

MÁRTON Andrea

## AZ AMERIKAI MÁSODLAGOS JELZÁLOGPIACI VÁLSÁG HATÁSAI

### THE EFFECTS OF THE AMERICAN FINANCIAL CRISIS

**Az amerikai jelzálogpiaci válság nemcsak a globális pénzügyi rendszerre gyakorolt hatása miatt meghatározó jelentőségű, hanem azért is, mert a válság hatásai kiszámíthatatlanok és hosszú távon megkérdőjelezhetik a dollár vezető szerepét a világgazdaságban.**

**The American financial crisis had a great importance not only because of the effect taken on the global financial system but because of the effects of the crisis are unpredictable and they can question the leading role of the American dollar in the world market in the long run.**

A XX. században a nemzetközi rendszer és a nemzetközi politika számos nagy jelentőségű változáson ment keresztül. Globalizálódó világunkban a biztonságpolitika, illetve maga a biztonság egyre komplexebb jelentéssel bír, és egyre gyakrabban használt fogalomvá vált.

A posztmodern biztonságpolitika alap gondolata az, hogy az államok egyre nagyobb nyitottsága és gazdasági összefonódása a biztonság valamint a jólét letéteményese. Ez a gondolat, amely a gazdasági összefonódásról szól, felértékeli a gazdasági biztonság fogalmát, és jelentőségét a többi dimenzió fölé helyezi, mert mindegyiknek az alapját képezi. Ma már semmilyen hosszú távú biztonság nem létezhet hosszú távú gazdasági stabilitás nélkül. „*A bankárok számára hosszabb a jövő árnyéka, mint a katonák számára. A gazdaság területén könnyebben kialakul az érdekek közössége, a célok pedig a hosszú távú jövőre vonatkoznak, ezért a gazdasági kooperatív megoldások száma nagyobb és jobban kidolgozottak, mint a biztonsági rezsimeké.*”<sup>1</sup>

A gazdasági biztonság a globalizációnak köszönhetően felértékelődött, azonban főbb területeiről, illetve a biztonság más dimenzióinak kapcsolatáról átfogó elemzések nem készültek.

A gazdasági biztonság egyaránt létezik nemzeti és a gazdasági folyamatok internacionalizálódása következtében nemzetközi viszonylatban is.

Az előbbiekben felvázolt gondolat mentén szeretném bemutatni tanulmányomban az amerikai másodlagos jelzálogpiaci válságát, mint a gazdasági biztonság egyik legaktuálisabb és legjelentősebb, globális hatású kihívását.

Miért is fontos nekünk, európaiaknak az amerikai másodlagos jelzálogpiaci helyzete? A válasz az európai bankok amerikai leányvállalatainak helyzetéből, illetve az anyabankok által vállalt készfizető kezességben keresendő. A válasz egy másik aspektusa az, hogy hogyan hatnak ezek a tényezők azoknak az országoknak a gazdasági helyzetére, valamint az adott országok pénzügyi szektorára.

Áttekintem röviden mi is vezetett az amerikai másodlagos jelzálogpiaci válságához. A válsághoz vezető utat meghatározták az amerikai pénzügyi rendszer II. világháború után kialakult jellemzői, illetve az amerikai bankok hitelezési gyakorlata.

### AZ AMERIKAI PÉNZÜGYI RENDSZER JELLEMZŐI

A II. világháború végképp szétzilálta az országok közötti nemzetközi pénzügyi kapcsolatokat. Franklin Delano Roosevelt és Winston Churchill az 1941 augusztusában kibocsátott Atlanti Chartában kötelezték országaikat, hogy az 1930-as évek bilateralizmusa helyett a háború után a nemzetközi kapcsolatok multilaterális rendszerét hozzák létre.<sup>2</sup> 1942–1943-ban — a wilsoniánus csoportok lobbitevékenysége nyomán — jelentős vita kezdődött

<sup>1</sup> Matus János: A biztonság, a gazdaság és a kölcsönös függőség problémái a nemzetközi kapcsolatok elméletének különböző irányzataiban MTA Doktori Értekezés, Budapest, 2003, 174. oldal

<sup>2</sup> Gilincsek Edgár: A Bretton Woods-i pénzügyi rendszer születése Múltunk 2003/2 127-158. oldal <http://tek.bke.hu/keynes120/magyar/bretton.htm#23> letöltési idő: 2008.02.27. 17:35

a háború utáni rendezésről. A tárgyalások egészen 1943 végéig tartottak, több indítványt is elvetettek mire a megállapodás megszületett. 1944. július 1-jén — Bretton Woodsban — megkezdődött az Egyesült Nemzetek Monetáris és Finanszírozási konferenciája.

A Bretton Woods-i konferencián határozták meg a Nemzetközi Valutaalap (IMF) és a Világbank (IBRD) felépítését illetve működését. Mivel az amerikai javaslatot fogadták el, így az Amerikai Egyesült Államok vezető szerepet töltött be mindkét szervezetben. Egyes közgazdászok szerint a két szervezet működését teljesen alárendelték az amerikai politikai szándékoknak. 1949-re az amerikai aranytartalékok szintje 24,6 milliárd dolláros rekordot ért el. A Bretton Woods-i rendszer első megpróbáltatásai a koreai háború utáni időszakban jelentkeztek. 1957–1958-ban a világgazdaság recesszióba süllyedt. A kezdődő recesszióknak vissza kellett fognia az amerikai pénzügyi rendszert, és regenerálnia azt.

Néhány évvel később — 1967-ben — a brit kormány súlyosan megsértette az IMF szabályait, hogy elkerülje gazdasága teljes összeomlását. Ekkor az amerikai deviza értéke az 1930-as évek szintjére csökkent, köszönhetően a vietnami háború költségeinek, továbbá az amerikai államháztartás rekord méretű hiányának. Többek között ennek is volt köszönhető, hogy a Johnson-adminisztráció egy nagyon veszélyes, úgynevezett „kreatív könyvelésbe” kezdett, amelynek a lényege az volt, hogy a Szövetségi Szociális Biztonsági Alapítvány vagyonát hozzáadták a költségvetés bevételi oldalához, valamint az összes gazdasági mutatót manipulálták.

1971-ben megváltozott a pénzügyi világ. Európa gyorsan fejlődő államai, élükön Franciaországgal valamint Japán követelni kezdték az Egyesült Államoktól, hogy az általuk felhalmozott dollár többletüket váltsa be aranyra. Nixon elnök és tanácsadói ekkor kénytelenek voltak szembenézni a tényekkel: a háború utáni amerikai ipari gazdaság fejlődése nem vette fel a versenyt a korszerű, gyorsan növekvő európai és ázsiai országok gazdasági bővülésével. Nixon elnök — tanácsadói véleményére támaszkodva — 1971. augusztus 15-én felfüggesztette a dollár aranyra válthatóságát. Ennek az lett a következménye, hogy a Bretton Woods-i rendszer összeomlott.

