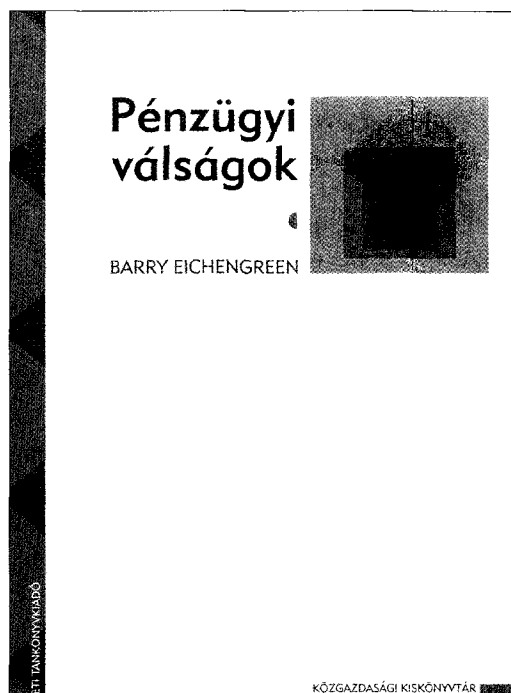


Barry Eichengreen

Pénzügyi válságok

– mit tehetünk ellenük?

NEMZETI TANKÖNYVKIADÓ, 2005



Az 1997–99-es évek futótűzként terjedő válságai után a pénzügyi stabilitás kérdése a kutatók és a döntéshozók számára a nemzetközi pénzügyek egyik központi problémájává vált. Az ázsiai válság, majd az ezt követő orosz és brazil összeomlás után sokan úgy érezték, hogy az események a globális kapitalizmus rendszerét is veszélyeztetik.¹ A történetek hatására számos elképzelés született arról, hogyan lehetne elkerülni a jövőben a hasonló sokkokat és miként lehetne csökkenteni a nemzetközi tőkemobilitással együttjáró veszélyeket.

A jelen kötetben *Barry Eichengreen*, a kaliforniai Berkley Egyetem professzora arra vállalkozik, hogy összegezze, milyen eredményeket sikerült a nemzetközi közösségnek elérnie a válságmegelőzés és a válságkezelés terén, azaz mennyiben stabilabb a jelenlegi pénzügyi rendszer, mint az egy évtizeddel korábbi. A könyv alapjául két előadássorozat szolgált, amelyre 2001–2002-ben került sor Göteborg-

ban és Helsinkiben. Az előadások szerkezetét követve a könyv hat fejezetre tagolódik. Az első három fejezetben a szerző a legfrissebb szakirodalmi kutatások eredményeinek felhasználásával tárgyalja a válságok, a válságmegelőzés és a válságkezelés fő kérdéseit, majd a negyedik fejezetben az argentin és a török válság tapasztalatainak összegzése révén bemutatja, hogyan jelentkeznek ezek a problémák a gazdaságpolitikai gyakorlatban. A könyv utolsó két fejezetében felvázolja a nemzetközi pénzügyi rendszer reformjának kívánatos irányát és felhívja a figyelmet a fennmaradó problémákra. A következőkben először a könyv fő gondolatait összegzem, majd ezek magyarországi relevanciájára világítok rá.

■ A válságok elkerülhetetlensége az első fejezet legfontosabb megállapítása. Eichengreen szerint a válságok a pénzügyi rendszer velejárói, hiszen „a pénzügyi piacok lényegében információval kereskednek, és az információ ter-

mészeténél fogva aszimmetrikus és nem teljes körű. A hírek nem kiszámítható menetrend szerint érkeznek, és ekkor a piacok azonnal reagálnak. Elkerülhetetlen tehát, hogy a pénzügyi eszközök árában időről időre változások következzenek be. Ez néha annyira váratlan, hogy már a pénzügyi rendszer és a gazdaság stabilitását veszélyezteti.” (14. oldal)

