőre vonatkozó várakozások bizonytalansága, melyeket tetéznak a globalizációból és a liberalizációból eredő pénzpiaci összefonódások. Ennek megfelelően a „közös válságmodellt” egy

információs válságként definiálhatjuk, melynek további kategorizálása aszerint lehetséges, hogy az információhiány mire vonatkozik (kauzális oldal), illetve a visszaesés mely területen mutatkozik meg (tüneti oldal). A válságok oka lehet túltermelés, eszközár-buborék, valamint bizalomvesztés, míg megjelenési forma szerint beszélhetünk – többek között – olajválságról, ingatlanválságról, valutaválságról, vagy éppen szuverén adósságválságról. A jelenlegi gazdasági válság elemzése során az információs szempont felértékelődését a technika és a kommunikáció robbanásszerű fejlődése indokolja. Az eltérő vonások ellenére tehát az *információs aszimmetria szempontjából* a válságok szakirodalomban megfigyelhető kategorizálása, vagyis *a válságmodellek ugyanannak a jelenségnek különböző oldalait emelik ki, és valójában egyféle gazdasági válság létezik.*

**H2.** A jelenlegi válság *a válságelméletben is több újdonságot hozott, valamint részben az 1970-es évekig uralkodó keynesi típusú válságkezeléshez történő visszatérést eredményezte.* A 2007-ben kezdődött krízis kirobbanásában elsődleges szerepet játszott a pénzügyi globalizáció és a dereguláció erősödése. A válság jellemzője a komplex és kevésbé átlátható pénzügy eszközök széleskörű alkalmazása, a pénzpiacok világméretű összefonódása, a pénzügyi intézmények magas tőkeáttétele, valamint a háztartási szektor központi szerepe volt. Súlyosbította a helyzetet, hogy a világ legtöbb országában a kormányzat mellett a lakossági és a vállalati szektor is eladósodott, s megtakarítások híján nem képesek az állami hitelfelvételt finanszírozni, amelynek következtében nemzetközi szintű forrásbevonás válik szükségessé. A mostani válság során eltérést tapasztalhatunk a pénzügyi szektor válság kitörésében játszott szerepének súlyát, és az ingatlanpiaci buborék kialakulását illetően is. Ebben nagy jelentősége volt az 1970-es évek óta egyre népszerűbb értékpapírosítási modell, valamint a ráépülő árnyékbankrendszer elterjedésének, melyek hozzájárultak a hitelezési (rendszer)kockázatok elfedéséhez, az információs aszimmetria felerősödéséhez. Mindezen tényezők a korábbiaktól eltérő válságkezelési megoldásokat tettek szükségessé. A válságkezelést is ennek megfelelően egy-egy területre koncentrálódva figyelhettük meg attól függően, hogy az aktorok mit tekintettek a válság elsődleges okának. Így a nemzeti kormányok által jellemzően alkalmazott eszköztár részét képezték a likviditásbővítő intézkedések (likviditási válság), bankmentő csomagok (bank- és bizalmi válság), és a reálszférának nyújtott állami támogatások (reálgazdasági válság).

Mind az Egyesült Államok, mind pedig az Európai Unió válságkezelése részben eltér a korábbi válságepizódok során alkalmazottól. Változást jelentett, hogy szemben a korábbi válságokkal, a 2007–2009-es krízis leküzdésében jelentős mértékben szerepet vállalt az

állam, melyre csupán az 1929–1933-as válság kezelésére meghirdetett New Deal-program esetében volt példa: a válságkezelési intézkedések között szerepeltek a nemzeti kormányok által elsősorban a reálgazdaságnak, valamint a bankszférának nyújtott állami támogatások. Az 1997–1998-as délkelet-ázsiai válságkezelés esetében a pénzügyi szektor restrukturálásában a Nemzetközi Valutaalap, valamint a Világbank játszott kulcsszerepet, a kormányzatok abban nem vettek részt. Ez a mozzanat a keynesi típusú, állami (fiskális) beavatkozással történő válságkezelés felerősödésének, a keynesiánus elvekhez történő visszatérésnek tekinthető. Eltérést jelent az előzőekhez képest az is, hogy a korábbiak során a válságkezelésben a pénzügyi szektor szerepét nem állították előtérbe. A New Deal-hez hasonló állami keresletnövekedési módszerek ugyanis a kormányzati szektor eladósodottságának növekedésével jártak, így hamar korlátokba ütköztek. Ehhez képest a gazdaság élénkítésére jelenleg megfigyelhető monetáris intézkedések (mennyiségi lazítás, kötvényvásárlási programok) minőségi változást, a monetáris politika válságkezelő szerepének hangsúlyozása irányába történő elmozdulást jelentenek. Emellett a pénzügyi rendszer szabályozása iránti igény is olyan mértékű, amire korábban nem volt példa.

