GLAVANITS JUDIT

A PÉNZÜGYI PIAC SZABÁLYOZÁSÁNAK ÉS FELÜGYELETÉNEK ÚJ IRÁNYAI

ABSZTRAKT • A gazdasági válság és annak továbbgyűrűző, globális hatásai arra késztették a jogalkotót, hogy újragondolja a pénzügyi piacok szerepét a világban, és ezen belül újragondolja a saját szerepét a pénzügyi piacok szabályozása kapcsán. Nemzetközi szinten megfigyelhető változásoknak vagyunk tanúi, amelyek egyértelmű iránya a pénzügyi piacok „megregulázása", a felügyeleti tevékenység fokozása és egységesítése, sőt, globális szintre emelése. A tanulmány célja annak bemutatása, hogy hol tart 2014-ben a pénzügyi piacok rekodifikációjának folyamata, és ebben a folyamatban miként jelenik meg az egységesülő felügyeleti rendszer. A tanulmány kifejezetten „pillanatfelvétel" jellegű: hiszek ugyanis abban, hogy a szabályozás és a felügyelet új irányvonalait még csak kijelöltük, a mélyebb, strukturális változásoknak még előtte állunk.
KULCSSZAVAK: makroprudenciális politika, pénzügyi stabilitás, pénzügyi felügyelet.
JEL: G18, K22.

1. GLOBÁLIS MÉRETEKET ÖLTŐ LOKÁLIS PROBLÉMÁK A PÉNZÜGYI PIACOKON

Az 1990-es évektől a világkereskedelemben a nemzetközi tőkeáramlások új irányt vettek: sok korábbi, a transznacionális társaságok tevékenységével összefüggő aggály eloszlott. A piacorientált liberális gazdaságpolitikák felé való globális „elcsúszás" félresöpört számos korábbi ellenvetést és bizonytalanságot a működőtőke-beáramlással szemben. Általánossá vált az a meggyőződés, hogy a piacok lényegében hatékony, de legalábbis a kormányoknál hatékonyabb szabályozók, párhuzamosan azzal a gondolattal, hogy a transznacionális vállalatok a piaci hatékonyság legeredményesebb formáit rejtik magukban.[1]

[1] Benczes István – Csáki György – Szentes Tamás: *Nemzetközi gazdaságtan,* 2009, Akadémiai Kiadó, Budapest, 311. o.

2008. szeptember 15-én, hétfőn a Lehman Brothers vezetősége bejelentette, hogy csődvédelmet kérnek.[2] A bejelentést követő egy héten belül a világ nagy nemzeti bankjai (köztük a Japán Nemzeti Bank, a Svájci Nemzeti Bank, a FED és az Európai Központi Bank) mintegy 180 milliárd dollárnyi tőkét fektetnek a bankrendszerbe, hogy elkerüljék a pénzügyi piacok teljes összeomlását.[3]

A szélsőséges piaci jelenségek nyomán szinte azonnal felvetődik a felelősség kérdése. Az amerikai FED egyik vezetője szerint a globális egyensúlytalanságok kialakulásában közös felelősség terheli az Egyesült Államokat és azok kereskedelmi partnereit, akik nem tettek meg mindent a globális egyenlőtlenségek kezelésére, különös tekintettel a pénzügyi intézmények kockázatvállalásának szabályozása területén.[4] Egyes szerzők a pénzügyi intézmények vezetésének személyes felelősségét valószínűsítették azt állítva, hogy a vállalatok társadalmi felelősségvállalására helyezett nagyobb hangsúllyal, illetve a morális kockázatok eredményesebb kezelésével a válság hatásai enyhíthetők lettek volna.[5]

Annak ellenére, hogy a válságot közvetlenül előidéző amerikai jelzálogpiaci válság lokális válságnak indult, gyakorlatilag egy év alatt globális folyamatokat idézett elő. Ugyanakkor nem tekinthetek el annak megállapításától, hogy ha a nemzetközi szinten tevékenykedő pénzügyi intézmények nemzeti szabályozása szigorúbb vagy legalábbis körültekintőbb lett volna, úgy a válság továbbterjedése lassabb lehetett volna, de hatásaiban biztosan elmarad a bekövetkezett eseményektől. Sem szakmai körökben, de talán még laikusok körében sem vitatott tény, hogy a globális pénzügyi rendszer a világgazdaság eredményes működésének egyik fontos feltétele, amely biztosítja a pénzügyi közvetítő intézmények révén a tőkeáramlás folyamatosságát, kapcsolatot tart fenn a pénzügyi piaci kereslet és kínálat között, illetve a verseny révén pozitív hatással van a gazdasági teljesítményre. Ugyanakkor a globális keretek globális kockázatokat is rejtenek magukban. Véleményem szerint a következő évek egyik jelentős pénzügyi és szabályozási kérdése, hogy sikerül-e globális megoldást is találni a felmerülő problémákra.

[2] Sorkin, Andrew Ross: Lehman Files for Bankruptcy, Merill is Sold, in *The New York Times.* Elérhető: http://www.nytimes.com/2008/09/15/business/15lehman.html?pagewanted=all (2014.11.25.).

[3] A hét történéseit részletesen illusztrálja a *The Washington Post* 2008. szeptember 20-i elemzése. (szerző nélkül) Five Days That Transformed Wall Street: Sept. 15–19, 2008. Elérhető: http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/graphic/2008/09/20/GR2008092000318.html (2014.11.25.).

[4] Bernanke, Ben S.: *Financil Reform to Adress Systemic Risk.* Előadás, 2009. március 10. Elérhető: http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310a.htm?keepThis=true&TB_iframe=true&height=600&width=850 (2014.11.28.).

[5] Pezzuto, Ivo: Miraculous Financial Engineering or Toxic Finance? The genesis of the U.S. subprime mortgage loans crisis and its consequences on the global financial markets and real economy. Swiss Management Center, in *SMC Working Paper,* 12/2008.

Bár a pénzügyi válsággal kapcsolatos folyamatok tárgyalása során kevesen vetik fel, véleményem szerint nem megkerülhető Kína szerepének tisztázása a világpiaci folyamatokban. Az elmúlt évtized világgazdaságának legmeghatározóbb jelensége és annak jövőbeni folyamatait alapjaiban befolyásoló fejleménye Kína világgazdasági, világpolitikai és geopolitikai szerepének markáns felértékelődése volt. Ma már alig akad olyan ország, amelyet ne érintene közvetlenül vagy közvetett módon Kína gazdasági felemelkedése a nemzetközi kereskedelem, avagy a tőkeáramlások tekintetében. A globális pénzügyi piac szabályozásának kérdéskörében így nem tekinthetek el – legalább az említés szintjén – Kína monetáris politikájának vizsgálatától. Gábor Tamás a kínai monetáris politikát elemezve azt állapítja meg, hogy a várt árfolyam- és árreform ütemezett végrehajtása, annak pontos időzítése és tervezése nagy kockázatokkal jár egy olyan gazdaságban, ahol az utóbbi évek növekedése javarészt a magasra szökő ingatlanárak által ösztönzött nagyszabású építkezési-beruházási fellendülésére alapozott, és amely emiatt magán viseli a buborékgazdaság valamennyi klasszikus jegyét. A monetáris politika patthelyzetét a világgazdaságban tapasztalt folyamatok sem mérsékelhetik egyhamar. Tekintettel ugyanis a fejlett gazdaságokat napjainkban sakkban tartó likviditási csapdára, és a rendszeres amerikai és európai mennyiségi lazításokkal járó monetáris expanzióra, rövid távon nem várható, hogy a hozamvadász, spekulációs célú forrótőke motivációja csökkenjen.[6] Kína lokálisnak látszó, ám könnyen beláthatóan globális pénzügyi folyamatokat érintő reformelképzelései így mindenképpen kiemelt figyelmet érdemelnek.

Simai Mihály a 2012-es davosi konferencia kapcsán a következőket állapítja meg: *„A XXI. század egyik döntő kérdése nemcsak az, hogy milyen ütemben folytatódik az államok összekapcsolódása az információk, a technika, a tőke, az áruk, a szolgáltatások és az emberek nemzetközi áramlásának növekedése nyomán, hanem az is, miképpen tudja a világ kezelni ennek gazdasági és társadalmi következményeit.”*[7] A jogi szabályozóra így többletteher hárul: nemcsak egy gazdasági jelenséget kell jogi keretek (ráadásul hatékonyan működő jogi keretek) közé szorítania, hanem kezelnie kell a válság kapcsán felszínre került gazdasági-társadalmi következményeket is.

[6] Gábor Tamás: *Kína monetáris politikája a globális pénzügyi egyensúlytalanságok fényében,* 2012, Doktori értekezés, Szeged, 157. o.

[7] Simai Mihály: Davos 2012: Várakozások, kilátások és következtetések, in Farkas Péter – Meisel Sándor – Weiner Csaba (szerk.): *Elveszett illúziók. A világgazdaság tartós válságáról. Tanulmánykötet Fóti Gábor kollégánk emlékére,* 2012, MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Világgazdasági Intézet, Budapest, 16. o.

1.1. KÖZÖS FOGALMI KERETEK

A nemzeti és nemzetközi pénzügyi felügyeleti rendszer működésének megértéséhez szükséges néhány alapfogalom tisztázása, elhatárolása, így az alábbiakban ismertetem a pénzügyi szabályozási és felügyeleti rendszer működési keretét érintő fontosabb fogalmakat, illetőleg azoknak a továbbiakban érvényesnek tekintett meghatározását.

A *globális pénzügyi rendszer*en értjük azt az infrastrukturális és személyi hátteret, amely a globális piacokon a pénzügyi eszközökhöz való hozzáférést biztosítja. A globális pénzügyi rendszer részét képezik a pénzügyi közvetítők,[8] a pénzügyi eszközök,[9] a pénzügyi piacok, a pénzügyi szabályozó és felügyeleti hatóságok és a pénzügyi műveletek.

A *pénzügyi stabilitás* olyan állapot, amelyben a pénzügyi rendszer, azaz a kulcsfontosságú pénzügyi piacok és a pénzügyi intézményrendszer képes ellenállni a gazdasági sokkoknak, és zökkenőmentesen tudja ellátni alapvető funkcióit: a pénzügyi források közvetítését, a kockázatok kezelését és a fizetési forgalom lebonyolítását.[10] Ezen pénzügyi stabilitás elérése érdekében a jogalkotó és jogalkalmazó szervek, a pénzügyi intézmények és a pénzpiac egyéb szereplői meghatározott magatartások tanúsítására kötelesek, valamint kötelesek egyes más magatartásoktól tartózkodni, egymással együttműködve eljárni a jóhiszeműség és tisztesség alapelveinek megfelelően. Legalábbis az elméleti keretek ezt diktálnák. Ugyanakkor bizonyos társadalmi-gazdasági törvényszerűségek, így a gazdasági szereplők célracionális (az ő esetükben profitmaximalizáló) magatartása, az egyes szereplők természetes piaci versenyhelyzete, a pénzügyi ügyleteken belül jelentkező ellentétes érdekállás nem teszi lehetővé, hogy a piacok minden időpillanatban tökéletesen működjenek, nem beszélve a szereplők tevékenységi körén kívül eső, elháríthatatlan és gyakran nehezen látható külső körülmények befolyásoló hatásáról. Botos Katalin a kialakuló helyzetet így

[8] A hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvény (Hpt.) 6. § (1) bekezdés 90. pontja alapján pénzügyi intézménnyel kötött megbízási szerződés alapján pénzügyi közvetítő az, aki a pénzügyi intézmény nevében, javára és kockázatára, pénzügyi szolgáltatás, kiegészítő pénzügyi szolgáltatás nyújtásának, szolgáltatásra irányuló szerződés megkötésének elősegítésére irányuló tevékenység, ideértve a pénzügyi intézmény nevében, javára és kockázatára történő kötelezettségvállalást vagy a szerződés megkötését is; illetve pénzügyi intézménnyel kötött megbízási szerződés alapján pénzügyi szolgáltatás, kiegészítő pénzügyi szolgáltatás nyújtásának, ilyen szolgáltatásra irányuló szerződés megkötésének elősegítésére irányuló tevékenység, amelynek során a pénzügyi intézmény kockázatára önállóan kötelezettséget nem vállalnak, szerződést nem kötnek.

[9] Az Európai Parlament és a Tanács a pénzügyi eszközök piacairól szóló, többször módosított 85/611/EGK irányelve (MIFID-irányelv) I. mellékletének C. pontjában meghatározott pénzügyi eszközöket értjük – széles körű szakmai egyetértésben – pénzügyi eszközökön.

[10] MNB: *Jelentés a pénzügyi stabilitásról,* 2013, 2. o.

jellemzi: „*A bank – veszélyes üzem. (…) A pénzügyi tranzakciók soha nem kockázatmentesek. A szabályozás semmiképpen nem vállalhatja át a pénzügyi intézményektől a tevékenységükben rejlő kockázatok fedezését, csupán arra törekedhet, hogy a pusztán piaci hatásokra hagyatkozó üzletviteli kockázat szélsőségeit a hatalom kényszerítésével mérsékelje, s ezzel a banki ügyfelek biztonságát a lehetőségeken belül növelje.*"[11]

A közgazdaság-tudomány nem egységes abban a tekintetben, hogy a jogalkotó milyen módon és milyen mértékben avatkozzon be a pénzügyi piacok működésébe a piaci stabilitás érdekében. A gazdasági válságot megelőző évtizedekben az uralkodó álláspontta a szabályozott kapitalizmus vált, de nem létezett egységes, és különösen nem volt globálisan egységes elképzelés a szabályozottság fokáról vagy a beavatkozás mértékéről.[12] A gazdasági válság az állami szerepfelfogásnak „gellert" adva az állam fokozott részvétele irányába mozdította az elképzeléseket, ráadásul a válság jellege, és annak (ijesztően gyorsan) globális méreteket öltő mellékhatásai a nemzeti szabályozás felől a nemzetközi szintre emelt egységesítési törekvéseket helyezték előtérbe.