A válságok szükségszerűségét a történelem is megerősíti. Az elmúlt két évszázadban rendszerek voltak az adósság- és valutaválságok, különbség csupán az előfordulás számában van. A mai rendszer annyiban különbözik az előzőektől, hogy gyakoribbak a pusztító ikerválságok, mikor valuta- és bankválság egyszerre következik be. Eichengreen ennek fő okát a magas tőkemobilitás és a politikai demokratizálódás együttesében látja: a kormányok számára a külső egyensúly biztosítása csupán egy a sok cél közül, amelyet rövid távú politikai megfontolások könnyen felülírhatnak. Ez jelentősen csökkenti a rögzített árfolyamok hitelességét és ezáltal növeli a sebezhetőségüket.

■ Ha elfogadjuk, hogy a válságok elkerülhetetlenek, a kérdés csupán az, hogy mennyiben sikerült növelnünk a védettséget ellenük. A könyv második fejezete a válságok megelőzésével foglalkozik, amelyben Eichengreen szerint jelentős előrelépés történt az elmúlt években. A siker egyik bizonyítéka, hogy 2001-ben a feltörekvő országok papírjai leváltak az argentin kötvényekről, és így az argentin válság nem indított el egy újabb járványt a nemzetközi piacokon. Ez azt jelenti, hogy a befektetők jobban tudtak különbséget tenni a feltörekvő országok értékpapírjai között, mint az előző évtizedekben.

A fertőző hatás csökkenését Eichengreen az átláthatóság növekedésének tulajdonítja, amely lehetővé teszi a befektetők számára az informált döntéshozatalt, és ezzel csökkenti a bizonytalanságból fakadó pánikszerű reakciók veszélyét. A világszerte jellemző nagyobb transzparencia igazolja a nemzetközi pénzügyi szervezetek

erőfeszítéseit a különböző szabványok kidolgozásában és elterjesztésében.²

Az előrelépések elismerése mellett a szerzőnek komoly fenntartásai vannak a nemzetközi szabványok általános alkalmazhatóságával kapcsolatban. Semmi nem igazolja ugyanis, hogy a fejlődő országoknak ugyanazokra a szabványokra van szüksége, mint a legfejlettebbeknek. Ez a probléma annál is inkább figyelmet érdemel, mivel a szabványok kidolgozásában elsősorban a G-7 országainak képviselői vesznek részt. Ha nem ismerik az alternatív gazdasági rendszereket, lebecsülhetik ezek túlélési esélyeit. Egy alacsony bizalmi környezetben a családi hitelezés vagy a portfóliókoncentráció tiltása alááshatja a gazdasági tranzakciók egyetlen életképes lehetőségét, és ezzel többet árthat mint használ.

Az ismertetett megfontolások az intézményi koherencia fontosságára világítanak rá. Ha egy adott rendszer néhány összetevőjét meggyengítik, azzal jelentősen rontják a megmaradó elemek hatékonyságát is. Ennek a problémának a megoldására Eichengreen a jelenleginél általánosabb szabályozást javasol, ami azt jelenti, hogy ha egy területen lazább szabványokat használnak, azt egy másik terület erőteljesebb szabályozásával kell kompenzálni. A nagyobb portfóliókoncentráció engedélyezése például a Bázeli Bizottság által megszabotthoz képest nagyobb tőkekövetelményekkel kell, hogy járjon.

Az intézményi koherencia kérdése a szabványok kikényszerítésében is megkerülhetetlen, hiszen egy adott szabályrendszer bevezetése mit sem ér egy olyan bírói testület nélkül, amely a szabályokat alkalmazni képes. A pénzügyi felügyelet nemzetközi szabályait például hiába vezetik be, amennyiben a felügyelet függetlensége nem garantált és nincsen felhatalmazása a szükséges lépések meghozatalára.