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

A hasonlóságok ellenére az Egyesült Államok és az Európai Unió válságkezelésében regionális jellegű eltéréseket is azonosíthatunk. Ezek egyrészt a pénzügyi közvetítőrendszer eltérő modelljéből (piaci- vagy banki közvetítés), valamint a közös költségvetés eltérő nagyságrendjéből erednek. A Fed az Egyesült Államokban kibontakozó jelzálogpiaci problémákra reagálva már 2007 őszén megkezdte a monetáris politikai eszköztárának átalakítását, míg az Európai Központi Bank csak a Lehman Brothers csődjét követően, a zavarok Európába történő begyűrűzése után kezdte meg az alapkamat mérséklését, valamint az eszköztár kibővítését. A Federal Reserve elsősorban a jelzálogpiacot igyekezett kezelni azzal, hogy eszközvásárlásaival a hosszú távú hozamokat próbálta csökkenteni. Az EKB, illetve az Központi Bankok Európai Rendszere pedig az euro-válság következtében összetettebb problémával szembesült, és inkább a bankok forrásellátottságát kívánták biztosítani egyre hosszabb futamidejű hitelek nyújtásával. Mindkét jegybank ún. nemkonvencionális eszközök (monetáris lazítás) alkalmazására

kényszerült, miután a pénzügyi közvetítőrendszer zavarait a monetáris eszköztár hagyományos elemeivel nem tudta hatékonyan kezelni. A legtöbb jegybank a válság során általános likviditásbővítést hajtott végre, így elősegítve a bankrendszer hitelezését, és a pénzügyi közvetítőrendszer működésének helyreállítását. A korábbi fedezett eszközök mellett már fedezetlen eszközöket is bevettek portfóliójukba, valamint a hosszabb lejáratra is nyújtottak hiteleket a bankoknak. Ezen intézkedések alkalmazása alapvetően eredményesnek bizonyult: a programok javították a reálgazdaság helyzetét, és nélkülük nagyobb gazdasági visszaesés következett volna be.

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

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

**H3.** *A rendszerszintű problémák megoldása összehangolt szabályozás kialakítását igényli.* Jelenkorunk nemzetközi pénzügyi rendszere olyan *rendszerszintű problémákkal* küzd, mint a dereguláció, liberalizáció és globalizáció, melyek egymásra hatnak és egyúttal egymást erősítik. A *dereguláció*, vagyis a pénz- és tőkepiacokra vonatkozó szabályozás leépítése hozzájárult az olyan kockázatos és kevésbé átlátható pénzügyi innovációk ugrásszerű elterjedéséhez, mint például az értékpapírosítás, vagy a származtatott termékek (derivatívák) alkalmazása. Ezek következtében pedig megnövekedett a kockázati

érzékenység. A *liberalizáció* a határokon átívelő tőkeáramlások előtti korlátok lebontását célozza, mely az 1970-es évektől szintén lendületet kapott, nem kis részben a Nemzetközi Valutaalap által receptként kínált-diktált „washingtoni konszenzus” hatására. A *globalizáció* miatt pedig sokszorozódtak a pénz-és tőkepiacok közötti kapcsolódási pontok, amely a kölcsönös függés erősödésével járt együtt. A pénzügyi kapcsolatokon keresztül a globális tőkemozgások lehetővé teszik válságok gyors „átfertőzését” más országokba. Ennek hatására a válság továbbterjedését megakadályozni képes mechanizmusok hatékonysága minimálisra csökkent.