A rendszer összeomlása után a korábbi adósságállomány kezdett önjáróvá válni. A kormányzat már csak jelentős manipulációkkal tudta kezelni a helyzetet. Az 1973-as olajár válság kitörése után újabb manipulációk kellettek a dollár árfolyamának fenntartásához. Ez az időszak 1979 augusztusáig tartott. Ekkor — Jimmy Carter elnöki mandátumának a végén — az amerikai központi bank szerepét betöltő FED<sup>3</sup> élére kinevezték Paul Volckert<sup>4</sup>. Az új bankelnök bejelentette, hogy a jelenlegi állapot nem tartható tovább, és a gazdaság helyreállításához sokkterápiára van szükség. A sokkterápia 1979 októberében el is indult, és 1982-ig tartott. A sokkterápia hatásaként az USA valamint a világgazdaság recesszióba sodródott, az amerikai jegybanki alapkamat kétszámjegyűre nőtt, és közben a munkanélküliség is elérte a 11%-ot. A Volcker-féle sokkterápia az amerikai gazdaság szerkezeti átalakulásához is vezetett. A hagyományos iparágak leépültek, vagy olyan külföldi — javarészt ázsiai országokba helyezték át a termelésüket, — amelyeknek a költségszintje lényegesen alacsonyabb volt az Amerikai Egyesült Államokénál.

A sokkterápia végére a gazdaság átalakult, és olyan pénzügyi szervezetek kerültek előtérbe, amelyek hatékonyan kezelték a különböző külföldi illetve belföldi befektetéseket, valamint olyan vállalatok, amelyek hatékonyságát a kutatás, fejlesztés határozta meg.

1987-ben az addig folyamatosan működő Saving & Loan Bank likviditási válságba került<sup>5</sup>. A bank átvilágításakor derült ki, hogy hatalmas veszteségeket engedélyezett a leányvállalatainak, amelyeknek értéke meghaladta a 160 milliárd dollárt. A tényleges számokat a szakértők sosem hozták nyilvánosságra. A szakértői vélemények szerint a tényleges likviditási veszteség elérhette a 900 milliárd dollárt is.

Megállapítható, hogy ebben az időszakban a gazdasági visszaesés következményei nemcsak az amerikai gazdaságra hatottak, hanem az amerikai dollár elszámolású országok fejlődő gazdaságaira is. Az amerikai gazdasági

<sup>3</sup> FED: Az amerikai központi bank szerepét betöltő pénzügyi intézmény.

<sup>4</sup> Paul Volcker: Amerikai közgazdász. Az amerikai központi bank szerepét betöltő pénzügyi intézmény elnöke 1979 augusztusa és 1987 augusztusa között. Jelentős szerepet játszott a Bretton Woods-i pénzügyi rendszer megszüntetésében. A kis „hidegháború” időszaka alatt bevezetett gazdasági sokk terápiának köszönhetően az amerikai gazdaság szerkezete átalakult. Jelentős befolyásra tettek szert a pénzügyi intézmények, és olyan iparágak szerveződtek át mint a gépipar vagy a bányászat.

<sup>5</sup> Saving&Loan Bank likviditási válságáról bővebben lásd: Timothy Curry and Lynn Shibus: The cost of the savings and loan crisis: Truth and Consequences [http://www.fdic.gov/bank/analytical/banking/2000dec/bvr13n2\\_2.pdf](http://www.fdic.gov/bank/analytical/banking/2000dec/bvr13n2_2.pdf) letöltési idő: 2008.03.17 14:52

szakértők rájöttek, hogy orvosolni kell a problémákat, mert a gazdasági növekedést tartósan a rossz hitelekkel, illetve a növekvő elszegényedéssel nem lehet biztosítani. Ennek a problémának a kezelésére született meg az a kezdeményezés, amelyet egyszerűen úgy tudunk jellemezni, hogy „szemek az áron”. A kezdeményezés egy új korszakot is elindított az amerikai pénzügyi szférában. Ennek az új korszaknak a legjelentősebb képviselője Alan Greenspan,<sup>6</sup> a FED új elnöke volt.

1987. október 19-én az amerikai tőzsdén bekövetkezett a „Fekete Hétfő”<sup>7</sup>. Ezt a helyzetet a FED újonnan megválasztott elnökének kellett orvosolnia. A bekövetkezett tőzsdekrach kezelésére a következő megoldás született: a FED bejelentette, hogy kész hitelt adni azoknak a pénzügyi intézményeknek, akik bajba kerültek. Majd a bejelentés után megkezdte a kereskedést a Chichagó-i székhelyű Major Market Index az NYSE feljövő részvényeivel. Az arbitrázsörök<sup>8</sup> ezek után az ügyletek mögött fedezetként szolgáló készletekkel kezdtek kereskedni. A piac megindult a gyógyulás útján, és megszülettek az új pénzügyi termékek: a derivatív ügyletek<sup>9</sup>.

Az amerikai pénzügyi piacok főbb jellemzői, továbbá az általuk használt pénzügyi eszközök többsége a tőzsdéhez kötődik. A tőzsdeindexek minden megrendülése jelentős veszteségeket okozhat a pénzügyi szférának, illetve mint a mostani jelzálogpiaci válság is mutatja, megrendítheti a bankrendszer egészét. A globalizált világgazdaságban azonban nemcsak azt az országot érinti, amelyben a válság kitör, hanem mint láthattuk az európai, sőt az ázsiai országok pénzügyi rendszerét is.

Tekintsük át milyen hatással volt az európai pénzügyi piacokra az amerikai jelzálogpiaci válság. A pénzügyi válság kialakulásához vezető út, részben az amerikai pénzügyi szektor történeti fejlődésével, részben pedig a bankrendszer kialakult hitelezési gyakorlatával magyarázható. Az előbbi részben az amerikai pénzügyi szektor fejlődését tekintettük át, most nézzük meg a pénzügyi szektor kockázatvállalási hajlandóságát, valamint a bankok által használt pénzügyi termékek körét.