A támogató intézmények fontossága a könyv árfolyam-politikát tárgyaló részében is kiemelt figyelmet kap. A rögzített árfolyam se-

bezhetősége és a lebegő árfolyam volatilitása közötti dilemmát újabban az inflációs célkövetés bevezetésével próbálják feloldani szerte a világon. Ez a rendszer azonban csak szigorú feltételek mellett működhet, amelyek nem feltétlenül vannak jelen egy fejlődő országban. A legfontosabb feltétel a költségvetési egyensúly biztosítása, amelynek hiánya lehetetlenné teszi az elkötelezettséget az árstabilitás mellett, és ezért az inflációs célkövetés nem lesz hiteles. Az árfolyam elengedése veszélyes lehet egy olyan országban, amely külföldi valutában van eladósodva, hiszen a valuta esetleges leértékelődése jelentősen növelheti az adósságszolgálat terheit. A volatilis árfolyam ráadásul a lakosságot és vállalatokat változatlanul arra fogja ösztönözni, hogy külföldi valutában tartsák a pénzüket, és ezért a hazai valutában denominált eszközök piaca lassabban növekszik.

Eichengreen felvetései a szabványokon alapuló válságmegelőzés fő dilemmájára mutatnak rá: a legkevesbé fejlett országokban előfordulhat, hogy a nemzetközi legjobb megoldások bevezetése stabilizáció helyett még sérülékenyebbé teszi őket a válságokra. Nem tudjuk mi az az intézményi szint, amikor ezek a szabályok már valóban segítenek, és még kevesebbet tudunk arról, hogy hogyan tudnak oda eljutni a fejlődő országok. A nemzetközitől eltérő gyakorlat fenntartása viszont nagyobb kockázati felárat eredményez, ami tovább csökkenti a nemzetközi forrásokhoz való hozzájutás lehetőségét és ezzel lassíthatja ezeknek az országoknak a felzárkózását.

■ A válságok szükségszerűsége és a válságmegelőzés számos megoldatlan problémája megkerülhetetlenné teszi a válságkezelés kérdését, amellyel a harmadik fejezet foglalkozik. Ezen a téren a szerző szerint rendkívül kevés előrelépés történt az elmúlt időszakban. A válságkezelés fő dilemmáját a Nemzetközi Valutaalap szerepe jelenti. A mentőcsomagok révén való pénzügyi rendezés komoly erkölcsi kockázatot hozott létre a rendszerben mind a befek-

tetők, mind a kormányok számára. A befektetők számára a kisegítés azt jelenti, hogy kockázatos befektetéseik veszteségeit minimalizálni tudják, és így nem áll érdekükben az óvatos hitelezés. A kormányok pedig a lehetségesnél hosszabb ideig ragaszkodhatnak a fenntarthatatlan gazdaságpolitikához, és az ország egyre sebezhetőbbé válik. A számlát a megszorító intézkedések révén az adott ország adófizetői és fogyasztói állják.

A kisegítés fő dilemmáját az adja, hogy nagyon nehéz megkülönböztetni a likviditási és fizetésképtelenségi válságokat. Míg likviditási válság esetén az IMF-hitelek hozzájárulhatnak a befektetők megnyugtatóához, fizetésképtelenség esetén a segítség csupán átcsoportosítja a forrásokat az adósoktól a hitelezőkhöz, a hazaiaktól a külföldiekhez. A döntésben a Valutaalapnak azt kell mérlegelnie, hogy a hitelezés segíti-e az országot a normál üzletmenethez való visszatérésben vagy csupán néhány további hitelező kifizetését szolgálja, és ezzel a még erőteljesebb tőkemenekülést ösztönzi. A befektetők ugyanis csak akkor maradnak, ha úgy látják, hogy a gazdaságpolitikai bizonytalanság csökken. Ez Eichengreen szerint csupán akkor valósul meg, ha az adott ország választói is támogatják a reformokat. A hitelek a reformok áldozatát képesek csökkenteni, ami megakadályozza az elkötelezettség erodálódását. A társadalmi támogatottságot és a politikai elkötelezettséget azonban nagyon nehéz pontosan mérni, és ezért válság esetén a Valutaalapra komoly hitelezési nyomás hárul. Ezt a nyomást tovább fokozza, hogy Eichengreen szerint szinte semmilyen előrelépés nem történt a magánszektor bevonásán alapuló válságkezelésben. Nagyon kevés esetben sikerül megegyezni a hitelezőkkel az önkéntes átütemezésben, és amikor ez megtörténik, akkor is először a kifizetések felfüggesztésére kerül sor. A szerző szerint az egyik ok a perek veszélye, amely további károkat mérhet az egyes országokra, például az állam külföldi eszközeinek lefoglalása

