

A makroprudenciális politika fogalmi keretei és helye a gazdaságpolitika rendszerében*

A pénzügyi piac szabályozását az utóbbi évtizedekben átható liberalizáció és dereguláció az állam beavatkozási lehetőségeinek jelentős leépítésével járt együtt. A szabályozási hiányosságoknak köszönhetően a felügyeleti hatóságok alkalmatlanok voltak a közelgő válság észlelésére, de alkalmatlanok voltak a már felismerhető válságjegyek kezelésére is. 2008-tól folyamatosan napirenden van – a G20-ak által létrehozott Pénzügyi Stabilitási Tanács (*Financial Stability Forum*) keretében globális szinten, az Európai Unió keretében regionális szinten, valamint az államok szintjén – a pénzügyi piac szabályozásának új alapokra helyezése és ezzel párhuzamosan a felügyeleti jogosítványok megerősítése. A szabályozási és felügyeleti politika alakítói és az akadémiai szféra képviselői között közmegegyezés alakult abban a tekintetben, hogy az intézményi kockázatokra fókuszáló mikroprudenciális szabályozás és felügyelet önmagában alkalmatlan a pénzügyi rendszer stabilitásának biztosítására, ezért kiemelt figyelmet kell fordítani a rendszerszintű kockázatok kezelését célzó makroprudenciális szabályozásra és felügyeletre. E terület lényegében 2008 előtt nem is létezett, a fogalmi megalapozása, eszközrendszerének és más gazdaságpolitikai területekkel való kapcsolatrendszerének kialakítása jelenleg is folyamatban van. A tanulmányom célja, hogy a makroprudenciális szabályozás és felügyelet – mint a gazdaságpolitika új területe – történeti és elméleti alapjait áttekintse, ennek megfelelően vizsgálom egyrészt a térhódításának okait, másrészt az alapvető fogalmi rendszerét, valamint harmadrészt a helyét a gazdaságpolitika rendszerében.^[1]

* A kutatás a TÁMOP-4.2.2.B-15/1/KONV-2015-0002 számú projekt keretében valósult meg.

[1] A tanulmánynak nem képezi részét sem a makroprudenciális szabályozás és felügyelet szervezeti kereteinek bemutatása, sem eszközrendszerének vizsgálata, valamint értékelése.

I. A MAKROPRUDENCIÁLIS MEGKÖZELÍTÉS TÉRHÓDÍTÁSÁNAK OKAI

A 2008-ban kitört gazdasági világválság – amely kifejezetten egy eszközár buborékként indult^[2] – nem az első komoly visszaesés az emberiség történetében. A gazdaság alapvető jellemzője, hogy folyamatos mozgásban van, egyszer növekedik, majd hanyatlani kezd,^[3] ez a ciklikusság pedig különösen igaz a pénzügyi piac működésére. Laeven és Valencia széleskörű empirikus kutatásokra alapozott tanulmányában kimutatta, hogy az – általuk vizsgált – 1970 és 2007 közötti időszakban kialakult 42 bankválságot 55 százalékban követte egy valutáris válság is; a szuverén adósságválságok száma relatíve jóval kisebb volt; a bankválságok több mint felénél számolni lehetett egy ikerválsággal is (valuta- és bankválsággal). De az esetek közel 11 százalékánál a hármas válság (tehát valuta-, bank- és szuverén adósságválság) egy időben jellemző volt.^[4] Az egyes gazdasági szektorokban felmerülő egyedi kockázatok tehát képesek arra, hogy a szektor egészének stabilitására hatást gyakoroljanak, amely pedig – a gazdaság szereplőinek összekapcsoltsága miatt – megfertőzheti a többi szektort, így a gazdaság egészét is. Érdemes ezért röviden áttekinteni, hogy milyen okok vezettek a pénzügyi piac makroprudenciális szabályozásának és felügyeletének térhódításához.

1. A Glass-Steagall törvény

Az 1929-32-es „Nagy Gazdasági Világválságnak” szabályozói és felügyeleti oldalról számos tanulsága és következménye volt, amelyek kiváltó oka a pénzügyi piacok rugalmasságában, önszabályozó és stabilizáló képességében – Adam Smith-i értelemben véve a piac „láthatatlan kezébe” – vetett hit erodálásában keresendők. Az 1933-ban elfogadott Glass-Steagall törvény^[5] ugyanis kísérletet

[2] Érdekes megjegyezni, hogy az első buborékválság 1637-ben Hollandiában tört ki. Lényegében ugyanaz történt, mint a 2001-es internet-, vagy a 2007-es ingatlan-buborék kialakulásakor. Szpekuláció miatt néhány év alatt hihetetlen mértékben növekedett a tulipánhagymák ára, míg egyszer csak kipukkadt a lufi és ami tegnap még egy hajó árát is kitette, az másnapra visszanyerte az eredeti értékét. Ld. bővebben: Day, 2006, 283–322.

[3] A növekvő és a hanyatló periódusokat nevezzük ciklusoknak. A négy legfontosabb ciklus a Kitchin-, a Juglar-, a Kondratyev- és a Braudel-ciklus. A Kitchin-ciklus a legrövidebb, amelyet készletezési ciklusnak is neveznek, a gazdasági teljesítménynek körülbelül 3-4 éves hullámzását írja le. A Juglar-ciklus, amit kereskedelmi ciklusnak is neveznek, 7-13 éves. A Kondratyev-ciklus 50-60 éves távlatot fog át. Egy felívelő és egy hanyatló periódusra bontható. A leghosszabb időszakot a Braudel-ciklus fogja át, 100-200 évet. Ez alatt az idő alatt már a szinte mozdulatlan struktúrák is változnak. Megjegyzendő, hogy a világ felgyorsulása miatt a hullámhegyek és a hullámvölgyek közelebb kerültek egymáshoz, vagyis a korábban 200 évig tartó ciklus hossza lerövidült, akár a felére is. A ciklusok okairól ld. bővebben: Bródy, 2007, 903–914.

[4] Laeven – Valencia, 2008.