Az amerikai pénzügyi szektor fejlődésén keresztül látható volt, hogy azok a hitelintézetek, amelyek kiemelkedő hasznot reméltek valamely pénzügyi terméktől, azok akár az átlagosnál is magasabb kockázatot vállaltak. E kockázatvállalási hajlandóságot növelte, hogy az amerikai piacon nagyon olcsón lehetett jelzáloghitelekhez jutni. A bankok és a pénzügyi szolgáltatók az olcsó hitelek korában olyan magánszemélyeknek is adtak kölcsönt, akiknek egy konzervatívabb kockázatvállalás esetén semmilyen jelzáloghitel felvételi esélyei nem lettek volna. Az úgynevezett „subprime” adósok számára azért volt veszélyes ez a mennyiségű hitelfelvétel, mert a nagyon alacsony kamatszint mellett olyan mennyiségű hitelt kaptak, amelyet már 1%-os kamatszint növekedésnél képtelenek voltak, vagy csak jelentős késéssel voltak képesek kifizetni. Az amerikai piacon levő bankok kockázatvállalási hajlandósága pedig a pénzügyi piacon levő strukturált termékek<sup>10</sup>, továbbá a jelentős verseny illetve a növekedési kényszer miatt jelentősen megnőtt. A bankok a verseny gerjesztette növekedési kényszer következtében a megülő hitelügyeket csak a prudens működés<sup>11</sup> betartásával, valamint szigorú kockázatvállalási szabályokkal el-lensúlyozhatták volna. A hitelválság kitörésének időpontja 2007 őszére tehető, ekkor jelentkeztek a másodlagos jelzálogpiacon az adósok fizetési nehézségei, és magukkal rántották a rájuk alapozott származékos pénzügyi termékek piacán tevékenykedő hitelezőket is. „A hitelszűke lényegében a nagybani, bankközi piacra korlátozódott, a rövid lejáratú finanszírozás megnehezült, mert a bankok nem szívesen kölcsönöznek egymásnak rövid lejáratra,

<sup>6</sup> Alan Greenspan: Amerikai közgazdász. 1987 augusztus 11-től 2006 január 31-ig a FED elnöke. Tevékenységéről lásd: Engdahl, F. William: The financial Tsunami and envolving economic crisis: Greenspan's grand design <http://www.globalresearch.ca/index.php?context=va&aid=7876> letöltés ideje: 2008.03.17. 15:53

<sup>7</sup> Fekete Hétfő: 1987. október 19-én bekövetkezett tőzsde krach. Lásd bővebben: Portfolió.hu: Nem lesz többé Fekete Hétfő megjelenés 2007.10.19-én <http://index.hu/gazdasag/magyar/fh071019/> letöltés ideje: 2008.03.17 14:55

<sup>8</sup> Arbitrázsörök: Olyan piaci szereplő, aki kockázatvállalás nélkül szerez hasznot. Az arbitrázsörök a piaci anomáliákból adódó lehetőségeket használják ki. Arbitrázsprofitra kétféleképpen lehet szert tenni: 1) akkor, ha két különböző tőzsdén eltérő áron jegyzik ugyanazt a terméket: ekkor nem kell mást tenni, mint ott megvenni, ahol olcsóbb, és ott eladni, ahol drágább; 2) akkor, ha egy termék ára és a termék szintetikus előállításának költsége eltérő: ekkor a teendő olyan formában megvenni a terméket, amelyikben olcsóbb, és olyan formában eladni, ahogy drágább. E befektetők tevékenysége biztosítja, hogy a piaci árakból eltűnjenek az anomáliák, és a pénzügyi termékek piaci árai a valóban méltányos (elméleti) árakat fejezzék ki.

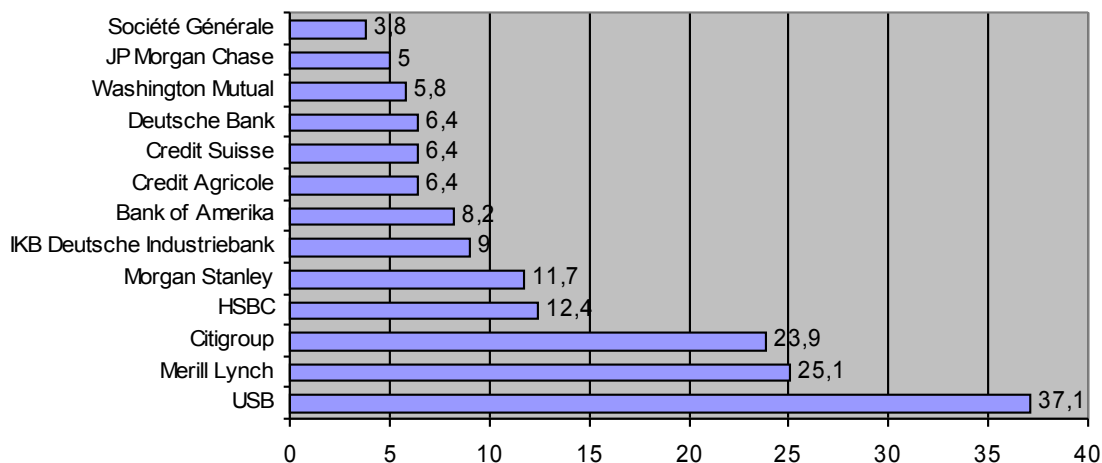
<sup>9</sup> Derivatív ügyletek: Olyan pénzügyi termék, melynek áralakulása egy mögöttes termék (alaptermék) értékének, árának alakulásától függ, abból származtatható. Fajtái: határidős ügylet, opciós ügylet, csereügylet

<sup>10</sup> Strukturált termékek: Különböző pénzügyi termékek kombinációja. Az egyik jellemző formája a tőkegarancia-szerkezet, ahol a tőke garantált és a szelvény (kamat) – a származékos ügyleten keresztül – egy mögöttes eszközhöz kapcsolódik.

<sup>11</sup> Prudens működés: AA külső jogszabályoknak és a belső szabályzatoknak megfelelő működés.

nem tudván, ki mennyire van kitéve a kétes értékpapírok kockázatának.”<sup>12</sup> Mivel a „hitelválság” csak a hitelező pénzintézeteket érinti így hatásos lehet a központi bankok beavatkozása. Amennyiben más adókat is érintene, akkor a központi bankok által a pénzügyi szektorba áramoltatott pénzmennyiség kevés lenne a válság stabilizálására.