révén. A másik ok a járványhatástól való félelem, ami destabilizálhatja a pénzügyi rendszert.

A vázolt problémákból adódóan a nemzetközi pénzügyi rendszerre vonatkozó fő javaslatok a Valutaalap szerepének változásáról szólnak. A status quo pártolói szerint elégséges, ha a Valutaalap határozottabban képes nemet mondani a feltételeknek nem megfelelő kormányoknak történő hitelezésre. Ez azonban Eichengreen szerint nem oldja meg az alapvető problémát, a hitelezési nyomás létezését. A radikális javaslatok közé tartozik egy nemzetközi csődbíróság létrehozása, amelyet felhatalmaznának, hogy az állami adósságokat érintő vitákban ítéletet hozzon. A kritikusok szerint azonban egy ilyen intézmény jelentősen csökkentené a piaci mechanizmusok szerepét és komolyan megdrágíthatná a fejlesztésekhez szükséges forrásokat a feltörekvő piacok számára. Eichengreen a középútas megoldások híve, amelyek az IMF által jóváhagyott fizetési szünetek gyakoribb használatát és az együttes cselekvési klauzák bevezetést jelentik. Ezek a megoldások segíthetnének a magánszektor válságkezelésbe való eredményesebb bevonásába, keretet nyújtva az adósok és a hitelezők közötti konfliktusok elsimításához.

■ A negyedik fejezetben az elméleti megfontolások gazdaságpolitikai relevanciáját mutatja be a szerző a legutóbbi válságok tapasztalatain keresztül. Argentína és Törökország az 1990-es évek közepén a washingtoni konszenzus mintaországai voltak, amelyek hosszan tartó pénzügyi zavarok után stabilizálták az árszínvonalukat az árfolyam rögzítése révén. Argentínában dolláralapú valutatáblát vezettek be, míg Törökországban előre bejelentett csúszó leértékelést egy dollár/márka-alapú kosárral szemben. A kezdeti sikerek után a befejezetlen költségvetési konszolidáció miatt az infláció nem csökkent kellő ütemben, ami a valuta reálfeleértékelődéséhez és így versenyképesség-csökkenéshez vezetett. Kialakult egy alapvető dilemma a szükséges árfolyam-kiigazítás és a stabilizáció hitelessége között. Emiatt a két or-

szág sérülékennyé vált a külső feltételek romlására, ami a 2000-es évek elején az emelkedő olajárak, erősödő dollár és a szeptember 11-i események miatt be is következett. A világgazdasági lassulás kérdésessé tette, hogy az exporton keresztül ezek az országok tudják-e finanszírozni az adósságaikat. A tőkemenekülés megindulásakor Törökországban elengedték az árfolyamot, amely 50 százalékos leértékelődést és adósságrobbanást eredményezett. Az IMF hitelt nyújtott egy szigorú költségvetés fejében, amely 5 százalékos többlet elérését célozta meg. Ennek hatására a piacok megnyugodtak, a kamatok csökkenni kezdtek, ami jelentősen könnyítette a fiskális kiigazítás költségein. Argentínában a hitelesség fenntartása érdekében nem adták fel a valutatáblát, hanem helyette drasztikus megszorításokat vezettek be a zéródeficit-törvény keretében (amely magába foglalta többek között az állami fizetések és a nyugdíjak 13 százalékos csökkentését). Ezek az intézkedések előrelátható politikai ellenállást váltottak ki, amely megkérdőjelezte a program fenntarthatóságát. A tőkekivonás folytatódott, zavarások és bankpánik tört ki, amelynek láttán a Nemzetközi Valutaalap felfüggesztette a hiteleket. A megoldást a valutatábla feladása és az adósságmoratórium jelentette.