[5] Banking Act of 1933. (Elérhető: https://ia802702.us.archive.org/7/items/FullTextTheGlass-steagallActA.k.a.TheBankingActOf1933/1933_01248.pdf. Letöltés ideje: 2015.03.16.)

tett arra – annak érdekében, hogy a bankrendszerbe vetett bizalmat helyreállítsa^[6] –, hogy a pénzügyi piacok alapjellemezőjének is tekinthető spekulációs hajlamot korlátok közé szorítsa. Ennek érdekében – mintegy tűzfalat emelve a pénzügyi szervezetek tevékenységei közé –, a Glass-Steagall törvény – többek között – elválasztotta egymástól a kereskedelmi banki és a befektetési banki tevékenységet. Ez lényegében azt jelentette, hogy ha egy bank betéteket fogadott be, akkor azokat csak hitelek nyújtására használhatta fel, azonban a tőzsdén nem kereskedhettek. Emellett a törvény korlátozásokat vezetett be a tőke spekulációs célú használatával kapcsolatban, megtiltotta a látra szóló betétek utáni kamatfizetést, betétbiztosítási rendszert, valamint minimum tőkekövetelményeket vezetett be.^[7] A törvény szabályozásának az alapvető célja az volt, hogy megakadályozza, de legalább komoly korlátok közé szorítsa, hogy a bankok meggondolatlan módon kockáztassák a betétesek pénzét. Ebből következően azt is el akarta kerülni a szabályozás, hogy csőd közeli állapotba kerülésükkor az államnak – az adófizetőknek – kelljen anyagilag megsegítenie a bajba jutott pénzügyi szervezeteket.

A Glass-Steagall törvény a hangsúlyt a biztonságra, stabilitásra, a visszaélések elkerülésére helyezte mérsékelt növekedés mellett, szemben a gyors, azonban kockázatos növekedéssel, vagyis az újabb pénzügyi krízisek elleni védelmet nyújtó biztonsági rendszer létrehozását célozta meg. A Glass-Steagall törvény szabályozását – kihasználva annak hiányosságait – azonban számos esetben a piaci szereplők kikerülték és a hatálya alatt folyamatosan erodáltak.^[8] Egyrészt a tevékenységi területek elválasztásának kikerülését jelentette a pénzügyi intézmények külföldi leányvállalatainak létrehozása, ugyanis számos joghatóság – pl. Nagy-Britannia – alatt a pénzügyi piac lényegesen dereguláltabb volt, mint az Egyesült Államok szabályozása. Másrészt a kereskedelmi bankok olyan új befektetési formákat, eszközöket dolgoztak ki, amelyek az értékpapírokra emlékeztetnek, míg a befektetési bankok olyan eszközöket fejlesztettek, amelyek a kölcsönök és betétek jellemzőivel bírtak,^[9] amelynek eredményeként lényegében egymás versenytársaivá váltak. A Glass-Steagall törvény „megkerülését” szolgáló alapvető, új technika a '70-es évektől vált lehetővé, amikor a bankok a – kezdetben még jó minőségű – hiteleiket „újracsomagolva”, vagy másképpen „értékpapírosítva” tőkepiaci befektetőknek kezdték értékesíteni.^[10] Ezt nevezzük keletkeztető-szétosztó (*originate-to-securitize*) modellnek. E folyamat lényege, hogy illikvid eszközöket alakítottak a bankok likvid, mély piaccal rendelkező

[6] Ld. Carosso, 1970.

[7] Ld. bővebben Preston, 1933, 585–607.

[8] Ligeti – Sulyok-Pap, 1998, 26.

[9] Ld. Jackson, 1987.

[10] Az „értékpapírosítás” egy megfelelő hitelminőség-javítással (*credit enhancement*) rendelkező hitelportfólió leválasztásának, újrastrukturálásának és befektetőknek való továbbításának a folyamatként definiálható. Az „értékpapírosítás” kifejezést a Salomon Brothers használta elsőként a Bank of America nyilvános kibocsátása során 1977-ben. (Kendall – Fishman, 1996, 31.)

eszközökké, amely során az eredetileg hitelt nyújtó intézmény a kockázatot szétterítette a befektetők között.^[11]

Fontos kiemelni, hogy Glass-Steagall törvény stabilitást ösztönző rendelkezéseinek leépítésében – a piaci szereplők mellett – maga az amerikai központi bank szerepét betöltő Federal Reserve System (a továbbiakban: Fed) is jelentős szerepet játszott. A Glass-Steagall törvény 20. cikke ugyanis generálisan megtiltotta, hogy a bankok olyan céggel létesítsenek kapcsolatot, amely főtevékenysége az értékpapír-jegyzés. A Fed azonban úgy értelmezte át a fenti tilalmat, hogy a kereskedelmi bankok összevételének először 5%-a, majd 10%-a, végül 1997-től 25%-a befektetési banki tevékenységből származhat,^[12] továbbá 1990-ban kifejezetten engedélyezte a J. P. Morgan & Co. részére, hogy értékpapírokat jegyezzen.^[13] A Fed tehát, Wolfgang Reinicke szavaival élve, de facto határon kívül helyezte a Glass-Steagall törvényt.^[14] Ez a folyamat vezetett el addig, hogy magának az amerikai törvényhozásnak sem maradt más választása, mint – számos sikertelen törvényjavaslat után^[15] – 1999-ben, a Gramm-Leach-Bliley törvénnyel, formálisan is lebontották a határokat a kereskedelmi és befektetési banki tevékenység között.

2. A Gramm-Leach-Bliley törvény következményei

A 2008-as gazdasági világválság okainak feltárása nem célja a tanulmánynak,^[16] azonban szükséges arra rámutatni, hogy a Gramm-Leach-Bliley törvény által – a „ciklikus eufória”^[17] jegyében – lebontott korlátozások az alapjául szolgáltak azoknak a makrogazdasági szintű kockázatoknak a felépüléséhez, amelyek kezelése a gazdaságpolitikának ma is még az elsődleges feladata.

Először is a kereskedelmi és a befektetési bankok közötti határvonal feloldása tette lehetővé a pénzügyi konglomerátumok, vagyis olyan óriásvállalatok létrejöttét, amelyek kombinálják a korábban elkülönített pénzügyi tevékenységeket (pl. a betétgyűjtést a biztosítási és értékpapír-kereskedési tevékenységgel). A tevékenységi körök összemosódásának kockázati hatásai a gazdaság

[11] Király – Nagy – Szabó, 2008, 584.

[12] Barth – Brumbaugh – Wilcox, 2000, 196.

[13] Ld. erről Biedermann, 2012.

[14] Reinicke, 1995, 114.

[15] Ld. részletesebben: Hendrickson, 2001, 849-879.

[16] A témában részletesen ld. a magyar szakirodalomban: Asztalos, 2009; Móczár, 2010; Losoncz, 2010. Ld. továbbá a külföldi szakirodalomban: Stiglitz, 2009; Jickling, 2010; Lipchaw, 2011.