Képesek a központi bankok kezelni a válságot? Jelenlegi ismereteink alapján úgy tűnik, hogy a válasz igen. Nem szabad azonban megfeledkeznünk arról, hogy a válság érintettjei olyan bankok és pénzügyi szervezetek, amelyek tőkéjük jelentős részét kockáztatták a jelzáloghitel piacon, illetve olyan cégek, amelyek a strukturált termékekből vásároltak, így a vállalt kockázatot sem mindig tudták felmérni. A jelenlegi híradások<sup>13</sup> arról számolnak be, hogy európai bankok is jelentős veszteségeket szenvedtek el az amerikai piacon. A tényleges veszteségek nagyságáról még csak most jelennek meg az első adatok, azonban már ezek is elégnék bizonyultak ahhoz, hogy a pénzügyi elemzők az amerikai gazdaság válságáról kezdjenek beszélni. A válság kitörésének okait Greenspan, a FED korábbi elnöke a korábbi eufóriával magyarázta, mert akkor senki sem gondolt rá meddig növekedhetnek az amerikai ingatlan árak. Az ingatlanárak folyamatos növekedése, továbbá a piacon levő hitelbőség lehetőséget biztosított a bankoknak, hogy a konzervatív kockázatkezelési modelleket félretéve olyan termékeket használjanak, amelyeknek nem lehetett előre látni a pénzügyi kockázatát. Jelenleg nem tudjuk, hogy melyik Wall Street-i bankház milyen kockázatokat söpört a szőnyeg alá. A kockázatok hibás felmérése lett a veszte az egyik legrégebbi amerikai befektetési banknak a Bear Stearnsnek is. A nyolcvanöt éve a pénzügyi piacon levő befektetési bankház elvesztette tőkéjének jelentős részét, és versenytársa martalékvá vált. A lehető legalacsonyabb 10 USD felvásárlási árat fizetett a vevő érte. A jelenlegi helyzetben nem ez volt az utolsó nagy befektetési ház a pénzügyi piacon, aki nem tudta átvészelni a hitelválságot. Több kisebb-nagyobb jelzálogintézetre vár ugyanez a sors. A világ egyik vezető pénzügyi vállalkozása a Citigroup, szintén nem úszta meg jelentős veszteségek nélkül a válságot. A cég eddig elszenvedett vesztesége elérte a 18 milliárd dollárt.<sup>14</sup> A válság tovább gyűrűzik, és újabb adatok láttak napvilágot a bankok illetve pénzügyi intézmények által elszenvedett veszteségekről. Az 1. ábra az eddig leírt veszteségeket mutatja be.



1. számú ábra: A pénzügyi intézmények veszteségei 2007 elejétől milliárd dollárban  
(Forrás: [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com))

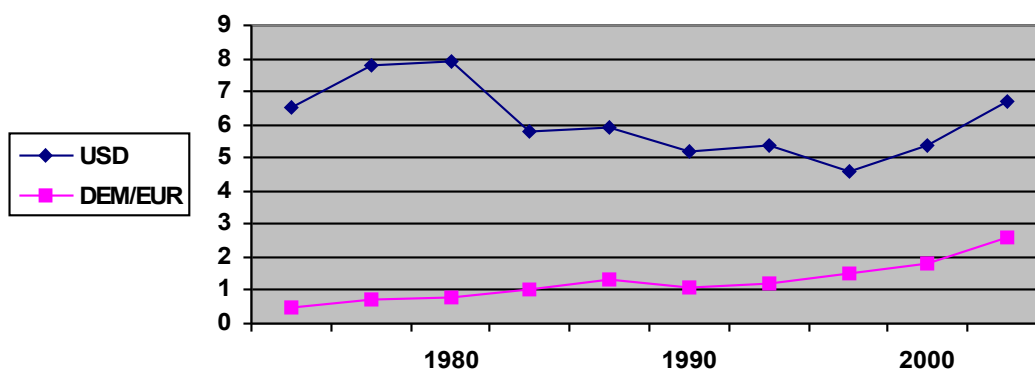
A bankok csődje és a hitelválság súlyosan megrongálja a pénzügyi intézményekbe vetett bizalmat. Az amerikai közgazdászok úgy gondolják, hogy a válságnak csak akkor lehet vége, ha az elszenvedett bizalmi válságot helyreállítják. Ez azonban nem ilyen egyszerű, hiszen akkor amerikai kisemberek házáinak ezreit kell elárverezni,

<sup>12</sup> HVG.hu: Hitelválság: Bajban vannak a nagy amerikai bankok. Szerző nincs adat, megjelenés ideje: 2008.01.04  
[http://hvg.hu/gazdasag/20080114\\_hitelvalsag.aspx#www](http://hvg.hu/gazdasag/20080114_hitelvalsag.aspx#www) letöltési idő: 2008.03.19 15:46

<sup>13</sup> HVG.hu: Deutsche Bank: A hitelválság 1,7 milliárd euróba kerülhet szerző nincs adat, megjelenés ideje: 2007.09.24  
[http://hvg.hu/gazdasag/20070924\\_Deutsche\\_Bank\\_hitelvalsag.aspx#www](http://hvg.hu/gazdasag/20070924_Deutsche_Bank_hitelvalsag.aspx#www) letöltés ideje: 2008.03.19 16:05

<sup>14</sup> HVG.hu: További ezreket küld el a Citibank Szerző nincs adat, megjelenési ideje: 2008.03.20 [http://hvg.hu/gazdasag/20080320\\_citibank\\_hitelvalsag\\_leepites.aspx](http://hvg.hu/gazdasag/20080320_citibank_hitelvalsag_leepites.aspx) letöltési idő: 2008.03.25 16:20

hogyan a jelentős befektetési házak valamint a pénzügyi intézmények megmeneküljenek az összeomlástól. A válságnak azonban van egy jelentős, egyelőre csak papíron és közgazdasági modellekben létező geopolitikai jelentősége is. Ez pedig nem más, mint az Euro előretörése a globalizálódó világban.<sup>15</sup>



2. számú ábra: Az euro és a dollár tervezett helyettesítési része  
(Forrás: Chinn és Frankel)

Két amerikai kutató<sup>16</sup> állítása szerint hosszú távon ez a folyamat felgyorsulhat, mert az Európai Unió piaci méretei elérték az amerikai piacét,<sup>17</sup> gazdasági mutatói is jobbak,<sup>18</sup> és gazdasága is gyorsabban fejlődik. Bár ezek csak elméletek, gazdasági szakemberek, mégis figyelmeztetnek, arra, hogy a dollár visszaszorulhat az euróval szemben,<sup>19</sup> és ez által, teret veszíthet a nemzetközi pénzügyi világban.

#### A HITELVÁLSÁG<sup>20</sup> HATÁSA KELET-KÖZÉP-EURÓPA ORSZÁGAIRA

Egyes banki elemzők<sup>21</sup> szerint ezekre az országokra is hatni fog a válság, annak azonban bizonytalan a kimenetele melyik országban milyen lesz a hatásmegoszlás. Több elemzés<sup>22</sup> is készült, arról, hogy ezek az országok hogyan lehetnek érintettek a válságban.

A kelet-közép-európai országok pénzügyi és banki rendszerének fejlődése jelentősen eltér egymástól. A jelen tanulmány terjedelme nem teszi lehetővé, hogy minden ország pénzügyi és banki szektorának fejlődését részletesen bemutassam, így csak a legfontosabb fejlődési szakaszokat tekintem át.

A volt keleti tömb országában lezajlott rendszerváltások természetes velejárója volt a pénzügyi rendszer átalakítása. Ezekben a változásokban a kelet-közép-európai országok más-más gyakorlatot követtek, hiszen a régió országainak pénzügyi rendszere nem volt homogén.

