

A pénzügyi válság és következményei: monetáris politikai és szabályozási kihívások

KOSZTOPULOSZ ANDREÁSZ

A 2007-2008-as pénzügyi válság igen komoly kihívást jelentett és jelent ma is, többek között a monetáris politikai döntéshozók és a szabályozó hatóságok számára. A tanulmány célja volt áttekinteni a subprime válság nyomán kialakuló globális pénzügyi válság okait, legfontosabb jelenségeit, jellemzőit illetve a formálódó válságkezelő programokat elsősorban a monetáris politika valamint a pénzügyi szabályozás aspektusában, különös tekintettel a hazai folyamatokra és válságreakciókra.

A tanulmány fő következtetése, hogy a válság nagy valószínűséggel korszakhatárt jelöl és paradigmaváltást fog eredményezni a piacokhoz való viszonyulásban és a monetáris makroökonómiában egyaránt.

*Tárgyszavak: pénzügyi válság, monetáris politika, pénzügyi szabályozás és felügyelet
JEL kódok: E52, E58, F36, G01*

Financial crisis and its aftermaths: challenging monetary policy and financial regulation

ANDREÁSZ KOSZTOPULOSZ

The financial crisis of 2007 and 2008 has been challenged among others the monetary policy makers and regulatory and the supervisory authorities. Present paper aims to outline the roots and causes of the global financial crisis following the subprime debt crisis, to describe its most important features and to introduce the evolving crisis management programmes from the aspect of monetary policy and financial regulation with special regard of the progress of the events and the measures in Hungary.

The main conclusion of the paper is that the financial crisis may indicate a new era and results a paradigmatical change of thinking on capital markets and monetary macroeconomics.

*Keywords: pénzügyi válság, monetáris politika, pénzügyi szabályozás és felügyelet
JEL: E52, E58, F36, G01*

1. Bevezetés

A 2007–2008-ban kezdődő pénzügyi válság nagy valószínűséggel visszavonhatatlanul felülírja azokat a trendeket, melyek évtizedeken keresztül, a Bretton Woods-i rendszer felbomlása óta meghatározták a tőkepiacok fejlődési irányát. A pénzügyi rendszer jellemző és az egyetemi törzsanyagba gyökeresedett (lásd például *Bodie et al. (2005)* az oktatásban világszerte használt tankönyvét) tendenciái: a dezintermediáció (ezen belül különösen az értékpapírosítás és a hitelközreműködés terjedő gyakorlata), a pénzügyi innovációk terjedése és a világszinten kibontakozó deregulációs hullám, ami a információtechnológia és a kommunikáció robbanásszerű fejlődése által katalizálva igazán globálissá tette a pénzügyi iparágat, üdvözlendő vívmányokból a válság nyomán egytől egyig negatív felhangot, megítélést kaptak, és egyre többen vélik úgy, hogy maguk is hozzájárultak a válság kirobbanásához, és káros következményeihez.

A válság ilyen módon nagy valószínűséggel korszakhatárt jelöl és paradigmaváltást fog eredményezni a piacokhoz való viszonyulásban és a monetáris makroökonómiában egyaránt. Jelen tanulmány az időközben hatalmasra duzzadt releváns szakirodalom egy részének áttekintésével és feldolgozásával ennek jeleit igyekszik detektálni és rögzíteni.

A kutatás célkitűzése volt áttekinteni a subprime válság nyomán kialakuló globális pénzügyi válság okait, legfontosabb jelenségeit, jellemzőit illetve a formálódó válságkezelő programokat elsősorban a monetáris politika valamint a pénzügyi szabályozás aspektusában, különös tekintettel a hazai folyamatokra és válságreakciókra.

2. A pénzügyi válság okai, jelenségei az Amerikai Egyesült Államokban és Európában: különbségek és hasonlóságok

A 2007-ben kezdődő, 2008-ban nemzetközivé váló, a második világháború utáni időszak legsúlyosabbnak tekintett pénzügyi és gazdasági recesszió fordulópont a pénz- és tőkepiacok történetében. Az aktuális pénzügyi válság sok hasonlóságot mutat korábbi történelmi példákkal. Hosszabb időszakra visszatekintve „nincs új a nap alatt”, a modern kapitalizmus ciklikusan ismétlődő válságaihoz hasonló mechanizmus vezetett a buborékok kialakulásához, majd kipukkadásához. A pénzbőség, amit a tőkeáttétel túlzott eladósodássá duzzasztott, az áttekinthetetlen és ezért ellenőrizhetetlen pénzügyi innovációval párosulva az eszközárak fenntarthatatlan emelkedéséhez vezetett. Amikor pedig valami miatt meginog a bizalom abban, hogy a trendek folytatódnak, a buborék kipukkan, s az egész építmény összedől, akkor elkerülhetlenné válik a tőkeáttétel gyors lebontása. A részletek persze eltérnek a régebbi válságoktól, de ebben a megközelítésben a felelős döntéshozók és véleményformálók (gazdaságpolitikusok, jegybankárok, felügyeltek és elemzők) helyes helyzetértékelése és megfelelő időben történő beavatkozása, valamint a hitelminősítők által orientált befektetők körültekintő kockázatértékelése talán elkerülhetővé tette volna az összeomlást (*Oblath 2009, Reinhart–Rogoff 2009, Madarász 2011*).

Vannak olyan elemzők, akik a 2007–2008-as válságban a piacgazdaság bukását vélik felfedezni. „Ők azt hangsúlyozzák, hogy a piaci mechanizmusok hatékonyságának és a szereplők racionális magatartásának feltételezésére épített modellek érvényüket veszítették. *Buiter (2009)* összefoglalja a neoklasszikus és neokeynesi modellek, valamint a központi bankoknál nem oly régen nagyon széles teret nyert dinamikus, sztochasztikus általános egyensúlyi (DSGE, dynamic stochastic general equilibrium) modellek korlátozott gazdaság- és monetáris politikai felhasználhatóságának az okait, rámutatva arra, hogy a Nobel-díjjal is jutalmazott heterodox megközelítések (például Tobin, Shiller, Akerlof, Minsky, Stiglitz és a magatartáselemzési megközelítések) mennyire nem érintették meg a modellezést. Arra hívják fel a figyelmet, hogy amíg nem történik meg a paradigmaváltás, addig a régi struktúra

mentésére költött nagy összegű segélycsomagok csak egy életképtelen rendszer ideig-óráig való túlélését segítik, s nem vezetnek megoldáshoz” (Oblath 2009).

A magatartástudományi álláspontot képviselők szerint általában jellemző az emberi irracionalitás, a gyors meggazdagodás hajhászása és a bankárok felelőtlensége. A szakértők, szakpolitikusok és a válságot kutatók mélyebb elemzései¹ megosztják a válság okait az alábbi megbontás szerint:

1. *makroökonómiai okcsoportok*

- téves matematikai-, pénzügyi modellek,
- rossz pénzügypolitika,
- hibás gazdaságpolitikai döntés(ek),
- az előregedés gazdasági hatásai,
- nemzetközi egyensúlytalanságok,
- globalizáció,
- szektorális problémák,
- elrejtett infláció,
- kereskedelmi célú és lakásingatlan jelzálog eszközár buborék,

2. *mikroökonómiai okcsoportok*

- morális elítélhető menedzsmentek,
- valótlán hitelminősítések.

2.1. A válság kialakulása és okai az Amerikai Egyesült Államokban

Közkeletű vélemény szerint ez a válság a fertőzött eszközök, a rossz hitelek, a visszafizethetetlen – elsősorban lakáshitelek – kezelhetetlen mennyisége miatt jött létre. A jelen időszakot továbbra is az útkeresés jellemzi, a korábbi nagy tendenciák átértékelődnek. A globális egyensúlytalanság az ázsiai megtakarítások és a nyugati, főleg angolszász országok túlfogyasztása között merült fel. A pénzügyi válságról a mexikói jegybank vezetője, Guillermo Ortiz azt mondta 2007-ben, hogy „this time it wasn’t us” (Fisher 2010, 213. o.), tehát ellentétben az elmúlt húsz év kríziseitől ezúttal nem a fejlődő országok fertőzték meg a piacokat, hanem a mintaként követett centrumgazdaságok.

A „money glut” álláspont szerint a Federal Reserve System (FED) alacsony kamatpolitikája [„too low for too long” (Dokko et al. 2009, 1. o.)] okozta a pénzbőséget, az pedig a felelőtlen és túlzott hitelezést. Szerintük a 2003–2006 közötti alacsony kamatperiódus felelős az ingatlanpiaci kereslet robbanásszerű megugrásáért. Ezen álláspontot képviselők szerint az alacsony kamatszint a jelzáloghitelezést ösztönözte és növelte a külső egyensúlytalanságot, ami a dollár leértékeléséhez vezetett. Az alacsony kamatpolitika, vagyis az olcsó hitelek és az ingatlantulajdonlás minél szélesebb körű bevezetése politikai cél is volt egyben.

A világ legfejlettebb gazdaságában, az Egyesült Államokban a második világháború végétől a válság megjelenéséig a gazdaság kiugróan gyors ütemben növekedett, a GDP-je körülbelül évi átlagban 3,25 százalékkal bővült. Ebben az időszakban a medián jövedelem az Egyesült Államokban nem emelkedett, ami azt jelenti, hogy ha ez a 200–250 milliós lakossági tömb nem növeli a keresletet, nem növeli a fogyasztását, akkor a gazdaság növekedése lelassul, majd recesszióba fordul, amikor kialakul a hisztéria, elvezetve a tőzsdepánikhoz.

¹ A teljesség igénye nélkül: Blanchard 2009, Csaba 2009a, Csaba 2009b, EC 2009, FCIC 2011, Fischer–Homolya 2009, Fischer 2010, Frankel–Saralevos 2010, Freedman 2009, Greenspan 2008, Györfly 2009, Hamecz 2009, Király 2008b, Király et al. 2008, Király 2010, Krugman 2009, Magas 2009, Móczár 2010, Phelps 2008, Simai 2009, Smith 2008, Soros 2008, Stiglitz 2008, Szentes 2009.

Minél alacsonyabb volt a kamat, minél dinamikusabban nőtt a hitelkínálat, annál jobban emelkedtek az ingatlanárak. A 200–250 milliós tömeg keresletét tették fizetőképessé olcsó pénzzel, olcsó hitellel, amely ráömlött az ingatlanpiacokra. Az amerikai ingatlanpiacon a bőséges hitelezés nyomán elkezdődött egy folyamatos és masszív áremelkedés. Az amerikai lakossági jelzálogpiac egyike volt azon piacoknak, amelyek a 2000-es évek elején éppen nem egyensúlyi módon fejlődtek: a történelmileg egyedülállóan gyors lakásár-növekedés és az alacsony kamatok olyan rétegek számára is lehetővé tették a könnyű hitelhez jutást, amelyek jövedelme, tényleges vagyona az első kedvezőtlen jelre – kamatok lassú emelkedése, lakásárak lassú csökkenése – ellehetetlenítette a kölcsön visszafizetését. Ahogy az árak elkezdenek emelkedni, az ingatlanok tulajdonosai, márpedig az átlag amerikai ingatlantulajdonos úgy érzi, hogy a gazdagsága a vagyona nő, ha nő a vagyona, akkor hitelképessé válik, új hitelek tud fölvenni, ezeknek a hiteleknek a bázisán anticipálja, a jövőből előre hozza a fogyasztását, ebből finanszírozza az autóvásárlását, az oktatási költségeket, az egészségügyi költségeket. Az amerikai jelzálog-piac egyik sajátossága, szemben az európaival, hogy a hitelfelvevő csupán a vásárolt ingatlan értékéig volt felelős a hitelért, így amikor a lakástulajdonosok elkezdtek érezni az ingatlanuk csökkenő értékét, egyszerűen megválhattak attól, és az azért kapott árral a banknak meg kellett elégedni. Alternatív megoldásként egyszerűen visszaküldték a banknak a kulcsokat és az értékesítést is ráhagyták (Király 2008a, Surányi 2009, Lengyel–Fejes 2010).

A „money glut” elmélet az amerikai fiskális és monetáris lazaságot vákuumhoz hasonlította, amely elszívta a megtakarításokat az arra hajlamos kelet-ázsiai térségből és bátorította a felhalmozást a határokon kívül. Ezen elmélettel áll szemben a „global savings glut” teória, amelyet a FED képvisel, s ami szerint a FED alacsony kamatait éppen az ázsiai felhalmozás és megtakarítás tette lehetővé, ami a jüan mesterségesen gyengén tartásában nyilvánult meg. Ez a két jelenség ördögi körként erősítette egymást.