[17] A kifejezés Raghuram G. Rajan-tól származik, amellyel azt írja le, hogy a szigorú szabályozásba vetett hit a recesszió mélypontján a legerősebb, pont, amikor a piaci szereplők szigorú szabályozására nincs szükség. A növekedés, bővülés csúcspontján, amikor a legnagyobb az esély arra, hogy a piaci szereplők túlzott kockázatokat vállaljanak, mindenki bízik a piac önszabályozó mechanizmusainak működésében. Ld. Rajan, 2009, 397.

egésze számára lényeges pénzügyi stabilitással is összefüggnek.^[18] Egyrészt amiatt, hogy a Gramm-Leach-Bliley törvény következményeként olyan intézmények jöttek nagyobb számban létre, amelyeket méretük, a pénzügyi közvetítésben betöltött szerepük, a nemzetgazdasághoz való hozzájárulásuk miatt válság esetén az államoknak tőkeinjekcióval meg kellett menteniük. Ez az ún. „túl nagy, hogy csődbe menjen” vagy „*too big to fail*” probléma.^[19] A „*too big to fail*” kategória elérése ugyanis kiemelkedő versenyelőnyvel jár a pénzügyi intézményeknek a többi szolgáltatóval szemben, ugyanis abban a biztos tudatban folytathatják a tevékenységüket, építhetnek piaci pozíciókat, vállalhatnak túlzott kockázatokat is a jövedelmezőség növelése érdekében, hogy a kockázatos üzletmenet esetleges költségeit, a veszteségeiket az államok az adófizetők pénzéből majd úgyis kifizetik. Ez az ún. morális kockázat (*moral hazard*) problémája, amely jelentős makrogazdasági kockázatokat idéz elő. Másrészt az eltérő érdekeket megjelenítő tevékenységi körök egy intézmény keretein belül szükségszerűen érdekkonfliktusokhoz vezetnek. Marján Attila szavaival élve, „ha a részvényelemzők egy hajóban eveznek a befektetési bankárokkal, akkor túl nagy a kísértés, hogy – miként az bizonyítottan megesett – a már rég problémás cégeket különösebb szívfájdalom nélkül ajánlják melegen a befektetőknek. A bankárok pedig könnyen cinkosává válnak a gondok elől előre menekülő cégvezetőknek.”^[20] Így a mikroszintű problémák megoldása helyett, azok elfedésével felgyülemelő kockázatok makroszintű kockázatokká adódtak össze.

Másodszor: a kereskedelmi és a befektetési bankok közötti határvonal feloldásával szoros összefüggésben – az értékpapírosítás révén létrejövő keletkeztető-szétosztó modell komolyan sérült azáltal, hogy a keletkeztető (*originator*) a megfelelő körültekintést elmulasztva, nem csak a jó minőségű jelzáloghiteleket csomagolta be és terítette szét a befektetők között. A hitelezési feltételek lazulásával ugyanis egyre nagyobb volumenben kaptak hitelt az ún. másodrendű (*subprime*) adósok, akik jelzáloghiteleit szintén értékpapírosították, bonyolult, származtatott értékpapírokat létrehozva – amelyek tényleges kockázatait adott esetben a kibocsátók sem tudták ténylegesen felmérni – pedig a befektetőknek értékesítették, ezáltal a kockázatokat a mérlegen kívülre helyezték. A folyamat eredményeként kezdetben mindenki jól járt: az adósok hitelt kaptak, a bankok egyre több hitelt bocsátottak ki, ami által növelték a profitjukat, az értékpapírokat csomagolókat megkapták a jutalékukat, a megtakarítók pedig a kockázatok

[18] Szüle, 2006, 662.

[19] A legtöbb forrás szerint a kifejezést használta McKinney szenátorhoz köthető, aki egy 1984-es kongresszusi meghallgatáson használta először. Ld. Hearings before the Subcommittee on Financial Institutions Supervision, Regulation and Insurance of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs House of Representatives, Ninety-Eight Congress, Second Session, 1984, 89. (Elérhető: https://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/house/house_cinb1984.pdf. Letöltés ideje: 2015.03.20.) A terminológia első szakirodalmi megjelenése Walter Adams és James W. Brock munkásságához köthető. (Adams – Brock, 1987, 61–85.)

[20] Marján, 2003, 55.

érzékelése nélkül jelentős hozamot realizáltak.^[21] A hitelezés felfutása egyúttal eszközár buborékokat hozott létre, amelyekkel együtt az értékpapírosítás már – a „kritikus tömeg” elérését követően – nem a kockázatok szétterítését jelentette, hanem a teljes pénzügyi rendszer megfertőzését.

A fent vázolt folyamatok eredményeként felépülő makrogazdasági kockázatok rávilágítottak arra, hogy a modern pénzügyi rendszer szabályozásának és felügyeletének mikroszintű megközelítése, vagyis az egyedi intézményi prudencia biztosítása nem elégséges. A pénzügyi rendszer mikorszintű stabilitása a gazdasági válság előtt elfedte a rendszerben felgyülemelő rendszerszintű kockázatokat, amelyek előre jelzésére és kezelésére a szabályozási és felügyeleti rendszert alkalmassá kell tenni. Ennek következtében globálisan is jelentős erőfeszítéseket tesznek az államok, az integrációs szervezetek és a különböző nemzetközi intézmények annak érdekében, hogy rendszerkockázatok megelőzésére, feltárására és kezelésére megfelelő intézményi kereteket és eszközöket alakítsanak ki.^[22]

II. A makroprudenciális politika alapfogalmai

A makroprudenciális szabályozás és felügyelet (összefoglalóan a továbbiakban használok a makroprudenciális politika kifejezést is) térhódítását kiváltó okok vázlatos áttekintése után kísérletet teszek a makroprudenciális politika alapvető fogalmainak és céljainak meghatározására. Mielőtt azonban ezt megtenném, röviden szükséges kitérni a „makroprudencia” terminusának eredetére, ugyanis annak ellenére, hogy a gazdasági világválság hozta felszínre kifejezetten az igényt a makroprudenciális politikai megközelítésre, annak megjelenése lényegesen korábbra tehető.

1. A makroprudencia fogalmának eredete

Nem könnyű pontosan feltárni a makroprudencia fogalmának pontos eredetét, azonban a szakirodalom annak megalkotását a Nemzetközi Fizetések Bankjában (Bank of International Settlements, a továbbiakban: BIS) folyó szakértői

[21] Biedermann, 2012, 343.