A Visegrádi Csoport országában a pénzügyi átalakulás előbb végbement, mint a régió többi országában. A Visegrádi Csoport országában a tervezési rendszer örökségén, — amely jellemzője az egyszintű bankrendszer és a tőkepiacok hiánya volt — indult meg a pénzügyi rendszer átalakulása. Az átalakulás első lépcsőfoka a kétszintű bankrendszer megteremtése volt, majd a tőkepiacok létrehozása következett. Ezek a lépcsőfokok azért voltak fontosak, mert megteremtették a vállalatok és a pénzpiacok közötti közvetítő rendszert. Ezzel természetesen

<sup>15</sup> Jeffrey Frankel: The euro could surpass the dollar within ten years <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/989> letöltés ideje: 2008.03.25 16:31

<sup>16</sup> Jeffrey Frankel és Menzie Chinn

<sup>17</sup> Az Európai Unió lakossága :493 millió fő; míg az USA lakossága : 303 millió fő forrás: [www.imf.org](http://www.imf.org) letöltési idő 2008.09.02 17:20

<sup>18</sup> Gazdasági összehasonlító adatok: Beruházások: EU: 21,815%; USA: 17,357%(a GDP százalékában); GDP növekedése: EU: 1,84 %; USA: 0,53%; forrás: <http://www.imf.org> letöltési idő: 2008.09.02 17:22

<sup>19</sup> Lásd még: Chinn, M.–Frankel, J.: „Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?“, in Richard Clarida (ed.), „G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment“, The University of Chicago Press, Chicago, 2006.;

valamint Chinn, M.–Frankel, J.: The Euro May over the Next 15 years Surpass the Dollar as Leading International Currency, NBER Working Paper No 13909, 2008. április

<sup>20</sup> Hitelválság és az amerikai jelzálogpiaci válságot szinonima fogalomként használom.

<sup>21</sup> Banki elemzők: Pradeep Mitra, Világbank európai felzárkózó piaci főközgazdász, Goldman Sachs elemző pénzügyi csoport

<sup>22</sup> Lásd: Phillipe d'Arvisenet: Did you say “decoupling”? Confirmation of a severe downturn in the US; 2008; <http://www.bnpparibas.com/en/common/popup.asp?code=ADIA-7CFKA8&doc=editorial> letöltés ideje: 2008.03.25 17:40

sen együtt járt olyan pénzügyi szabályok illetve jogszabályok megalkotása, amelyek lehetővé tették a befektetők védelmét, vagy lehetségessé tették a többségi vagy 100%-os tulajdonszerzést.

A balti országokban (Észtország, Lettország, Litvánia) később kezdődött meg a pénzügyi rendszer átalakítása. Az indok: az államok függetlensége után először a saját pénzt vezették be, és az önálló gazdaság megteremtését tették lehetővé. A pénzügyi rendszer fejlesztésében egyértelműen a banki közvetítő rendszer kiépítését kezdték meg. A három államban azonban a bankok alapítása megelőzte a törvényi szabályozás valamint hatósági ellenőrzés kiépítését. Ezért aztán a liberalizált, ellenőrzés nélküli piacon nem kellett sokat várni az első bankcsődre sem. A bankcsőd hátrányai nemcsak abból származtak, hogy költségei megterhelték az állami költségvetést, hanem abból is, hogy megingott az újonnan bevezetett valuták iránti bizalom. A térségben jelen levő nemzetközi vállalatok valamint kis- és középvállalkozások visszatértek a dollárelszámolásra.

A romániai<sup>23</sup> pénzügyi rendszer fejlődését számos tényező hátráltatta és csak lassan, több ütemben valósult meg. A legnagyobb problémát az okozta, hogy hiányoztak a megfelelő jogszabályok, nem voltak meg a kilencvenes éveknek megfelelő szintű vállalatirányítási rendszerek, és hiányzott a megfelelő szakembergárda. A fejlődés első hulláma a kilencvenes évek elejére tehető, amikor kialakult a kétszintű bankrendszer és megszülettek a működtetéshez szükséges jogszabályok. A második fejlődési ütem a kilencvenes évek közepe, amikor létrejönnek a vegyes alapítású és kizárólag külföldi tulajdonú pénzügyintézetek, majd a harmadik hullám a kilencvenes évek vége, amikor átalakul a banki szerkezet, és megkezdődik a bankkonszolidáció.

Bulgáriában<sup>24</sup> a rendszerváltozás szintén hatalmas gazdasági, társadalmi sokkal járt, azonban az ország jelentős gazdasági visszaesése hiperinflációval párosult. A bankrendszer átalakítását egészen addig nem lehetett megkezdeni, amíg a gazdasági stabilizációt az ország meg nem teremtette. Ez az időszak a kilencvenes évek közepére tehető. Innentől Bulgária szintén elkezdte átalakítani pénzügyi rendszerét, és a fejlődés egyértelműen az Európai Unióban elfogadott pénzügyi normák felé hatott.

Ukrajna<sup>25</sup> pénzügyi rendszerének fejlődése jelentősen eltér a többi kelet-közép-európai országétól. Az eltérés nemcsak abban mutatkozik meg, hogy a kilencvenes évek gazdasági recessziója után a pénzügyi rendszer átalakulása csak a 2000-es évekre tehető, hanem abban is, hogy jelenleg is erős az országban az orosz befolyás.

Jugoszlávia utódállamainak fejlődése és pénzügyi rendszerének átalakulása jelenleg is tart. Horvátország függetlenségének 1991-es kikiáltása után megkezdték pénzügyi rendszerének átalakítását. Az országban ekkor már működött a kétszintű bankrendszer, azonban a kereskedelmi bankok hatásköre, mind a betétgyűjtés, mind a hitelkihelyezés területén rendkívül szabályozott és egyben korlátozott volt. 1994-ben a parlament megalkotta a bank rehabilitációról valamint a Betét Biztosítási ügynökség felállításáról szóló törvényt. 1995-ben kezdődött meg az első bankprivatizáció, azonban a szabályozatlanság és az ellenőrzés hiányosságai miatt a jelentősebb külföldi bankok csak a 2000-es években jelennek meg.

Szlovénia bankszektora a kelet-közép-európai országok között a legfejlettebb. Az ország függetlenségének kikiáltása után bankalapítási hullám indult meg. Bár fejlettebb volt a szektor, mint a többi államban, azonban a rossz hitelállomány növekedését és a bankcsődöket itt sem tudták elkerülni. A bankcsődök miatt szigorú szabályozást vezettek be, így minden kereskedelmi banknak jelentést kell küldenie a Központi Bank számára.