Valóságos volt a fogyasztás és a fogyasztásnövekedés is, amelynek az alapja a mértéktelen eladósodás volt. Leegyszerűsítve tehát a komputert, a laptopot, az új autót, az orvosi ellátást valóságosan és bővülő mértékben vásárolták meg a fogyasztók. A fogyasztás a hiteleknek köszönhetően emelkedett, a hitelek pedig jórészt a kínaiak megtakarítása finanszírozza. A válság kitörése elkerülhetetlenné, bizonyossá vált, azonban annak időpontját nem lehetett pontosan meghatározni.

A válság okai között (a globális egyensúlytalanságon túl) szerepel a kockázatok nem megfelelő árazása, a banki dereguláció. A hitelbőség idején mindenki bekapcsolódott ezeknek a kölcsönöknek a finanszírozásába, amit megkönnyített a rájuk alapozott – az értékpapírosításon keresztül létrejövő – hosszú lejáratú kötvények piacainak gyors fejlődése. A strukturált finanszírozás biztosítására a bankok mellett egész „árnyékbankrendszer” épült ki – a szabad, megfelelő megtérülést kereső pénzek bevonásával. Az árnyékbankrendszer a pénzügyi szektor nem banki, de gyakran a bankok holdudvarába tartozó vagy általuk finanszírozott tagjaiból áll, akik kevés saját pénzzel (alacsony tőkével), rövid lejáratú forrásokból finanszírozták a hosszú lejáratú hitelekre épülő kötvényeket. A banki szabályozás alá nem tartozó, de bankként viselkedő szereplők egyre növekvő befektetési aktivitása, mérete és volatilis viselkedése ösztönözte a túlzott tőkeáttételt mind a banki, mind a magánszektorban, elősegítette a túl komplexszé váló pénzügyi termékeket elterjedését.

2004-ben a nagy jegybankok a globális túlkereslet, még inkább globális túlfűtöttség miatt megindult energia-, nyersanyag- majd élelmiszer-áremelkedés csillapítása érdekében szigorítani kezdtek (kamatot emeltek: a FED 1 százalékról 5,25 százalékra, az Európai Központi Bank (EKB) 2 százalékról 4,25 százalékra), először lelassult, majd megállt az eszközárak emelkedése, végül szinte szabadesésbe kerültek. Az infláció ennek ellenére 2007-ben és 2008 közepéig jelentősen gyorsult a fejlett piacokon is (utalva a monetáris hatóságok súlyos kiszolgáltatottságára a fundamentális folyamatokkal, illetve az externális sokkokkal

szemben). Egyfelől a finanszírozási költségek gyors emelkedése, másfelől a fedezetül szolgáló eszközök leértékelődése drámai gyorsasággal tárta fel a pénzügyi közvetítők sebezhetőségét. A piac átláthatatlansága (innovációk) nem leplezhette az adósok (subprime) megroppant fizetőképességét (növekvő törlesztés a megemelt kamatok nyomán) és megtört fizetési készségét (Surányi 2011).

A bankok, pénzintézetek kihelyezéseinek minősége (on- és off-balance sheet egyaránt) elképesztő mértékben és ütemben romlott. Egyre többen váltak fizetéseképtelenné az adósok közül. A banki eszközök leértékelődése így súlyos fizetési-, szolvenciaproblémaként jelentkezett. De a szolvenciaprobléma szinten azonnal (az amúgy irreálisan magas) profitok erodálódásához, majd súlyos veszteségekhez vezetett. A veszteségek pedig a tőkebázis példátlan gyengüléséhez, s így óriási mennyiségű feltőkésítés nélkül, csődközeli helyzetek sokaságát idézte elő. A csőd, sőt a bankok tömeges csődjének veszélye soha korábban nem tapasztalt bizalomhiányt idézett elő a pénzügyi közvetítés alapintézményei között. A bizalom hiánya – a pénzügyi rendszer messze legfontosabb értékének elvesztése – a pénzügyi közvetítés teljes összeomlását eredményezte. A pénzügyi közvetítés hiánya – az, hogy egyik bank sem mer a másikkal pénzt kölcsönözni, különösen nem egy napon túl –, a kereskedelmi banki pénzteremtés, a normál pénzügyi mechanizmusok felszámolódását jelenti. Az addigi – bőséges monetáris bázison alapuló – pénzmultiplikáció teljes összeomlását hozta. A likviditásbőséget szélsőséges likviditáshiány váltotta fel. A pénzügyi közvetítés csatornáit megszűntek működni, egyszerűen összeomlottak. Ezt jól tükrözi az a tény, hogy az EKB, illetve a FED mérlege az elmúlt években két-háromszorosára nőtt. Tehát miközben drámaian nő a jegybankpénz mennyisége, a közvetítőrendszer összeomlása miatt a pénzvilág súlyos likviditáshiánnyal küzd (Surányi 2009).

A megbomlott egyensúlyt a pénzügyi piacok a cunami erejével próbálták helyrebillenteni. Elég volt az amerikai jelzálogpiac megingása, az ottani hitelek lassú minőségromlása. A válság közvetlen kirobbanását az ingatlanpiaci buborék okozta, vagyis onnantól számoljuk az eseményeket, amikor a felelőtlenül kiosztott (és gyorsan továbbértékesített) nem elsőrendű amerikai jelzáloghitelek elkezdtek nem-teljesítővé válni. Ez a pénzügyi piacok, az árnyék-bankrendszerek csatornáin keresztül erős turbulenciát (áresést, bizalomvesztést, időnként pánikot és menekülést) okozott a legfejlettebb pénzügyi központokban. A pénzügyi rendszert életben tartó bizalom rendült meg: a piacok egyik szereplőjének bizalma a rendszer másik szereplője iránt. A bizalom megingásának nem egy esetben alapja is volt: pénzügyi intézmények sora valós és helyrehozhatatlan károkat szenvedett. A mindenfajta komolyabb pénzintézeti felügyelet alól kivett Goldman Sachs, Meril Lynch, Bear Stearns, Morgan Stanley, Countrywide Financial, AIG, Washington Mutual, Wachovia, Fanny Mae és Freddy Mac ügyletei a lakáspiaci kereslet fokozatos leépülése következtében finanszírozhatatlanná váltak. Egyetlen év alatt számos amerikai és angol jelzálog-finanszírozó intézmény mellett olyan patinás és meghatározó pénzügyi vállalatok tűntek el, kerültek felvásárlásra vagy állami kézbe, mint a Bear Stearns és a Lehman Brothers befektetési bankok, az AIG biztosító vagy a Fannie Mae és a Freddie Mac jelzálog-finanszírozók (Asztalos 2009, Király 2008a).

„Az amerikai ingatlanár-buborék kipukkadásából kibontakozó pénzügyi válságban a Lehman Brothers csődje új korszakot nyitott: a piacok egyre súlyosbodó zavarait egy időre a piacok teljes befagyása váltotta fel. Ez különösen erős sokkot jelentett azoknak a feltörekvő országoknak, amelyek mérlegeik és/vagy integráltságuk miatt erősen ráutaltak a külső forrásokra. Míg korábban a döntéshozóknak a kockázatok nem könnyen kiismerhető átárazódását kellett valamiképpen gazdaság- és monetáris politikai eszközökkel kezelniük, a Lehman-bukás után a források hirtelen elapadásával szembesültek, s az intenzív tőke kivonásra nagyrészt a fundamentális mutatóiktól függetlenül került sor” (Neményi 2009, 395. o.).

Igen nehéz lenne választ adni arra, hogy miért épp a Lehman Brothers ment csődbe, míg a Merrill Lynch, az AIG vagy egyéb nagy amerikai bankház pedig elkerülte azt. Talán azt lehet mondani, hogy a Lehman Brothers-szel példát akartak a döntéshozók felmutatni. Az úgynevezett erkölcsi kockázatot akarták minimalizálni, a moral hazard ellen akartak fellépni.

A Lehman csődje katalizátor volt a rendszerszintű, az egész világra kiterjedő következmények kialakulásához, mivel egyöntetű negatív reakciót váltott ki a szakértők körében a pénzügyi rendszer életképességére vonatkozóan. A bizalmi válság elhatalmasodott. Azon a napon, amikor a Lehman csődöt jelentett pontosan 700 milliárd dolláros portfólióvesztést könyveltek el a magán és az intézményi befektetők (FCIC 2011, 366. o.).

„A Lehman csődjének volt egy pozitív hozadéka: akkora pofon volt a gazdaság, a döntéshozók számára, hogy azonnal reagálniuk kellett” (Jaksity 2010, 91. o.). A Lehman Brothers csődje és az AIG tőkebevonási problémái, majd számos amerikai bank összeolvadásának kényszere jelentősen felerősítette a bizalmi válságot. A veszteségek, a leminősítések, az árnyékbankrendszer megingása, a valódi bankok némelyikének nehézségei közvetve és közvetlenül éreztették hatásukat a pénzügyi piacokon: megnőtt a kiszámíthatatlanság, úrrá lett a bizalmatlanság. Annak érdekében, hogy a bizalmat – a piaci koordináció meghatározó tényezőjét – helyreállítsák, a jegybankok, a felügyeltek, a szabályozók és az államok egyre nagyobb mértékű beavatkozásra kényszerültek (Király 2008a).

2.2. A válság az Európai Unióban

2008 szeptemberében a szokásos szeptember közepi Európai Tanács ülésén napirend előtt meghallgatták Jean-Claude Trichet-t, az európai jegybank elnökét. Trichet, Barroso bizottsági elnök úrral egyezően, a francia elnök és a német kancellár szavaitól kísérvé azt mondta, hogy megvizsgálták az USA-ban kitört, akkor még – pusztán – pénzügyinek gondolt válság lehetséges hatásait, és úgy látják, hogy Európára ennek legfeljebb áttételes hatása lesz. Ezzel a vélekedéssel szemben megdöbbenő volt az a sebesség, ahogy ez a válság az óceánon átlépett, s lényegében két nap alatt az európai bankközi pénzügyi piac szinte teljesen kiszáradt, szinte leállt. Az Európai Központi Banknak korábbi elveit föladván kellett az így fellépő súlyos likviditási hiányt valamilyen módon ellensúlyoznia.

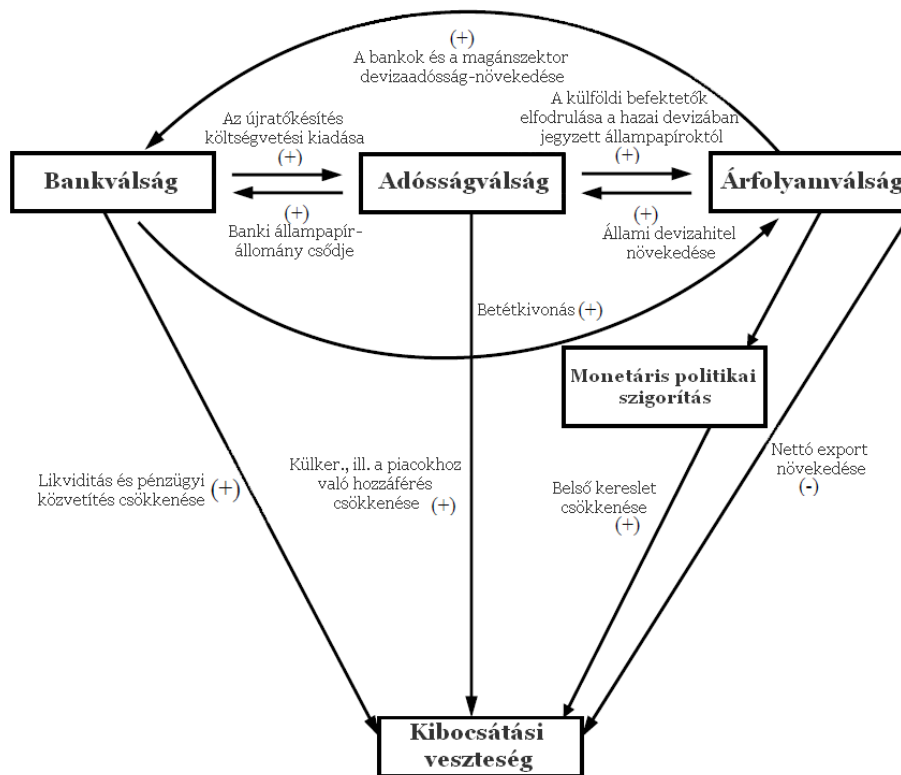
Az európai válság ugyanakkor ráirányította a figyelmet az államcsődök, a bankválság, illetve az árfolyam fenntarthatatlansága között fellépő kölcsönhatásokra (De Paoli et al. 2006). Az 1. ábrán látható, hogy a bankválság, az adósságválság (államcsőd) és az árfolyamkrízis egyaránt kibocsátási veszteséget okozhat a gazdaságban. A bankrendszer súlyos problémái a pénzpiaci likviditás csökkenését, illetve a hitelezési aktivitás visszaesését eredményezik. Ez az állapot szétzilálja gazdaság tőkeallokációs mechanizmusait. A vállalatok mind a beruházási forrásaikat, mind pedig akár a mindennapi működéshez szükséges forgótőkéhez sem jutnak hozzá. Mindez a reálgazdasági teljesítmény visszaeséséhez vezethet.