[22] Ld. a Financial Stability Forum részéről: Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System (2009). (Elérhető: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_0904a.pdf. Letöltés ideje: 2015.03.20.) Az Európai Unió részéről: The High Level Group on Financial Supervision is the EU: De Larosiere Report, 2009. (Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf. Letöltés ideje: 2015.03.20.) A G20-ak részéről: G20 Working Group 1 Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency, 2009. (Elérhető: http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/PublicationReport/Pdfs/20_010409.pdf. Letöltés ideje: 2015.03.20.)

munkához vezeti vissza. Piet Clement kimutatta – a BIS archívuma alapján –, hogy a makroprudencia fogalmának első megjelenése nemzetközi környezetben 1979-re, a Cooke Bizottság egyik ülésére datálható, amelyen a szakértők a nemzetközi bankközi hitelek lejáratí idejében rejlő kockázatokat vitatták meg.^[23] Ez a dokumentum azonban még egy belső szakmai anyag volt, így a nyilvánosság előtt nem jelent meg a fogalom. Az első nyilvános dokumentum, amely kifejezetten figyelmet szentelt a makroprudenciális politikának, a BIS egyik bizottságának (Committee on the Global Financial System) 1986-os jelentése volt.^[24] Nem véletlenül a makroprudenciális politika szükségességének kérdése a derivatívák piacával és az értékpapírosítás folyamatában rejlő kockázatokkal kapcsolatban került előtérbe. A „ciklikus eufória” azonban a szakértői felvételeket – párhuzamosan a pénzügyi piac liberalizációjával és deregulációjával^[25] – elhalványította és egészen a 2000-es évek elejéig a „makroprudencia” fogalma csak elvétve került elő.^[26] A fogalom „újraéledése” a BIS vezérigazgatójának és egyben a Pénzügyi Stabilitási Fórum (Financial Stability Forum) elnökének, Andrew Crockettnek a 2000 szeptemberében tartott beszédéhez köthető.^[27] Crockett összefoglalta a különbségeket a szabályozás és felügyelet makroprudenciális és mikroprudenciális megközelítési módja között, valamint kifejezte abbéli meggyőződését, hogy a pénzügyi stabilitás eléréséhez szükséges erősíteni a makroprudenciális megközelítést. A fentiek ellenére az akadémiai folyóiratok 2009-ig – néhány kivételtől eltekintve^[28] – szinte – ahogy az 1. ábra mutatja – teljesen közömbösek maradtak a makroprudenciális politikával kapcsolatban.

[23] Clement, 2010, 59–60.

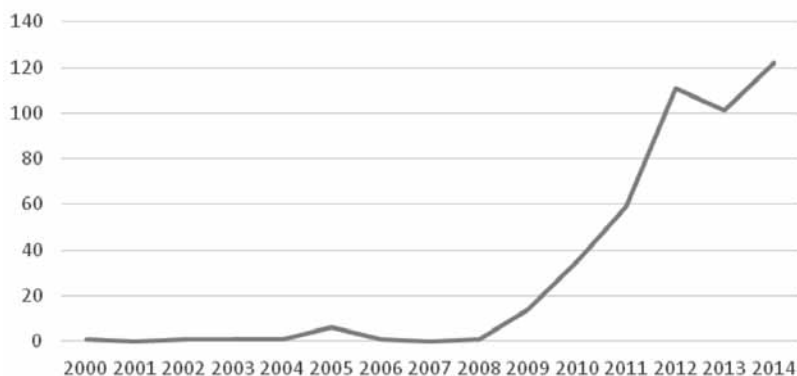
[24] Recent innovations in international banking (Cross Report), CGFS Publications No 1., 1986, 233–244. (Elérhető: <http://www.bis.org/publ/ecsc01c.pdf>. Letöltés ideje: 2015.03.21.)

[25] A liberalizáció alapvetően a piacgazdaság viszonyainak helyreállítását jelenti olyan területeken, ahol az állami beavatkozás jelentős méretet ért el. A dereguláció pedig a különböző pénzügyi szektorok, pénzügyi szolgáltatások eltérő szabályozásának, a szektorok egymás közötti átjárhatósága tilalmának megszüntetését, általánosságban a korlátozó jogszabályok leépítését jelenti.

[26] Annyit azonban fontos kiemelni ebből az időszakból, hogy maga a fogalom elhagyta a „jegybankárok” berkeit és az IMF is használni kezdte azt, először a dél-kelet ázsiai válsággal összefüggésben. Ld. Key Aspects of a Framework for a Sound Financial System, 1998, 13. (Elérhető: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wefs/toward/pdf/file_03.pdf. Letöltés ideje: 2015.03.21.) Ennek a policy jellegű következménye az lett, hogy az IMF elkezdett jobb statisztikai módszereket kifejleszteni a pénzügyi rendszer sérülékenységének vizsgálatára, ezek voltak az ún. makroprudenciális indikátorok, amelyek később beolvadtak az IMF Financial Sector Assessment Program-jába. Ld. Owen (et al.), 2000.

[27] Crockett, 2000.

[28] Ld. Lublóy, 2003, 70–90.; Rochet, 2005, 6–16.; Borio, 2005, 84–101.



1. ábra: A „makroprudencia” fogalmának megjelenése az akadémiai folyóiratokban az EBSCO EconLit adatbázisának adatai alapján (saját szerkesztés)

2. A makroprudenciális politika fogalma és céljai

A makroprudenciális politikát úgy definiálhatjuk, mint elsődlegesen prudenciális eszközök használatát a rendszerkockázatok kezelése és a pénzügyi rendszer stabilitásának biztosítása érdekében. A makroprudenciális politika fogalmának központi eleme maga a rendszerkockázat fogalma, amely a pénzügyi rendszer egészének vagy egy részének gyengülése következtében, a pénzügyi szolgáltatások ellátásának visszaesését ragadja meg, mégpedig úgy, hogy ennek a visszaesésnek komoly negatív hatásai lehetnek a reálgazdaságra.^[29] Másként fogalmazva a rendszerszintű kockázatok a pénzügyi szervezetek kockázatvállalási és kockázatkezelési gyakorlatán keresztül a pénzügyi rendszer egészére és ezen keresztül a gazdaságra is hatással van, a gazdasági feltételek megváltozásán keresztül ugyanis az egyes piaci szereplők belső kockázatává válik.^[30]

A szakirodalom szerint a makroprudenciális beavatkozás ésszerűsége alapvetően a pénzügyi rendszer – rendszerkockázatokból eredő – külső hatásainak – externáliáinak – előfordulásában keresendő.

Egyrészt externáliák merülhetnek fel a pénzügyi rendszer egyes intézményei között. Ahogyan ugyanis a hitelállomány növekszik, egyre jobban rá van utalva a rendszer a bankok és más pénzügyi intézmények által nyújtott forrásokra, amely likviditási kockázatokat okoz. A finanszírozásnak és a derivatív piacoknak való kitettség kiépülése azzal a kockázattal is jár, hogy a közvetítő intézmények között létrejönnek olyanok, amelyek „túl összekapcsolódtak ahhoz, hogy

[29] A rendszerkockázat fogalmának szakirodalmi megközelítéseiről ld. bővebben Lubóy, 2003, 77–81.