*Összefoglalóan* megállapítható, hogy a volt szocialista országok pénzügyi rendszerének fejlődését meghatározta az ország induló gazdasági, társadalmi és politikai struktúrája. A fejlődés egyes országokban gyorsabban, másoknál lassabban ment, illetve megy végbe, azonban a folyamat jól észrevehető hasonlóságokat mutat. A fejlődés ütemét az egyes országok gazdasági és jogi fejlődése határozza meg, hiszen az Euro-övezethez történő csatlakozásnak, és a nemzetközi pénz-, illetve bankműveleteknek meghatározott szabályai vannak. A jelenlegi globali-

---

<sup>23</sup> Románia gazdasági elemzése lásd: Gazdaságpolitikai alternatívák-Románia felzárkózási esélyei - Mementó [http://www.rmkt.ro/dokumentumok/kgf\\_dec\\_2005.pdf](http://www.rmkt.ro/dokumentumok/kgf_dec_2005.pdf) letöltés ideje: 2007-09-10 22:47

<sup>24</sup> Bulgária gazdasági elemzése lásd: Demeter Gábor - Radics Zsolt: Korlátok és lehetőségek: Bulgária az EU-csatlakozás tükrében <http://www.balkancenter.hu/elemez/demeteradics.pdf> letöltés ideje: 2007-09-10 22:42

<sup>25</sup> Ukrajna gazdasági elemzését lásd: Ludvig Zsuzsa: Ukrajna-a gazdaság kettős kötődésének dilemmája című tanulmányában Magyar Tudományos Akadémia Világgazdasági Kutató Intézet: Kelet-Európa Tanulmányok, Európa Peremén: Új tagok és szomszédok [http://www.vki.hu/KE\\_tanulmanyok\\_1.pdf](http://www.vki.hu/KE_tanulmanyok_1.pdf) letöltési idő: 2007-09-11 14:14

zált világgazdaságban a pénzügyi szektor fejlesztése és működtetése elengedhetetlen az országok számára, mert e nélkül a külföldi működő tőke vonzó képességük jelentősen lecsökken. A csökkenés hatással van az ország fejlődésére, illetve a globalizált világgazdaság fő áramlataihoz történő alkalmazkodásra. Ugyanakkor megállapítható, hogy a kelet-közép-európai országok bankszektorára aligha van közvetlen hatása a jelzálogpiaci válságnak, mert a térség pénzügyi intézményei nem voltak érintettek ilyen ügyletekben. A térség országaiban csak a legtehetősebbek számára érhetőek el a rendkívül kockázatos hedge fundok,<sup>26</sup> ám a különböző pénzügyi intézmények ezeknek az alapoknak a kockázatait úgy próbálják mérsékelni, hogy nem közvetlenül ezekbe az alapokba fektetnek be, hanem az ezekből az alapokból képzett erősen diverzifikált alapokba. Ám a globális pénzügyi következményeket a régió országai sem úszták meg. A térség vezető bankjainak részvényárfolyamai estek, és elmaradtak a hitelválság előtti csúcsponttól. A térség országaiban elhalasztották a tervezett kötvény és vállalati részvénykibocsátásokat és hasonló folyamatok játszódtak le az állampapír piacon is. A bekövetkezett kedvezőtlen változások hatásától a térség azon államai szenvednek a legjobban, amelyeknek jelentős külföldi adósságállománya van. Ezek a fejlődő államok a jelenlegi pénzügyi bizonytalanságok miatt az eddiginél szigorúbb feltételekkel juthatnak új finanszírozási forrásokhoz.

A hitelválság következményei már éreztetik a hatásukat a térség ingatlanpiacain is. Az első és legfontosabb jelzés a régió befektetői számára a hitellehetőségek beszűkülése, valamint néhány korábban már megindított ingatlanfejlesztés parkoló pályára állítása illetve végleges törlése a magas finanszírozási igény miatt. A hitelválság előtt jelentős mennyiségű tőke áramlott az ingatlanpiaci szektorba, és a bankok is szívesen finanszíroztak ilyen jellegű beruházásokat. A válság hatására azonban a fejlesztések üteme mérséklődött, illetve a bankok kockázatvállalási hajlandósága is csökkent. Ennek következtében a régióban az ingatlanpiaci folyamatok tisztulásnak indultak, és előtérbe kerültek az ingatlanfejlesztés fundamentális alapjai. A kelet-közép-európai régióban a korábbi évek száguldása megállt, s 2007-ben szinte ugyanannyi — 12,5 milliárd eurónyi — ingatlanbefektetés történt, mint 2006-ban. A korábbi években a befektetett összegek folyamatosan dinamikus emelkedést produkáltak, a 2002-es 2,2 milliárd eurós szintről 2005-re 5,8 milliárd, míg 2006-ra 12,6 milliárd euróra nőtt a régióban ingatlanra elköltött összeg.<sup>27</sup> Ugyanakkor a trend csökkenő, a befektetők a kockázatosabb lakásépítési projektekből kezdenek kivonulni, és a hosszú távon is jelentős haszonnal kecsegtető kereskedelmi ingatlanfejlesztésekbe kezdeni. A régió jelenleg is jelentős számú turistát és üzletembert vonz. A kérdés azonban itt is felvetődik, a csökkenő trend mellett a kereskedelmi ingatlanfejlesztés meddig és milyen finanszírozási konstrukciókkal folytatható? A válasz jelenleg nem egyértelmű, hiszen ilyen jelentős hitelválság az elmúlt időszakban nem volt, és így annak tényleges hatásait sem tudjuk felmérni. Nem tudjuk pontosan megítélni a válság gazdasági hatásait sem, hiszen a kelet-közép-európai bankok anyavállalatai valamely nyugat-európai bank, amely vagy közvetlenül, vagy közvetve érintett a hitelválságban. Pontos képet csak akkor kaphatunk a jelzálog piaci válság kelet-közép-európai államait érintő hatásairól, ha az anyavállalatok illetve a meggyengülő európai bankrendszer veszteségei napvilágra kerülnek.

Megállapítható, hogy a hitelpiacok megrendülésének okai az amerikai pénzügyi rendszer fejlődésében valamint a bankok növekedési kényszerében és az ebből következő kockázatkezelési hiányosságokban kereshetők. A derivatív ügyleteken realizálható haszon arra kényszerítette a pénzügyi intézményeket, hogy olyan termékekbe fektessenek, amelyek kockázatát nem ismerik teljes egészében. A pénzügyi szektor növekedési kényszerének olyan bankházak is áldozatul eshetnek, amelyek hosszú idő óta a piacon voltak/ vannak. A lassan begyűrűző hitelpiaci válság, amely elsősorban a kereskedelmi bankokat és a jelzálog hitelintézeteket érinti, lassítja a világgazdasági növekedést és jelentős likviditás hiányt generál a pénzügyi piacokon. Az érintett országok bankrendszerei jelentős bizalmi válságot is elszenvednek, hiszen az elmúlt napokban jelentek meg azok a besorolások, amelyek a bank-

<sup>26</sup> Hedge Fund: A spekulatív befektetési alapok a hagyományos befektetési alapokkal szemben zártkörűek, és magas kezdeti minimum befektetési összeget írnak elő. Ebből adódóan ezen alapokba szofisztikált, nagy intézményi befektetők, nyugdíjalapok, biztosító cégek, illetve vagyonos magánszemélyek fektetnek. Zártkörű tevékenységükből fakadóan számos tőkepiaci szabályozás és jelentési kötelezettség alól mentesülnek. Pozíció felvételüket semmilyen szabályozás sem korlátozza, jellemzőjük a magas tőkeáttétel, a short pozíciók (eladási pozíciók) és a derivatívák szabad használata.