Eichengreen szerint a két ország közötti alapvető különbséget az jelentette, hogy Törökországban a valuta leértékelődése lökést adott a versenyképességnek, míg Argentínában a valutatáblához való ragaszkodás növelte a recessziót és ezzel mélyítette a válságot. Az eltérő árfolyam-politikai döntés oka, hogy míg az utóbbi esetben a gazdaságpolitikai hitelesség egyetlen biztosítéka a valutatábla volt, Törökországban az EU-tagság meglebegtetése jóval nagyobb társadalmi támogatottságot biztosított a reformok mellett ezzel is hozzájárulva a nagyobb hitelességhez.

A két eset tapasztalataiból okulva Eichengreen számos tanulságot fogalmaz meg, amelyek tovább árnyalják az elméleti részben megfogal-

mazott kételyeket a válságok megelőzésében és kezelésében elért eredményekkel kapcsolatosan. A költségvetési konszolidáció hiánya mindkét országban aláasta az árfolyamon alapuló stabilizáció sikerességét, tartósította a kívánatosnál magasabb inflációt, ami reálfelértékelődéshez és versenyképesség-csökkenéshez vezetett. A válság kitörésekor végrehajtott önkéntes adósságcserek ugyan felszabadították a kormányokat az azonnali fizetés alól, viszont megnehezítették az adósságok jövőbeni finanszírozását, és ezzel tovább csökkentették a hosszú távú költségvetési kiigazítás hitelességét. Ebben a helyzetben különösen nehéz volt a magánszektor bevonása a válságkezelésbe, hiszen a piaci szereplők nem voltak hajlandók új hitelek bocsátani a válságba került országok számára és inkább számítottak a nemzetközi szervezetek segítségnyújtására.

■ Az elméleti és gazdaságpolitikai tapasztalatok összegzése után Eichengreen az ötödik fejezetben felvázolja a nemzetközi pénzügyi rendszer reformjának egy lehetséges irányát. Ismét kihangsúlyozza, hogy a nemzetközi szabványok használata a legkevésbé fejlett országokban válságmegelőzés helyett válságot generálhat és ezzel lassíthatja a fejlődést. Ezekben az országokban megfontolandó a tőkekorlátozások fenntartása, míg az intézményeik elég érettek lesznek a nyitásra. A válságkezelés reformjában Eichengreen ismételten a középútas megoldások, leginkább a megosztási klauzák bevezetése mellett érvel, amelyek révén csökkenteni lehetne a Valutaalapra nehezedő hitelezési nyomást és a rendszerben meglevő erkölcsi kockázatot. Ez azonban a nemzeti törvények és az IMF alapszabályának megváltoztatását jelentené, ami politikai akaratot és közös cselekvést igényel.

■ Zárásként Eichengreen a nemzetközi pénzügyi rendszer reformfolyamatának problémáira hívja fel a figyelmet. A válságmegelőzést érintő javaslatok sűrűjében a legszegényebb országok problémái nem kapnak kellő figyelmet, és így az új szabványok újabb akadályokat gör-

díthatnak ezen országok fejlődése elé. Másrészt a reform két szélsőséges változata, a status quo fenntartása és a politikailag irreális radikális javaslatok között a középútas ajánlásokra jóval kevesebb figyelem fordítódik, ami jelentősen gátolja az előrelépés lehetőségét.