A *kockázat* fogalma kapcsán megállapítható, hogy a kockázat és kockázatkezelés témaköre olyannyira interdiszciplináris, hogy a kérdéskör tanulmányozása során már rögtön az alapfogalmak ismertetése kapcsán problémákba ütközhet az érdeklődő, mivel a kockázattal foglalkozó egyes tudományágak saját igényeiknek megfelelő definíciókat alakítottak ki, amelyek sokszor merőben eltérnek egymástól.[13] Ortwin Renn 1992-es munkája alapul szolgálhat a fogalom megértéséhez. Renn a kockázatok és azok kezelésének tanulmányozása során megállapítja, hogy a kockázat-elméletek egyetlen közös vonása a valóság és a lehetőségek közötti eltérés.[14] Kindler József 1987-es tanulmánya a kockázatot úgy határozza meg, mint egy cselekvési változat lehetséges (nem biztosan bekövetkező) negatívan értékelt következményeinek teljes leírása, beleértve a következmények súlyának és bekövetkezési valószínűségének megmutatását is.[15] A közgazdaság-tudományban pénzügyi kockázatnak tekinthetjük azt, ha a jövőbeni lehetséges események eltérnek valamilyen várható értéktől. Biztosítási értelemben ezzel szemben kockázatnak tekintjük azokat az eseményeket,

[11] Botos Katalin: Likviditás, szolvencia, prudencia, in Botos Katalin (szerk.): *Pénzügypolitika az ezredfordulón,* 2003, SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei, JATEPress, Szeged, 159. o.

[12] A szabályozási trendek ciklikusságáról a XX. század tekintetében lásd Kálmán János: Az állam gazdasági szerepének változása, evolúciós megközelítésben, in *Diskurzus,* 2013/különszám, 24–33. o.

[13] Pálinkás Péter: *Kockázatkezelési eljárások alkalmazása az Európai Unió mezőgazdaságában,* 2011, Doktori értekezés, Gödöllő, 3. o.

[14] Renn, Ortwin: Concepts of Risk: A Classification, in Krimsky, Sheldon – Golding, Dominic (szerk.): *Social Theories of Risk,* 1992, Greenwood Publishing Group, Westport, 56. o. „*All risk concepts have one element in common: the distinction between reality and possibilities…*"

[15] Kindler: *i. m.* 17. o.

amelyek negatív kimenetelűek. Fentiek alapján látható, hogy a kockázat fogalmának a negatív kimenetel nem feltétlenül része, ugyanakkor a hétköznapi szóhasználatban a kockázat kifejezéshez biztosan nem kapcsolódik pozitív üzenet.[16]

A *rendszerkockázat vagy rendszerszintű kockázat (systematic risk),* a pénzügyi stabilitás egyik kulcsfogalmaként a XX. század utolsó két évtizedében került a közgazdasági vizsgálatok homlokterébe,[17] és a pénzügyi válsággal került a szakmai érdeklődés középpontjába. A hatályos Hpt. szerint a rendszerkockázat a pénzügyi rendszer olyan zavarának kockázata, amely a pénzügyi rendszerre és a gazdaságra nézve súlyos negatív következményt jelenthet. A rendszerkockázat egy tudományosabb definícióját adja a közgazdaságtan, amely szerint szűkebb értelemben akkor beszélünk rendszerkockázatról, ha egy adott esemény a gazdaság szűk szféráját érintve az idő előrehaladtával, az események egymásutánisága révén egy vagy számos intézményre vagy piacra kedvezőtlenül hat. A lényeg tehát az egymást követő események sorozatán van, amit akár egy egyedi, akár egy korlátozott szisztematikus sokk kiválthat.[18]

A rendszerkockázatra irányuló figyelem hívta életre a *rendszerszinten jelentős pénzügyi intézmény (systematically important financial institutions – SIFI)* fogalmának kialakítását is. A SIFI-ken belül azóta a szakirodalom már megkülönbözteti a G-SIFI *(global),* vagyis globálisan jelentős pénzügyi intézményeket, az E-SIFI *(European),* vagy európai szinten jelentős pénzügyi intézményeket, illetve a D-SIFI *(domestical),* vagyis hazai szinten jelentős pénzügyi intézményeket. A magyar szabályozás [Hpt. 6. § (1) bekezdés 98. pontja] alapján rendszerszinten jelentős pénzügyi intézményen értjük a következőket: az EU-szintű hitelintézeti anyavállalat, EU-szintű pénzügyi holding társaság anyavállalat, EU-szintű vegyes pénzügyi holding társaság anyavállalat és azok a pénzügyi intézmények, amelyek fizetésképtelenné válása vagy szabálytalan működése rendszerkockázatot eredményez. A magyar meghatározás tehát elsősorban a D-SIFI és az E-SIFI definícióját adja.

A felügyeleti és szabályozási tendenciák vizsgálatához elengedhetetlen a *pénzügyi konglomerátumok* kérdéskörének felvetése. A pénzpiacokon végbemenő változások olyan pénzügyi csoportok, úgynevezett konglomerátumok kialakulásához vezettek, amelyek a pénzpiacok különböző ágazataiban nyújtanak szolgáltatásokat és termékeket. 2002 előtt az Európai Unióban nem létezett az ilyen konglomerátumhoz tartozó hitelintézetek, biztosítóintézetek és befektetési vállalkozások prudenciális felügyeletének a csoportra kiterjedő formája, különösen a csoport szintjén vizsgált fizetőképesség és kockázati koncentráció, a csoporton belüli ügyletek, a csoport-

[16] Glavanits Judit: *A kockázati tőkebefektetések egyes jogi aspektusai,* 2012, Doktori értekezés, Győr, 20–21. o.

[17] Lublóy Ágnes: *A magyar bankközi piac rendszerkockázati vonatkozásai,* 2005, Doktori értekezés, Budapest, 1. o.

[18] Lublóy: *i. m.* 10. o.

szintű belső kockázatkezelési eljárások, valamint a vezetés alkalmassága és megfelelő volta tekintetében. E konglomerátumok némelyike a pénzpiacokon tevékenykedő legnagyobb pénzügyi csoportok közé tartozik, és világszerte nyújt szolgáltatásokat. Amennyiben az ilyen konglomerátumok, és különösen az ilyen konglomerátumhoz tartozó hitelintézetek, biztosítóintézetek és befektetési vállalkozások pénzügyi nehézségekkel küzdenének, ez súlyosan destabilizálhatja a pénzügyi rendszert, és kárt okozhat az egyéni betéteseknek, a biztosítottaknak és a befektetőknek.[19] Pénzügyi konglomerátumokról beszélhetünk akkor, ha egy pénzügyi csoport vagy alcsoport esetében a csoport vagy alcsoport élén egy szabályozott vállalkozás áll, a csoporthoz vagy alcsoporthoz tartozó vállalkozásoknak legalább egyike a biztosítási ágazatban és legalább egyike a banki vagy a befektetési szolgáltatási ágazatban működik, és a biztosítási ágazatban működő vállalkozások, valamint a banki és befektetési szolgáltatási ágazatban működő vállalkozások összevont vagy összesített tevékenységei egyaránt jelentősnek minősülnek.[20]

Szüle Borbála 2004-es doktori értekezésében már felvetette, hogy a banki, befektetési és biztosítási tevékenységek egy gazdasági társaságon vagy cégcsoporton belüli megjelenése nem csökkenti a piaci kockázatokat, sőt, az összehangolt tevékenységekkel újabb kockázati faktorok merülnek fel, amelyek kezelésével foglalkoznia kell nemcsak a pénzügyi intézménynek, de a jogalkotónak is.[21] Ennek megfelelően az uniós joggal összhangban már Magyarországon is külön törvény foglalkozik a pénzügyi konglomerátumok kiegészítő felügyeletével. A törvény értelmében a Magyar Nemzeti Bank mint felügyeleti hatóság feladata a pénzügyi konglomerátum csoport szintű prudens működésének felügyelete. Ennek érdekében a Felügyelet a pénzügyi konglomerátum kockázati koncentrációját, csoporton belüli ügyleteit, tőkemegfelelését, belső kontrollrendszerét és kockázatkezelését a csoport szintjén felügyeli.

A pénzpiaci szabályozók és felügyeleti rendszerek tárgyalása során érintőlegesen említeni kell az *adósságválság* kérdéskörét is. Nagy Gyula idézi egy amerikai tanulmány eredményeit, amely szerint a történelmi adatsorok átfogó elemzése új megvilágításba helyezte a bankválságoknak az állami adóbevételekre és az államadósságra gyakorolt hatásait. A kutatási eredmények szerint a bankválságok majdnem mindig az adóbevételek súlyos csökkenéséhez, valamint az állami kiadások jelentős

[19] Az Európai Parlament és a Tanács 2002/87/EK irányelvének (2) preambulumi bekezdése alapján.

[20] Az Európai Parlament és a Tanács 2002/87/EK irányelvének 2. cikk 14. pontja alapján (némileg leegyszerűsítve). Ugyanezt a meghatározást veszi át a pénzügyi konglomerátumok kiegészítő felügyeletéről szóló 2013. évi LXXXIII. törvény az MNB felügyelete alá tartozó intézmények tekintetében.

[21] Szüle Borbála: *Diverzifikáció és kockázat a pénzügyi konglomerátumokban,* 2004, Doktori értekezés, Budapest, 148. o.

növekedéséhez vezettek. Az államadósság átlagosan 86%-kal nőtt a bankválságot követő három év során. Ezen megállapítás arra utal, hogy válságkezelés közvetett fiskális költségvonzata sokkal súlyosabb, mint a krízis idején a bankmentő akciókra, kivásárlásokra, feltőkésítésre fordított prompt kiadások összege.[22] A nemzetközi pénzügyi reform megkerülhetetlen része kell legyen a szuverén adósságállomány kezelése is. Jelenleg nincs nemzetközi rendszere annak, hogy egy ország miként strukturálja át külföldi adósságát, így jelenleg ezen megoldások a pénzügyi piaci kockázatokat növelik.

A pénzügyi piacokon megjelenő kockázatok és veszélyek kezeléséhez többszintű politika kialakítására van szükség. *Makroprudenciális politikán* értjük a pénzügyi stabilitási politikák azon részét, amely kifejezetten a prevenciót helyezi előtérbe, fő feladatának a rendszerszintű válságok kialakulásának megelőzését tekinthetjük. A makroprudenciális politikák legelterjedtebb célterülete a pénzügyi rendszer ciklikusságának tompítása, de idetartoznak a rendszerszintű ellenálló képesség növelését célzó infrastruktúrát, átláthatóságot fejlesztő lépések is. Ezek a kamatpolitika mellett vagy annak alternatívájaként úgy jelenhetnek meg a jegybanki politikában, hogy az inflációs célok kezelésével elvben nem kerülnek konfliktusba.[23]

1.2. A PÉNZÜGYI PIACOK SZABÁLYOZÁSÁNAK ALAPELVEI, TÁRSADALMI-GAZDASÁGI BEÁGYAZOTTSÁGA

A gazdasági valóság és a jog, illetve jogi szabályozás kapcsolata kapcsán Lenkovics Barnabás a következőket írja: „*A jog (…) természeténél fogva stabilitásra törekvő, statikus merev. Egy jó koncepció jogba illesztésével hosszú időre sokat lehet javítani az egész társadalmi rendszeren.*"[24] Az időzítés a pénzpiacok szempontjából éppen aktuális: az amerikai jelzálogpiaci válság többrétű, gyors továbbgyűrűzése nemzetközi szintű változásokat idézett elő, ezért az a bizonyos „jó koncepció" igencsak időszerű, főleg ha hosszú időre javítana a társadalmi rendszeren.

Lentner Csaba ezt írja: „*A piaci mechanizmusokat dicsőítő iskolák egyeduralmát sokáig nem sikerült megtörni, gazdasági összeomlások sorozatának kellett ráébresz-*

[22] Nagy Gyula: Globális pénzügyi válság – a jelenlegi tényleg más? in Losoncz Miklós – Szigeti Cecília (szerk.): *Válság közben, fellendülés előtt. Kautz Gyula emlékkonferencia 2010. június 1.* Elérhető: http://kgk.sze.hu/images/dokumentumok/kautzkiadvany2010/nagy%20gyula.pdf (2014.12.02.).

[23] Fáykiss Péter – Szombati Anikó: Makroprudenciális felügyelet az eurozónán kívüli európai országokban, in *MNB Szemle,* 2013/különszám, 64. o.

[24] Lenkovics Barnabás: *Ember és tulajdon. Rendszerváltó gondolatok,* 2013, Dialóg Campus, Budapest–Pécs, 101. o.

tenie a világot, hogy sem öngyógyító piac, sem korlátlan racionalitás, sem pedig szabályok nélkül hatékonyan működő közpénzügyi rendszer nem létezik."[25] Fenti megállapítások bár sarkosak, mégis meggyőződésem, hogy nincs olyan szakember, aki érdemben vitába szállna velük. Már csak azért sem, mert még a leginkább ortodoxnak vélt, neoliberális közgazdasági iskolák sem állították soha az ellenkezőjét, különösen, ami a szabályok nélkül hatékonyan működő közpénzügyi rendszert illeti.