<sup>27</sup> Ingatlanpiac a hitelválság után - Mire számíthatunk?

<http://www.helloinfo.hu/main.php?folderID=2024&articleID=14219&ctag=articlist&iid=1> letöltési idő: 2008-04-14 16:41

rendszerek megbízhatóságát is értékelték. Ezek az elemzések rendre rontottak az amerikai, a svájci valamint a brit bankok és pénzügyi szektor besorolásán. A minősítések lerontása természetesen nem a legrosszabb kategóriákba sorolást jelenti, inkább csak jelzés értékű az egyes országok számára. Nem szabad azonban elfelejtenünk, hogy a prudens működés szabályainak be nem tartása, illetve a túlságosan modell szemléletű banki kockázatkezelés nem tudja kezelni a pénzügyi életben bekövetkező változásokat, és nem védi meg a befektetőket sem. A nyugat-európai pénzügyi rendszerbe is begyűrűző válság hatásait jelenleg úgy tűnik csak az Európai Központi Bank és a nemzeti bankok gyors és folyamatos beavatkozásával lehetett hatékonyan kezelni. Az egyes nemzeti bankok beavatkozásait azonban máris támadják azoknak az országoknak a banki szakemberei, akik úgy gondolják, hogy egyes nemzeti bankok túl sok segítséget, állami támogatást nyújtottak a bajban levő bankjaiknak. Az Európai Unióban ugyanis a versenyjogi szabályok miatt az állami támogatások nyújtása szigorú szabályokhoz van kötve. Az Európai Bizottság bejelentette, hogy illegális állami támogatás gyanúja miatt vizsgálatot kezdeményez Németországban, hogy kiderüljön milyen eszközökkel mentették meg az IKB Deutsche Industriebankot valamint a Landesbank Sachsent. Továbbá bekérte a Northern Rock jelzálogbank államosításával kapcsolatos iratokat is.

A válságnak nemcsak a nyugat-európai bankrendszerekre van hatása, hanem a kelet-közép-európai régióra is. A régió fejlődésére hatással vannak a világgazdaság tendenciái, noha a hitelválság csak közvetett hatással van a régió pénzügyi helyzetére. Ennek okai abban keresendők, hogy a volt szocialista országok pénzügyi rendszerei csak az 1990-es évek elején bekövetkező rendszerváltások idején indultak jelentős fejlődésnek. A fejlődés ugyan folyamatos, de üteme a régió országaiban jelentősen eltér. Az eltérő fejlődés pedig eltérő banki termékek és szolgáltatások használatát jelenti, így például a hitelválság egyik fő okának tartott derivatív termékek és a hedge fundok szolgáltatásai a térség országaiban csak korlátozottan elérhetőek. Ugyanakkor a válság közvetett hatásai lassan megmutatkoznak a térség országainak pénzügyi piacain illetve az ingatlanpiacok teljesítményén.<sup>28</sup> Bár a 2007-es adatok<sup>29</sup> még a hitelválság előtti állapotot mutatják, az elemzők és a piaci szereplők kívánnak, a bankok pedig elutasítják a magas tőkeáttétellel rendelkező projekteket. Mindezeknek a következménye már rövidtávon érzékelhetővé válik, a kockázatos lakásépítési konstrukciók kikerülnek a befektetők által preferált befektetések közül, és a piacon megindult az egyre erősödő verseny a kereskedelmi célú ingatlanfejlesztés<sup>30</sup> területén. Ugyanakkor megjósolhatatlan a térség egyes országaira gyakorolt hatása, mert a jelentős külföldi adósságállománnyal rendelkező országok nehezebben fogják kivédeni a válság gazdaságukra gyakorolt negatív hatásait.

A hitelválságnak azonban nemcsak a világgazdaságra, hanem a geopolitikára gyakorolt hatása is van. Ez a hatás azonban csak hosszú távon érvényesülhet, ám akkor már mindenképpen. Ez a hatás pedig nem más, mint az amerikai dollár háttérbe szorulása az euróval szemben. Ez természetesen még nem holnap fog bekövetkezni, azonban a lehetőség 25 éven belül fennáll. Az euró tartalékvaluta szerepe azért kerülhet előtérbe, mert a dollárral szemben valós alternatíva jelent meg. Az Európai Unió gazdaságának méretei felveszik a versenyt az amerikai gazdaságéval, ugyanakkor az euró-övezet országainak gazdasági fejlődése biztosabb alapokon nyugszik, mint a korai hetvenes években Japán vagy Németország fejlődése. Vajon a gazdasági fejlődés megbízhatósága és a gazdaság mérete elég egy ilyen geopolitikai hatás kiváltására? A válasz kérdéses, mert jelenleg több tényező együttállására is szükség lenne ahhoz, hogy mindez a jövőben bekövetkezzen. Tekintsük át, mi kell ahhoz, hogy bármely ország devizája tartalékvalutává váljon. Először is meghatározza az ország vagy a régió nagysága, és hogy milyen gazdaságok használják az adott devizát. Másodsor fontos, hogy azok az országok mely másik országokkal milyen kereskedelmi és gazdasági kapcsolatokat folytatnak, valamint mennyire fogadják el az adott or-

<sup>28</sup> Ingatlanpiac teljesítménye: Lásd: Magyarország: Nehéz félvén a lakáspiac mögött, sajtóközlemény: <http://www.oc.hu/ingatlanpiac/692> letöltési idő: 2008.09.03. 17:37; Mélypont után felfelé tart az ingatlanpiac - Vonzó a kelet-közép-európai ingatlanvállalatok árázása (Erste bank elemzése) <http://www.euroastra.info/node/17946> letöltési idő: 2008.09.04. 11:39

<sup>29</sup> 2007-es adatok: Bulgária: 876 millió EUR; Horvátország: 124 millió EUR; Szlovákia: 300 millió EUR; Románia: 1702 millió EUR; Magyarország: 142 millió EUR forrás: [http://www.cbre.hu/hu\\_hu/research/report\\_results](http://www.cbre.hu/hu_hu/research/report_results) letöltési idő: 2008.09.03. 15:32