Államcsőd esetén a pénzügyi krízis azonnali kibocsátási veszteséget okoz, mivel jelentős mértékben emelkedik a forrásokhoz való hozzáférés ára, nemcsak az állam, hanem az országkockázat növekedésén keresztül a vállalati szféra számára is. A jelenlegi akut helyzetben valószínű, hogy a piacokhoz való hozzáférés lehetősége csökken, ami a külkereskedelmi forgalom esésén keresztül további negatív növekedési hatással jár.

Némileg ellentmondásosabb az árfolyamválság hatása. A valuta leértékelődése elvben növelhetné a nettó exportot, bár ezt mérsékelheti, hogy a volatilisabbá váló árfolyammozgás kiszámíthatatlan környezetet teremt a vállalatok számára. További negatív hatásként jelentkezik, hogy a központi bankok az inflációs és pénzügyi stabilitási veszély miatt az árfolyamgyengülést monetáris politikai szigorítással próbálhatják meg fékezni, ami a belső kereslet csökkenéséhez vezet.

A kibocsátásra gyakorolt közvetlen hatások mellett ezek a tényezők kölcsönhatásra lépve egymást is erősíthetik. Az árfolyamválság például a leértékelődő fizetőeszközön keresztül jelentős többletterhet róhat a devizában eladósodott államra, ami másik oldalról növeli az államcsőd esélyét. De fordítva is találunk erősítő kölcsönhatást: az állam fizetésképtelenségének gyanúja esetén a külföldi befektetők elfordulnak a hazai devizában jegyzett állampapíroktól és a belső pénztől szabadulva eladói nyomást gyakorolnak az árfolyamra, gyengítve azt. Az adósságválság a bankválsággal is összefüggésben van. Amennyiben a bankok portfóliójában jelentős az állampapírok aránya, akkor az állami fizetésképtelenség a bankok tőkehelyzetét is megingathatja, illetve bankválságból fakadó konszolidációs igény tovább nehezíti az államháztartás helyzetét. Az árfolyamválság és az bankválság közötti egymásra hatások közül talán a legerősebb a betétek külföldi devizára váltásának (betétkivonásnak) az árfolyamgyengítő hatása, illetve a magánszektor devizaadósságának növekedése, amely a banki hitelporfólió minőségét rontja.

1. ábra Az adósságválság, a bankválság és az árfolyamválság összefüggései



Forrás: De Paoli et al. (2006, 6. o.)

Természetesen a fenti összefüggések folyamatosan jelen vannak a gazdasági életben, a jelentőségük abban áll, hogy szélsőséges gazdasági körülmények között a különböző válságtípusok egymást erősítő mechanizmusává válhatnak, mint azt az európai válság folyamatai kapcsán tapasztalhattuk.

3. A pénzügyi válságra adott monetáris politikai reakciók

A jegybanki válaszreakciók közvetlen okát két jegybanki alapfunkció szempontjából is lehet vizsgálni. Az egyik a monetáris politika implementálásához köthető: a modern jegybanki eszköztárakban természetes dolog, hogy a jegybank reagál a célzott bankközi kamatszint operatív céltól (irányadó kamattól) való eltérésére, és igyekszik azt visszaterelni az irányadó

kamatszint közelébe. A másik szempont a jegybankok pénzügyi stabilitási funkciója: a jegybankok likviditást nyújtottak azon bankoknak, amelyek a piac kiszáradása miatt a normál körülményekhez képest nehezebb helyzetbe kerültek likviditáskezelés szempontjából. A jegybank tehát e szerepkörében átmenetileg a bankközi piacot helyettesíti. A fenti két alapvető jegybanki funkció közötti határ a multilaterális műveletek esetében elmosódik, vélhetően egyszerre volt jelen mindkét motiváció a jegybanki lépésekben. A beavatkozó fő jegybankok (EKB, FED, Bank of England) tehát egyszerre kívánták operatív kamatcéljukat tartani és a bankközi piacon (főként pszichológiai csatornákon keresztül) segíteni (Fischer–Kóczán 2008).

3.1. Válságkezelés az Egyesült Államokban

Amikor a csőd bekövetkezett és láthatóvá vált az, hogy milyen roppant kedvezőtlen, a teljes összeomlást előrevetítő hatása lehet mindennek az egész pénzügyi rendszerre, akkor nagyon hirtelen és nagyon hamar közbeléptek az amerikai pénzügyi hatóságok. Radikálisan gyorsan és politikai konszenzussal születtek az amerikai válságkezelő intézkedések. Szokatlan eszközöket vetettek be, ami – majd látni lehet – Európában nem következett be. Az amerikai döntéshozók a költségvetésben mentőcsomagokról hoztak törvényeket, amelyekben olyan elkötelezettségeket vállaltak, amelyek lehetővé tették a bankrendszer újratökésítését, lehetővé tették a két nagy fél-állami jelzálog-hitelintézetnek az átvételét, lehetővé tették a válságban lévő autóiiparnak a kimentését, és lehetővé tették olyan szociális kiadásokat is, ami a növekvő munkanélküliség okán elkerülhetetlenné vált. Ezek az intézkedések az amerikai költségvetésnek az állapotát súlyosan eltérítették: 3–4 százalékos szintről 10 százalék fölé ment és két éven keresztül 10 százalék fölött volt az amerikai költségvetés hiánya. Az amerikai dollár továbbra is kulcsvaluta, ilyen értelemben ugye a régi mondás, hogy „a dollár a mi a pénzünk, de a ti bajotok”. Tehát a világ kénytelen valahogy elviselni ennek a negatív következményei, ennek a nagy deficitnek.

A monetáris politikában olyan eszközökhöz nyúltak és olyan radikalizmussal, ami korábban nem volt elképzelhető. A Federal Reserve a válságot észlelve korlátlanul, becsukott szemmel annyi likviditást helyez a rendszerbe, amit korábban elképzelni nem lehetett volna. Azért lépett közbe, mert veszélyben érezte az árstabilitást – csak éppen nem a növekvő infláció, hanem a totális defláció volt a veszély. Ezen kívül természetesen a kamatokot a lehető legalacsonyabbra vitték. Az irányadó kamat, a rövid lejáratú piaci kamat 0–0,1 százalék körül mozog. Mindez azt jelenti, hogy tartósan negatív reálkamat létezik az amerikai gazdaságban, amivel szintén a helyzetet igyekeznek stabilizálni. Másik oldalról viszont a Federal Reserve olyan arzenálját dobta be a monetáris politikai eszközöknek, amely lehetővé tette, hogy az összetört, megszakadt pénzügyi közvetítés rendszere, láncolata ne roppantsa végzetesen össze az amerikai gazdaságot. Itt arról van szó, hogy a Federal Reserve-nek a fő döntéshozó testülete, a Nyílt Piaci Tanács világosan érzékelte, hogy ebben a válságban nincs kínai fal a monetáris és a fiskális politika között. Egy sor esetben a Federal Reserve olyan feladatokat, funkciókat vállalt fel, amelyek normálisan a fiskális politikai feladatát jelentették volna. Ilyen például az, hogy garantálták a fél-állami bankoknak a működését, valamint az, hogy részt vettek néhány nagybanki csőd kivédésében úgy, hogy részben likviditást, részben tőkét is biztosítottak. Korlátlan módon, az úgynevezett „quantitative easing”, tehát mennyiségi könnyítés keretében tágra nyitotta a bankrendszerek refinanszírozásának a kapuját. Mennyiségi műveletekkel pénzt nyomott a gazdaságba, valamint kibővítette azoknak a pénzügyi intézményeknek a körét, akik közvetlenül hitelért folyamodhatnak a központi bankhoz, amely korábban elképzelhetetlenek voltak. Tehát egyrészt a másodpiacon korlátlanul kezdte el vásárolni a quantitative easing keretében az amerikai állampapírokat, másrészt korlátlanul nyújtott hitelt az ő hatáskörébe tartozó bankoknak. Az Egyesült Államokban óriási rekapitalizáció történt (Jaksity 2010, Surányi

2011). Ez markánsan megkülönbözteti az amerikai gazdaságot az európai gazdaságtól. Európában azért jelent olyan nagy problémát a szuverén adósoknak az esetleges nem-fizetése, mert a bankoknál nem ment végbe az a feltőkésítés, ami az Egyesült Államokban, ezért sokkal sérülékenyebbek egy esetleges szuverén csőd esetén.

3.2. Válságkezelés az Európai Unióban

Miközben a Federal Reserve akkor már döbbenetes sebességgel csökkentette az irányadó kamatát, és megkezdte, vagy folytatta a likviditás nagyarányú teremtését, eközben az európai jegybank még 2008 kora nyarán is emelte a kamatokat, és még tovább akarta emelni a bejelentések alapján. 5,25 százalékon volt az irányadó kamat, a Federal Reserve már 2 százaléknál tartott, 5 százalékról jött lefelé, tehát pont ellentétes irányba ment (Surányi 2009).

A csődöt követő válság időszak során az EKB rendkívül gyors kamatcsökkentést hajtott végre: a periódus eleji magas 4,25 százalékos irányadó refinanszírozási kamatlábat mindössze 7 hónap alatt 8 lépésben egy történelmi mélypontot képviselő 1,00 százalékos szintre csökkentette. A válságra adott monetáris politikai intézkedések a kamatcsökkentésen túl további eszközökkel is kiegészültek. Ilyen volt egyrészt a magas kamatvolatilitás csökkentését célzó kamatfolyosó szűkítés lépése, melynek során 200 bázispontról 100 bázispontra szűkítette a központi banki rendelkezésre állásnak az irányadó refinanszírozási művelet körüli kamatfolyosóját (és ezt néhány hónapon keresztül 2009. január végéig fenn is tartotta), másrészt az eurórendszer hitelműveletei céljára elfogadható fedezeti eszközök körének kiterjesztése szintén a likviditásbővítést szolgálta. Ugyanakkor a hosszabb lejáratú refinanszírozás nyújtásának megkönnyítése érdekében USA dollárban denominált likviditást biztosított devizaswap megállapodásokon keresztül.

A következő periódus egyértelműen a bankmentésről és az eurózóna országok államadosságának növekedéséről szólt. 2009. május 13-át követően már nem csökkent tovább az irányadó eszköz kamata: a vizsgált időszak végéig tartó 23 hónapos periódusban 1,00 százalékos szinten tartotta az EKB a kamatlábat, emellett likviditást nyújtó, egyéves futamidejű, hosszabb lejáratú refinanszírozó műveletek végzését jelentette be. A monetáris élénkítés sajátos formájaként 2009. július 8-tól az Európai Beruházási Bankot (EBB) elfogadható partnerként deklarálta az eurórendszer monetáris politikai műveleteiben. Ezt követően az EBB ugyanolyan feltételekkel juthat refinanszírozási forráshoz, mint bármely más szerződő fél. Ez a többletfinanszírozás az EBB becslései szerint akár 40 milliárd euró többletberuházást eredményezhetett. Ebben az időszakban mind élesebbé vált az euróválság.

A monetáris politika terén 2010-ben is folytatta az EKB a rögzített kamatú, mennyiségi korlátozás nélküli tendereztetés gyakorlatát. 2010 májusában aztán a pénzügyi piacokon uralkodó feszültségekre válaszul az EKB beavatkozott az euróövezetben kibocsátott államkötvények és egyéb hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok másodpiacán. Az időszak végén a 2011. április 13-tól kezdődő időszakban az euróval kapcsolatos bizonytalanság következtében két lépésben 1,5 százalékra növekedett az irányadó kamat (a kép teljessége érdekében megjegyezve azonban, hogy 2011. december 14. óta ismét az 1,00 százalékos szinten áll).