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

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

A 2007–2009-es válság keynesi típusú válságkezelő intézkedései látszólag megerősítették a nemzeti kormányok szerepét, legalábbis átmenetileg. A válságkezelésben a korábbiakhoz képest nagyobb mértékben vettek részt a kormányzatok, amely a nemzeti szuverenitás erősödésének, az eddigi mainstream liberalizációs trend megtörésének tekinthető. Ma a válsághatások olyan erősek, hogy a válság előtti időszakhoz képest megnövekedett a nemzeti gazdasági irányítás szerepe (ld. mentőcsomagok). Mindezek ellenére nem várható a globalizáció és liberalizáció elveiből történő jelentős visszavonulás. Az azonban csak hosszabb távon lesz megítélhető, hogy a globalizációs tendencia és a nemzeti irányítás között milyen új erőegyensúly alakul ki.

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

**H4.** *A válságkezelés jelenlegi gyakorlata nem áll összhangban a globális gazdasági és pénzügyi rendszer fenntarthatósági követelményeivel.* Egy fenntartható pénzügyi rendszer alapkövetelménye, hogy a jelen nemzedék szükségleteinek kielégítése anélkül valósuljon

meg, hogy a jövő nemzedékeinek lehetőségei csorbulnának. A fenntarthatóság hárompilléres megközelítése a gazdasági szempont mellett a szociális (társadalmi), valamint a környezeti hatásokat is magában foglalja, melyek szorosan összefüggnek egymással. Ennek megfelelően a gazdasági válságkezelés mellett szociális és környezeti válságkezelésről is beszélhetünk. E két utóbbi dimenzió azonban a válságkezelés során – elsősorban a forráshiány következtében – háttérbe szorult a gazdasági szemponthoz képest. A válság a három fenntarthatósági dimenzió közül a gazdasági szempontot erősítette, amelyet a válságkezelő mechanizmusok életbe léptetése, valamint azok továbbfejlesztése igazol. A szociális dimenziót illetően csak a legszegényebb rétegek támogatása valósult meg, míg a környezetvédelem egyértelműen lemaradt. Ugyanakkor e két terület szempontjainak egyidejű figyelembe vétele nélkül a fenntarthatóság nem valósulhat meg.

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

A 2007–2009-es nemzetközi pénzügyi-gazdasági válságra adott nemzeti és nemzetközi válaszok együtteséből az látható, hogy *a válságkezelés jelenlegi gyakorlata nem áll összhangban a globális gazdasági és pénzügyi rendszer fenntarthatósági követelményeivel.*

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

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

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

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

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

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

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

Ebben a folyamatban a válság által nagymértékben érintett multinacionális vállalkozások válságkezelési stratégiája *nem függetleníthető* a működésüknek helyt adó államok nemzeti kormányaitól. Stratégiájuk megvalósításában mindvégig *jelentős szerepet játszott a nemzeti kormányokkal való együttműködés is.* A nemzetközi pénzügyi-gazdasági válság hatására a nemzeti kormányok elsősorban a *finanszírozás* terén játszottak a korábbiaktól eltérő szerepet a multinacionális vállalkozások válságkezelésében. Ez megnyilvánult mind

a vállalatfinanszírozás biztosításában, mind pedig a keresleti oldal élénkítésében, így például a roncsautó-programok bevezetése terén.

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

Az állami szerepvállalás növelése mellett a multinacionális cégek változatlanul nagy befolyással rendelkeznek. A multinacionális vállalatok és a nemzeti kormányok közti *együttműködés új lépését* jelentheti a G20-ak 2014-es brisbane-i értekezletén elfogadott növekedés program, mely szerint a tagállamok a világ GDP növekedési ütemének 2,1 százalékpontos emelését célozták meg 2018-ig bezárólag. Ezt a gazdasági növekedést állami szervezésben, elsősorban infrastrukturális beruházási programok elindításán keresztül kívánják elérni, amelyek a globális GDP-t mintegy 2 milliárd dollárral emelnék meg, és több millió új munkahelyet teremtenének. A programok finanszírozása a kormányok költségvetési forrásaiból, valamint nemzetközi banki forrásokból történne.