A korlátlan racionalitással kapcsolatban kiindulópontnak tekinthetjük a neoklasszikus közgazdaságtant. A racionalitás alapelvére építve arra kereste a választ, hogy a maximális szükségletkielégítésre törekvő fogyasztó viselkedése miként határozza meg a kereslet szerkezetét és ezáltal a rendelkezésre álló erőforrások felhasználását a maximális profitra áhítozó vállalkozók közreműködését. Vélekedésük szerint az optimalizáló fogyasztó és vállalkozó magatartása olyan árarányokhoz vezet a piacon, amelyek a szabadversenyes gazdasági mechanizmusok fennállása esetén mind az erőforrások leghatékonyabb felhasználását, mind a fogyasztói szükségletek adott elosztási keretek közötti maximális kielégítését biztosítja.[26] Az elméletnek már megjelenésekor számos kritikája jelent meg, sőt az 1970-es évek végétől a közgazdaságtanban is részben meghaladottá vált. A racionalitásnak a globális folyamatokra gyakorolt hatását véleményem szerint kiválóan foglalja össze Katona Gábor: „*Ésszerű-e a fogyasztó vagy ésszerűtlen? A kérdésfeltevés helytelen. A fogyasztó ember, akinek döntéseit tapasztalatai, a társadalmi-kulturális normák, attitűdök és szokások, valamint saját érzelmi és csoporthoz való tartozása egyaránt befolyásolják, hajlamos arra, hogy előnyben részesítse a gyors elhatározásokat, gyakorlati szabályokat kövessen, és rutinszerűen viselkedjék.*"[27] Gondolhatjuk-e azt, hogy a fentiekben jellemzett fogyasztók, vállalkozások vagy – még messzebb menve – pénzpiaci szereplők magatartása nem kíván szabályozási hátteret? Természetesen nem, így a tisztán önszabályozó piac „rémképe" már évtizedek óta nem része sem az általános, sem a tudományos gondolkodásnak.

A racionalitáshoz szorosan kapcsolódó, sőt akár abból levezethető a pénzügyi piac egyes szereplői esetében megfigyelhető morális kockázat megjelenése, amelyet a pénzügyi válság felerősített. Morális kockázaton értjük azt a helyzetet, amikor a gazdasági alanyok cselekvéseik során saját hasznukat maximalizálják, amivel esetleg mások hasznát csökkentik, valamint a szereplők által elérhető információk különbségéből eredő bizonytalanság s a nem teljes szerződések következtében nem viselik

[25] Lentner Csaba: *Közpénzügyek és államháztartástan,* 2013, Nemzeti Közszolgálati és Tankönyv Kiadó, Budapest, 28. o.

[26] Kovács Attila: A gazdasági viselkedés racionalitása, in Hunyadi György – Székely Mózes (szerk.): *Gazdaságpszichológia,* 2003, Osiris, Budapest, 120. o.

[27] Katona Gábor: A racionális viselkedés, in Földi Katalin – Szakács Ferenc (szerk.): *Reklámpszichológia. Válogatott tanulmányok,* 1974, KJK, Budapest, 35–56. o.

a c,selekvés minden következményét.[28] A pénzpiacokon a morális kockázat többféle pozícióban jelentkezik: (1) az ügynök olyan pénzügyi terméket értékesít, amelynek megvásárlása az ügyfélnek nem érdeke; (2) az ügynöki juttatások szintjének indokolatlan emelése; (3) olyan kockázatvállaló magatartás, amelynek következményeit az ügyfél viseli.[29] A morális kockázat tehát merőben emberi vonás, és jellemzője a pénzügyi piacok szereplőinek, így a pénzpiac szabályozásának elvei között meg kell jelenjen a morális kockázat kiküszöbölésének igénye is, vagy legalábbis az arra való törekvés.

A pénzügyi intézmények társadalmi-gazdasági beágyazottsága kapcsán kell megemlítenem az ún. CSR, vagyis vállalatok társadalmi felelősségvállalása *(Corporate Social Responsibility)* elnevezésű irányzatot, amelynek gyökerei még jóval a gazdasági válság előtt eredeztethetőek. A koncepció lényege, hogy a vállalatok a társadalmi igények kielégítése során túllépnek a kollektív szerződéseken rögzített minimális előírásokon és kötelezettségeken, az érdekelt partnerekkel együttműködve hozzájárulhatnak a gazdasági, társadalmi és környezetvédelmi célok kielégítéséhez. A társadalmi felelősségvállalás kapcsán a Bankszövetség Etikai Kódexe a következőket fogalmazza meg: „*A pénzügyi közvetítők finanszírozási döntéseikkel befolyásolják a társadalmi és környezeti fejlődést, ezért tevékenységük során figyelemmel vannak döntéseik közvetlen és közvetett társadalmi és környezeti hatásaira. Ennek érdekében a társadalmi és környezeti felelősségvállalást üzletmenetük részévé teszik, és hozzájárulnak a fenntartható fejlődés megvalósításához. Mint az adórendszer legnagyobb befizetői közé tartozók, közvetetten óriási részt vállalnak a társadalmi közkiadások finanszírozásában. Gazdasági súlyuk és erkölcsi felelősségérzetük ezen túlmenően is arra kötelezi őket, hogy közvetlenül is részt vállaljanak társadalmilag hasznos tevékenységek támogatásában. Ezek közül kiemelt prioritásként kezelik a pénzügyi kultúra fejlesztését, különösen a lakosság öngondoskodásra és ésszerű gazdálkodásra nevelését.*”[30] A társadalmi felelősségvállalás és az erre vonatkozó nyilatkozat vagy szervezeti tagság jogi szempontból egy önkéntesen vállalt, nem kikényszeríthető magatartási forma. A pénzügyi szabályozás módszere, eszköztára jelenti annak konkrét és számon kérhető megvalósulását, amelynek a szabályozási alapelvek között kell megjelennie.

[28] Mehlhoffer Brigitta Klára: A morális kockázat kezelése a banki hitelezés során, in *Hitelintézeti Szemle,* 2003/3. szám, 56. o.

[29] Dowd, Kevin: Moral Hazard and the Financial Crisis, in *CATO Journal,* Vol. 29. No. 1. (2009), 142. o.

[30] A Magyar Bankszövetség Etikai Kódexe, elfogadva: 2008. április 25-én. Elérhető: http://www.bankszovetseg.hu/wp-content/uploads/2012/09/ETIKAI-K%C3%93DEX.pdf (2014.12.10.).

2. A TÖBBSZINTŰ PÉNZÜGYI FELÜGYELETI RENDSZER MŰKÖDÉSE

A válság hatására nemcsak a nemzeti, hanem a nemzetközi pénzügyi felügyeleti és együttműködési rendszerben is jelentős változások következtek be. A nemzetállami hatáskörök átalakulását, bizonyos tevékenységek delegálását figyelhetjük meg regionális és nemzetközi szinten. A következőkben a pénzügyi felügyeleti rendszernek három szintjét különböztetjük meg:

ad (1) állami szint, vagyis az egyes országok saját törvényhozása által biztosított, állami szinten működtetett felügyeleti szint (mikro- és makroprudenciális felügyelet);

ad (2) regionális szint, amely olyan országok esetében értelmezhető, amelyek gazdasági együttműködési megállapodások révén hatásköreik, döntési jogosítványaik egy részét delegálták egy regionálisan működő nemzetközi szervezethez (itt elsősorban az EU mechanizmusai kerülnek bemutatásra); és

ad (3) globális szabályozási és ellenőrzési szint, amelynek intézményrendszerét és feladatkörét egyértelműen nemzetközi egyezmények és szervezetek koordinálják.

Minthogy az egymásra gyakorolt hatások iránya a fentieknek éppen a fordítottja, az alábbiakban a globálistól a nemzeti szint felé haladva mutatjuk be a pénzügyi piaci szabályozásának és felügyeletének alapelveit, a válság nyomán megjelenő új irányait.

2.1. GLOBÁLIS PÉNZPIACHOZ GLOBÁLIS PÉNZÜGYI FELÜGYELET?

A globalizált pénz- és tőkepiacok létrejötte hosszú folyamat eredménye, amelynek koordinálására vonatkozó igény gyakorlatilag már a második világháborút követő évtizedekben jelentkezett. A világ pénzügyi piacainak őreként funkcionált – és funkcionál ma is – az IMF (*International Monetary Fund* – Nemzetközi Valutaalap, a továbbiakban IMF) és a Világbank, 1944-es alapításuk óta. A „Bretton Woods-i ikrek" működése elsősorban a hitelezésben ölt testet, és a jelenlegi válságig figyelmük elsősorban a fejlődő országok felé irányult. A Nemzetközi Valutaalap által működtetett felügyeleti rendszer jobbára a fejlődő és átalakuló országokra koncentrált, miközben talán nem fordított elégséges figyelmet a fő pénzügyi központokra és a globális pénzügyi piacokon belüli sebezhetőségekre. A globális pénzügyi válság világossá tette, hogy a fejlett országokban keletkező kockázatok iránti figyelmet lényegesen fokozni kell, különösen azon országok esetében, amelyek valutája nemzetközi tartalékvaluta szerepet is betölt.[31] Ugyanakkor az IMF nem tekinthető felügyeleti

[31] Blahó András: Az átalakuló globális pénzügyi szabályozórendszer kérdései, in *Köz-gazdaság,* 2011/2. szám, 48. o.

hatóságnak, hiszen jogkörei, mozgástere a finanszírozásra terjednek ki, a szabályozásra, ellenőrzésre vagy felügyeletre nem.

A globális felügyeleti rendszer helyett globális információs rendszerről beszélhetünk, amelynek működése nem a gazdasági válsággal kezdődött, az csupán felerősítette a jelentőségét. A 2000-es évek elejétől egyértelműen megfigyelhető, hogy a világ vezető országai felismerték az összefonódott, globális pénzügyi rendszerben rejlő kockázatokat. A G7 tagjai 1999-ben hozták létre a Pénzügyi Stabilitási Fórumot *(Financial Stability Forum)* a pénzügyminisztereik és jegybankelnökeik részvételével, az akkori német jegybankelnök, Hans Tietmeyer vezetésével. A válság hatására a G20-ak kibővített együttműködés keretében kijelölték a jogutód szervezetet, a Pénzügyi Stabilitási Tanácsot (*Financial Stablitiy Board,* továbbiakban: FSB), amely 2009-től működik, és fő feladata a pénzügyi stabilitás megteremtésében és fenntartásában érdekelt tagállami szervezetek tevékenységének összehangolása és felügyelete – makroprudenciális szinten. A Tanács Alapokmányának 1. cikke értelmében annak célja, hogy nemzetközi szinten koordinálja a nemzeti pénzügyi intézmények és nemzetközi pénzügyi szervezetek működését annak érdekében, hogy elősegítse a hatékonyabb szabályozást, és összehangolja a pénzügyi politikákat. Más nemzetközi szervezetekkel együttműködésben feladata a pénzügyi rendszert érintő kockázatok feltárása.[32] A szervezet tevékenységében részt vesz a Nemzetközi Valutaalap, a Világbank, az OECD és a Nemzetközi Fizetések Bankja, valamint olyan nemzetközi standardokat kidolgozó szervezetek, mint a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság, a Biztosítók Felügyeletének Nemzetközi Szervezete vagy az Értékpapír Felügyeletek Nemzetközi Szervezete.

Az FSB működésével kapcsolatban felmerülő aggály, hogy a G20-ak messze nem képviselik a világ együttes érdekszféráját. Az országcsoportok szervezete a tagok vélt közös érdekein alapszik. Az a tény, hogy bizonyos új országcsoportok úgy jelennek meg, mint a globális érdekek szószólói, azonnal felveti azt a kérdést, kit és mit képviselnek e csoportok, s milyen módon hat ez a globális irányításra. A G20 például gyakran kommunikálja, hogy a világ GDP-jének 91,5%-át (beleszámolva, nem egészen természetesen a teljes Európai Unió GDP-jét), s a világ lakosságának 66,5%-át adja. Ezek a tények viszont elfedik azt a szintén tényt, hogy a csoport által nem reprezentált országoknak is van globális érdeke, noha az kisebbségi.[33]

[32] Az FSB Alapokmánya, elfogadta a G20-ak Los Cabosban megtartott ülése 2012 júniusában.
[33] Blahó: *i. m.* 58. o.

2.1.1. A Nemzetközi Valutaalap és a Pénzügyi Stabilitási Tanács korai jelzőrendszere

Az IMF és az FSB együttműködésében megvalósuló korai jelzőrendszer (*Early Warning Exercise* – a továbbiakban EWE) kialakításáról 2009-ben született döntés. Célkitűzése, hogy a makroprudenciális szinten jelentkező kockázatokat kiszűrje. Az eljárás alapjául szolgáló kérdés: a világgazdasági események sokaságából melyek azok, amelyek a gazdaságpolitika kialakításának szempontjából a leginkább figyelmet érdemelnek?[34] A korai jelzőrendszer működése a következő tevékenységeket jelenti.

1. ábra • Az IMF és az FSB Korai Jelzőrendszerének működése. Forrás: IMF.

Időhorizont	IMF–FSB Korai Jelzőrendszer működése	
Az IMF tavaszi ülésszakát megelőzően 3 hónappal	Az IMF vezeti a munkafolyamatokat a makrogazdasági és makropénzügyi sérülékeny helyzetek feltárásában: • IMF Korai Jelzőcsoport • Minőségi Munkacsoport *(Qualitative Analyses/ Consultations)* • Mennyiségi Munkacsoport *(Quantitative Analyses)*	Az FSN vezeti a munkafolyamatokat a sérülékeny és szabályozást igénylő pénzügyi területek feltárásával összefüggésben: • A sérülékenységet feltáró állandó tanács működése *(Standing Committee on Assessment of Vulnerabilities)* • Sérülékenységet vizsgáló Munkacsoport *(Analytical Group on Vulnerabilities)*
Az IMF tavaszi ülésszakát megelőzően 1 hónappal	**Korai Jelzések Listája** Az IMF és az FSB munkacsoportjainak közös dokumentuma a felmért és érzékelt kockázatokról és sérülékenységről.	
Az IMF éves/tavaszi ülésszaka, Nemzetközi Monetáris és Pénzügyi Bizottság	Az elkészült dokumentum ismertetése a Nemzetközi Monetáris és Pénzügyi Bizottsággal, a megállapítások megvitatása.	