Az Európai Unió, illetve a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) felkészületlen volt pénzügyi válsághelyzet kezelésére (Rácz 2009, Losoncz 2010). Ennek az intézményi háttere a rendkívül szűk válságkezelési mozgástér jogszabályokba foglalásában is kereshető. A Gazdasági és Monetáris Unióban a válságkezelés mozgásterét szűkítette az Európai Unió működéséről szóló szerződés (EU 2010) gazdaságpolitikai részéből a 123. cikk (1) bekezdése (az EKSz. korábbi 101. cikke), amely kimondja: „Az Európai Központi Bank, illetve a tagállamok központi bankjai (a továbbiakban: nemzeti központi bankok) nem nyújthatnak folyószámlahitelt vagy bármely más hitelt az uniós intézmények, szervek vagy hivatalok, a tagállamok központi kormányzata, regionális vagy helyi közigazgatási szervei, közjogi

testületei, egyéb közintézményei vagy közvállalkozásai részére, továbbá ezektől közvetlenül nem vásárolhatnak adósságinstrumentumokat” (EU 2010, 99.o.). Ez a rendelkezés tehát a költségvetés, illetve tágabb értelemben az államháztartás jegybanki hitelekkel történő finanszírozását is tiltotta.

„A GMU nem rendelkezett válságkezelő intézményekkel és mechanizmusokkal többek között azért, mert kidolgozói valószínűleg feltételezték: a Maastrichti Szerződés rendelkezései, a Stabilitási és Növekedési Paktum, a gazdaságpolitikai koordináció és több más kiegészítő jogszabály elég intézményi garancia a szuverén adósok válságának elkerülésére” (Losonczi 2010, 777. o.). Surányi (2005) nem tartja magát eurószkeptikusnak, de kezdettől fogva úgy véli, hogy hibás az Európai Monetáris Unió (EMU) jelenlegi rendszere: a szabályok inkonzisztensek mind politikai, mind gazdaságpolitikai szempontból hibás feltételezéseken nyugszanak, miközben nem állják ki a tudományos analízis próbáját sem. A kamatszintre, az inflációra, az államadósság GDP-arányos rátájára és a költségvetési hiányra vonatkozó uniós rendelkezéseknek nincs közgazdasági relevanciájuk. Eredetileg átlátható szabályok létrehozása volt a cél, de a valutaunió voluntarista és életidegen feltételek együttesén alapul. Nem véletlen, hogy az EMU majdnem minden tagja hosszú évek óta módszeresen megsérti a közösen vállalt előírásokat.

A válság azt mutatja, hogy többek között az egyik születési hibája a Monetáris Uniónak az, hogy a külső egyensúly kérdésével, alakulásával egyáltalán nem foglalkozik. Miközben, ha van nagyon szoros összefüggés a válság mélysége és egy makroökonómiai indikátor között, akkor az nem a költségvetés helyzete közvetlenül, hanem a külső egyensúlynak a helyzete.

Lehetséges sikeres monetáris unió, ám szükséges feltétel vagy az, hogy a gazdaságok fejlettségi szintje egymáshoz közel álljon (azaz a reálkonvergencia), vagy ha ez nem lehetséges, akkor legyen közös a fiskális politika és egyúttal nagyfokú legyen a munkaerőpiaci mobilitás, valamint szükség esetén a bérek lefelé irányuló alkalmazkodása is. Az Európai Unióban a közös költségvetés mérete elhanyagolható, alig haladja meg a GDP 1 százalékát. Az erősebb közös költségvetésen túl pedig szükség lenne egy rugalmas, a nominális béreket lefelé is mozgítani képes európai munkaerőpiacra a reálgazdasági különbségek ellensúlyozása érdekében. Ez eddig a kulturális és nyelvi különbségek miatt aligha valósulhatott meg (Surányi 2011).

Nyugat-Európában a krízis ott kezdődött, hogy rossz hitelek, rossz kihelyezések, inszolvencsá tettek a bankokat, amelyek elvesztették a tőkéjüket, és a bizalom elpárolgott. A bizalom megszűnése pedig likviditás hiányt teremtett. Kelet-Közép-Európában a történet a likviditás kiszáradásától indult, nem áramlott be a régióba több pénz szinte egyik napról a másikra annak ellenére, hogy nem birtokoltak mérgezett papírokat. A bankoknak a mérlegei, eszközei viszonylag rendben voltak (Surányi 2009). Amikor azonban nincs pénz, nincs likviditás, akkor a jó adósok sem tudnak hitelhez jutni, kénytelenek elbocsátani, kénytelenek termelést visszafogni, az export piaci beszűkülnek, ennek ugyanez a hatása, ennek következtében el kezd romlani a bankok eszközeinek a minősége, ha ez bekövetkezik, akkor Kelet-Európában is előbb utóbb tőkeprobléma lesz, ami visszazáll majd Nyugat-Európára.

A globális pénzügyi és gazdasági válság nyomán megroggyant a GMU három pillére is. „Ami az első pillért, a közös bank függetlenségét illeti, a válságkezelés jegyében az Európai Központi Bank elkezdte a tagállamok, köztük a rossz hitelminősítésű országok állampapírjainak vásárlását, aminek egyrészt kérdéses a kellő legitimációja, mivel nem illeszkedik a tagállamok által elfogadott középtávú gazdaságstratégiába, másrészt megkérdőjelezi az EKB függetlenségét. Az államadósságok monetizálása egyrészt az inflációs nyomás fokozódásának kockázatát növeli, másrészt a megvásárolt állampapírokat kibocsátó kormányok fizetésképtelensége esetén az államadósság GMU-n belüli újraelosztásához vezethet. A második pillért alkotó Stabilitási és Növekedési Paktum

szabályrendszere nem volt képes biztosítani az államháztartási fegyelmet a jogérvényesítéssel kapcsolatos hiányosságok miatt az integráció szintjén, illetve a nem megfelelő nemzeti ösztönzők miatt a releváns európai uniós jogszabályoknak való megfelelést az egyes tagállamokban. Emellett túlságosan nagymértékben koncentrált az államháztartásra és az államadóságra, kevesebb figyelmet fordított a magánszféra egyensúlyhiányaira és eladósodottságára. Végül a GMU harmadik pillérét, a ki nem segítő klauzult az európai pénzügyi stabilitási mechanizmus létrehozása nyomán felülírta a válság” (Losoncz 2010, 778. o.).

3.3. A monetáris politika szerepe és lehetőségei a pénzügyi válság kezelésében

Nem várható el a központi bankoktól, hogy előre lássák, pontosan milyen folyamatok mennek majd végbe a gazdaságban. Az várható el, hogy arra reagáljanak, amit képesek előre jelezni. Az inflációs-cél-követés a jelenleg elfogadott keretrendszer a monetáris politikában. Azonban ebben a keretrendszerben működő jegybankok számára az jellemző, hogy nem előre, hanem hátrafele tekintenek. Az inflációs jelentésekben a jegybankok döntéshozó testületei az aktuális mutatókból állapítják meg azt, hogy az inflációs pálya miként alakulhat. Ha ez a pálya nem korrelál az ő inflációs célkitűzéseikkel, akkor a jegybank közbelép. Tehát a jegybank inkább visszatekintő, mint előrejelző intézmény (Jaksity 2010). A monetáris politika keretei a válság előtt megkérdőjelezhetetlenek voltak, a döntéshozók, ha akartak volna, akkor sem tudtak volna ebből a keretből kilépni. A 2007–2008-as válság fordulópont a pénz- és tőkepiacok történetében. A nemzetközi válság új helyzetet teremtett. A közgazdaságtant és a gyakorlati gazdaságpolitikát művelők világszerte önvizsgálatba kezdtek – sokan, sokhelyütt igyekeznek végiggondolni, hogy feltevéseikben, módszereikben, gondolkodásmódjukban mi lehetett a baj, továbbá milyen tévedések, melléfogások történhettek a rendelkezésükre állt információk értelmezésében és értékelésében. Az ilyen típusú önvizsgálat példája Olivier Blanchard a Nemzetközi Valutaalap vezető közgazdásza – civil életében az egyik legnagyobb tekintélyű akadémiai közgazdász – 2010-ben két szerzőtársával megjelentetett tanulmánya (Blanchard et al. 2010), melyben őszintén revideálva korábbi monetáris makroökonómiai elképzeléseit korábban elképzelhetetlen kérdéseket mer fölteni: mi lenne, ha az inflációs célt 4 százalékos sávban határoznák meg, és azt neveznék árstabilitásnak, nem pedig a 2 százalékot. Akkor a kamatpolitika mozgásteret a gazdasági ciklusok alakításában lényegesen nagyobb volna. Ebben a monetáris és makrogazdasági politika újragondolásáról szóló írásban a szerzők egyik fő kérdése így szól: miben tévedtünk?

A válságot megelőzően a monetáris politika kizárólagos célja az infláció féken tartása volt, mely cél elérése érdekében gyakorlatilag egyetlen eszközzel küzdött: az irányadó kamat meghatározásával. Ebben a megközelítésben a fiskális politika másodlagossá vált, a pénzügyi szabályozásban rejlő lehetőségek és eszközök pedig kívül estek a monetáris makroökonómia figyelmén. Blanchard szerint a válság következtében újra gondolni ezt a paradigmát. A stabil infláció ugyan szükséges, de nem elegendő, és az alacsony infláció korlátozza a monetáris politika hatókörét deflációval együtt járó recessziók esetén. Kérdésként merül fel továbbá, hogy vajon helyes volt-e a teljes konvertibilitás kieroszakolása, ami tulajdonképpen védtelenné teszi az egyes országok gazdaságpolitikáját az egyoldalú árfolyammozgásokkal szemben. A pénzügyi közvetítőrendszer szerepe egyáltalán nem semleges, nagyon oda kell rá figyelni. Az anticiklikus fiskális politika igenis fontos eszköz. A pénzügyi szabályozásnak vannak makroökonómiai hatásai, így az ebben rejlő lehetőségeket is számba kell venni. Mindezek fényében újra kell értelmezni a válságot megelőző korszakot, amelyet szokás volt a nagy megnyugvás időszakának is nevezni.

A tanulmányban a szerzők javaslatokat is megfogalmaznak az új monetáris makroökonómia főbb elemeit illetően. Felvetik annak lehetőségét, hogy esetleg emelni kellene az inflációs célt. Emellett célszerűnek látják az inflációs és az árfolyamcél

összeegyeztetését is. Meg kellene ragadni a monetáris politika szabályozói eszközökkel, lépésekkel történő kombinálásában rejlő lehetőségeket, mivel a pénzügyi közvetítőrendszer állapota nagyon fontos. A likviditás biztosítása – mint az a válságban nyilvánvalóvá vált – kulcsfontosságú kérdés, ezért a likviditást szélesebb körben kellene biztosítani. A fiskális politikát illetően a szerzők fontosnak tartják a fiskális tartalékok felhalmozását jó időkben, illetve az automatikus stabilizátorok rendszerének hatékonyabb kialakítását.

3.4. A válságkezelés tanulságai

Válságban a kritikus szint elkerüléséhez anticiklikus, élénkítő politika alkalmazása a tankönyvi recept. „A túl nagymértékű élénkítés, akár fiskális, akár monetáris oldalon annak a jele, hogy meg akarjuk úszni a válságot. De nem lehet. A következő tíz évben fizetjük majd meg az árát, hogy a visszaesés nem volt nagyobb 2008 és 2010 között” (*Jaksity* 2010, 92. o.).

A 2008-as amerikai gazdaságpolitikai kudarc kiválóan szemlélteti, hogy a döntéshozók késedelmes felismerése és reakciója egyrészt fokozatosan felszámolja a gazdaságpolitikai eszköztárból adódó mozgásteret és határosságot. Másrészt a késedelmes reakciókkal (a megkésett antiinflációs lépésekkel) a gazdaságpolitika félrevezeti a piacot, mely piacnak a szereplői majd a megkésett kiigazításkor már csak jelentős áldozatokkal tudnak alkalmazkodni (*Kutasi* 2010).

A 2007–2008-as válság fordulópont a pénz- és tőkepiacok történetében. A nemzetközi válság új helyzetet teremtett. A jelen időszakot továbbra is útkeresés jellemzi, ami érinti a monetáris politika elméleti paradigma alapjait is. Az Egyesült Államok gazdasága jelentősen eltér az Európai Unió tagállamainak gazdaságai szerkezetétől. Fontos azonban megállapítani, hogy jelenleg, a válságot követően az amerikai pénzügyi rendszer és az amerikai bankrendszer sokkal stabilabb, egészségesebb állapotban van.

Az IMF a válságra a korábbi neoliberais ortodoxiájától eltérően reagált. Támogatta és ösztönözte a „költésvetési ösztönzés” merőben keynesiánus gyakorlatát. Vezető munkatársainak legutóbbi publikációi (*Lipsky* 2009, *Blanchard* 2009) azt mutatják, hogy az intézményben elfogadottá vált a globális pénzügyi egyensúlytalanságok felszámolásának elkerülhetetlensége is.

Az EU, illetve a GMU globális pénzügyi és gazdasági válságra adott válaszai eddig a körülmények nyomására történtek, jórészt reagáló jellegűek voltak, nem illeszkedtek koherens stratégiába, sok esetben nélkülözték a koordinációt, ezért a válságkezelés költségei (különösen a görög szuverén adósságválságé) a lehetségesnél nagyobbak voltak (*Losoncz* 2010).