### **3.2. Új és újszerű tudományos eredmények összefoglalása**

1. A disszertáció *újszerű rendszerezésben* ismerteti a pénzügyi globalizáció és a válságok kialakulásával kapcsolatos ismereteket. Az újszerű megközelítés kiemeli a rendszerszintű problémák (globalizáció, dereguláció és liberalizáció) szerepét, és ezzel összefüggésben potenciális továbblépési lehetőségeket vázol fel mind a jövőbeni

globális pénzügyi irányítási rendszer kialakítására, mind pedig az Európai Unió gazdasági-politikai és pénzügyi együttműködésének továbbfejlesztésére vonatkozóan.

2. A disszertáció a hagyományos szemlélet mellett egy, a szerző által felállított és elemzett, információs aszimmetriára épülő, *új (közös) válságmodell* alapján is értékeli a 2007–2009. évi válság újdonság-jellegét, valamint *újszerű szemléletben* veti össze a jelenlegi és az 1997–1998. évi délkelet-ázsiai regionális válság és válságkezelés tapasztalatait, továbbá ismerteti a nemzetközi intézmények és nemzeti kormányok szerepének megváltozását.
3. *Új tudományos eredményt* jelent az alkalmazott válságkezelő *intézkedések fenntarthatósági szempontú értékelése*, valamint a fenntartható pénzügyi rendszerre vonatkozó *követelmények kialakítása*, különös tekintettel a nemzetközi devizatartalékok kiegyensúlyozottabb elosztására, és az európai országokban felhalmozódott államadósságok kezelésére.
4. *Új kutatási eredményt* jelent a General Motors vállalatcsoport válságkezelésében az állami szerepvállalás értékelésére vonatkozó *esettanulmány feldolgozása*. A vonatkozó esettanulmány megállapítása, hogy szorosabb együttműködésre van szükség a multinacionális vállalatok és a nemzeti kormányok kapcsolatában a válság negatív hatásainak minél teljesebb körű felszámolása, valamint az új együttműködési lehetőségek feltárása érdekében.

#### **4. Következtetések, javaslatok**

Az első globális, pénzügyi alapú válságként jellemzett 2007–2009-es világgazdasági válság sok tekintetben újdonságként hatott a közgazdasági gondolkodásra. Az eltelt időszak tapasztalatai alapján elmondhatjuk, hogy az 1929–1933-as nagy gazdasági válság óta a legnagyobb világméretű visszaesésnek lehettünk szemtanúi. Az 1980 és 2000 közötti időszak válságaitól eltérően a jelenlegi válság nem a fejlődő országokból, hanem a világ legfejlettebb gazdaságának tartott Amerikai Egyesült Államokból indult ki, és gyűrűzött át más országokra. A válság pénzügyi oldala az amerikai (másodlagos) jelzálogpiaci problémákkal kezdődött, ugyanakkor ezek a folyamatok csak a végső lökést adták meg az amúgy is törekeny pénzügyi rendszer összeomlásához. A jelzálogpiac bedőlése mellett ugyanis számos más tényező is hozzájárult a válság kialakulásához, majd elmélyüléséhez. Ilyen tényező volt a globális fizetési mérleg-egyensúlytalanságok léte, a szuverén adóssághegyek kialakulása, valamint a pénzpiacok világméretű összefonódása,

különösképp a gazdasági liberalizáció és dereguláció doktrínáinak általános elterjedése mellett. Külön problémakört jelentett az Európai Unió közös valutájának, az eurónak a krízise. A válság tehát számos válságtípus, úgy mint a pénzügyi „eszközár-buborék”, a likviditási, a szuverén- és az adósságválság jegyeit is mutatta egyidejűleg. Ennek megfelelően a válságkezelésben részt vevő szereplők (kormányzatok, nemzetközi szervezetek, valamint pénzügyi intézmények) válasza is többféle aspektusban valósult meg, eltérő területekre fókuszált. Ilyen területek voltak például a szuverén mentőcsomagok (EU-Görögország), a pénzpiaci likviditás és bizalom helyreállítása (Fed, EKB), továbbá a realgazdaság megsegítése (kereslet élénkítése, munkahelymegőrzés támogatása). Az eltelt évek tapasztalata azt mutatja, hogy ezen keynes-i típusú válságkezelési intézkedések alapvetően sikerrel jártak, bár inkább csak tüneti kezelést jelentettek, és a háttérben húzódó – rendszerszintű – problémákat nem voltak képesek megoldani.