[30] Mérő, 2012, 133.

bukjanak” (*too interconnected to fail*). Ezek az intézmények ugyanis nagyobb kockázatokat vállalnak – bízva probléma esetén az állami mentőöbven –, amellyel versenyelőnybe kerülnek, azonban egyúttal „mérgezik” a többi piaci szereplőt, gyengítik a piaci fegyelmet és a kockázatok megfelelő kezelését.^[31] Amellett, hogy nem veszik figyelembe saját kitétségeik hatását a közvetítőrendszer egészére.^[32]

Másrészt externália keletkezik a pénzügyi rendszer sokkokkal szembeni ellenállóképességének legyöngítéséből. Bizonyított korreláció van ugyanis a hitel és az eszközárak között, amely széleskörű tőkeáttételhez vezet, így növeli a rendszer sebezhetőségét, a piaci fordulatokkal, az eszközárak csökkenésével szemben. A versenyképességi nyomás és a tőkeáramlás által okozott hitelbővülés (ún. *credit boom*) a hitelezési sztenderdek lazulásához vezet, amely egyúttal növeli a pénzügyi rendszer makrosokkokkal szembeni kitétségét. Ezzel egyidejűleg a források megszerzése során a bankközi piacra való túlzott támaszkodás sérülékennyé teszi a rendszert a bizalmi válságokkal szemben is.^[33]

Harmadrészt externáliák merülhetnek fel amiatt, hogy a pénzügyi rendszer kiterjeszti a kedvezőtlen (pénzügyi, tehát nem reálgazdasági) sokkokat a gazdaság egészére.^[34] Ezt a jellemzőt nevezzük prociklikus viselkedésnek is. A prociklikus viselkedés legismertebb formája az ún. *credit crunch* jelensége, amikor a romló jövedelmezőség, a külső források megdrágulása és az árfolyam-leértékelődés tőkemegfelelési és likviditási problémákhoz vezet, amelyre reagálva a bankok visszavetik, szélsőséges esetben leállítják a hitelezést. A hitelezés visszavágásával csökkennek a beruházások és a foglalkoztatás, amely a reálgazdaságnak (is) súlyos károkat okoz.^[35] A *credit crunch* jelensége mellett fontos megemlíteni az ún. *fire sale* effektust, amikor számos pénzügyi intézmény elkezd eladni az illikvid értékpapírjait, amely lenyomja a piaci árakat, tovább gyengítve a mérlegeket és növelve a hitel költségeit, ezáltal negatív hatást gyakorol a reálgazdaságra.^[36]

A vázolt externáliákban megjelenő rendszerkockázatokból adódik a makroprudenciális politika hármas célrendszerének meghatározása. A makroprudenciális politikának – mint pénzügyi stabilitási politikának – a) kezelnie kell a strukturális kockázatokat, b) növelnie kell a pénzügyi rendszer sokkokkal szembeni ellenállóképességét és rugalmasságát, valamint c) csökkentenie kell a pénzügyi rendszer prociklikusságát, vagyis a kockázatok időbeli dimenzióját. Egyrészt tehát a makroprudenciális politika célja a strukturális, vagy szektorok közötti kockázatok kezelése, azáltal, hogy kontrollálja a pénzügyi rendszernek a pénzügyi közvetítőintézmények összekapcsolódásából eredő sebezhetőségét. Másrészt célja,

[31] Ld. Acharya – Richardson, 2009.

[32] Szombati, 2013, 132.

[33] Ld. De Nicolò – Favara – Ratnovski, 2012.

[34] Hanson – Kashyap – Stein, 2011, 3–28.

[35] Balog – Matolcsy – Nagy – Vonnák, 2014, 11.

[36] Ld. Diamond – Rajan, 2009.

a pénzügyi rendszer egészének sokkokkal szembeni ellenállóképességének növelése azáltal, hogy olyan puffereket épít fel, amelyek el tudják nyelni a sokkok hatásait és biztosítani tudják, hogy pénzügyi rendszer hitelezni tudja a reálgazdaságot. Harmadrészt pedig célja a pénzügyi rendszer - eredendő - prociklikusságának csökkentése azáltal, hogy különböző tőkekövetelményeket, céltartalék- és likviditási előírásokat, tőkeáttételi mutatókat, vagyis adminisztratív korlátokat vezet be.

A makroprudenciális politika célkitűzései alapvetően a makroprudenciális szabályozáson és felügyeleten keresztül valósíthatók meg. A makroprudenciális szabályozás olyan pénzügyi szabályozást jelent, amely kontrollálja a rendszerkockázatokból eredő mérlegproblémák társadalmi költségeit.^[37] A makroprudenciális felügyelet fogalma pedig egy teljes folyamatra utal, amely magában foglalja: a) a pénzügyi rendszer egészének folyamatos monitoringát és elemzését a sebezhetőségek feltárása érdekében; b) a feltárt potenciálisan a pénzügyi stabilitást érintő veszélyek értékelését és a beavatkozási lehetőségekről, kockázatokat enyhítő intézkedésekről való döntéseket; c) az intézkedések végrehajtását a sebezhetőség tényleges enyhítése érdekében; valamint d) a végrehajtott intézkedések utókövetését, értékelését annak érdekében, hogy a sebezhetőség valódi csökkenése megállapítható legyen.^[38]

A pénzügyi rendszer stabilitásának biztosításához nem kizárólagosan makroprudenciális eszközök vehetők igénybe, ezért a makroprudenciális politikának szorosan együtt kell működnie a többi gazdaságpolitikai területtel, ugyanis a gazdasági rendszer stabilitásának fenntartását csak összehangolt koordinációval lehet megvalósítani.

III. A MAKROPRUDENCIÁLIS POLITIKA HELYE A GAZDASÁGPOLITIKA RENDSZERÉBEN

A makroprudenciális politikának tehát számos más gazdaságpolitikai területtel együtt kell működnie a céljai elérése érdekében. A makroprudenciális és más politikák közötti kapcsolatot szemlélteti a 2. ábra.

[37] Hanson - Kashyap - Stein, 2011, 5.

[38] Towards a more stable financial system: Macroprudential supervision at DNB, 2010, De Nederlandsche Bank, 12. (Elérhető: http://www.dnb.nl/en/binaries/Towards%20a%20more%20stable%20financial%20system_tcm47-2365_22.pdf. Letöltés ideje: 2015.03.22.)



2. ábra: A makroprudenciális és más politikák közötti kapcsolat (saját szerkesztés)

1. A makroprudenciális és a monetáris politika kapcsolata

A legutóbbi pénzügyi válság teljesen aláásta a korábbi konszenzust és megmutatta, hogy az árstabilitás nem garantálja a pénzügyi, vagy makrogazdasági stabilitást.^[39] Számos országban alakultak ki veszélyes pénzügyi egyensúlytalanságok kifejezetten alacsony inflációs szint mellett. A makrogazdasági stabilitás biztosítására, a monetáris politikának – többek között – a pénzügyi stabilitási célkitűzéseket is figyelembe kell vennie, és éppen a két politikaterület szoros összefüggései miatt a központi bankok vezető szerepet kell, hogy játszanak a makroprudenciális politika megvalósításában is.