Az Egyesült Államokból indult pénzügyi válság pár év alatt legyűrhetőnek tűnt, ám Európában a krízis első hullámának kezelése elapasztotta a további válságkezeléshez szükséges gazdaságpolitikai, ezen belül a fiskális eszköztárat. A külső egyensúly a legkevésbé manipulálható gazdasági mutató. A költségvetési szigorítás nem elegendő eszköz a krízis kezeléséhez, az EU egyoldalú feltételrendszere nem vesz tekintetbe olyan tényezőket, mint a reálkonvergencia és az egységes munkaerőpiac, illetve mindeddig figyelmen kívül hagyta a belső egyensúly kérdését. Elméletben lehetséges monetáris eszközökkel enyhíteni a helyzetet, ám a fennálló európai intézményrendszer erre nem biztosít lehetőséget. Költségvetési oldalról ez a válság már nem enyhíthető, hiszen a gazdaságélénkítő és bankmentő csomagok miatt megugrott államadósság szintje már több országban példátlan méreteket öltött (*Surányi* 2011).

4. A pénzügyi szektort érintő szabályozási, felügyeleti, illetve a pénzügyi szektort érintő kihívások és reformelképzelések

A pénzügyi válság felszínre hozta a pénzügyi intézmények, eszközök és piacok szabályozását és ellenőrzését magában foglaló pénzügyi irányítás súlyos hiányosságait. A nemzeti és a

globális szabályozó és ellenőrző rendszerek valójában szinte minden területen, így a megelőzés, a korai észlelés, a válságkezelés és az utólagos megoldáskeresés terén egyaránt elégtelennek bizonyultak. A válság megelőzésében és korai felismerésében tapasztalt problémák elsősorban az eszközárzás terén mutatkozó fogyatékokból, a pénzügyi intézmények együttműködésének hiányából, a mérlegen kívüli tételekkel (pl. származtatott termékek, CDS-ek) és a nagyon összetett termékekkel (pl. CDO-k) összefüggő kockázatokból eredeztethetők. Problematikusnak bizonyult továbbá a végső hitelezői (lender of the last resort) funkció megosztása a tagállamok és az eurórendszer között (utóbbi ehelyett sokkal inkább egyfajta piacteremtőként vagy közvetítőként lépett fel). Ennek ellenére a válságkezelés hatékonynak bizonyult, a legmagasabb szinten megvalósuló (G7, G20) erős és történelmi hagyományokkal rendelkező együttműködésnek köszönhetően, bár a pénzügyi szektorba történő nagy mértékű állami beavatkozás és az eurórendszer határozott lépései az erkölcsi kockázattal (moral hazarddal) összefüggő kockázatot több nemzetközi szervezet szerint mármár fenntarthatatlan szintre növelte. Az erkölcsi kockázattal összefüggésben ugyanis a krízis óta rosszabbodott a helyzet a G7 államfők közös fellépése nyomán, mellyel a Lehmann bukása után kinyilvánították, hogy a rendszerszintű kockázatot jelentő intézmények csődjét megelőzik. Az USA-ban például alkalmazták a „too big to fail” elvet és megmentették a bajba került nagy intézményeket, miközben segítség híján több mint 150 kisebb bank ment csődbe. Így aztán a nagy bankok megmentését célzó állami beavatkozás a vezető országban azt a helyzetet eredményezte, hogy bár szinte teljes az egyetértés tekintetben, hogy nem lenne szabad ilyen óriási intézményeknek létezniük, rövid távon a kormányzati beavatkozás hozzájárult a pénzügyi szektor koncentrációjához és növelte a rendszerszintű kockázatot (Perrut 2011).

Globális szinten a koordináló intézmények (G20, IMF, BIS, Financial Stability Board) előtt heverő sok különböző előterjesztés mellett a reformtervek két fő irányba mutatnak. Egyrészt célszerűnek látszik makroszintű prudenciális ellenőrző intézmények felállítása globális, regionális és nemzeti szinten, másrészt megtörtént a bázeli tőkeegyezmény mélyreható átalakítása (Bázel III.). Ezzel egy mikroszintű prudenciális célokat szolgáló eszközzé lehetne formálni a tőkeegyezményt, mellyel az új, elsősorban rendszerszintű kockázatok lehetne megelőzni vagy enyhíteni. A szabályozás és ellenőrzés rendszerének reformja kapcsán az EU-ban követelményként fogalmazódott meg, hogy az új rendszer egyfelől erős intézményi szintű szabályozást nyújtson, másfelől, hogy megfelelő legyen a koordináció a mikro- és makroszint között.

A pénzügyi válság következtében sürgetővé vált szabályozási kihívások nyomán 2008 novemberében az Európai Bizottság felhatalmazta a Jacques de Larosiére vezette magas szintű független csoportot egy átfogó javaslat kidolgozására. A bizottság arra kereste a választ:

1. Hogyan lehetne a legjobb módon megszervezni az európai pénzügyi intézmények és piacok felügyeletét annak érdekében, hogy biztosítsák a pénzügyi intézmények prudenciális helyzetét, a piacok megfelelő működését, valamint a betétesek, biztosított személyek és befektetők érdekeit?
2. Hogyan lehetne megerősíteni a pénzügyi stabilitás ellenőrzésére, előrejelzési rendszerekre és a válságkezelésre – ideértve a határokon és szektorokon átnyúló kockázatok – vonatkozó európai együttműködést?
3. Az európai hatóságok hogyan működhetnének együtt nemzetközi szinten más jelentős államokkal a pénzügyi stabilitás fenntartása érdekében?

A Jacques de Larosiére által vezetett szakmai csoport az európai pénzügyi szervezetek és piacok felügyeletének megerősítése és a pénzügyi stabilitás biztosítása céljából 2009.

február 25-én kiadta a pénzügyi szabályozásra, az EU új pénzügyi felügyeleti struktúrájára és a hatóságok krízishelyzetben történő együttműködésére vonatkozó átfogó javaslat-csomagját.

Az elkészített jelentés négy részből állt: kísérletet tett a pénzügyi válság okainak feltárására, illetve javaslatokat fogalmazott meg egyrészt a kívánatos politikai és szabályozói lépésekre vonatkozóan, másrészt az EU felügyeleti rendszerének reformját illetően, harmadrészt a megteendő nemzetközi szintű lépésekkel kapcsolatosan.

Egyetértve a javaslat-csomag tartalmával, az Európai Bizottság 2009 őszén elkészítette azokat a jogszabály-tervezeteket, melyek alapját jelentik a napjainkban kiforró új európai pénzügyi felügyeleti struktúrának, majd 2010-ben a döntéshozók európai mércével mérve rendkívül gyorsan megalkották a struktúra alapjait biztosító jogszabálycsomagot (*EP/Council* 2010a, 2010b, 2010c, 2010d, 2010e és 2010f). A gyors jogalkotásnak köszönhetően az eredeti terveknek megfelelően 2011 elején létrejött és működni kezdett az európai pénzügyi felügyeletért felelős új intézményi struktúra (*Soós* 2011).

4.1. Az Európai Unió új pénzügyi felügyeleti kerete és létrehozásának célja

Az új európai pénzügyi felügyeleti keret lényege, hogy kétpilléres, külön makro- és mikroprudenciális felügyeleti elemet tartalmazó struktúrát épített ki (1. ábra). A makroprudenciális felügyelet élén az Európai Központi Bank támogatásával működő Európai Rendszerkockázati Tanács (ESRB=European Systemic Risk Board) áll, mely figyelemmel kíséri, értékeli a makrogazdaság és a pénzügyi rendszer egészségének alakulásából eredő pénzügyi stabilitási kockázatokat, korai figyelmeztetéseket ad ki az esetleg kialakuló rendszerszintű kockázatokról, és ha szükséges, javaslatokat tesz ezen kockázatok kezelésére. A mikroprudenciális felügyeletért a Pénzügyi Felügyeletek Európai Rendszere (ESFS=European System of Financial Supervisors) felel, feladata az egyes pénzügyi intézmények ellenőrzése. Három szektorális ellenőrző hatóságból: az Európai Bankfelügyeletből (European Banking Authority), az Európai Biztosítási és Foglalkoztatói Nyugdíjfelügyeletből (European Insurance and Occupational Pensions Authority) és az Európai Értékpapír-piaci Felügyeletből (European Securities and Market Authority), valamint ezek közös bizottságából (Joint Committee) áll. A szervezeten belül az EU tagállamok hatáskörrel rendelkező nemzeti pénzügyi felügyeleti hatóságai szilárd hálózatot alkotva a három európai felügyeleti hatósággal együtt látják el az egyedi pénzügyi szervezetek felügyeletét, mely tehát továbbra is szektor-orientált maradt.

Ez a keret, különösen a második pillér, szorosan kapcsolódik a pénzügyi szolgáltatások egységes piacának megteremtéséhez, amit jelenleg komoly és krónikus nehézségek akadályoznak. Ráadásul az egységes piaccal szemben új kihívásokat támasztanak a válságkezelés kapcsán alkalmazott állami intézkedések, illetve azok következményei. Az EU-ban végrehajtott reformokat a globális szint szabályozási törekvéseivel is összhangba kell hozni. A kérdés, hogy ezek a javaslatok alkalmasak-e megelőzni a jövőben fenyegető válságokat vagy enyhíteni a következményeiket, és képesek-e biztosítani a hatékony válságkezelést, ha a válság mégis bekövetkezik. Vagyis megfelelő-e az ESRB státusza és mandátuma, és képes lesz-e a rendszerkockázat kezelésére a makroprudenciális szabályozás és ellenőrzés felvállalásával? Az EFSF-et alkotó három felügyelet rendelkezik-e elegendő hatalommal és megfelelő eszközökkel az intézményi szintű prudenciális ellenőrzéshez a válság után, és képes lesz-e segíteni az egységes piac megteremtését? Hogyan viszonyul az EU-ban végrehajtott reform egyrészt a globális rendszer reformjához, másrészt az EU és az USA közötti szabályozási versenyhez? (*Perrut* 2011)

2. ábra Az új európai felügyeleti rendszer



Forrás: Soós (2011, 128. o.)

4.2. Az új makroprudenciális ellenőrzés szintje az EU-ban

A makroprudenciális ellenőrzést vagy a hazai szóhasználatban elterjedőben lévő másik kifejezéssel élve a felügyezést (oversight) nem lehet elválasztani a rendszerszintű kockázat fogalmától. Egy rövid és általános definíció szerint (IMF): a rendszerkockázat szorosan kapcsolódik a pénzügyi stabilitáshoz és úgy definiálható, mint a pénzügyi szolgáltatások nyújtásában esetlegesen kialakuló zavar, amely (1) a pénzügyi rendszer egészének vagy egy részének megrendüléséből ered és (2) komoly károkat okozhat a gazdasági tevékenységben. A makroprudenciális szabályozás és ellenőrzés egyrészt nem az egyes intézményekre, hanem a pénzügyi rendszer egészének működésére fókuszál, másrészt az aggregált kockázatot endogén tényezőként kezeli, mely az intézmények együttes viselkedéséből ered (nem pedig az egyes intézmények egyéni tevékenységéből). Célja, hogy csökkentse a pénzügyi rendszer válságából eredő kockázatokat és költségeket. A felügyezés négy területet felölelve igyekszik elejét venni a pénzügyi válságok kialakulásának, illetve amennyiben mégis bekövetkeznek, kezelni őket. Ez a négy terület:

- a megelőzés;
- a tulajdonképpeni makroprudenciális felügyelet, ami lényegében a konjunkturális és strukturális trendek vizsgálata a pénzügyi piacokon, azzal a céllal, hogy jelezze, ha instabillá válna a pénzügyi szektor;
- a válság nyomán kialakuló vészhelyzetben a szükséges intézkedések megtétele (egyedi, nem szokványos monetáris politikai lépések, a végső hitelezői funkció ellátása stb.);
- a bajba jutott és meghatározó intézmények megmentésének (resolution) mechanizmusa.

Az EU által létrehozott új felügyeleti keretek között „az ESRB felelős a pénzügyi rendszer felügyeletéért a Közösségen belül azzal a céllal, hogy a rendszerszintű kockázatokat megelőzze vagy csökkentse. Feladata, hogy 1) értékelje és ellenőrizze az EU pénzügyi rendszerének egészét 2) figyelmeztessen a kockázatokra és javaslatokat tegyen, ha szükséges 3) ellenőrizze a figyelmeztetések és javaslatok nyomán meghozott intézkedéseket. Az ESRB lehetősége van információkat kérni az ESA-któl (European Supervisory Authorities) vagy a

tagállami intézményektől. A két ellenőrzési szint (ESRB és ESFS) között szoros együttműködésre van szükség, ezt elősegíti többek között a kölcsönös tagság a szervezetekben és a jelenlét a másik szervezet döntéshozó testületeinek ülésein, illetve az együttműködés kialakított rendszere és az információk kölcsönös megosztása.