Az Európai Unió helyzete a válság során több szempontból is speciális volt. Az uniós tagállamok bankjai nem rendelkeztek jelentős kitettséggel az amerikai „mérgezett” másodlagos jelzálogpiaci eszközökben, így a válság áttérése ezen a transzmissziós csatornán keresztül csak korlátozottan valósult meg. Az EU számos tagállama azonban már jóval az amerikai jelzálogpiaci visszaesés kitörését megelőzően problémákkal küzdött elsősorban az eladósodottságot, valamint a növekedési potenciált illetően. Ebben jelentős szerepet játszott az euró létrehozásával kialakított egységes valutaövezet, amely mellé nem társult költségvetési integráció. Nem valósulhattak meg tehát azok a költségvetési transzferek, melyek az aszimmetrikus sokkok esetén kiegyenlítő szerepet játszhattak volna. Közös valuta és egységes monetáris politika mellett ilyen sokkok kezelésére a nemzeti kormányok gazdaságpolitikai eszközei a fiskális területre korlátozódtak. Az államháztartás mozgásterét is behatárolja azonban a közösségi szabályrendszer, így például a maastrichti kritériumok, vagy pedig a Stabilitási és Növekedési Paktum előírásai. Az Európai Unió továbbfejlődése tehát mindenképpen az egység további mélyítése, egy fiskális unió irányába történő „előremenekülés”, valamint a pénzügyi szabályozás megerősítése lehet. A fiskális unió megvalósítása a jelenleginél jóval nagyobb, a GDP kb. 1 százaléka helyett az Egyesült Államokéhoz hasonlóan minimum az össztermék 15-20 százalékát kitevő közösségi költségvetést igényelne. A szerző véleménye szerint ennek első szükségszerű lépése lehetne bizonyos szociális ellátórendszerek (társadalombiztosítás, munkanélküli-, valamint nyugdíjellátás) közösségi szintre helyezése, melyet az adórendszerek (forgalmi- és jövedelemadók) egységesítése követhetne. A közös költségvetést a monetáris unió

szintjén történő központi eurókötvény-kibocsátás támogatná, az erkölcsi kockázatok megfelelő kezelése mellett. A közös eurókötvény-kibocsátást pedig nem a tagállamok szuverén költségvetési hiányainak fedezésére kell elképzelnünk, hanem az „európai költségvetés” finanszírozására. Az integráció fennmaradásához emiatt elengedhetetlen lesz a nemzetek közötti szolidaritás növekedése, valamint a fiskális unió kialakításához szükséges politikai akarat megléte is. A költségvetési együttműködés megvalósításának kevésbé ambiciózus – és politikai szempontból a mai körülmények között reálisabban megléphető – terve szerint a tagállamok fiskális hatóságai látnák el a költségvetési fegyelem biztosításának feladatát, államháztartási mutatók meghatározásával. Ahhoz, hogy e folyamat ne bukjon meg a nemzetállami ellenálláson és érdemben működőképes legyen, megfelelő ösztönzők kialakítása szükséges a tagállamok részére, hogy közös (politikai és gazdasági) érdekként tekintsenek a fiskális fegyelem betartására.

A gazdasági válság szinte valamennyi reálgazdasági szektort kedvezőtlenül érintette, de a legsúlyosabb károkat talán a jelentős mértékben hitelből finanszírozott keresletre épülő autóiparban okozta. Az autóipar hagyományosan magas tőkelekötést igénylő iparág, melyben nagy szerepe van a méretgazdaságosságnak, így a gyártási kapacitások csak nehezen tudnak alkalmazkodni a kereslet nagymértékű fluktuációjához. Az értékesítések zuhanása ezért kihasználatlan autógyárakat eredményezett. Végso soron a megfelelő alkalmazkodás hiánya okozta azt, hogy az Egyesült Államok három nagy detroitit autógyártójának (General Motors, Ford és Chrysler) mindegyike csőd közeli helyzetbe került 2008-2009-re. Válságkezelésükben jelentős szerepet játszott a kormányzati segítség, elsősorban az Egyesült Államok kormánya részéről. A fenti három, globális szinten is tevékenykedő autógyártó közül a szerző a General Motorst vizsgálta meg tüzetesebben, mely Európában legfőképp az Opel/Vauxhall márkájával van jelen.