A makroprudenciális politika és a monetáris politika rugalmasan kiegészítik egymást, amelynek akkor van igazán jelentősége, ha maga a monetáris politika – ahogy ezt a 2008-as gazdasági válság óta látható – mozgásterének határához ért.

Egyik oldalról – *ex ante* – a jól kalibrált és világosan kommunikált makroprudenciális politika fékezni tudja ugyanis a kockázatok felépülését, ezzel tehermentesíteni tudja a monetáris politikát. A makroprudenciális politika segíthet kontrollálni a hitelállományt és ezen keresztül az eszközárakat – csökkentve az eszközár buborékok kialakulásából eredő kockázatokat – és enyhíteni

[39] Antipa – Matheron, 2014, 226.

tudja prociklikus viselkedésből fakadó eszközár változásokat. Ezen túlmenően, amikor a makroprudenciális politika – *ex ante* – korlátozza a kockázatvállalást, egyúttal csökkenti a pénzügyi zavarok kialakulásának kockázatát is.^[40]

Másik oldalról a makroprudenciális politika a váratlan sokkokkal szemben különböző puffereket épít fel, enyhítve annak a kockázatát, hogy a monetáris politika belefut a mozgásterének határába, a 0%-os kamatládba. A visszaesések idején ezeket a puffereket felszabadítva – *ex post* – a makroprudenciális politika tompíthatja a sokkok hatását a hitelkínálatra és a gazdaság finanszírozására nézve, ezáltal kiegészítheti a monetáris politikai eszköztárat.^[41]

2. A makroprudenciális és a fiskális politika kapcsolata

A megfelelő fiskális politika jelentős szerepet játszik a makrogazdasági sokkok elkerülésében és a kialakult sokkok kezelésében.

Egyrészt az adórendszer bizonyos adónemei hozzájárulhatnak a rendszerkockázatok felépüléséhez. A társasági adó – ahogy erre számos elemzés is rámutat^[42] – általánosságban növeli a hajlandóságot a hitelből történő fejlesztésre, szemben a tőke jellegű finanszírozással. Általában az államok nem támogatják adókedvezményekkel azokat, akik bérelt ingatlanban laknak, ellenben a lakásvásárlásokat, lakásépítéseket kedvezményes kamatozású hitelekkel támogatják. Ezek a fiskális politikai döntések a pénzügyi rendszer olyan torzításait idézheti elő, amelyek elkerülhetők koordinációs mechanizmusok kiépítésével.

Másrészt a fiskális politika különböző adók, illetékek, díjak meghatározásával közvetlenül is hatást tud gyakorolni a pénzügyi rendszerben felépülő kockázatokra. Az ún. Pigou-adókkal^[43] – pl. bankadókkal – és az ún. pénzügyi stabilitási hozzájárulásokkal^[44] – pl. a szanálási alapokba fizetendő hozzájárulások – az államok hatást tudnak gyakorolni a pénzügyi piac szereplőinek magatartására, és egyúttal különböző alapokat tudnak létrehozni – a piaci szereplők jövedelméből – a pénzügyi stabilitás biztosítása érdekében.

Harmadrészt az adók hatással vannak az eszközárakra is azáltal, hogy egy potenciális bevezetendő adó csökkenti az eszközárakat, hiszen csökkenti az eszköz jövedelmezőségét. Így a fellendülés időszakában az eszközár buborékok kialakulása ellen a célzott fiskális politikával fel lehet lépni.

[40] Claessens (et al.), 2013, 10–11.

[41] Uo. 11.

[42] Mooij, 2011.

[43] Olyan adók, amelyekkel az állam egy tevékenység negatív társadalmi hatásait igyekszik ellensúlyozni azzal, hogy adót vet ki a tevékenységet végzőre.

[44] Ld. A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector, Final Report to the G20, 2010, IMF. (Elérhető: <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/062710b.pdf>. Letöltés ideje: 2015.03.23.)

3. A makroprudenciális és a mikroprudenciális politika kapcsolata

A gazdasági válságnak az egyik tanulsága, hogy a mikroprudenciális szabályozás szükséges, de nem elégséges feltétel a pénzügyi rendszer stabil működéséhez, a pénzügyi rendszer ugyanis több, mint az egyes pénzügyi intézmények összessége. A rendszerkockázatból eredő veszteségek kivédéséhez az intézményi szintű megközelítés önmagában nem elegendő, ezért a két különböző nézőpontot képviselő politikaterületnek szorosan együtt kell működnie. A makroprudenciális és a mikroprudenciális politika összevetését ld. az 1. táblázatban.

A makro- és a mikroprudenciális nézőpontok összevetése		
	Makroprudenciális politika	Mikroprudenciális politika
Közvetlen cél	A teljes pénzügyi rendszert érintő veszély és a rendszerkockázatok csökkentése	Az egyedi intézményeket érintő veszély csökkentése, az egyedi kockázatok minimalizálása
Végső cél	Kibocsátási költségek csökkentése	Fogyasztóvédelem
Kockázat típusa	(részben) Endogén: az egyedi intézmények együttes magatartásának az eredménye	Exogén: az egyedi intézmények vonatkozásában adottak tekinthetők
Intézmények közötti kapcsolatok	Fontosak	Lényegtelenek
A prudenciális ellenőrzés kalibrálása	A teljes rendszert érintő kockázatokkal kapcsolatban: ún. „top-down”	Az egyedi intézményeket érintő kockázatokkal kapcsolatban: ún. „bottom-up”

1. táblázat: A makroprudenciális és mikroprudenciális politika összevetése^[45]

Az összevetésből látható, hogy a mikroprudenciális politika az intézményi kockázatok, a makroprudenciális politika pedig a rendszerkockázatok megakadályozásával, felderítésével és kezelésével járul hozzá a pénzügyi rendszer stabilitásához, ezért az információk megosztása, a kockázatok közös elemzése és szoros párbeszéd szükséges az egymást kiegészítő hatásaik kiaknázásához. A szoros együttműködés mellett szükséges biztosítani az eltérő nézőpontokból és célokból adódó – alapvetően a gazdasági sokkok

[45] Forrás: Borio, 2003, 2.

idején fellépő - konfliktusok feloldására alkalmas mechanizmusokat is. A makroprudenciális és mikroprudenciális politikák ugyanis - eltérő nézőpontjuk ellenére - ugyanazon a transzmissziós mechanizmuson keresztül fejtik ki a hatásukat. A fellendülés időszakában a mikroprudenciális hatóság valószínűleg egyetért azzal, hogy a pufferek képzése prudens magatartás, még akkor is, ha alacsony a nemteljesítő hitelek és magas a jövedelmezőség aránya. A visszaesés időszakában azonban a feszültség növekedhet a két politikaterület között, mivel a makroprudenciális hatóság - a prociklikusság megtörése érdekében - a szabályozási követelményeket enyhítené a *credit crunch* és a *fire sale* elkerülése érdekében, míg a mikroprudenciális hatóság szorítana a követelményeken a betétesek és a befektetők védelme érdekében.^[46] A konfliktusok feloldása érdekében pontosan tisztázni kell, hogy mikor melyik nézőpont érvényesülésének van elsőbbsége.