Az IMF–FSB Korai Jelzőrendszerének eredménye, hogy az IMF Nemzetközi Monetáris és Pénzügyi Bizottságában történt megállapításokat a nemzeti politikai döntéshozók, valamint a nemzetközi gazdasági és pénzügyi vezetés számára elérhetővé teszi az IMF. A megállapítások bekerülnek az IMF információs adatbázisába, mint a *Word Economic Outlook,* a *Global Financial Stability Report* vagy a *Fiscal Monitor.* Ugyanakkor természetesen felvetődik ezen gazdasági, gyakran politikai tartalmat is érintő megállapítások vagy javaslatok piacra gyakorolt hatásának vizsgálata. A jelentések nyilvánosságra hozatala a pénzügyi piacok nem várt reakcióihoz vezethet, amelyek adott esetben felgyorsítják a jelzett probléma jelentkezését, vagy hatásait

[34] Az IMF–FSB Korai Jelzőrendszerének működésére vonatkozó, a tanulmányban felhasznált adatok forrása: IMF: *The IMF–FSB Early Warning Excercise. Design and Methodological Toolkit,* 2010, New York.

nagyítják fel. Az IMF–FSB Korai Jelzőrendszerének eredményeinek közzététele ezért indirekt módon, a politikai döntéshozók felé történő közvetlen eljuttatással történik.

Az IMF–FSB Korai Jelzőrendszere a következő indikátorok figyelembevételével állapítja meg a rendszerben jelentkező kockázatokat.

2. ábra • Az IMF–FSB Korai Jelzőrendszerének indikátorai és empirikus modelljei.Forrás: IMF.

I. SZEKTORÁLIS ÉS PIACI GYENGESÉGEK
I/A. Külső piaci kockázatok és gyengeségek
Határon átnyúló tőkemozgások Külső egyensúlytalanság Devizaárfolyamok ingadozása Külső finanszírozás elégtelensége Külső válság bekövetkezésének lehetősége
I/B. Fiskális kockázatok és gyengeségek
Finanszírozási elégtelenségek Piaci reakciók a fizetőképességi kockázatokra Elvárt fiskális konszolidáció Az államadósság érzékenysége a külső sokkhatásokra Költségvetési hiányból eredő kockázat terjedése Fizetésképtelenség kockázata
I/C. Gazdasági szektorból származó kockázatok
Likviditásból és versenyképességből eredő kockázatok
Részvénypiaci kockázatok
I/D. Eszközérték, piaci érték és piaci buborékokból eredő veszélyek
Ingatlanpiaci válság Tőkepiaci válság Bedőlt hitelek hatása a makrogazdasági teljesítményre
II. ORSZÁGKOCKÁZAT
Válságkockázati modellek alkalmazása GDP-kockázat Válság elhúzódásának modelljei
III. ELŐREJELZÉSEK
III/1. Hatásvizsgálatok
Pénzügyi adatelemzésre épülő hatásvizsgálatok Nemzetközi adatelemzésre épülő hatásvizsgálatok
III/2. Pénzügyi konglomerátumok vizsgálata
Pénzügyi konglomerátumok egyéni vizsgálata Rendszerkockázatok elemzése Állami szintű bankfelügyelet vizsgálata
III/3. Nemzetközi hatásvizsgálat
GPM – Globális Előrejelző Modell FISCMOD GIMF – Globális Egységesített Monetáris és Fiskális Modell

A Korai Jelzőrendszer kialakításának legfőbb erényét a szakértők abban látják, hogy az IMF és az FSB megerősített együttműködésével mindkét szervezet erősségeit kihasználva pontosabban lehet előre jelezni a potenciális válsághelyzeteket: míg

az IMF a pénzügyi piacokon zajló folyamatok monitoringja kapcsán rendelkezik széles körű tapasztalatokkal, az FSB tagjai olyan pénzügyi és politikai szakértők, akik a szabályozásban rejlő hiányosságok kiszűrésében rendelkeznek másoknál több rálátással.

Természetesen senkinek sem lehet illúziója a válságok előrejelzésével kapcsolatban, így a fent ismertetett előrejelző rendszertől sem várható el, hogy minden lehetséges előfordulást nagy biztonsággal jelezzen. Ugyanakkor talán összességében nagyobb haszonnal jár a kisebb hibákra való nagyobb odafigyelés tanúsítása, mint a veszélyek ignorálása.

Kritikai észrevételként ugyanakkor szükséges megjegyezni, hogy az IMF a korai jelzőrendszerek tekintetében már számos publikációt tett közzé – a jelenlegi válságot megelőzően is.[35] Ezen jelzőrendszereknek kidolgozott módszertana, eredményei voltak, így felmerül a kérdés, hogy miért nem került sor a 2008-as válság intenzitásának jóval korábban való közzétételére vagy valószínűsítésére. Egy igen érdekes tanulmány jelent meg 2014-ben a válságot követő egyes új intézmények és folyamatok elemzéséről az IMF berkein belül. Robinson ott bemutatott esettanulmányának legfontosabb tanulsága az volt, hogy az egymástól független jelzőrendszerek (köztük az IMF–FSB Korai Jelzőrendszer) a 2011–2012-es fejlődő piaci válság kapcsán egymásnak ellentmondó jelentéseket közöltek az IMF döntéshozói számára.[36]

2.2. REGIONÁLIS SZABÁLYOZÁSI SZINT

Blahó András szerint több hasonlóság is van a globális és regionális mechanizmusok között. A regionális intézmények hasznos szerepet játszhatnak normák kialakításában, a nemzetközi normáknak regionális követelményekké alakításában, az elsajátítási költségek *(„learning costs")* csökkentésében, a tapasztalatok terjesztésében. S ami talán legalább ilyen fontos, képesek lehetnek saját szabályozási rendszerük felügyeletére. Kétségtelen, hogy a regionális intézmények inkább a regionális körülményeknek, kisebb országoknak megfelelő programokat képesek kialakítani; a globális intézmények jobbára e rendszer „nagy" és befolyásos játékosainak felvetéseire reagál. Regionális mechanizmusok jók arra is, hogy tagjaik összesített, koordinált elkötelezettsége jobban hallható legyen a globális intézmények számára.

[35] Például: IMF: *Global Financial Stability Report,* 2002. A negyedik fejezet kifejezetten a korai jelzőrendszerekkel foglalkozik (Chapter IV: Early Warning System Models: The Next Steps Forward). További kiadványuk például szintén a korábbi évekből: IMF: *IMF Working Papers Early Warning Systems: A Survey and a Regime-Switching Approach,* 2003. február. Elérhető: http://dx.doi.org/10.5089/9781451845136.001 (2016.04.29.).

[36] Robinson, David J.: The IMF Response to the Global Crisis: Assessing Risks and Vulnerabilities in IMF Surveillance, in *IMF IEO Background Paper,* No. 09. (2014).

Bár a világban számos nemzetközi együttműködésre van példa, jelen tanulmányunkban csak az Európai Unió pénzügyi keretrendszerét vizsgáljuk.

2.2.1. A Pénzügyi Felügyeletek Európai Rendszere

A Pénzügyi Felügyeletek Európai Rendszere (*European System of Financial Supervision,* a továbbiakban: ESFS) makro- és mikroprudenciális felügyeleti pillérekre épül. A makroprudenciális pillér az Európai Unió pénzügyi rendszerének stabilitását célozza meg, és *soft law* jellegű, míg a mikroprudenciális pillér a további integráció irányába hat, jogilag kötelező erejű döntési kompetenciákkal felvértezve a megfelelő felügyeleti szerveket.[37]

Az Európai Unióban a mikroprudenciális felügyeletet, vagyis az egyes intézmények felügyeletét a hatóságok többrétegű rendszere jellemzi. A rétegek megkülönböztethetőek az ágazati felügyelet és szabályozás területe szerint (banki, biztosítói ágazatok, illetve az értékpapírpiac), valamint a felügyelet és szabályozás szintje szerint (európai és tagállami). A különböző rétegek közti következetesség és koherencia érvényesítése érdekében különböző koordináló testületek és eszközök kerültek kialakításra, valamint szükséges az intézmények közti nemzetközi szintű koordináció.

Európai szinten az európai felügyeleti hatóságok felelősek a mikroprudenciális felügyeletért, míg a napi szintű felügyeletet tagállami szinten gyakorolják. Az Európai Bankhatóság (*European Banking Authority* – EBA), az Európai Biztosítás- és Foglalkoztatóinyugdíj-felügyeleti hatóság (*European Insurance and Occupational Pensions Authority* – EIOPA) és az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (*European Securities and Markets Authority* – ESMA) önálló jogi személyiséggel bíró uniós testületek, amelyeket saját elnökeik képviselnek; ezek a testületek függetlenek, és kizárólag az Unió egészének érdekében járnak el.

Az Európai Bankhatóság székhelye Londonban van. Hatásköre kiterjed a hitelintézetekre, pénzügyi konglomerátumokra, befektetési vállalkozásokra és a pénzforgalmi intézményekre. Az alapító rendelet[38] számos feladatot ró az EBA-ra; ezek közt szerepel a működőképes, hatékony és következetes szabályozás és felügyelet biztosítása, a hozzájárulás a pénzügyi rendszer stabilitásához és hatékonyságához, a szabályozási arbitrázs megakadályozása, a felügyelet egyenlő mértékének biztosítása, a fogyasztóvédelem, a nemzetközi felügyeleti koordináció erősítése és a hitelintézetek felügyeletének megfelelő szabályozása. Az EIOPA felépítése hasonló az EBA-hoz, ám hatásköre a biztosítási vállalkozásokra terjed ki.[39] Az ESMA székhelye Párizs-

[37] Kálmán János: Az Európai Unió pénzügyi felügyeleti rendszerének reformja, in *International Relations Quarterly,* 2014/2. szám, 3. o.

[38] Az Európai Felügyeleti Hatóság (Európai Bankhatóság) létrehozásáról szóló 1093/2010/EU rendelet, annak az 1022/2013/EU rendelet által módosított formájában.

[39] Az Európai Felügyeleti Hatóság (az Európai Biztosítás- és Foglalkoztatóinyugdíj-felügyeleti Hatóság) létrehozásáról szóló 1094/2010/EU rendelet.

ban van. Felépítése hasonló a többi európai felügyeleti hatósághoz, ám hatásköre az értékpapírpiacokra és az azokon tevékenykedő intézményekre összpontosul.[40] Az uniós hitelminősítő intézetek nyilvántartásba vétele és felügyelete az ESMA kizárólagos hatáskörébe tartozik.

A pénzügyi válság megmutatta, hogy a pénzügyi felügyelet egyszerű koordinációja az Európai Rendszerkockázati Testület révén nem volt elegendő az európai pénzügyi piac töredezettségének elkerüléséhez. Ezen akadály leküzdése érdekében 2012 közepén az Európai Bizottság javaslatot tett egy bankunió létrehozására, amely integráltabb megközelítést alkalmazna, és kiegészítené a közös valutaövezetet és a közös piacot. Ez a keret magában foglalta az egységes felügyeleti mechanizmust (SSM), az egységes szanálási mechanizmust (SRM), a betétbiztosítási rendszerekre vonatkozó javaslatokat és egy egységes felügyeleti szabálykönyvet, amelyeket egységes felügyeleti kézikönyv egészít ki.

2.2.2. Az EU makrogazdasági egyensúlytalansági eljárása és korai jelzőrendszere

A korábbiakban ismertetésre került az IMF–FSB *Early Warning Excercise*-a, ezért feltétlenül érdekes ismertetnem a regionális (jelen esetben EU-szintű) jelzőrendszer jellemzőit is.

A makrogazdasági egyensúlytalanságokat megragadó indikátorokat a 3. ábra foglalja össze.

A vizsgált indikátorok összehasonlítása az előzetes elvárásoknak megfelelő: mind a globális, mind az uniós vizsgálati módszer igen hasonló szempontrendszer mentén vizsgálja és értékeli a pénzügyi intézmények működéséből eredő kockázatokat. Mindkét vizsgálati rendszerben megjelennek egy adott országhoz kapcsolódó külső és belső kockázati mutatók, a fiskális politika alakulásának mutatószámai, a gazdasági folyamatokból eredő kockázatok. Az EU korai jelzőrendszerén belül hangsúlyosabban kerülnek nevesítésre a munkaerő-piaci folyamatokból levezethető indikátorok.

A lényeges különbséget a hatásvizsgálatban fedezhetjük fel: míg az EU korai jelzőrendszere elsősorban az euróövezetet és az Európai Uniót veszélyeztető kockázatok feltárására törekszik, addig az IMF–FSB rendszere szélesebb körben vizsgálja a jelenségeket, és a globális válsággócok előrejelzése a célkitűzése. Szükségszerű, hogy ha az EU jelzőrendszere egy tagállam vagy pénzügyi intézmény tekintetében kockázatot mutat ki, az a globális gazdasági összefonódások következtében az IMF–FSB rendszerében is megjelenjen – még ha nem is azonos kockázati besorolással.

[40] Az Európai Felügyeleti Hatóság (Európai Értékpapír-piaci Hatóság) létrehozásáról szóló 1095/2010/EU rendelet.