Az ESRB fő döntéshozó testülete 61 tagból áll, köztük (szavazati joggal) a nemzeti bankok elnökei, az EKB elnöke és helyettese, a Bizottság egy tagja, a 3 ESA elnöke. A tagállamok felügyeletei is képviselve vannak megfigyelőként.

Mínthogy az ESRB nem tekinthető jogi személynek, intézkedéseinek jogi kényszerítő ereje nincs. Legitimitása a reputációjából és összetételéből fakadhat. Valójában a jegybankelnököket kapcsolja össze, akik egyébként is foglalkoznak a pénzügyi rendszerek nemzetközi kapcsolódásával és a makrokörnyezettel. A szervezetben gyakorlatilag a jegybankelnökök szavazatai döntenek.

A jogi kényszerítő erővel nem felruházott figyelmeztetések és javaslatok alkalmazása során az ESRB a „fogadd el vagy magyarázd meg” elvet követi. Ezek címzettje lehet a közösség egésze, egy tagállam, de címzettként szóba jöhetnek az új mikroprudenciális hatóságok vagy a tagállami felügyeletek is. Az ESRB közvetlenül nem foglalkozik az egyes intézményekkel, amelyek ellenőrzése az ESA-k vagy a nemzeti felügyeletek feladata.

A makroprudenciális felügyelet új európai rendszerét kritizálva az IMF úgy ítéli meg, hogy a jelenlegi reformok nem számolnak a szabályozók meglévő készletével, mely az (elsősorban a fajsúlyos) intézmények életben tartására irányul annak ellenére, hogy valószínűleg az adott helyzetben magukra kellene hagyni őket. Ez a készlet egyrészt abból a hitből ered, hogy ezek az intézmények egy átmeneti segítségnyújtással megmenthetők, másrészt a fertőzések kialakulásától való félelemmel magyarázhatók. Az IMF szerint a makroprudenciális politikát olyan, a megelőzést szolgáló eszközökkel kellene felvértezni, amelyekkel korlátozni lehet a rendszerszintű kockázatot hordozó intézmények kialakulását, vagy korrigálni lehetne a káros hatásokat. Ilyen eszközök lehetnének további tőkekövetelmények előírása a rendszerszintű kockázatokhoz kapcsolódóan, ezeket az intézmény rendszerkockázathoz való hozzájárulása szerint lehet kalibrálni; új adók bevezetése ellensúlyozhatná a túl nagy intézmények megmentésével kapcsolatos költségeket; a piaci részesedés és az eszközállomány nagyságának korlátozására szabályokat lehetne alkotni illetőleg szóba jöhet bizonyos tevékenységek korlátozása (itt főként a saját számlás értékpapír-kereskedés jöhet szóba, amelyre a Volcker-szabály is vonatkozik). Az IMF szerint a túlzottan nagy méretű intézmények külön kezelése kritikus a piaci működés helyreállítása és a mérlegek függetlenítése érdekében. Ezt a problémát a BIS őszintén megfogalmazta, mondván: „a jövőben az a pénzügyi intézmény, amely túl nagy, vagy túlságos beágyazott ahhoz, hogy elbukjon, túl nagy lesz ahhoz, hogy létezzen” (Perrut 2011, 7. o.).

A probléma megoldása szempontjából a mikroprudenciális szint is fontos. A legfontosabb bevezetés előtt álló intézkedés (azóta bevezették) a Bázeli II. szabályozás kiterjesztése azzal a céllal, hogy csökkentse a rendszerszintű kockázatot.

4.3. Mikroszintű prudenciális felügyelet

Az egységes piac stabilitását veszélyeztető pénzügyi válság után a pénzügyi rendszer stabilitásának helyreállítása abszolút elengedhetetlen előfeltétel volt a belső piac egységességének megőrzése szempontjából. Ugyanez megfordítva is érvényes lehet: az egységesebbé váló piacok javítják a finanszírozási forrásokhoz való hozzájutást, ennél fogva ellenállóbbá teszik a gazdaságot a sokkokkal szemben: a pénzügyi integráció és a stabilitás egymást kölcsönösen erősítik (Perrut 2011).

A reformok végső célja egy erős közösségi hálózat létrehozásával összekapcsolni a tagállami felügyeleteket, ami hozzájárulhat egy stabil és egységes piac kialakulásához a pénzügyi szolgáltatások terén. Ez a hálózat a szubszidiaritás elvével összhangban működne,

ami azt jelenti, hogy az intézmények a napi szintű ellenőrzése továbbra is tagállami szinten, a tagállami felügyeletek irányítása alatt maradna.

Az ESFS-t alkotó ESA-k létrehozását célzó javaslatban érdekesen határozták meg a mikroszintű prudenciális ellenőrzés hatókörét. Eszerint az ESA-k célja hozzájárulni (*Perrut 2011*):

- az egységes belső piac működésének javításához, beleértve ebbe a hatékonyan és összehangoltan megvalósuló szabályozást és ellenőrzést;
- a betétesek, a befektetők és a biztosítottak védelméhez;
- a pénzügyi piacok hatékony és fegyelmezett működésének elősegítéséhez;
- a pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzéséhez, és
- a felügyeletek nemzetközi együttműködésének fejlesztéséhez.

A három új ágazati hatóság (a szektorok: bankok, biztosítók és nyugdíjalapok, valamint az értékpapírok és piacok) a létező „level 3 committees” nevű bizottságok átalakításával jöttek létre. A már előírt feladataik mellett ezek a szervezetek elsősorban az alábbi tevékenységeket végzik (*Perrut 2011*):

- kötelező szabályok és ajánlások megfogalmazása;
- az eu-s jogszabályok egységes alkalmazásának elősegítése;
- vitás esetekben feladatuk a közvetítés a nemzeti felügyeletek között (azzal, hogy a kimunkált eredmény mindkét félre nézve kötelező érvényű);
- a határokon átnyúló intézmények ellenőrzése kapcsán feladatuk elősegíteni a felügyelők hatékony együttműködését;
- a felügyeletek által végrehajtott közös akciók megszervezése több tagállamot érintő krízis helyzetek esetén;
- az európai felügyeleti adatbázis létrehozása és kezelése.

A három hatóság fő döntéshozó szerve az úgynevezett felügyeleti tanács. Ennek szavazati joggal rendelkező tagjai az érintett tagállami felügyeletek vezetői. Megfigyelőként vesz részt a munkában az érintett hatóság elnöke, a Bizottság egy képviselője, az ESRB és a két másik hatóság által egy-egy delegált tagja. A hatóságok különleges ellenőrzési jogosítványokkal rendelkeznek az egész közösség területén működő szervezetekre vonatkozóan.

Látható tehát, hogy az EU-ban a mikroszintű prudenciális ellenőrzést három szervezeti szinten látják el: a három új hatóság szintjén, a tagállami felügyeletek szintjén és felügyelői kollégiumok szintjén a több tagállamban tevékenykedő intézmények esetén.

A három új felügyeleti hatóság megalapításával az uniós szintű mikroprudenciális felügyelet továbbra is szektororientált maradt. Az európai felügyeleti hatóságok közös bizottságot hoztak létre, biztosítandó a felügyeleti konzisztenciát a három szektorban (*Soós 2011*). Annak ellenére, hogy több szakértő is kritizálja az ágazati alapú szétválasztást, meggyőző érvek szólnak a szeparáció mellett (*Perrut 2011*). Egyrészt, a különböző ágazatban tevékenykedő vállalkozásokra eltérő szabályok vonatkoznak és eltérő módszerekkel felügyelik a tevékenységük. Másrészt ez a szétválasztás elősegíti a jobb együttműködést a szabályozást és az ellenőrzést végző szintek között. Az AIG egyébként nagyon speciális esetétől eltekintve a biztosítás valójában kevésbé érintett a rendszerszintű kockázatokban, szemben a bankokkal (*Perrut 2011*).

Az ESRB-től eltérően az új hatóságok a nemzeti hatóságokra, valamint az egyes pénzügyi intézményekre nézve kötelező érvényű intézkedéseket foganatosíthatnak. A tagállami felügyeletek vonatkozásában jogukban áll vészhelyzetben egyedi döntéseket hozni

(ezek jogilag kötelező érvényűek), vagy egyes felügyeletek között kialakuló vitás kérdések eldöntésében közreműködni. Az egyes pénzügyi intézmények vonatkozásában követett eljárás több lépésből áll. Az ESA vizsgálódhat a közösségi jog nem megfelelő alkalmazása esetén. Egy-egy ilyen vizsgálódást követően az ESA javaslatot tehet az érintett hatóságnak a szükséges intézkedések megtételére. Amennyiben az érintett hatóság ennek nem tesz eleget, bizottsági döntés formájában terjesztik elő a javaslatot. Ha a döntést nem hajtják végre, az ESA-nak joga van intézkedni az adott pénzügyi intézménnyel szemben a bizottsági jóváhagyás birtokában.

4.4. A Bázeli III. szabályozás makroprudenciális elemei

A pénzügyi válság megmutatta, hogy a korábbi tőkeszabályozás nem volt alkalmas a rendszerszintű kockázatok kivédésére, ezért a szabályozás mielőbbi reformjára volt szükség. A reform makroprudenciális elemeit *Móra* (2011) alapján az alábbiakban foglalhatjuk össze.

A válság tapasztalatainak felhasználásával a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság létrehozott egy új szabályozási keretet, amely sokkal inkább jellemző a makroprudenciális szemléletmód, és a válsághelyzetek kezelésére is nagy hangsúlyt fektet a megelőzés mellett. A Bázeli III.-at 2010 decemberében hozták nyilvánosságra két dokumentum formájában: "Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems" és "Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring" címekkel. A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság legújabb reformjai a nemzetközi tőke- és likviditási szabályok megerősítését célozzák annak érdekében, hogy a bankszektor rugalmasságának növelésével a pénzügyi szektor ellenállóbbá váljon krízishelyzetek bekövetkezésekor. A reformok célja a bankszektor fejlesztése annak érdekében, hogy elnyelje a pénzügyi- és gazdasági sokkokat, ezzel csökkentve a válságok reálszférára történő kihatásának kockázatát. A Bázeli III. újításai hat csoportra oszthatók: a szavatoló tőke reformjára, a kockázatok fedezésének újításaira, a tőkemegőrzési puffer, a kontraciklikus puffer, a tőkeáttételi mutató és a likviditási mutatók bevezetésére. Ezek a reformok jórészt a 2007-ben kezdődő pénzügyi és gazdasági válság tapasztalataiból építkeznek (*BCBS* 2010).

A válság során kiderült, hogy a szavatoló tőke nem minden eleme alkalmas teljes mértékben a kockázatok fedezésére, ezért a Bázeli III.-ban sor került a szavatoló tőke minőségének javítására és egyéb, a kockázatok mérsékléséhez kötődő módosítások is beépítésre kerültek. Ezek a változtatások a mikroprudencia megerősítését célozzák a korábbi szabályozás hiányosságainak korrekációjával, és ezzel hozzájárulnak a makroprudenciális megközelítést szem előtt tartó új eszközök hatékonyabb működéséhez.

Míthogy a tőkemegőrzési puffer által biztosított többlet tőke nem sorolódik a tőkemegfelelés számításához használt tőkeelemek közé, képes a sokkok hatására bekövetkező tőkevesztés elnyelésére úgy, hogy ezáltal nem csökken a hitelkínálat. Így a többlet tőke tartásának kötelezővé tételével a bankrendszer körül egy rugalmas „tőkeburok” képződik, ami csökkentheti a sokkok aggregált hitelkínálatra gyakorolt hatását, ezzel támogatva a rendszerszintű stabilitást.

A kontraciklikus puffer működési mechanizmusa hasonló a tőkemegőrzési pufferéhez, szükségességét azonban a Bázeli II. dinamikus kockázatértékelési megközelítése következtében kialakuló prociklikusság indokolja. A Bázeli III. nem tér vissza a Bázeli I. fixráta kockázati súlyaihoz, hanem a rugalmasság megtartása érdekében csak továbbfejleszti a belső modelleken és külső hitelminősítőkön alapuló kockázatértékelést, így a prociklikus hatás megmarad, vagyis továbbra is fennáll a gazdasági fejlődés következtében csökkenő kockázati súlyok hitelexpanziót erősítő hatása. A kontraciklikus puffer ezt a hatást enyhíti a az előírt többlet tőke követelményével, ami egyfelől visszafogja a túlzott mértékű hitelezést, másfelől pedig válság kirobbanása esetén mérsékli a hitelkínálat csökkenésére ható folyamatokat.