4. A makroprudenciális, valamint a válságkezelési és szanálási politika kapcsolata

A válságkezelési és szanálási politika szintén kiegészíti a makroprudenciális politikát. A makroprudenciális politika „első védvonalként” elhárítja a pénzügyi stabilitást fenyegető veszélyeket azáltal, hogy azonosítja és kezeli őket. A gyakorlatban azonban nem hárítható el minden fenyegetés, ezért a makroprudenciális hatóság „második védvonalként” növeli a pénzügyi rendszer ellenállóképességét. Egy válság kialakulásakor, amikor a rendszer nem képes arra, hogy semlegesítse a sokkokat, a válságkezelés és a szanálás az utolsó, a „harmadik védvonal” a pénzügyi stabilitás fenntartása érdekében.^[47] A válságkezelési és a szanálási rendszer kialakítása, az állami mentőakciók politikájának fenntarthatatlanságát felismerve,^[48] a pénzügyi intézmény szabályozott kivezetését célozza a piacról a pénzügyi stabilitás fenntartása érdekében. A hatékony és hiteles válságkezelési és szanálási rendszer támogathatja a makroprudenciális politika céljainak megvalósítását azáltal, hogy erősíti a piaci fegyelmet.^[49]

5. A makroprudenciális- és a versenypolitika kapcsolata

A gazdasági verseny szabadsága abból az elvi szintű közmegegyezésből táplálkozik, hogy a verseny biztosítja a költséghatékonyságot, az áruk és szolgáltatások

[46] Osiński - Seal - Hoogduin, 2013, 9-10.

[47] Ld. bővebben: Towards a more stable financial system: Macroprudential supervision at DNB, 12-14.

[48] A pénzügyi mentőakciók ösztönzik a kockázatvállalást, gyengítik az államháztartás helyzetét és torzítják a versenyt. Ld. Huertas, 2014, 88-89.

[49] Claessens, 2013, 14-15.

színvonalának, minőségének folyamatos növekedését, összességében a nagyobb hatékonyságot. A pénzügyi tevékenység folytatása során az intenzív verseny sok esetben túlzott kockázatvállalásra, növekedésre ösztönzi a pénzügyi szervezeteket, a vállalat-összeolvadások eredményeként túl nagy intézmények jöhetnek létre, amelyek már rendszerszintű kockázatokhoz is vezethetnek.^[50] Emiatt a versenypolitika és a pénzügyi stabilitás hatóságainak célkitűzései között feszültség támadhat, a verseny szabadságának biztosítása ellentétbe kerülhet a pénzügyi stabilitással. A feszültség elkerülése érdekében rögzíteni szükséges, hogy a pénzügyi szektor vonatkozásában a gazdasági verseny vizsgálatát ki kell egészíteni a makroprudenciális nézőponttal. Ennek a biztosítása érdekében számos országban a klasszikus versenyjogi eszköztár bizonyos elemeit (pl. engedélyezés, befolyásszerzés vizsgálata, fúziókontroll) a makroprudenciális felügyeleti hatóságok hatáskörébe utalják. Más országok pedig szigorú koordinációs és konzultációs mechanizmusokat építenek ki a két politikaterület között, továbbá másodlagos célként a pénzügyi stabilitást beépítik a versenyhatóságok célrendszerébe.

IV. ÖSSZEGRZÉS

A gazdasági világválság élesen rámutatott arra, hogy a pénzügyi globalizáció – amely alapvetően a pénzügyi szféra liberalizációjában és a deregulációjában öltött testet – hatására a pénzügyi rendszer egyes intézményei ezer szálon keresztül kapcsolódnak egymáshoz, amelynek következménye a pénzügyi rendszer instabilitásának – ún. fertőző hatásának – globális szinten való megjelenése. Raján már a válság szimbolikus kezdőidőpontja, a Lehman Brothers csődje előtt rámutatott arra, hogy a nemzetközi pénzügyi rendszer, a tőke- és pénzpiacok olyan új kockázatokat termeltek ki, amelyeket senki nem látott, nem tudott felmérni, de attól még léteztek.^[51] A makroprudenciális politika éppen ezeknek a pénzügyi rendszerben felgyülemelő rendszerkockázatok előrejelzését, azonosítását és kezelését célozza. A makroprudenciális politikának kezelnie kell a strukturális kockázatokat, növelnie kell a pénzügyi rendszer sokkokkal szembeni ellenállóképességét és rugalmasságát, valamint csökkentenie kell a pénzügyi rendszer prociklikusságát, vagyis a kockázatok időbeli dimenzióját. A pénzügyi stabilitás – és egyúttal a gazdasági stabilitás – biztosítására önmagában a makroprudenciális politika nem alkalmas, ezért elengedhetetlen, hogy a többi gazdaságpolitikai területtel szorosan együttműködve, kooperálva fejtsse ki a tevékenységét.

[50] Ld. Vives, 2011, 479–497., Ratnovski, 2013, 8.

[51] Ld. Rajan, 2005.