Eichengreen könyve kiegyensúlyozottan és előítéletektől mentesen tárgyalja a nemzetközi pénzügyi rendszerről szóló aktuális vitákat. Bemutatja, hogy a pénzügyi liberalizáció csak nagyon szigorú feltételek mellett járul hozzá a növekedéshez. Ahhoz, hogy egy feltörekvő ország ne váljon a válságok áldozatává, szigorú makrogazdasági politikát és stabil intézményrendszert kell működtetnie. Amíg ez hiányzik, a tőkeáramlás liberalizálása komoly veszélyforrás lehet ezekben a gazdaságokban. A mű megírása óta eltelt időszakban ezt a megfontolást empirikusan is igazolták.³

Az intézmények fontosságának felismerése azonban nem jelenti azt, hogy birtokában lennénk a válságok megelőzése receptjének. A könyv egyik legfontosabb érdeme annak bemutatása, mennyire keveset tudunk arról, hogyan építsük ki a szükséges intézményeket. Ezek pedig nem csupán a szabványok átvételét jelentik, hanem egy koherens rendszert, ahol az egyes elemek egymás hatását erősítik. Ehhez viszont elkerülhetetlen a politikai támogatás megszerzése és fenntartása. Mindez további kételyeket ébreszt az egyszerű receptek alkalmazhatóságával kapcsolatosan.

■ A könyv fő gondolatai Magyarország számára különösen aktuálisak. Világossá válik, hogy a válságok a pénzügyi rendszer velejárói és a nemzeti szintű védekezést nem tudja helyettesíteni a nemzetközi rendszer esetleges reformja. A globális likviditásbőség felelőtlen kihasználása révén hatalmasra duzzadt költségvetési hiány ezért rendkívül sérülékennyé teszi a magyar gazdaságot a világgazdasági folyamatokra, amit illusztrál a magyar valuta rendkívül érzékeny reakciója bármilyen világgazdasági bizonytalanságra.⁴

Természetesen a válságok bekövetkezte nagyon nehezen előre jelezhető⁵, így Magyarország esetében sem lehet tudni, meddig tarthatók ezek a folyamatok. Az mindenesetre várható, hogy a globális likviditásbőség nem fog örökké tartani. A következő válságokról szóló előrejelzések az Egyesült Államok fizetésimérleg-korrekciójának és Kína esetleges lassulásának hatásaként várnak változásokat a világ gazdaságban. *Goldstein* (2004) elemzése szerint Magyarország ebben a helyzetben három csatornán keresztül is a világ gazdaság öt leginkább sebezhető országa között van: az általános kamatemelkedés jelentősen megemelheti az adósságszolgálat terheit, a dollár leértékelődése a forint túlértékeléséhez és így a versenyképesség csökkenéséhez vezethet, míg a bizonytalanság növekedésével a rossz makrogazdasági mutatók miatt az első között eshet áldozatul egy esetleges járválynak.

A sebezhetőség kiküszöböléséhez elkerülhetetlen a költségvetési konszolidáció végrehajtása. A konszolidáció azonban nem állhat meg egy pusztá stabilizációnál, a hosszú távú egyensúly biztosítása csak intézményi reformok révén lehetséges. Bár a könyvben a költségvetési intézmények kevés figyelmet kapnak, a szabá-

lyok fontossága ezen a területen is jól ismert.⁶ Ezek a szabályok azonban csak politikai elkötelezettség és társadalmi támogatás esetén működőképesek, amelyek hiányában nem lehetséges a hosszú távon kiegyensúlyozott költségvetés. A társadalmi bizalom el-, illetve visszanyerése ezért a konszolidáció egyik legfontosabb feltétele. Ehhez szükséges egyrészt a szakmailag védhető reformlépések kialakítása kapkodás helyett, másrészt ezek társadalmi párbeszédre bocsátása a reformdiktatúra módszerei helyett.