A likviditás esszenciális a pénzügyi intézmények működésében, globális szintű szabályozására azonban mégis csak most, a Bázeli III. bevezetésével került sor. Ez részben annak köszönhető, hogy a Bázeli Tőkeszabályozás eddig inkább a problémák megelőzésére fektetett nagy hangsúlyt. A válság megváltoztatta ezt a szemléletmódot, előtérbe kerültek a likviditási csatorna működését vizsgáló modellek és két új likviditási mutató épült be a rendszerbe. A két mutató biztosíthatja, hogy a bankok kellő mennyiségű likvid és könnyen likvidálható eszközzel rendelkezzenek egy egyhónapos, illetve egy egyéves stressz scenárió átvészeléséhez. A likviditási követelményeknek való megfelelés elősegíti, hogy a bankok minél kisebb mértékben szoruljanak rá eszközeik értékesítésére az illikviditás kezelésekor, ezáltal mérsékelve a likviditási csatorna válság-felerősítő hatásait.

Talán a tőkeáttételi mutató a Bázeli III. legegyszerűbb eszköze, ám az egyszerűségében rejlik legnagyobb előnye is: nehéz „kiskaput” találni a kikerülésére. A tőkeszabályozás komplexitásának növekedésével egyre nő annak a kockázata is, hogy a bankok új, innovatív módokat találnak a szabályok kijátszásához. A tőkeáttételi mutató kiegészítő eszközként funkcionál a többi specifikus mutató és követelmény mellett és megakadályozza, hogy a bankok az előírások kikerülésével növeljék kitétségeiket és kockázataikat, ezzel pedig elősegítheti a stabilitást.

A Bázeli III. a korábbi szabályozáshoz képest lényegesen nagyobb hangsúlyt helyez a makroprudenciára, és új eszközei sokat javíthatnak a pénzügyi szektor stabilitásán, azonban továbbra is vannak hiányosságai. A veszteségek abszorbeálása a keret egyik központi kérdése, ami valóban enyhítheti a válságok hatásait, viszont minthogy alapvetően nem kezeli közvetlenül a túlzott hitelnövekedés problémáját, nem biztos, hogy elégséges lesz a stabil pénzügyi rendszer kialakításához. További problémát jelent a veszteségek elnyelésének középpontba állítása, minthogy az eszközoldali kockázatok szabályozásának dominanciája eltereli a figyelmet a forrásoldalról. Hiányosságként említhető, hogy a transzparencia terén nem hoznak javulást az új nyilvánosságra hozatali követelmények.

4.5. A válságra adott szabályozói válasz az USA-ban

Miután a kulcsfontosságú pénzügyi intézmények biztonságba kerültek, az autópári óriáscégek mentőövet kaptak, a piacok megnyugodni látszottak, és a jelzálogkölcsonnel rendelkező háztartások pedig lehetőséget kaptak hiteleik átütemezésére, az USA-ban megérett az idő a pénzügyi rendszer újraszabályozására.

Az Egyesült Államokban általános az a vélekedés, hogy a „megabankok” felelőssé tehetők a válság kialakulásáért (Aygouleas 2010). A „too big to fail” kifejezést olyan pénzügyi intézményekre használjuk, amelyek csődje komoly gondokat idézhet elő a pénzügyi rendszer működésében, megakaszthatja az intézmények egymás közötti és az ügyfelekkel lebonyolított fizetési és elszámolási tranzakcióit a belföldi és a nemzetközi piacon. Egy ilyen csőd ráadásul bizalmi válságot idézhet elő a pénzügyi rendszerrel szemben, és csődök sorozatát (rendszerösszeomlást) indítaná be. Ezek a pénzügyi intézmények (angol betűszóval SIFI-ként: Systemically Important Financial Institutions hivatkoznak rájuk) rendszerint nagy méretű és rendkívül kiterjedt hazai és nemzetközi üzleti kapcsolatrendszerrel jellemezhető igen jelentős pénzügyi intézmények, így esetükben a kötelezettségek teljesítésének fennakadása rendszerszintű válságot idézne elő. A besorolás szempontjából vizsgálándó jellemzők: mindenekelőtt a méret (ami mérhető pl. a mérlegen belüli és kívüli tételekkel számított főösszeg és a nemzeti GDP arányaként), az alkalmazott tőkeáttétel mértéke, az intézmény beágyazódottsága, illetőleg lényeges az is, hogy a rendszer szempontjából mennyire fontos infrastrukturális szolgáltatásokat nyújt az intézmény.

Aygouleas (2010) szerint a megabankok 1990-es évek elejéhez köthető kialakulásban három tényező játszott szerepet: a pénzügyi innovációk, az ágazatra jellemző deregulációs folyamat és a pénzügyi globalizáció. Ezek a folyamatok fúziós és felvásárlási hullámhoz

vezettek, ennek nyomán igen erőteljesen konglomerizálódott nemzetközi pénzügyi szolgáltató ágazat alakult ki. A szabályozó hatóságok nem gátolták meg a megabankok kialakulását, és az ágazat szereplői azt hangoztatták, hogy ez szükségszerű folyamat globális piaci integrációval és a pénzügyi innovációkkal jellemezhető új piaci körülmények között. A konglomerizáció hívei azt állították, hogy a pénzügyi konglomerátumok magasabb megtérülést biztosítanak a tulajdonosoknak a méretgazdaságosság, a szervezeti hatékonyság miatt és stabilizálják a jövedelemképződést. Ebből a szemszögből az egyesülések javítják az intézmények stabilitását, így stabilizálják a pénzügyi rendszert is.

A globális pénzügyi válság bebizonyította, hogy ezen vélekedések jó része merő fikció volt. Ahelyett, hogy stabilabbakká váltak volna, a megabankok elősegítették a rövid távú szemléletre és az agresszív spekulációra épülő szervezeti kultúra kialakulását, melynek révén növelni tudták a vezetők javadalmait és a részvényesek hozamát. Nagy számú pénzügyi innováció révén kockázatos játékokba kezdtek az eszköz piacokon és fenntarthatatlan szintig növelve a tőkeáttételt meglovagolták azt a rendkívüli likviditásbőséget, amely előtötte a globális piacokat az 1990-es évek vége és 2007 között. Ennek során mérlegeiket nagy mennyiségű, gyakorlatilag beárazhatatlan, magas kockázatú eszközzel (különösen az OTC piacokon kereskedett CDO-kkal és CDS-ekkel) töltötték meg, és aztán óriási nagyságú gyakorlatilag diverzifikálhatatlan kockázatot halmoztak fel. Ezzel egyidejűleg mértéktelen összegű javadalmazással jutalmazták a vezetőket és méltányos hozammal a tulajdonosokat. Időzített bombaként fenyegették a globális pénzügyi rendszer stabilitását. De nemcsak ezekre az intézményekre volt jellemző ez a magatartás. Azok az intézmények, amelyek végül is csődbe mentek, nem voltak megabankok, hanem viszonylag specializáltan és diverzifikálhatatlanul működtek, mint pl. a nem betétgyűjtő intézményként működő Lehmann és a Bear Sterns, vagy a korábban építési társaságként működő Northern Rock.

Avgouleas (2010) a versenyegyenlőség alapvető szempontján túl három közgazdasági jellegű problémára hívja fel a figyelmet a megabankok működése kapcsán. Először is, ezek az intézmények gyakran olyan nagyok, hogy még elfogadhatatlanul magas költségek árán is meg kell menteni őket, amit végül az adófizetőknek kell megfizetni. Másodszor, a megabankok működése gátolja a szabad verseny elvének érvényesülését, és megfosztja a piacgazdaságot a schumpeteri dinamizmusától. Harmadszor, a kormányzat implicit garanciája gyengíti a piac fegyelmező erejét a menedzsmenttel és a tulajdonosokkal szemben, és ez lehetővé teszi ezen intézmények számára a túlzott kockázatvállalását anélkül, hogy e döntéseik következményeitől tartaniuk kellene. Ráadásul hatékonysági szempontból sem éppen kívánatos a megabanki méret, mivel egyrészt költséges és bonyolult irányítani és szabályozni őket, másrészt hajlamosak piaci magatartásukban a homogenizálódásra, és ez megfosztja a piacot egy alapvető stabilizáló erőttől.

A fenti megfigyelések alapján egy pártatlan szemlélő azt gondolhatná, hogy a globális pénzügyi válság a végét jelentette a megabanki modellnek. Paradox módon mindezidáig ennek az ellenkezőjét tapasztaltuk. A globális pénzügyi válság utóhatásaként a megabankok száma növekedett az ágazat óriási arányú konszolidálási intézkedései után. Ez azt is jelenti, hogy probléma súlyosabbá és égetőbbé vált.

2010. január 21-én Obama elnök bejelentette, hogy az USA intézkedéseket vezet be a banki méret korlátozására, gátolni igyekszik az egyesülések, összeolvadások folyamatát a pénzügyi szektorban a megszerzhető piaci részesedés korlátozásával a legnagyobb cégek esetén. Ezen kívül javasolni fogja a törvényhozásban egy törvény megalkotását, mely megtiltja a bankholdingok számára, hogy hedge fundokban és magántőke-alapokban tulajdonrészt szerezzenek, azokba befektessenek vagy támogassák őket, valamint megtiltja a részvételt a saját számlás kereskedésben.

A Dodd-Frank törvényt 2010. január 5-én vitte a Kongresszus elé a két névadó és kidolgozó Chris Dodd és Barney Frank. Előbbi Connecticut szenátoraként a Szenátus Banki

Bizottságának elnöke (Chairman of the Senate Banking Committee) volt 1981-től 2011-ig, utóbbi a Képviselőház Pénzügyi Szolgáltatási Bizottságának elnöke (Chairman of the House Financial Services Committee) volt 2007-től 2011-ig. A törvény sarkalatos pontjai a fogyasztóvédelem, a mentőcsomagok intézményének megszüntetése, fejlett rendszerkockázat-figyelő tanács létrehozása, az egzotikus instrumentumok tekintetében a világosság és elszámoltathatóság érvényesítése, a vezetői javadalmazások és vállalat-irányítás újragondolása, befektető-védelem, valamint a könyvelés szabályozása. A törvény elemei közül talán a legismertebb intézkedés az ún. Volcker-szabály bevezetése, ami a saját számlán folytatott értékpapír-kereskedést szabályozza. *Vári (2011)* szerint az alapvető probléma a letéti intézmények ilyen jellegű tevékenységével van, ugyanis az ilyen társaságoknál – mivel az adófizető állampolgárok pénzét kezelik – szövetségi biztosítás védi a betéteket. Ezek az intézmények a válság előtt annak tudatában vállaltak kockázatot a saját számlára történő kereskedéssel, hogy az Egyesült Államok kormánya szorult helyzet esetén kimenti őket. Ez előnyt biztosított számukra a többi intézménnyel szemben.

A Volcker-szabály megtiltja a hitelintézetek közvetlen saját számlás kereskedelmét, nem tarthatnak tulajdonukban fedezeti alapokat, sem magántőke-alapokat. Amennyiben nem banki jellegű intézményként kívánna bármely bank tovább működni, úgy szintén alanya lehet a szabályozásnak, ugyanis a Fed az általa ellenőrzött ilyen társaságok számára is előírhat szigorított tőkekövetelményt. Természetesen ennél a szabálynál is van kivételes eset. Kivételt képeznek a kormányhoz köthető instrumentumok, mint a kincstári értékpapírok és FNMA kötvények (Federal National Mortgage Association = Fannie Mae), de ide tartoznak az olyan kisvállalatokba történő befektetések, melyek megfelelnek az 1956-os „Small Business Investment Act” kritériumainak. Összességében azonban bármely kivétel alá is tartozik az adott társaság, amennyiben összeférhetlenség gyanúja áll fenn, veszélyezteti az USA pénzügyi stabilitását, vagy a Fed vizsgálata magas kockázattal rendelkező eszközöket vagy stratégiát állapít meg, úgy a vállalat a továbbiakban ilyen tevékenység folytatására nem jogosult (*Vári 2011*).

A 2010-es Dodd-Frank törvény a teljes pénzügyi szektor reformját tartalmazza, új szabályozó intézmények, mechanizmusok és kiterjesztett hatáskörök formájában ad új irányt a finanszírozási kultúra fejlődésének. A nagy bankholding-társaságok ezentúl szigorúbb ellenőrzésre számíthatnak, ugyanis működésüket több intézmény szimultán ellenőrzi. A 2011-es évben bejelentett szabálmódosítások mutatják, hogy a szereplők lobbijereje gyengült, azok tényleges hatásaira azonban még várni kell, ugyanis a legtöbb kritérium teljesítésére több év áll a bankok rendelkezésére (*Vári 2011*).