3. ábra • EU makrogazdasági egyensúlytalansági vizsgálat – indikátorok. A táblázat Csortos Orsolya – Szalai Zoltán: *Makrogazdasági egyensúlytalanságot megragadó indikátorok értékelése, in* MNB Szemle, *2013/október, 14–24. o. tanulmányának alapulvételével készült.*

Indikátor-típus	Változó	Mutatószám	Küszöbérték
Külső	Folyó fizetési mérleg	a GDP százalékában, 3 éves mozgó átlag	+6% / −4%
	Nettó nemzetközi befektetési pozíció	a GDP százalékában	−35%
Verseny-képesség	Effektív reálárfolyam	3 éves változás, HICP-vel* deflálva	±5% (euróövezet) ±11% (nem euróövezet)
	Exportpiaci részesedés	5 éves változás	−6%
	Munkaerőköltség	3 éves változás	+9% (euróövezet) +12% (nem euróövezet)
Belső	Ingatlanárindex	éves változás	+6%
	Hiteláramlás a magán-szektorban	a GDP százalékában	+15%
	Hitelállomány a magán-szektorban	a GDP százalékában	+160%
	Kormányzati eladósodottság	a GDP százalékában	+60%
	Munkanélküliségi ráta	3 éves visszatekintő mozgó átlag	+10%
	Pénzügyi szektor kötelezett-ségei	éves növekedés	+16,5%

*Az átlagosan nagyjából 700 árut és szolgáltatást magában foglaló harmonizált fogyasztóiár-index (angol rövidítéssel HICP) azt mutatja meg, hogy az euróövezeti háztartások átlagosan mennyit költenek a kosár tartalmának megvásárlására.

2.3.3. Az Egyesült Államok és az EU szabályozási irányai a válságot követően

A Larosiére-jelentés[41] 2009-ben olyan jelentős állomása volt a válságot követő reformintézkedéseknek, amelyet sem Európában, sem azon kívül nem lehetett figyelmen kívül hagyni. A magas szintű munkacsoport ajánlásai mentén, azokat messzemenően figyelembevéve alakult ki a fent ismertetett Pénzügyi Felügyeletek Európai Rendszere. Ugyanakkor jelen tanulmány egyik kiindulópontja, hogy a globálisan jelentkező problémák globális megoldásokat követelnek, ezért feltétlenül érdemes megvizsgálni, hogy rendszerszinten az atlanti térség másik erőközpontja, az Egyesült Államok milyen jogalkotási folyamattal válaszolt a válságra.

[41] The High Level Group on Financial Supervision in the EU: De Larosiere Report, Brüsszel, 2009. február 25.

A Dodd-Frank Act, vagyis a Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act[42] (Wall Street reform és fogyasztóvédelmi törvény) a közgazdasági szaksajtó szerint Roosevelt óta a legjelentősebb változásokat hozta az amerikai szövetségi pénzügyi rendszerben.[43] A Christopher Frank massachusettsi demokrata képviselő és Chris Dodd connecticuti demokrata szenátor (a szenátus bankügyi bizottságának elnöke) által kidolgozott, 2319 oldalas törvény aláírásakor (2010. július 21.) Barack Obama kijelentette, hogy a Dodd–Frank törvény után „nem lesz több bankmentő intézkedés az adófizetők pénzéből", hiszen ezzel elejét lehet venni a pénzintézetek túlzott kockázatvállalásának és a nem megfelelő ellenőrzés miatt bekövetkező hitel- és bankbedőléseknek.[44] A törvény aláírása óta számos elemzés és kritika jelent meg a politikai lobbik eredményeként létrejött jogszabályról,[45] amelyet az elnök az egyik legnagyobb győzelmeként ünnepel, ugyanakkor a Kongresszusban később többségbe került republikánus párt nem tartja elég szigorúnak.[46]

A törvény a pénzügyi felügyeleti rendszer átalakítása kapcsán a fogyasztóvédelem szempontjait helyezi előtérbe az új intézmények létrehozásakor. A Pénzügyi Szolgáltatások Fogyasztóvédelmi Hatósága *(Consumer Financial Protection Bureau)* független vezetőjét a Szenátus jóváhagyásával az Egyesült Államok elnöke nevezi ki, és költségvetését a központi forrásokból különítik el. A hivatal fontos jogalkotási hatáskört is kapott az ellenőrzési jogkörön túl a több mint 10 milliárd dollár vagyont kezelő bankok, hitelintézetek és más, hitelezéshez kapcsolódó intézmények eljárásaival összefüggésben.

A másik új intézmény, amely a rendszerszintű kockázatok elemzésével és jelzésével foglalkozik, a Pénzügyi Stabilitást Felügyelő Tanács *(Financial Stability Oversight Council),* amelynek 10 tagját a pénzügyi szabályozó területről delegáltak adják, egy független biztosítási szakember tagból, és öt tanácskozási jogú tagból áll, akiket a pénzügyi szereplők választanak, elnöke pedig a mindenkori pénzügyminiszter. A tanács feladata, hogy a túl nagy méretű pénzügyi intézmények egyes tevékenységi területeinek leválasztására javaslatot tegyen, amennyiben pénzügyi kockázatot lát az

[42] Pub. L. 111-203, H.R. 4173.

[43] Lásd Paletta, Damian – Lucchetti, Aaron: Senate Passes Sweeping Finance Overhaul, in *Wall Street Journal,* July 22, 2010, illetve Price Waterhouse Coopers: *Financial Reform: What's Next? Conference highlights* 25–26th October, 2010. vagy *„Dodd–Frank Act Becomes Law"* The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation. July 21, 2010.

[44] Idézi: Magyar Nemzet online. 2010. szeptember 11. http://www.mno.hu/portal/735639 (2011.06.24.).

[45] Magyar nyelven például: Biedermann Zsuzsánna: Obama a Wall Street ellen? in *Dél-kelet Európa – South-East Europe. International Relations Quarterly,* 2010/3. szám.

[46] Wedge, Dave: Republicans to put Barney Frank, bailouts under microscope, in *The Boston Herald,* 2010. november 5. Elérhető: http://www.bostonherald.com/news/us_politics/view.bg?articleid=1294144 (2011.07.04.).

intézményben. A tanács keretein belül működik egy szakértő testület, amely szakmai publikációkkal segíti a pénzügyi szereplők és a szabályozók munkáját is *(Office of Financial Research).*

A törvény egyik kiemelkedő célkitűzése, hogy a fedezeti alapok *(hedge fund)* működését szigorú szabályokhoz kösse, kiküszöbölve ezen alapok működéséből adódó pénzpiaci, rendszerszintű kockázatokat. Ezen kockázatok csökkentését a működési adatok átláthatóbbá tételén keresztül látta a jogalkotó megvalósíthatónak, így nem magukra az alapokra, hanem az ott dolgozó befektetési tanácsadókra *(investment adviser)* nézve írt elő a korábbinál szigorúbb követelményeket az adatszolgáltatás és az adminisztráció tekintetében. A fedezeti és magántőkealapokkal kapcsolatban ugyanakkor a törvény széles körű mérlegelési jogkört telepít olyan intézményekre, mint az Értékpapír- és Tőzsdefelügyeleti Bizottság, *Securities and Exchange Commission* (SEC), a Központi Bank, *Federal Reserve* (FED) és a létrehozandó Pénzügyi Stabilitást Felügyelő Tanács, *Financial Stability Oversight Council* (FSOC), amelyek a végrehajtáshoz szükséges részletszabályokat alkotják meg. Csak az Értékpapír- és Tőzsdefelügyeleti Bizottság számára 90 témakörben ró jogszabályalkotási kötelezettséget a törvény, a legtöbbre nézve a törvény hatálybalépésétől számított egyéves határidővel.[47]

Az Európai Unió és az Egyesült Államok által elfogadott intézkedések között a leginkább szembetűnő hasonlóság a pénzügyi rendszerben rejlő kockázatok által indukált, azok elkerülésére létrehozott szervezetekben, illetve azok működési szabályaiban található. Az Egyesült Államokban a FSOC hivatott elsősorban a pénzügyi rendszerben rejlő kockázatok kiszűrésére. A tanácsnak, amelynek az elnöke a pénzügyminiszter, 10 szavazati joggal rendelkező tagja van, és öt tanácskozási jogú tag, amelyek mindegyike a pénzügyi szektor és az államigazgatás pénzügyi szervezeteinek kiemelkedő tagjaiból áll. A tanács legfontosabb feladatai közé tartozik, hogy szabályozási javaslatokat tegyen a tőkeszükséglet, a hitelezés, kockázatkezelés területén a FED részére, folyamatosan felügyelje a banki és nem-banki szektor egészére és egyes szereplőire vetítve a vállalt kockázatokat, illetve hogy megelőzze az olyan intézmények létrejöttét, amelyek „túl nagyok, hogy elbukjanak". Ezen intézményeket a tagok kétharmadának szavazatával akár több részre is szedhetik, ha végső megoldásként a kockázatcsökkentésnek nincs más módja.

Az Európai Rendszerszintű Kockázati Tanács szintén a pénzügyi rendszer alakulásából eredő pénzügyi stabilitási kockázatok figyelemmel kísérésével foglalkozik, kockázati figyelmeztetéseket ad ki, szükség esetén ajánlásokat ad a feltárt kockázatokra válaszul hozandó intézkedésekről. Tagjai a 28 tagállam központi bankjainak elnökei, az Európai Központi Bank elnöke (egyben a tanács elnöke is), a három felügyeleti hatóság elnöke, illetve az Európai Bizottság képviselője. Ennek a szervnek

[47] Közlemény a SEC honlapján. http://www.sec.gov/spotlight/dodd-franks.html (2011.07.04.).

jóval szűkebb hatásköre van, mint az amerikai tanácsnak, ugyanakkor figyelembe kell venni, hogy feladatát összetettebbé teszi, hogy a 28 tagállami érdek és az uniós érdekek egyeztetésére is kiterjedően kell ajánlásait megfogalmaznia. A szerv jogi személyiség nélküli, feladatai az Európai Központi Bankra ruházhatók.

Az Egyesült Államokban a felügyeleti rendszer új eleme a Pénzügyi Fogyasztóvédelmi Iroda, *Consumer Financial Protection Bureau* (CFPB), amely a szövetségi törvényhozás részét képezve szakmailag is segíti a pénzügyi tárgyú jogforrások megalkotását, saját jogalkotási hatáskörében a pénzügyi fogyasztóvédelem területén jogszabályt alkot, támogatja a pénzügyi oktatást, felvilágosítást ad, és fogyasztói panaszokat kezel, valamint a teljes pénzügyi piac fogyasztói szempontú felügyeletét ellátja. Működését 2010 szeptemberében kezdte meg. Az ezzel párhuzamosan létrejött a – korábban említett – ESFS, amelyben a tagállami pénzügyi felügyelők szilárd hálózatot alkotva működnek együtt az új európai felügyeleti hatóságokkal annak érdekében, hogy a pénzügyi stabilitás az egyedi pénzügyi vállalkozások szintjén is fennmaradjon, és hogy védjék a pénzügyi szolgáltatások fogyasztóit. Az ESFS három felügyeleti hatóságot összefogó rendszere kötelező szakmai standardokat dolgoz ki, értelmező iránymutatásokat készít, biztosítja az európai uniós szabályok egységes alkalmazását. A hatóságok közös európai felügyeleti gyakorlatot teremtenek, és felhatalmazást kaptak egyes, egész Európára kiterjedő tevékenységet folytató intézmények (pl. hitelminősítők, elszámolóházak) engedélyezésére és felügyeletére. A rendszer és az egyes felügyeleti hatóságok 2011. január 1-ével kezdték meg működésüket.

4. ábra • A felügyeleti és szabályozási rendszer új irányai az Egyesült Államokban és az EU-ban.

Szabályozási terület	USA	EU
Mikroprudenciális felügyelet	*Felelőse:* FED Különleges prudenciális felügyelet a SIFI-k és a pénzügyi eszközök piaca felett	*Felelős szervezetek:* EBA ESMA EIOPA
Makroprudenciális felügyelet	FSOC *(Financial Stability Oversight Council)*	ESRB (Európai Rendszerkockázati Tanács)
Rekodifiáció forrásai	*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*	AIMF (alternatív befektetési alapkezelőkről szóló irányelv) MIFID (pénügyi eszközök piacáról szóló irányelv) Market Abuse Irányelv
Tőkemegfelelés	Collins-kiegészítés	CRD IV/CRR Hitelminősítőkről szóló 1060/2009/EK rendelet
Fogyasztóvédelem	Pénzügyi Fogyasztóvédelmi Iroda	2008/48/EK irányelv a fogyasztói hitelmegállapodásokról

A válság során előkerült a hitelminősítők tevékenységének újragondolása, azon belül működési szabályainak jogi keretek közé szorítása. Az Egyesült Államokban is szorosabbá tették a hitelminősítési folyamat felügyeletét, elrendelték a hitelminősítő intézeteken belül a minősítő és a tanácsadó részlegek elkülönítését, szigorították a közzétételi szabályokat, illetve módosították a hitelminősítőknél a foglalkoztatás szabályait. Az Európai Unió több szabályozási „körben" alakította ki a hitelminősítőkre vonatkozó intézkedéseket, a kézirat lezárásakor hatályban lévő jogforrások meghatározzák a hitelminősítések kiadásának feltételeit, valamint a hitelminősítő intézetek nyilvántartásba vételére és felügyeletére vonatkozó fontosabb szabályokat.[48]

A tőkemegfelelés tekintetében az Európai Parlament és a Tanács 575/2013/EU rendelete (2013. június 26.) a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről és a 648/2012/EU rendelet módosításáról (CRR), valamint az Európai Parlament és a Tanács 2013/36/EU irányelve (2013. június 26.) a hitelintézetek tevékenységéhez való hozzáférésről és a hitelintézetek és befektetési vállalkozások prudenciális felügyeletéről együtt jelentik a lényegi változást a felügyeleti rendszerben. A szabályozás szigorítja a szavatoló tőkére és tőkekövetelményre vonatkozó rendelkezéseket, tőkepuffer követelményeket ír elő, likviditási és tőkeáttételi követelményrendszert irányoz elő, illetve további tőkepuffert határoz meg a rendszerszinten jelentős hitelintézetek számára, alkalmazása 2014. január 1-től kötelező. A tőkekövetelmények tekintetében az ún. Collins-kiegészítés teremtette meg az alapot az Egyesült Államokban a Bázel III előírások érvényesülésének. A Szenátus által 2010-ben elfogadott módosítás értelmében bizonyos rendszerszinten jelentős pénzügyi intézményeknek, bankoknak és biztosítótársaságoknak kötelező minimális tőkekövetelmények kerültek előírásra, illetve kockázati alapon súlyozott tőkemegfelelési mutatókat határoztak meg.[49] A tőkekövetelmények szabályozásának egyértelműen közös eleme, hogy a regionális és a nemzeti szabályozások összhangban álljanak az (időben később elfogadott) Bázel III előírásokkal.