<sup>30</sup> A térség országaiban a kereskedelmi és ipari ingatlanfejlesztés üteme folyamatosan növekszik. Lásd: Romania Real estate overview 2008 [http://portal.cbre.eu/portal/page/portal/research/publications/FPR\\_EMEA\\_ROMANIA\\_REAL\\_ESTATE\\_REVIEW\\_2008.pdf](http://portal.cbre.eu/portal/page/portal/research/publications/FPR_EMEA_ROMANIA_REAL_ESTATE_REVIEW_2008.pdf) letöltési idő: 2008.09.03. 15:39; Bulgária Property Market Wiew [http://portal.cbre.eu/portal/page/portal/research/publications/FPR\\_EMEA\\_BULGARIA\\_INVESTMENT\\_MV\\_H1\\_2008\[1\].pdf](http://portal.cbre.eu/portal/page/portal/research/publications/FPR_EMEA_BULGARIA_INVESTMENT_MV_H1_2008[1].pdf) letöltési idő: 2008.09.03. 15:45



szág pénznemét elszámolási alapnak. Harmadszor az is fontos, mennyien használták, és mennyien fogják a jövőben használni. Mindezek a kérdéseknek a megválaszolása vezethet oda, hogy meghatározzuk bekövetkezh-e egy ilyen geopolitikailag is fontos váltás az elkövetkezendő időszakban?

Az amerikai jelzálogpiaci válságnak tehát sokféle hatása van és lesz a világra. Egyelőre nem tudjuk felmérni sem, hogyan alakul a pénzpiacok sorsa az elkövetkezendő egy-másfél évben. Nem tudjuk, hogyan kell kezelni egy esetleges piaci összeomlást és az a világ egyes régióiban milyen hatásokat fog kiváltani. A hitelválság megmutatta, hogy a globalizált világban az egyes országok ezer szállal kötődnek egymáshoz, és ha egy gócpont megmozdul, akkor a változások megállíthatatlanul végigszáguldanak az egész világon.

*Kulcsszavak: amerikai jelzálogpiaci válság; globális pénzügyi rendszer; az amerikai pénzügyi rendszer; kelet-közép-európai országok*

*Keywords: American financial crisis; global financial system; American financial system; Middle East-European countries*

#### FELHASZNÁLT IRODALOM

- Chinn, M.–Frankel, J.: „Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?”, in Richard Clarida (ed.), „G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment”, The University of Chicago Press, Chicago, 2006.
- Chinn, M.–Frankel, J.: The Euro May over the Next 15 years Surpass the Dollar as Leading International Currency, NBER Working Paper No 13909, 2008. április
- Demeter Gábor - Radics Zsolt: Korlátok és lehetőségek: Bulgária az EU-csatlakozás tükrében <http://www.balkancenter.hu/elementes/demeterradics.pdf> letöltés ideje: 2007-09-10 22:42
- Engdahl, F. William: The financial Tsunami and envolving economic crisis: Greenspan’s grand design <http://www.globalresearch.ca/index.php?context=va&aid=7876> letöltés ideje: 2008.03.17. 15:53
- Erste Bank Hungary Zrt: Mélypont után felfelé tart az ingatlanpiac - Vonzó a kelet-közép-európai ingatlanvállalatok árázása <http://www.euroastra.info/node/17946> letöltési idő: 2008.09.04. 11:39
- Gazdaságpolitikai alternatívák-Románia felzárkózási esélyei – Mementó [http://www.rmkt.ro/dokumentumok/kgf\\_dec\\_2005.pdf](http://www.rmkt.ro/dokumentumok/kgf_dec_2005.pdf) letöltés ideje: 2007-09-10 22:47
- Gilincsek Edgár: A Bretton Woods-i pénzügyi rendszer születése Múltunk 2003/2 127-158. oldal <http://tek.bke.hu/keynes120/magyar/bretton.htm#23> letöltési idő: 2008.02.27. 17:35
- HVG.hu: Hitelválság: Bajban vannak a nagy amerikai bankok. Szerző nincs adat, megjelenés ideje: 2008.01.04 [http://hvg.hu/gazdasag/20080114\\_hitelvalsag.aspx#www](http://hvg.hu/gazdasag/20080114_hitelvalsag.aspx#www) letöltési idő: 2008.03.19 15:46
- HVG.hu: Deutsche Bank: A hitelválság 1,7 milliárd euróba kerülhet szerző nincs adat, [http://hvg.hu/gazdasag/20070924\\_Deutsche\\_Bank\\_hitelvalsag.aspx#www](http://hvg.hu/gazdasag/20070924_Deutsche_Bank_hitelvalsag.aspx#www) letöltés ideje: 2008.03.19 16:05
- HVG.hu: További ezeket küld el a Citibank Szerző nincs adat, megjelenési ideje: 2008.03.20 [http://hvg.hu/gazdasag/20080320\\_citibank\\_hitelvalsag\\_leepites.aspx](http://hvg.hu/gazdasag/20080320_citibank_hitelvalsag_leepites.aspx) letöltési idő: 2008.03.25 16:20
- Ingatlanpiac a hitelválság után - Mire számíthatunk? <http://www.helloinfo.hu/main.php?folderID=2024&articleID=14219&ctag=articlelist&iid=1> letöltési idő: 2008-04-14 16:41

Jeffrey Frankel: The euro could surpass the dollar within ten years <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/989> letöltés ideje: 2008.03.25 16:31

Ludvig Zsuzsa: Ukrajna-a gazdaság kettős kötődésének dilemmája című tanulmányában Magyar Tudományos Akadémia Világ-gazdasági Kutató Intézet: Kelet-Európa Tanulmányok, Európa Peremén: Új tagok és szomszédok [http://www.vki.hu/KE\\_tanulmanyok\\_1.pdf](http://www.vki.hu/KE_tanulmanyok_1.pdf) letöltési idő: 2007-09-11 14:14

Matus János: A biztonság, a gazdaság és a kölcsönös függőség problémái a nemzetközi kapcsolatok elméletének különböző irányzataiban MTA Doktori Értekezés, Budapest, 2003, 174. oldal

OC.hu: Nehéz félév van a lakáspiac mögött, sajtóközlemény: <http://www.oc.hu/ingatlanpiac/692> letöltési idő: 2008.09.03. 17:37

Phillipe d'Arvisenet: Did you say "decoupling"? Confirmation of a severe downturn in the US; 2008; <http://www.bnpparibas.com/en/commun/popup.asp?code=ADIA-7CFKA8&doc=editorial> letöltés ideje: 2008.03.25 17:40

Portfólió.hu: Nem lesz többé Fekete Hétfő megjelenés 2007.10.19-én <http://index.hu/gazdasag/magyar/fh071019/> letöltés ideje: 2008.03.17 14:55

Timothy Curry and Lynn Shibut: The cost of the savings and loan crisis: Truth and Consequences [http://www.fdic.gov/bank/analytical/banking/2000dec/brv13n2\\_2.pdf](http://www.fdic.gov/bank/analytical/banking/2000dec/brv13n2_2.pdf) letöltési idő: 2008.03.17 14:52  
[www.imf.org](http://www.imf.org)