Barry Eichengreen könyvének magyarra fordításával a Nemzeti Tankönyvkiadó hiánypótló munkát jelentett meg. Bár a válságok témája jelenleg a nemzetközi pénzügyi irodalom egyik legnagyobb érdeklődésre számot tartó területe és Magyarország számára különösen aktuális, magyarul nagyon kevés szakirodalom elérhető. A jelen könyvet ezért remélhetőleg továbbiak követik. A recensens első számú javaslata *Lámfalussy Sándor* hasonló témában született műve lenne, amely a 90-es évek válságainak részletes kifejtésével kiválóan kiegészítené Eichengreen elsősorban haladó közönségnek szóló kötetét.

Györffy Dóra

JEGYZETEK

¹ A korabeli hangulatot tükrözi Soros, 1998

² A Pénzügyi Stabilitási Fórum által legfontosabbnak ítélt 12 szabvány a következő (zárójelben a kidolgozó szervezet neve):

1. A pénzügypolitika átláthatóságát biztosító legjobb eljárások gyűjteménye (IMF),
2. A fiskális politika átláthatóságát biztosító legjobb eljárások gyűjteménye (IMF),
3. Általános adat-közzétételi rendszer (IMF),
4. Eljárások fizetésképtelenség, felszámolás, csőd esetére (Világbank),
5. A vállalatirányítás alapelvei (OECD),
6. Nemzetközi számviteli sztenderdek (IASB),
7. Nemzetközi auditálási sztenderdek (IFAC),
8. A rendszerszinten fontos fizetési rendszerek működésének alapelvei (CPSS),

9. Negyven ajánlás a pénzmosás megelőzéséhez (FATF),

10. A hatékony bankfelügyelet alapelvei (BCBS),
11. Az értékpapír-szabályozás alapelvei (IOSCO),
12. A biztosításfelügyelet alapelvei (IAIS).

³ Prasad et al (2003) és Kose et al (2006)

⁴ Ezt az érzékenységet mutatja be részletesen a Nemzetközi Valutaalap elemzése a forint árfolyamának elmúlt három évben megfigyelhető ingadozásáról. *IMF* (2006)

⁵ Az előrejelzések nehézségeiről lásd Berg et al (2004)

⁶ Kopits (2004), a magyar rendszerről Györffy (2005)

IRODALOM

BERG, A. – BORENSZTEIN, E. – PATILLO, C. (2004): Assessing Early Warning Systems: how did they work in practice? *IMF Working Paper*, No. 04/52

GOLDSTEIN, M. (2004): What might the next emerging-market financial crisis look like? *Institute for International Economics Working Paper*, No. 05–7, (3–4)

GYÓRFFY D. (2005): Az intézményi tényezők szerepe az államháztartási hiány alakulásában Magyarországon, *Közgazdasági Szemle*, 52. évf. 10. szám 755–773. oldal

IMF (2006): Hungary – Selected Issues, *IMF Country Report*, No. 06/367

KOPITS, GY. (2004): Rules-Based Fiscal Policy in Emerging Markets, *New York: Palgrave MacMillan*

KOSE, A. – PRASAD, E. – ROGOFF, K. – WEI, S. (2006): Financial Globalization: A Reappraisal, *NBER Working Paper No. 12484*

LÁMFALUSSY, S. (2000): Financial Crises in Emerging Markets: An Essay on Financial Globalization and Fragility, *New Haven and London: Yale University Press*

PRASAD, E. S. – ROGOFF, K. – WEI, S. – KOSE, A. (2003): Effects of Financial Liberalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, *IMF Occasional Paper No. 220*

SOROS, GY. (1998): The Crisis of Global Capitalism, *New York: Public Affairs*, (magyarul: A globális kapitalizmus válsága, *Budapest: Scolar Kiadó*, 1999)