A fogyasztóvédelmi előírások tekintetében elmondható, hogy az EU jogalkotása még a válságot megelőzően fogadott el fontos intézkedéseket a témakörben, így elsőként a többször módosított, az Európai Parlament és a Tanács 2002/65/EK irányelve (2002. szeptember 23.) a fogyasztói pénzügyi szolgáltatások távértékesítéssel történő forgalmazásáról, valamint a fogyasztói hitelmegállapodásokról szóló 2008/48/EK irányelv, amelyet a tagállamoknak 2010-ig kellett átültetniük belső jogrendjükbe.

[48] Lásd részletesen: az Európai Parlament és a Tanács 1060/2009/EK rendelete (2009. szeptember 16.) a hitelminősítő intézetekről.

[49] Lásd részletesen: Getter, Darryl E.: U.S. Implementation of the Basel Capital Regulatory Framework. in *Congressional Research Service,* 2014. április 9. Elérhető: http://fas.org/sgp/crs/misc/R42744.pdf (2014.11.04.).

2.3. NEMZETI SZABÁLYOZÁSI SZINT: A NEMZETI BANKOK SZEREPKÖRÉNEK ÚJ IRÁNYAI

2.3.1. A jegybanki feladatok és funkciók

A jegybankok szerepe a globális pénzügyi piacon egyszerre értékelődik le és fel: míg a pénzügyi rendszerben rejlő kockázatok nemzetközi érintettsége okán a politikai döntéshozatal egyre inkább a nemzetközi szervezetek felé helyezi a hangsúlyt, az elvi állásfoglalások és cselekvési programok konkrét megvalósítása során fokozott figyelem és ezzel együtt fokozott felelősség hárul a nemzeti felügyeleti intézményekre, köztük is a jegybankokra.

A jegybanki autonómia egyik fő kérdése, hogy miként biztosítja a jogalkotó a jegybanki feladatok ellátásához szükséges autonómiát és egyben a megfelelő ellenőrzést, hiszen az autonómia elszámoltatható és áttekintő működést igényel. A demokratikus elvekkel összefüggésben az elszámoltathatóság egy független intézmény jogi és politikai kötelezettségvállalása arra, hogy döntéseit az állampolgárok és a választott képviselőik számára megfelelően alátámasztva hozza meg.[50] A fentiek kapcsán a jegybank kitüntetett önállóságát Jankovics László szerint nem lehet mással magyarázni, mint azzal a ténnyel, hogy kollektíven nem bízunk abban, hogy a választott politikusok a hosszú távú optimumot tartják a szemük előtt a döntéshozói pozícióban.[51] Megemlíti ugyanakkor a jegybanki működéssel kapcsolatban az ún. koordinációs problémát, ami a jegybanki függetlenségből nyilvánvalóan következik: két külön állami hatóság irányítja a gazdaságpolitika legfontosabb eszközeit: a fiskális és a monetáris politikát. Az eltérő célrendszert és időhorizontot szem előtt tartó kormányzati és központi banki logika könnyen inkonzisztens gazdaságpolitikai mix kialakulásához vezethet, az ilyen egyszerre expanzív és restriktív jegyeket együttesen tartalmazó költségvetési-monetáris keverék pedig nagy eséllyel bizonyulhat szuboptimálisnak a rendszeres konjunkturális hullámzások folyamán.[52]

A jegybanki autonómia kapcsán megfigyelhető, hogy az EU-tagállamok jegybanki joganyagának függetlenséggel kapcsolatos szabályai az 1990-es évektől egyre nagyobb fokú hasonlóságot mutatnak, így napjainkban az egyes tagországok nemzeti bankjai esetében gyakorlatilag azonos függetlenségi szinteket figyelhetünk meg – egyes nemzeti sajátosságok érvényesülése mellett.[53]

[50] Kovácsné Sipos Ágnes: *A jegybanki függetlenség fejlődéstörténetének vizsgálata a XVIII. századtól napjainkig,* 2007, Doktori értekezés, Miskolc, 249. o.

[51] Jankovics László: A monetáris politika intézményi kérdései, in Hámori Balázs – Czeglédi Pál – Jankovics László – Sági Balázs (szerk.): *Paradigm Shift-Information, Knowledge and Innovation in the New Economy. Conference Proceedings,* 2005, Competitio Könyvek, Debrecen, 239–253. o.

[52] Jankovics: *i. m.* 248. o.

[53] Kovácsné Sipos: *i. m.* 263. o.

A fenti alapelveknek megfelelően a Magyar Nemzeti Bankról (MNB) szóló 2013. évi CXXXIX. törvény 1. § (2) bekezdése alapján az MNB, valamint szerveinek tagjai a törvényben foglalt feladataik végrehajtása és kötelességeik teljesítése során függetlenek, nem kérhetnek és nem fogadhatnak el utasításokat a Kormánytól, az Európai Központi Bank és meghatározott esetek kivételével az Európai Unió intézményeitől, szerveitől és hivatalaitól, a tagállamok kormányaitól vagy bármilyen más szervezettől, illetve politikai párttól. A Kormány vagy bármilyen más szervezet tiszteletben tartja ezt az elvet, és nem kísérli meg az MNB, valamint szervei tagjainak befolyásolását feladataik ellátása során.

A Magyar Nemzeti Bank szerepével, funkciójával kapcsolatban megállapítható, hogy az új jegybanktörvény a nemzetközi sztenderdekkel összhangban határozza meg az MNB funkcióját: a 3. § rendelkezései értelmében az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. A (2) bekezdés külön pontban nevesíti, hogy az MNB elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását, ellenálló képességének növelését, a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítását és a rendelkezésére álló eszközökkel a Kormány gazdaságpolitikáját. A fent idézett paragrafus mintegy választ jelent Jankovics korábban idézett álláspontjára, miszerint a gazdaságpolitika végrehajtásában részes személyek inkonzisztens magatartása nem optimális eredményhez vezet: a törvény szövege értelmében a jegybank támogatja – saját céljait nem veszélyeztetve, vagyis az árfolyamstabilitást szem előtt tartva – a kormány gazdaságpolitikáját.

A funkciók kapcsán egy 2008-as nemzetközi banki vizsgálat megállapította, hogy a nemzeti jegybanki funkciók közül az alábbi három a legtöbb bankot jellemzi: (1) a monetáris politika kialakítása; (2) a nemzeti valuta árfolyamának felügyelete és alakítása; és (3) a pénzügyi rendszer stabilitásának felügyelete.[54] Az egyes vizsgált jegybankok tevékenysége között alapvető eltérést elsősorban az jelentette, hogy az adott tagállami keretek között a jegybank látja-e el a pénzügyi felügyeleti hatósági feladatokat is. A vizsgált 43 jegybank 51%-a pénzügyi szereplők kizárólagos felügyeleti hatóságaként is funkcionált.[55]

A jegybank felügyeleti funkciójával összefüggésben hazánkban élénk szakmai vita folyt az elmúlt években annak kapcsán, hogy a korábban elkülönült felügyeleti tevékenységet integrálta a jogalkotó az MNB feladatkörébe. A szakirodalom a felügyeleti rendszereket a következő kategóriákba sorolja: (1) angolszász és német minta, (2) globális és partikuláris felügyelet, (3) elkülönült és integrált modell.[56]

[54] Koetter, Michael – Kasper Roszbach – Giancarlo Spagnolo: Financial Stability and Central Bank Governance, in *International Journal of Central Banking,* Vol. 10. No. 4. (2014), 45. o.

[55] Uo. 46. o.

[56] Fehér Júlia – Veres Zoltán: Gondolatok a hazai pénzügyi felügyeleti integráció margójára – különös tekintettel a fogyasztóvédelemmel összefüggő igazgatási szempontokra, in *Pázmány Law Working Papers,* Nr. 2014/8. 7. o. illetve Kálmán János: Pénzügyi szolgáltatások szakigazga-

A gazdasági válság kapcsán Kálmán azt állapítja meg, hogy az európai országok tekintetében elmozdulás tapasztalható az integrált, de központi bankon kívüli felügyeleti megközelítéstől a központi bankok megerősített felügyeleti szerepe felé, valamint a vertikális értelemben vett feladat- és hatáskör-elmozdulás az Európai Unió intézményei (elsősorban az EKB) irányába.

2.3.2. A jegybank mint a pénzügyi stabilitás felügyeleti szerve

Az MNB céljai között nevesíti a törvény a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását. A 2013. évi CXXXIX. törvény IV. fejezetében foglalt szabályok praktikusan a korábban tárgyalt, globális vagy regionális kockázat-feltárási és -kezelési módok konkrét megvalósulási formáit jelentik. A válság egyik hatásaként került bevezetésre a magyar jogban az ún. tőkepufferre vonatkozó követelményrendszer. Az új hitelintézeti törvény 2014. január 1-ével bevezet négy tőkepufferformát:

ad (1) a *fix mértékű tőkefenntartási puffert,* amelyet a pénzügyi intézmény a minimális tőkeelőíráson és az MNB által esetlegesen előírt többlettőke-követelményen túl köteles képezni. Mértéke a teljes kockázati kitettség 2,5%-a. A hitelintézetek 2016. január 1-ével kezdődően kötelesek a tőkefenntartási puffer képzésére, amelynek mértéke 2019. január 1-jétől kezdődően kell, hogy a 2,5%-os mértéket elérje;

ad (2) az *anticiklikus tőkepuffert,* amelynek célja, hogy a hitelintézet a gazdasági növekedés időszakában elegendő tőkét halmozzon fel ahhoz, hogy egy esetleges válságos időszakban el tudja viselni a veszteségeket. Az anticiklikus tőkepuffert az intézményeknek a minimális tőkekövetelményen, az MNB által esetlegesen előírt többlettőke-követelményen és a tőkefenntartási pufferen felül kell képeznie. Mértékét az MNB határozza meg, és az a teljes kockázati kitettség 2,5%-ában került maximalizálásra. Az anticiklikus tőkepuffert legkésőbb 2019. január 1-étől kötelesek a hitelintézetek képezni;

ad (3) pótlólagos tőkepuffer egyes hitelintézetek vonatkozásában, amelyek különös kockázatot jelentenek az európai, illetve nemzetközi pénzügyi rendszerre nézve. Az MNB határozza meg e hitelintézetek körét és ezen túlmenően a rájuk alkalmazandó pótlólagos tőkepuffer mértékét is, amely a teljes kockázati kitettség 2%-ban került maximalizálásra. Ezen hitelintézetek 2016. január 1-ével kezdődően kötelesek a tőkefenntartási puffer képzésére;

ad (4) rendszerkockázati tőkepuffer, amelynek elsődleges célja, hogy azon hosszú távú, nem ciklikus, rendszerszintű vagy makroprudenciális kockázatok megelőzhetőek és csökkenthetőek legyenek, amelyek a pénzügyi rendszer zavarának

tási alapjai – a pénzügyi szektor „állami" felügyelete, in Lapsánszky András (szerk.): *Közigazgatási jog – Fejezetek szakigazgatásaink köréből II. kötet, Gazdasági közigazgatás, infrastruktúra igazgatás,* 2013, Complex, Budapest, 504–508. o.

veszélyét hordozzák, és esetleg súlyosan kedvezőtlen hatást gyakorolhatnak egy adott állam pénzügyi rendszerére és reálgazdaságára nézve. A rendszerkockázati tőkepuffert a hitelintézet egyedi, szubkonszolidált vagy összevont alapon képzi, mértékét és az érintettek kitettségének körét az MNB határozza meg.

A pénzügyi stabilitással kapcsolatos feladatok egyik folyományaként jelenik meg a hatályos jegybanktörvényben a Pénzügyi Stabilitási Tanács. A tanács feladatait úgy jellemezhetjük, mint a globális és regionális szinten megfogalmazott igények helyi „nyelvre fordítója", a pénzügyi stabilitás helyi őre. A tanács szükség szerint, de legalább kéthavonta ülésező testület, amelynek a kézirat lezárásakor hat tagja van, feladatait és működési kereteit a 2013. évi CXXXIX. törvény 13. §-a tartalmazza. A tanács számára a törvényben meghatározott feladatok regionális és globális érintettségét vizsgálva megállapíthatjuk, hogy a tanács tizenegy nevesített hatásköréből nyolcnak európai szintű, hatnak pedig globális pénzügyi szintű jelentősége, de legalábbis érintettsége is van. A Pénzügyi Stabilitási Tanács egyes hatásköreit az alábbi ábra szemlélteti.