A General Motors 2009 nyarán az amerikai csődtörvény 11. fejezete szerinti eljárás alá került, amely lehetővé tette, hogy a vállalat megszabaduljon számos kötelezettségétől, és újjáalakulhasson az Egyesült Államok Pénzügyminisztériumának segítségével. A vállalatcsoport válságkezelése rövid távon leginkább az életmentő finanszírozás biztosításáról szólt, hosszabb távon azonban – a szervezeti átalakításokon kívül – a befektetési stratégiában is változtatásokat figyelhettünk meg. E lépések mind a marketing és értékesítés területén, mind pedig a gyártókapacitások konszolidálásában megnyilvánultak. A márkanévek számának csökkentése és vállalaton belüli versenyzésük megszüntetése mellett a termékfejlesztés a globális termékvonalak irányába mozdult el,

amely lehetővé teszi a globális termelési kapacitás hatékony és rugalmas kihasználását, tehát végső soron a méretgazdaságosságból eredő előnyök kiaknázását. Az utóbbi öt év pénzügyi eredményeiből az látható, hogy a General Motors reorganizációja sikeres volt, és a vállalatcsoport már 2010-től kezdődően nyereséges működést produkál globális szinten.

A General Motors csoport válságkezelését áttekintve azt a megállapítást tehetjük, hogy a multinacionális vállalatok válságkezelésében jelentős szerepet játszott a nemzeti kormányokkal való kölcsönös együttműködés: a multinacionális vállalatok nemzetgazdaságokra gyakorolt befolyása mellett a kormányok rendszerint támogatásokkal segítik e globális skálán tervező vállalatok letelepedését, további beruházásaikat. A nemzetközi pénzügyi válság hatására a helyi kormányok elsősorban a finanszírozás területén játszottak a korábbiaktól eltérő szerepet, amely mind hitelezésben, mind pedig tulajdonrész szerzésében megnyilvánult, a termelő és a pénzügyi szférában egyaránt.

A válság rávilágított arra, hogy a piaci mindenhatóságába vetett hit, vagyis a piaci fundamentalizmus önmagában kevés: a piaci erők önmagukban alkalmatlannak bizonyultak a válság elkerülésére, valamint annak kezelésére, ezért a szabályozói beavatkozás elkerülhetetlen. Biztosra vehető, hogy a rendszerszintű problémák kezelése nemzetállami szinten nem tud kellőképpen érvényesülni. A globális piac kihívásaira igazi globális megoldások szükségesek. Ennek következtében reális továbblépési lehetőségként a globális szinten harmonizált szabályozás kialakítása képzelhető el, melyben a nemzetállamok közti egyeztetési folyamat, valamint a megegyezés szerepe jelentősen fel fog értékelődni. Az „új globális pénzügyi rendszer” nem nélkülözheti a fejlődő országok – jelenleginél jóval szélesebb körű – bevonását, különösen a már napjainkban is önmagában jelentős gazdasági erőt képviselő Kínáét, elsősorban finanszírozói, majd a tőkemozgások szabadabbá tételével szabályozói szerepben. A nemzetközi pénzügyi rendszer jövőjének nagy kérdése, hogy ennek megvalósítása milyen intézményi struktúrában történhet: vajon a jelenlegi intézmények (IMF, Világbank, G20-ak, BIS) jelentős átalakulása és funkcióváltása fog bekövetkezni, vagy pedig új, a korábbiaktól független, az országok gazdasági súlyát jobban figyelembe vevő globális szervezetek jönnek létre. Harmadik – köztes – útként regionális intézmények létrehozása történhet meg, amelyek között valósulhat meg a gazdaságpolitikák, valamint a pénzügyi szabályozás szükségszerű koordinációja. A napjainkban megfigyelhető tendenciák egyre inkább e harmadik út realitását mutatják erősödni. A döntéshozók felelőssége nagy abban, hogy e szervezetek ne az egymást elszegényítő versengés („*race to bottom*”) széttöredezett regionalizmusát,