IRODALOM

- Acharya, Viral – Richardson, Matthew (szerk.) (2009): *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*. New York University Stern School of Business, New York.
- Adams, Walter – Brock, James W. (1987): *Corporate Size and the Bailout Factor*. Journal of Economic Issues. Vol. 21. No. 1. 61–85.
- Antipa, Pamfili – Matheron, Julien (2014): *Interactions between monetary and macroprudential policies*. Financial Stability Review. No. 18. 225–239.
- Asztalos László Gyula: *A pénzügyi és a pénzintézeti válság kapcsolata*. Pénzügyi Szemle. Vol. 54. No. 2-3. 360–394.
- Balog Ádám – Matolcsy György – Nagy Márton – Vonnák Balázs (2014): *Credit crunch Magyarországon 2009-2013 között: egy hiteltelen korszak vége?* Hitelintézeti Szemle. Vol. 12. No. 4. 11–34.
- Barth, James R. – Brumbaugh, R. Dan Jr. – Wilcox, James A. (2000): *Source Policy Watch: The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking*. The Journal of Economic Perspectives. Vol. 14. No. 2. 191–204.
- Biedermann Zsuzsána (2012): *Az amerikai pénzügyi szabályozás története*. Pénzügyi Szemle. Vol. 57. No. 3. 337–354.
- Borio, Claudio (2005): *Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?* National Institute Economic Review. Vol. 192. Issue 1. 84–101.
- Borio, Claudio (2003): *Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?* BIS Working Paper. No. 128.
- Bródy András (2007): *A ciklus oka és hatása*. Közgazdasági Szemle. Vol. 52. No. 10. 903–914.
- Carosso, Vincent P. (1970): *Investment Banking in America: A History*. Harvard University Press, Cambridge.
- Claessens, Stijn et al. (2013): *The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies*. IMF, Washington.
- Clement, Piet (2010): *The term „macroprudential”: origins and evolution*. BIS Quarterly Review. Elérhető: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1003h.pdf. Letöltés ideje: 2015.03.30.
- Crockett, Andrew D. (2000): *Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability*. Basel. Elérhető: <http://www.bis.org/speeches/sp000921.htm>. Letöltés ideje: 2015.03.21.
- Day, Christian C. (2006): *Paper Conspiracies and the End of all Good Order: Perceptions and Speculation in Early Capital Markets*. Entrepreneurial Business Law Journal. Vol. 1. No. 2. 283–322.
- Mooij, de Ruud A. (2011): *Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions*. IMF Staff Discussion Note. SDN/11/11.
- De Nicolò, Gianni – Favara, Giovanni – Ratnovski Lev (2012): *Externalities and Macroprudential Policy*. IMF Staff Discussion Note. No. 12/05.
- Diamond, Douglas W. – Rajan, Raghuram G. (2009): *Fear of Fire Sales and the Credit Freeze*. NBER Working Paper. No. 14925.
- Hanson, Samuel G. – Kashyap, Anil K. – Stein, Jeremy C. (2011): *A Macroprudential Approach to Financial Regulation*. Journal of Economic Perspectives. Vol. 25. No. 1. 3–28.

- Hendrickson, Jill M. (2001): *The Long and Bumpy Road to Glass-Steagall Reform: A Historical and Evolutionary Analysis of Banking Legislation*. American Journal of Economics and Sociology. Vol. 60. No. 4. 849–879.
- Huertas, Thomas F. (2014): *A szanálás reformja*. Hitelintézeti Szemle. Vol. 12. No. 4. 86–101.
- Jackson, William D. (1987): *Glass-Steagall Act: Commercial vs. Investment Banking*. Congressional Research Service, Washington.
- Jickling, Mark (2010): *Causes of the financial crisis*. Congressional Research Service, Washington.
- Kendall, Leon T. – Fishman, Michael J. (eds.) (1996): *A Primer on Securitization*. MIT Press, Massachusetts.
- Király Júlia – Nagy Márton – Szabó E. Viktor (2008): *Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei*. Közgazdasági Szemle. Vol. 55. No. 7-8. 573–621.
- Laeven, Luc – Valencia, Fabian (2008): *Systemic Banking Crises: A New Database*. IMF Working Paper, WP/08/224.
- Ligeti Sándor – Sulyok-Pap Márta (szerk.) (1998): *Banküzemtan*. Tanszék Pénzügyi Tanácsadó és Szolgáltató Kft., Budapest.
- Lipchaw, Jeffrey M. (2011): *The Financial Crisis of 2008–2009: Capitalism Didn't Fail, but the Metaphors Got a "C"*. Minnesota Law Review. Vol. 95. Issue 5. 1532–1567.
- Losoncz Miklós (2010): *A globális pénzügyi válság és az Európai Unió*. Pénzügyi Szemle. Vol. 55. No. 4. 765–780.
- Lublósy Ágnes (2003): *Rendszerkockázat a bankszektorban*. Hitelintézeti Szemle. Vol. 2. No. 4. 70–90.
- Marján Attila (2003): *Az európai pénzügyi szolgáltatási szektor és a gazdasági és monetáris unió*. PhD értekezés. Budapest. Elérhető: http://phd.lib.uni-corvinus.hu/126/1/marjan_attila.pdf. Letöltés ideje: 2015.03.20.
- Mérő Katalin (2012): *A bankszabályozás kihívásai és változásai a pénzügyi-gazdasági válság hatására*. In: Valetiny Pál – Kiss Ferenc László – Nagy Csongor István (szerk.): *Verseny és szabályozás 2011*. MTA KRTK Közgazdaság-tudományi Intézet, Budapest.
- Móczár József (2010): *A globális pénzügyi válság anatómiája és tanulságai*. Pénzügyi Szemle. Vol. 55. No. 4. 727–749.
- Osiński, Jacek – Seal, Katharine – Hoogduin, Lex (2013): *Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation*. IMF Staff Discussion Note. No. 5.
- Owen, Evans et al. (2000): *Macroprudential Indicators of Financial System Soundness*. IMF, Washington. Elérhető: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/192/op192.pdf>. Letöltés ideje: 2015.03.21.
- Preston, Howard H. (1933): *The Banking Act of 1933*. The American Economic Review. Vol. 23. No. 4. 585–607.
- Rajan, Raghuram G. (2005): *Has Financial Globalization. Made the World Riskier?* NBER Working Paper. No. 11728.
- Rajan, Raghuram G. (2009): *The Credit Crisis and Cycle-Proof Regulation*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review. Vol. 91. No. 5. Part 2. 397–402.
- Ratnovski, Lev (2013): *Competition Policy for Modern Banks*. IMF Working Paper. WP/13/126.

- Reinicke, Wolfgang H. (1995): *Banking, Politics, and Global Finance: American Commercial Banks and Regulatory Change, 1980–1990*. Edward Elgar.
- Rochet, Jean-Charles (2005): *A Framework for Macroprudential Banking Regulation*. *Revista de Economia*. Vol. 12. Issue 1. 6–16.
- Stiglitz, Joseph E. (2009): *The current economic crisis and lessons for economic theory*. *Eastern Economic Journal*. Vol. 35. No. 3. 281–296.
- Szombati Anikó (2013): A makroprudenciális felügyeleti hatáskör Magyarországon. In: Lentner Csaba (szerk.): *Bank menedzsment. Bankszabályozás – pénzügyi fogyasztóvédelem*. Nemzeti Közszerológálati és Tankönyvkiadó, Budapest.
- Szüle Borbála (2006): *A pénzügyi konglomerátumok létrejöttének kockázati hatásai*. *Közgazdasági Szemle*. Vol. 53. No. 7-8. 661–680.
- Vives, Xavier (2011): *Competition policy in banking*. *Oxford Review of Economic Policy*. Vol. 27. No. 3. 479–497.