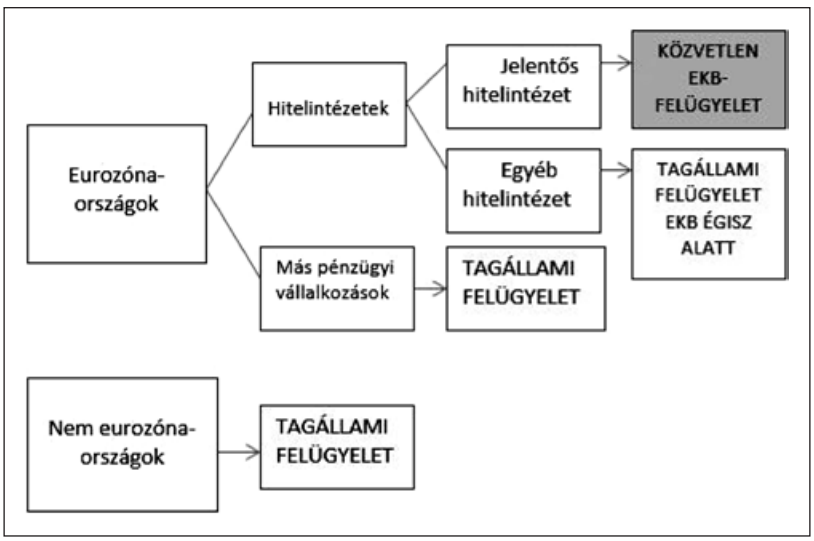
5. ábra • Az MNB Pénzügyi Stabilitási Tanácsának hatáskörei

Hatáskör (2013. évi CXXXIX. törvény 13. § (2) bekezdés alapján)	Európai érintettség	Globális érintettség	Hatáskör konzultatív (K) és/vagy ügydöntő (Ü)
a pénzügyi közvetítőrendszer egészének stabilitása érdekében folyamatosan figyelemmel kíséri a pénzügyi közvetítőrendszer egészének, illetve a pénzügyi piacoknak a stabilitását,	×	×	konzultatív
számba veszi a pénzügyi közvetítőrendszer egészét veszélyeztető kockázati tényezőket,	×	×	konzultatív
elemzi azokat az intézmény- vagy terméktípushoz, ezek gyors elterjedéséhez kapcsolódó kockázatokat, amelyek veszélyt jelenthetnek a pénzügyi közvetítőrendszer egészére nézve	×	×	konzultatív
nyomon követi a nemzetközi és az európai piacokon zajló fejleményeket és a pénzügyi közvetítőrendszer egészének stabilitását veszélyeztető kockázatokat, és a Monetáris Tanács által meghatározott stratégiai keretek között dönt a szükséges intézkedésekről	×	×	konzultatív és ügydöntő
megtárgyalja a pénzügyi közvetítőrendszer egészét érintő stratégiai, szabályozási, kockázati, kérdéseket, és szükség esetén állást foglal	×	×	konzultatív
a pénzügyi közvetítőrendszer egészének stabilitását fenyegető helyzetben értékeli a rendszerkockázatokat, dönt az azok csökkentése vagy megszüntetése érdekében szükséges intézkedésekről	×	×	konzultatív és ügydöntő
szükség szerint napirendre tűzi az Európai Rendszerkockázati Testületnek a pénzügyi közvetítőrendszer egészének szempontjából releváns ajánlásait, állásfoglalásait, kockázati figyelmeztetéseit	×		konzultatív

Hatáskör (2013. évi CXXXIX. törvény 13. § (2) bekezdés alapján)	Európai érintettség	Globális érintettség	Hatáskör konzultatív (K) és/vagy ügydöntő (Ü)
szükség szerint megtárgyalja az Európai Felügyeleti Hatóságok által kiadott ajánlásokat, határozatokat, ideértve az európai pénzügyi rendszer stabilitásának komoly veszélyeztetettsége esetén a nemzeti felügyeleti hatóságoknak címzett, egyedi intézkedések megtételére felszólító határozatokat is, valamint állást foglal az azokból származó feladatokról	×		konzultatív
az MNB jogalkalmazási gyakorlatának alapjait ismertető, az MNB által felügyelt személyekre és szervezetekre nézve kötelező erővel nem rendelkező ajánlást ad ki			ügydöntő
évente meghatározza az MNB ellenőrzési tevékenységének kiemelt célterületeit			ügydöntő
döntést hoz az MNB felügyelete alá tartozó személyek és szervezetek, valamint tevékenységek feletti felügyelet gyakorlásával kapcsolatos hatósági eljárásokban			ügydöntő

A nemzeti szabályozás körében nem lehet eléggé hangsúlyozni azt, hogy az elfogadott uniós és globális pénzügyi szabályozási keretek ellenére a leghangsúlyosabb és legnagyobb munkaterhet jelentő feladatok továbbra is nemzeti felügyeleti hatáskörben maradnak.

Annak ellenére, hogy az eddig ismertetettek alapján úgy tűnhet, hogy a globális és regionális erők uralják a pénzügyi szolgáltatások és pénzpiaci szereplők életét,



6. ábra • Az európai pénzügyi felügyeleti rendszer a bankunió bevezetése után

szükséges látnunk azt, hogy a legtöbb feladat továbbra is a nemzetállamok keretein belül marad.

A felügyeleti súlyokat a bankunió kapcsán jól érzékelteti a 6. ábra.

Rögzíteni kell a magyar felügyeleti rendszer kapcsán, hogy minthogy Magyarország nem eurózóna-tagország, a hazánkban székhellyel rendelkező pénzügyi intézmények jelentős része számára a regionális és globális felügyeleti rendszerek átalakulása kapcsán semmilyen további teendő nem keletkezik.

A bankunió intézményrendszerének alapjait lefektető jogszabályok alapján az eurózónán kívüli EU-tagországok, köztük Magyarország elvben bármikor jelezhetik az EKB felé, ha szoros együttműködéssel az euró bevezetése előtt részesei akarnak lenni a közös rendszernek. Az MNB 2014-es tanulmánya szerint az ún. szoros együttműködés azonban a tényleges csatlakozásnál gyengébb jogosítványokkal jár, ráadásul a közös monetáris politikai eszköztár hatókörén kívül a szoros együttműködésre lépő országok sérülékenysége – likviditási oldalról – még nőhet is, emiatt a csatlakozásról szóló döntés korántsem egyértelmű, arról az intézményrendszer értékelésén kívül a speciális hazai szempontok áttekintését követően érdemes gondolkodni.[57] A tanulmány megállapítja, hogy a piaci szereplők, befektetők, hitelminősítők szempontjából a csatlakozás legnagyobb hozzáadott értéke az EKB reputációja, konkrétan pedig egy új, egységes módszertan, valamint a belső kontrollok sora, ami biztosítja a felügyeleti beavatkozások külső befolyástól való mentességét.[58]

Az MNB tanulmánya a következő megállapítást is tartalmazza: „*A Bankunió legnagyobb vonzereje a kontinens bankjainak befizetéseiből 2024-re összegyűlő 55 milliárd eurós bankstabilizáló alap, ám önmagában az ehhez való hozzáférés nem indokolhatja a csatlakozási döntést. Mivel a díjfizetés alapja minden tagországban azonos – a bankok méretéhez és kockázatosságához kötött – arányosan Magyarországra nem jut majd ebből több, mint az ugyanolyan alapelvek alapján beszedendő hazai alap 90 milliárd forintja. Szélsőséges esetben, egy-egy jelentősebb európai bank problémája esetén a Bankunió részeként akár a hazai hozzájárulásnak is ezen más országbeli bank talpra állítását kellene majd finanszíroznia.*”[59] Véleményem szerint ezen álláspont, miszerint gondot jelent egy másik európai országban székhellyel rendelkező, de regionális vagy globális kockázatot rejtő bank megsegítésének akár elvi lehetősége is – kiválóan jelzi az EU jelenlegi legnagyobb problémáját: ha már az elvi állásfoglalás szintjén is problémásnak érzik a tagállami döntéshozók a másik megsegítését, ugyan milyen jövő vár Európára a válság egy esetleges újabb hulláma esetén?

[57] Kisgergely Kornél – Szombati Anikó: Bankunió magyar szemmel – hogyan látja az MNB a szoros együttműködés lehetőségét, in *MNB tanulmányok,* No. 115. (2014), 7. o.

[58] Uo. 14. o.

[59] Uo. 9. o.

3. AZ ÚJ SZABÁLYOZÁSI IRÁNYOK MODELLEZÉSE

3.1. GLOBÁLIS TRENDEK ÉS A „LEHETETLEN SZENTHÁROMSÁG"

2008 előtt a nemzeti jegybankok előtt lényegében egy fő cél állt: az árstabilitás elérése és fenntartása. Minden más feladatkör ennek a fő célnak a tükrében került értelmezésre. Ebben az időben a jegybanki tevékenységben rejlő nehézséget az úgynevezett „lehetetlen szentháromság" trilemmája adta, mely szerint nem lehet egy időben önálló monetáris politikát folytatni, árfolyam-stabilitást és szabad tőkeáramlását elérni, a három kívánatos célból csak kettőt lehet egyszerre megvalósítani. Egy lehetséges megoldás tehát a zárt pénzügyi piac, pénzügyi autokácia, amely lehetővé teszi a devizaárfolyam rögzítését *(soft peg)* a monetáris függetlenség elvesztése nélkül. Mindezek érdekében a határon átnyúló tőkeáramlást szigorú kontroll alatt kell tartani. Ilyen típusú gazdaságpolitikai gyakorlat jellemezte a fejlődő országok csoportját az 1980–90-es években, valamint jellemzi Kínát napjainkban. A második megoldási lehetőség a lebegő árfolyamrendszer, amely a monetáris függetlenség megőrzése mellett szabad (liberalizált) tőkeáramlást tesz lehetővé. Kiváló példája az Egyesült Államok, valamint Nagy-Britannia elmúlt három évtizedének gazdaságpolitikája. A harmadik variáció választásával egyaránt mód nyílik a nemzetközi tőkeáramlás nyújtotta kedvező lehetőségek kihasználására, valamint az árfolyamkockázat eliminálására a rögzített árfolyamrendszeren *(hard peg)* keresztül. Ez utóbbi gazdaságpolitikai berendezkedés azonban a monetáris politika mozgásterének teljes feladásával jár. Az eurózóna monetáris uniója, valamint Argentína valutatanácsa sorolhatók e csoportba.[60]

2010-től viszont a helyzet változik: a központi bankok célja az árstabilitás (fő cél) és a pénzügyi stabilitás együttes elérése lesz. Ezen feladat EU-szintű végrehajtásáért hozták létre az európai szemesztert, a Pénzügyi Felügyelet Európai Rendszerét, az Európai Rendszerkockázati Tanácsot, az Európai Pénzügyi Stabilitás Eszközt, az Európai Stabilitási Mechanizmust, a bankuniót a célok érvényesítése érdekében. Ugyanakkor az árstabilitás és a pénzügyi stabilitás együttes elérése ellentétes intézkedések érvényesítését igényli. A kérdés tehát az, hogy felmenthető-e a monetáris politika ezen ellentétes célok alól. Ha az Európai Unió Működéséről Szóló Szerződést (a továbbiakban: EUMSz.) vizsgáljuk, a 127. cikk szerint hatáskörrel rendelkezik mindkét területen, de a fő cél az árstabilitás. A 127. cikk (1) bekezdése szerint a Központi Bankok Európai Rendszerének (KBER) elsődleges célja az árstabilitás fenntartása. Az árstabilitási cél veszélyeztetése nélkül a KBER azért támogatja az unión belüli általános gazdaságpolitikát, hogy hozzájáruljon az Európai Unióról szóló szerződés 3. cikkében megállapított uniós célkitűzések megvalósításához.

[60] Gábor: *i. m.* 135–136. o.

Az EUMSz. 127. cikk (5) bekezdése szerint a KBER támogatja a hatáskörrel rendelkező hatóságokat a hitelintézetek prudenciális felügyeletére és a pénzügyi rendszer stabilitására vonatkozó politikáik zavartalan megvalósításában.[61] Ugyanezt a szabályt láthattuk egyébként a Magyar Nemzeti Bank újraszabályozásának esetében is érvényesülni.

2011-től egy másik „lehetetlen szentháromságot" ismertek fel az EU szintjén: nem lehet egyszerre biztosítani a pénzügyi stabilitást, a pénzügyi integrációt, miközben a bankrendszer felügyelete tagországi szinten marad.[62] A trilemma megoldása a bankunió és az egységes bankfelügyelet létrehozása. Az Egységes Felügyeleti Mechanizmus *(Single Supervisory Mechanism)* keretében az eurózóna tagországainak bankfelügyelete a nemzeti hatóságoktól átkerül az EKB felelősségi körébe. Az EKB lesz felelős a mintegy 6000 bank alapításának engedélyezéséért, tevékenységi engedélyének visszavonásáért, az egyedi szintű felügyeletéért, a felügyeleti beavatkozásokért és a stresszteszteket is. Ugyanakkor a gyakorlatban feladatát a helyi felügyeletekkel együttműködve, az egyes hitelintézetek jelentőségétől függő mértékű munkamegosztással látja majd el. Bizonyos funkciókban pedig a felügyelés teljes egészében helyi feladat marad (harmadik országbeli bankfiókok, fizetési szolgáltatások, pénzügyi eszközök piacai, fogyasztóvédelem stb.) Praktikusan lesz tehát 128 bank, amit közvetlenül az EKB felügyel majd, ám a gyakorlatban itt is megmarad a helyi felügyelet szerepe, hiszen a közös felügyeleti csapatokon belül főleg ő tartja a kapcsolatot a bankokkal, és ő tudja majd betartatni a helyi nyelven meghozott helyi szabályokat a helyi számviteli sztenderdek alapján. Vagyis nagyjából maradnak a régi mechanizmusok, csak a helyi felügyeletet ellenőrzi majd egy EKB-s felügyelő. Ezt az EKB-s felügyelőt pedig ellenőrzi majd egy másik EKB-s felügyelő, aki az egységes módszertanért és az egységesen szigorú hozzáállásért felel majd. A felügyeleti döntésekért a hat EKB alkalmazottból és a részt vevő tagországok felügyeleti vezetőiből álló Felügyeleti Tanács felel majd, azonban bármiről is határoznak, az további 10 napot még „pihen", amíg a tényleges döntéshozatali jogkörrel bíró Kormányzótanács hallgatólagosan jóváhagyja.[63]

Daniel Rodrik a globalizáció nagy kritikusaként a XXI. század trilemmáját úgy határozta meg, hogy három dolgot – a globalizációt, a nemzetállami függetlenséget és a nemzeti keretek között működő politikai demokráciát – nem lehet egyszerre

[61] Benyovszki Annamária – Nagy Ágnes: A pénzügyi válság és a gazdasági kormányzás szükségessége. Kihívások a makrogazdasági politikák szintjén, in *Hitelintézeti Szemle,* 2013/1. szám, 24–25. o.