hanem egy érdemi gazdasági együttműködéssel járó kiegyensúlyozott multilateralizmus megvalósítását szolgálják. Egy ilyen világméretűben harmonizált pénzügyi rendszer rugalmasan képes igazodni az erőviszonyok változásához, és globális szinten létrejöhet a rendszerszintű kockázatok kezelése is. A jövő nemzetközi pénzügyi rendszerének kialakításakor nem hagyhatók figyelmen kívül a fenntarthatóság követelményei sem, vagyis olyan mechanizmusokat kell életbe léptetni, melyek az elkövetkezendő nemzedékek lehetőségeinek csorbítása nélkül képesek hatékony nemzetközi tőkeallokációra, a destabilizáló hatású spekuláció és tőkemenekülés elkerülésével. Cél, hogy a pénzügyi tevékenységek és a tőkemozgások erősebb kontrollja nyomán elkerülhetővé váljanak a fertőzőesés válságok. Mindezekben jelentős előrelépést képviselne a nemzetközi pénzügyi rendszer stabilitásának fokozása, a bizalom növelése, amellyel együtt járhatna a pénzforgalomból jelenleg kivont devizatartalékok egy részének felszabadítása reálgazdasági fejlesztési célok megvalósítására. A biztonságot ez esetben a szabályozottság és a nemzetközi koordináció magasabb foka adná.

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

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

## **5. Az értekezés témaköréhez kapcsolódó publikációk**

### **Idegen nyelvű szakcikkek, tanulmányok**

1. Bartakovics Gábor (2011). *Outsourcing Among Multinational Companies*. Second International Conference for PhD Candidates, Economics, Management and Tourism. South-West University of Neofit-Rilski. Bulgaria. (pp. 44-49). ISSN 1314-3557

### **Magyar nyelvű szakcikkek, tanulmányok**

1. Bartakovics Gábor (2013). *Fenntarthatósági számvitel*. „Felelős társadalom - Fenntartható gazdaság” Nemzetközi Tudományos Konferencia. Nyugat-magyarországi Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar. Sopron, 2013. november. (pp. 666-682). ISBN 978-963-334-144-5
2. Bartakovics Gábor (2012). *Állami támogatások az autóiparban - Az Európai Bizottság vizsgálatainak tükrében*. „Munkahelyteremtés - Hatékonyság - Innováció” Nemzetközi Tudományos Konferencia. Nyugat-magyarországi Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar. Sopron, 2012. november. (pp. 284-299). ISBN 978-963-359-000-3
3. Bartakovics Gábor–Sávay Balázs (2012). *Kína az új világbankár?* „Tehetség és kreativitás a tudományban” Nemzetközi Tudományos Konferencia. Tanulmánykötet. Nyugat-magyarországi Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar. Sopron, 2012. május. (pp. 387-404). ISBN 978-963-9883-92-5
4. Bartakovics Gábor (2011). *A válság reálgazdasági hatása a multinacionális vállalatok szemszögéből*. „Változó környezet – Innovatív stratégiák” Nemzetközi Tudományos Konferencia. Nyugat-magyarországi Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar. Sopron, 2011. november. (pp. 1062-1075). ISBN 978-963-9883-87-1
5. Bartakovics Gábor (2011). *Az Egyesült Államok és az Európai Unió pénzügyi szabályozásának összehasonlítása a gazdasági válság kialakulására tekintettel*. Gazdaság és Társadalom. 2011/Különszám. Sopron. (pp. 42-61). ISSN 0865-7823

### **Egyéb, válogatott publikációk**

1. Bartakovics Gábor (2005). *Az olajár-változás pénzügyi hatásainak vizsgálata az 1970-es évektől napjainkig*. XXVII. Országos Tudományos Diákköri Konferencia, Közgazdaságtudományi Szekció. Sopron

A teljes publikációs jegyzék elérhető a Magyar Tudományos Művek Tárában (MTMT):

<https://vm.mtmt.hu//search/slist.php?lang=0&AuthorID=10031558>