[62] Uo. 25. o.

[63] Szombati Anikó: Bankunió – mit látunk a partvonalról, in *MNB Szakmai Cikkek,* 2014. 2. o. Elérhető: http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/a-bankrendszer-jovoje/Szombati_Aniko_Bankunio_%E2%80%93_mit_latunk_a_partvonalrol.pdf (2014.12.11.).

akarni: a háromból legfeljebb kettő valósítható meg.[64] A Rodrik által meghatározott háromságmodell kapcsán Vígvári megállapítja, hogy mivel GMU egy igencsak integrált, globalizált világ, így vele kapcsolatban összesen három forgatókönyvet tudunk majd meghatározni. Az első szerint alkalmazhatjuk az úgynevezett arany kényszerzubbony megoldását, amikor is a gazdaságpolitikák szabad megválasztásáról mondunk le, vagy esetleg a globális kormányzás (ami ebben az esetben a föderációs szintű kormányzás) alternatíváját, amely esetében a gazdasági kormányzás föderációs szintre kerülne, illetve választhatjuk az integrációról való lemondást, ez esetben pedig lemondunk az eurózónáról.[65] Egyet kell értenem Vigvárival a lehetséges forgatókönyvek tekintetében, és meg kell állapítanunk, hogy a kézirat lezárásakor, vagyis 2014 karácsonyán még nem lehet megállapítani, hogy – még ha a jelek az arany kényszerzubbony felé mutatnak is – a 28 tagú Európai Unió egységesen melyik alternatíva mellett tette le/teszi le a voksát.

4. ÖSSZEFOGLALÓ GONDOLATOK

A tanulmány pillanatfelvétel: 2014 végén, hat évvel a Lehman Brothers csődje után ebben az állapotban találjuk a nemzetközi pénzügyi felügyeleti rendszert. Véleményem szerint a fentiek alapján az állapítható meg, hogy sikerült lerakni egy fokozottabb, összehangoltabb és globális folyamatokat vizsgáló rendszer alapjait. Hangsúlyozni kívánjuk: ezek az alapok. Igazat kell adjunk az MNB-tanulmány azon megállapításának, hogy még nem látjuk az európai bankunió működésének minden szegmensét,[66] nem láttuk működés közben a korai jelzőrendszert, de hihetünk-e hosszú távon a pénzügyi piacok szabályozásának és felügyeletének körében a magányos küzdelem, az alternatív megoldások végső sikerében? Miképpen működhet hatékonyan egy olyan jelzőrendszer, amely a G20-ak szakemberei által működtetett, nagy létszámú szakértő munkáján alapszik, de vajon a látszólag mindenre kiterjedő figyelem mellett nem sikkadnak-e el párhuzamosan a lokális problémák? A regionális érdekek és még inkább a globális érdekek vajon felülírják-e a lokális érdekeket, és a tagállamoknak milyen hatékony eszközeik vannak saját gazdaságuk, saját állampolgáraik érdekeinek képviseletére? Mennyi eltérést engednek a szabályozási és felügyeleti keretet illetően a határokat megállapító nemzeti, regionális és globális

[64] Rodrik, Dani: *A globalizáció paradoxona. Demokrácia és a világgazdaság jövője,* 2014, Corvina, Budapest. (Az eredeti mű megjelenési éve 2011.)

[65] Vigvári Gábor: Gazdasági kormányzás a Gazdasági és Monetáris Unióban – A globális politika lehetetlen szentháromsága szemszögéből, in *Köz-gazdaság,* 2013/1. szám, 2. o.

[66] Kisgergely – Szombati: *i. m.* 9. o.

jogforrások, egyezmények és nemzetközi szerződések? Vajon valóban előre jelezhetőek lesznek a válsággal fenyegető helyzetek?

Meggyőződésem, hogy a fenti kérdésekre nem adható egyértelmű válasz, és a tanulmánynak nem is volt célja megválaszolni azokat. Azt megállapíthatjuk, hogy a korábbiakhoz képest szervezettebb és talán hatékonyabb eszközrendszer áll rendelkezésre a döntéshozók számára a felelős irányításhoz. A gyakorlati működés elemzése pedig – a gyakorlati tapasztalatok birtokában lehetséges.

Felhasznált irodalom

1. Benczes István – Csáki György – Szentes Tamás: *Nemzetközi gazdaságtan,* 2009, Akadémiai Kiadó, Budapest.
2. Benyovszki Annamária – Nagy Ágnes: A pénzügyi válság és a gazdasági kormányzás szükségessége. Kihívások a makrogazdasági politikák szintjén, in *Hitelintézeti Szemle,* 2013/1. szám, 18–37. o.
3. Bernanke, Ben S.: *Financil Reform to Adress Systemic Risk.* Előadás, 2009. március 10. Elérhető: http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310a.htm?keepThis=true&TB_iframe=true&height=600&width=850 (2014.11.28.)
4. Biedermann Zsuzsánna: Obama a Wall Street ellen? in *Dél-kelet Európa – South-East Europe. International Relations Quarterly,* 2010/3. szám.
5. Blahó András: Az átalakuló globális pénzügyi szabályozórendszer kérdései, in *Közgazdaság,* 2011/2. szám, 47–61. o.
6. Botos Katalin: Likviditás, szolvencia, prudencia, in Botos Katalin (szerk.): *Pénzügypolitika az ezredfordulón,* 2003, SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei, JATE Press, Szeged, 156–168. o.
7. Csortos Orsolya – Szalai Zoltán: Makrogazdasági egyensúlytalanságot megragadó indikátorok értékelése, in *MNB Szemle,* 2013/október, 14–24. o.
8. Dowd, Kevin: Moral Hazard and the Financial Crisis, in *CATO Journal,* Vol. 29. No. 1. (2009), 141–166. o.
9. Fehér Júlia – Veres Zoltán: Gondolatok a hazai pénzügyi felügyeleti integráció margójára – különös tekintettel a fogyasztóvédelemmel összefüggő igazgatási szempontokra, in *Pázmány Law Working Papers,* Nr. 2014/8. 1–12. o.
10. Fáykiss Péter – Szombati Anikó: Makroprudenciális felügyelet az eurozónán kívüli európai országokban, in *MNB Szemle,* 2013/különszám, 63–70. o.
11. Gábor Tamás: *Kína monetáris politikája a globális pénzügyi egyensúlytalanságok fényében,* 2012, Doktori értekezés, Szeged.
12. Glavanits Judit: *A kockázati tőkebefektetések egyes jogi aspektusa,* 2012, Doktori értekezés, Győr.
13. Getter, Darryl E.: U.S. Implementation of the Basel Capital Regulatory Framework, in *Congressional Research Service.* Elérhető: http://fas.org/sgp/crs/misc/R42744.pdf (2014.11.04.).
14. IMF: The IMF-FSB Early Warning Excercise. Design and Methodological Toolkit. New York, 2010. September.

15. Jankovics László: A monetáris politika intézményi kérdései, in Hámori Balázs – Czeglédi Pál – Jankovics László – Sági Balázs (szerk.): *Paradigm Shift-Information, Knowledge and Innovation in the New Economy. Conference Proceedings,* 2005, Competitio Könyvek, Debrecen, 239–253. o.
16. Kálmán János: Pénzügyi szolgáltatások szakigazgatási alapjai – a pénzügyi szektor „állami" felügyelete, in Lapsánszky András (szerk.): *Közigazgatási jog – Fejezetek szakigazgatásaink köréből II. kötet, Gazdasági közigazgatás, infrastruktúra igazgatás,* 2013, Complex, Budapest, 509–549. o.
17. Kálmán János: Az állam gazdasági szerepének változása, evolúciós megközelítésben, in *Diskurzus,* 2013/különszám, 24–33. o.
18. Kálmán János: Az Európai Unió pénzügyi felügyeleti rendszerének reformja, in *International Relations Quarterly,* 2014/2. szám, 1–20. o.
19. Katona Gábor: A racionális viselkedés, in Földi Katalin – Szakács Ferenc (szerk.): *Reklámpszichológia. Válogatott tanulmányok,* 1974, KJK, Budapest, 35–56. o.
20. Kisgergely Kornél – Szombati Anikó: Bankunió magyar szemmel – hogyan látja az MNB a szoros együttműködés lehetőségét, in *MNB tanulmányok,* No. 115.
21. Koetter, Michael – Kasper Roszbach – Giancarlo Spagnolo: Financial Stability and Central Bank Governance, in *International Journal of Central Banking,* Vol. 10. No. 4. (2014), 31–67. o.
22. Kovács Attila: A gazdasági viselkedés racionalitása, in Hunyadi György – Székely Mózes (szerk.): *Gazdaságpszichológia,* 2003, Osiris, Budapest, 111–147. o.
23. Kovácsné Sipos Ágnes: *A jegybanki függetlenség fejlődéstörténetének vizsgálata a XVIII. századtól napjainkig,* 2007, Doktori értekezés, Miskolc.
24. Lenkovics Barnabás: *Ember és tulajdon. Rendszerváltó gondolatok,* 2013, Dialóg Campus, Budapest–Pécs.
25. Lentner Csaba: *Közpénzügyek és államháztartástan,* 2013, Nemzeti Közszolgálati és Tankönyv Kiadó, Budapest.
26. Lublóy Ágnes: *A magyar bankközi piac rendszerkockázati vonatkozásai,* 2005, Doktori értekezés, Budapest.
27. Mehlhoffer Brigitta Klára: A morális kockázat kezelése a banki hitelezés során, in *Hitelintézeti Szemle,* 2003/3. szám, 55–68. o.
28. Nagy Gyula: Globális pénzügyi válság – a jelenlegi tényleg más? in Losoncz Miklós – Szigeti Cecília (szerk.): *Válság közben, fellendülés előtt. Kautz Gyula emlékkonferencia 2010. június 1.* Elérhető: http://kgk.sze.hu/images/dokumentumok/kautzkiadvany2010/nagy%20gyula.pdf (2014.12.02.).
29. Paletta, Damian – Lucchetti, Aaron: Senate Passes Sweeping Finance Overhaul, in *Wall Street Journal,* July 22, 2010.
30. Pálinkás Péter: *Kockázatkezelési eljárások alkalmazása az Európai Unió mezőgazdaságában,* 2011, Doktori értekezés, Gödöllő.
31. Pezzuto, Ivo: Miraculous Financial Engineering or Toxic Finance? The genesis of the U.S. subprime mortgage loans crisis and its consequences on the global financial markets and real economy, in *SMC Working Paper,* 12/2008.
32. Renn, Ortwin: Concepts of Risk: A Classification. Krimsky, Sheldon – Golding, Dominic (szerk.): *Social Theories of Risk,* 1992, Greenwood Publishing Group, Westport, 53–79. o.

33. Robinson, David J.: The IMF Response to the Global Crisis: Assessing Risks and Vulnerabilities in IMF Surveillance, in *IMF IEO Background Paper,* No. 09. (2014).
34. Rodrik, Dani: *A globalizáció paradoxona. Demokrácia és a világgazdaság jövője,* 2014, Corvina, Budapest.
35. Simai Mihály: Davos 2012: Várakozások, kilátások és következtetések, in Farkas Péter – Meisel Sándor – Weiner Csaba (szerk.): *Elveszett illúziók. A világgazdaság tartós válságáról. Tanulmánykötet Fóti Gábor kollégánk emlékére,* 2012, MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Világgazdasági Intézet, Budapest, 11–25. o.
36. Szombati Anikó: Bankunió – mit látunk a partvonalról, in *MNB Szakmai Cikkek,* 2014. Elérhető: http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/a-bankrendszer-jovoje/Szombati_Aniko_Bankunio_%E2%80%93_mit_latunk_a_partvonalrol.pdf (2014.12.11.).
37. Szüle Borbála: *Diverzifikáció és kockázat a pénzügyi konglomerátumokban,* 2004, Doktori értekezés, Budapest.
38. Vigvári Gábor: Gazdasági kormányzás a Gazdasági és Monetáris Unióban – A globális politika lehetetlen szentháromsága szemszögéből, in *Köz-gazdaság,* 2013/1. szám, 1–10. o.
39. Wedge, Dave: Republicans to put Barney Frank, bailouts under microscope, in *The Boston Herald,* 2010. november 5. Elérhető: http://www.bostonherald.com/news/us_politics/view.bg?articleid=1294144 (2011.07.04.).