5. A monetáris politika szerepe és lehetőségei Magyarországon a pénzügyi válság kezelésében²

A jegybank a jegybanktörvényben foglalt feladat szellemében az árstabilitás mellett törekszik a növekedési, foglalkoztatási és stabilitási szempontokra is tekintettel lenni. A jegybank és a kormány által 2001-ben közösen választott és bevezetett rendszer az inflációs célkövetés rendszere, melynek lényegi eleme az árfolyam szabad lebegése. Az inflációs célkövetés monetáris politikai keretében kitüntetett szerepe van annak, hogy az inflációs kilátások milyen irányban és milyen mértékben térnek el a kormánnyal közösen kitűzött inflációs céltól. A jegybanki döntéshozók főként ebben a keretben értelmezik a makrogazdasági folyamatokat, ennek összefüggéseit szem előtt tartva hozzák meg az alapkamatra vonatkozó döntéseiket, és erre hivatkozva kommunikálnak a gazdaság – kitüntetetten a pénz- és tőkepiacok – szereplőivel (*Oblath 2010*). A jegybank vezetői szerint mindaddig, amíg nem jelenik meg a pénzügyi stabilitást fenyegető szélsőséges helyzet, addig ezen nem kell változtatni.

² A fejezet megírásában Kerényi Ádám Ph.D. hallgató jelentős szerepet vállalt.

Magyarországon a monetáris politikának 2008-ig a meglévő feszültségek, makroszintű egyensúlyhiányok kezelése helyett az elsődleges, kizárólagos feladata az árstabilitás biztosítása volt.

Mivel Magyarországon az infláció nagy mértékben hullámzott 2002 és 2008 között, ezért a jegybank nem érte el a célját, nem sikerült az inflációs várakozásokat az árstabilitás körül leborgonyozni. Ahol ennyire volatilis az infláció, ott ingadozó lesz az árfolyam, a kamat- és a hozamgörbe is, ami a kockázati prémiumok emelkedésével jár együtt.

Magyarország egy nyitott gazdaság, ezért a monetáris politika számára kulcsszereppel bír az árfolyamcsatorna, s így az inflációs cél eléréséhez szükséges volt a forint nominális felértékelődése. Ennek következtében a nem fenntartható árstabilitás elérése érdekében a magyar gazdaság munkahelyek megszűnésével, elmaradt termeléssel, elmaradt növekedéssel és szuboptimális exportértékesítéssel is fizetett.

A jegybanki függetlenség az MNB alelnökének értelmezésében (*Karvalits* 2008) aszimmetrikus, főleg arra vonatkozik, hogy a kormány ne szóljon bele a jegybanki döntésekbe, míg a jegybank vezetése jogosult az adópolitikában bevezetendő intézkedésekre javaslatot tenni (pl. adócsökkentés). A jegybank vezetése kritizálta a 2006 és 2008 közötti költségvetési kiigazítást. Az MNB hiányolta azokat a strukturális elemeket, amelyek tartósan csökkentették volna az államháztartási hiányt, és nehezményezték a növekedési potenciálban történő visszaesést. Ebben az időszakban az MNB-nek a költségvetési politikával kapcsolatos kritikái a költségvetési konszolidáció egészségesebb, a potenciális növekedés szempontjából kedvezőbb struktúráját kérték számon a gazdaságpolitikán.

Bármennyire is szakszerűek és helytállóak voltak ezek a megállapítások, a jegybanki kommunikáció nem támogatta a magyar költségvetési politika hitelességének a javulását annak ellenére sem, hogy a 2006-ban kezdődő kiigazítás következtében 2008-ig az előrejelzésekhez képest mindig kedvezőbbek lettek a költségvetési tényszámok.

A 2006-ban kezdődő fiskális kiigazítás hatásait a háztartási szektor saját eladósodásával igyekezett tompítani, amit a magyar bankszektor külső hitelfelvételre alapozott, nagy ütemű belföldi, főleg devizában történő hitelexpanzióval finanszírozott.³ Mivel a japán jen, illetve svájci frank alapú hitelek felvevői olyan ügyfelek voltak, akik nem rendelkeztek természetes fedezettel, ezáltal a bankok tömegesen adtak el spekulatív pénzügyi termékeket.

A magyar jegybanknak felelőssége van abban, hogy Magyarország válságos helyzetbe került, mivel 2006 nyara és 2008 tavasza között drámaian felértékelődött árfolyam, és Magyarország 5–8 százalékpontos kamatfelárat fizetett az Európai Központi Bank irányadó rátájához képest. Az MNB-nél a 2008-as válság előtt évekig és a krízis alatt is a hitelek dinamikájára vonatkozóan a laissez faire elve alapján a be nem avatkozás politikáját alkalmazták, s negligálták a belső kritikát is.⁴ A jegybank vezetése a válságot megelőző évi 20–25 százalék körüli hitelexpanziót és a később bekövetkező visszaesést is tétlenül figyelte.

Az MNB 2008. április 1-jei hatállyal módosította forint- és devizapiaci műveleteinek üzleti keretfeltételeit: az árfolyamsávot deklaráltan megszüntetve eltörölte a forintárfolyam euróval szembeni sávos rögzítését és lebegő árfolyamrendszert vezetett be (*MNB* 2008). Az árfolyamsáv eltörlésének célja a jegybanki hitelesség növelése és az eszköztár bővítése volt (*Simor* 2010). Az árfolyamsáv miatt a piac az MNB inflációscél-követő politikáját csak

³ 2006 és 2008 között az ország GDP-arányos bruttó külföldi adóssága 74-ről 92 százalékra nőtt, ezen belül az államé 34-ről 36 százalékra, a magánszektore 40-ről 56 százalékra. 2008 őszén az ország egy éven belül lejáró 27,5 milliárd eurót kitevő külső adósságából mindössze 5,3 milliárdnyi volt az államé, a többi a magánszektor – főként a bankok – adóssága volt.

⁴ Simor András jegybankelnök szerint történtek erre vonatkozóan intézkedések (*Simor* 2010). „Amikor 2008 nyarán, a forint szabad szemmel is jól láthatóan növekvő túlértékelődésének idején, az ilyen típusú (a felértékelődés fenntarthatóságát illető) kérdések alaposabb vizsgálatát és megvitatását szorgalmaztam (más MT-tagokkal együtt), a bankon belül nem igazán érzékeltem érdeklődést és együttgondolkodási szándékot. Ezt akkor nemcsak azzal magyaráztam, hogy ezek a kérdések a monetáris politika szempontjából kellemetlenek voltak, hanem azzal is, hogy az ilyen természetű – a standard „tool-kit”-el nehezebben kezelhető – problémákat a kollégák igyekeztek elhárítani” (*Oblath* 2009). „Nem lehet azt állítani, hogy az MNB politikájától teljesen függetlenül került az ország nehéz helyzetbe” (*Neményi* 2009, 406. o.).

bizonyos korlátok között tartotta megvalósíthatónak. Ezzel szemben a teljes konvertibilitást korlátozó elképzelések azért lehettek fontosak, mert megnövelték a monetáris politika mozgásterét. Ha a monetáris politika szigorítani akar, akkor ezen keretek között elérheti azt a kamatok emelésével, aminek következtében az árfolyam felértékelődik. Azonban a teljes konvertibilitás esetén ezzel a szándékával szemben nem a belföldi keresletet korlátozza, nem a belföldi pénzügyi megtakarításokat ösztönzi, hanem egyre több rövid lejáratú, spekulatív külföldi tőkét vonz be, ami bővíti, növeli a pénzkínálatot, a hitelkínálatot. Így a belföldi kereslet hűtése helyett, fűti a belföldi keresletet, ezáltal ceteris paribus az infláció is magasabban fog alakulni.

5.1. A válság megjelenése az államcsőd elkerülése

Magyarországot a közgazdász szakmai közvélemény által váratlanul és igazságtalanul érték el a globális pénzügyi krízis hullámai. 2008. október elején a jegybank alelnöke szerint „nem vagyunk a legsérülékenyebbek közé tartozók, közvetlen erős hatásra nem számítunk” (Király 2008a).

A 2008. október 9-i 249,25 forintos euróárfolyam egy nap múlva 264,03 forintra ugrott, ami egyértelművé tette, hogy a válság a várakozások dacára közvetlenül, erős hatásokkal mégiscsak elérte Magyarországot. Ezen a napon a piac óriási nyomás alá helyezte néhány óra alatt az OTP részvény kereskedelmét és az állampapírpiacot.

Aznap éjszaka a jegybank elnöke érdemi tárgyalásokat kezdeményezett a Nemzetközi Valutaalap vezetésével egy hitelszerződés megkötése érdekében. „Világossá vált, hogy külső segísége van szükség” (Simor 2010, 122.o.).

A nemzetközi tőkeáramlás hirtelen megtorpanása következtében a befektetők elfordultak a kockázatosabb befektetésektől, ami nagyon súlyosan érintette a magyar államot mint adósságot. A hirtelen változás mögött nem állt közvetlen fundamentális okcsoport. Sokkal inkább a likvid eszközöket kereső befektetések kivonásának romboló hatásával szembesült a jegybank. A túlnyomórészt külföldi tulajdonú bankszektor forrásai egyik napról a másikra kiszáradtak. A Nemzetközi Valutaalap, a Világbank és az Európai Unió pénzügyi segítségének, 20 milliárd eurós hitelének az volt a funkciója, hogy azt a tőkét, amely addig folyamatosan áramlott be az országba, kiváltsa, helyettesítse, valamint az, hogy az MNB devizatartalék-szintjét elfogadható mértékűvé emelje. A hitelminősítő intézetek, a Moody's, a S&P és a Fitch Ratings a 2008. október–novemberi időszak kedvezőtlen fejleményei nyomán jelentették be a közép- és kelet-európai régiós országok leminősítéseit, illetve kilátásrontásait, és mindhárom nagy hitelminősítő egy kategóriával rontotta Magyarország adósságminősítését.⁵ A leminősítések hátterében jellemzően a magas folyó fizetésimérleg-hiány és a rövid lejáratú devizakötelezettségek magas szintje állt.

A hitelminősítők indoklásával szemben a jegybankelnök gazdasági fundamentumainkban látta a hazai válságnak fő okát: „nem azért voltunk támadhatók, mert a régió többi országához képest kisebb devizatartalékkal rendelkezünk volna, hanem azért, mert jóval nagyobb volt a külföldi adósságunk, mint a többiekké. Persze mindig el lehet mondani, hogy a devizatartalék szintje elégtelen, egy válság után pedig különösen. Utólag könnyű azt mondani, hogy egy hatalmas devizatartalék kihúzott volna bennünket a csávából. Ha 17 milliárd euró helyett 19 vagy 20 milliárdos tartalékkal rendelkezünk, akkor bármiben más lett volna a helyzetünk? Szerintem aligha. Akkor lehet, hogy nem októberben kellett volna az IMF-hez menni, hanem novemberben. Nem ezen múltott. A magyar gazdaság fundamentumai olyan gyengék voltak, ami elkerülhetetlenné tette a nemzetközi segítségkérést” (Simor 2010, 125.o.).

⁵ Magyarország szuverén adósságának besorolása ekkor az alábbi volt Moody's: A3; S&P: BBB; Fitch: BBB (MNB 2009).

5.2. Stabilizáló jegybanki intézkedések, intervenciók illetve mulasztások

A jegybank által alkalmazott eszköztáron belül funkciójuk szerint megkülönböztetjük:

- az irányadó instrumentumként szolgáló eszközt (ez jelenleg a kéthetes MNB-kötvény), amely a transzmissziós mechanizmusban tölt be lényeges szerepet;
- a bankközi kamatok volatilitását csökkentő eszközöket, amelyek a hitelintézetek likviditáskezelést támogatják;
- sterilizációs eszközöket, amelyek a bankrendszer likviditástöbbletének lekötését szolgálják; és
- az árfolyam direkt befolyásolását szolgáló eszközöket.

Bár az eszköztár adta lehetőségekkel a válság során élt a jegybank (1. táblázat), *Neményi* (2010, 414. o.) szerint „nagyobb turbulenciák, fertőzések, sokkok esetén a feltörekvő országokban nem igazán tudnak hatékonyan stabilizálni azok az inflációs célt követő rendszerek, amelyekben a monetáris politika a jegybanki irányadó kamat meghatározásával operál az inflációs cél elérése érdekében, mivel az inflációs cél mint nominális horgony nem kellően hiteles, másrészt pedig azért sem, mert a hirtelen és nagymértékű tőkekivonás miatt leértékelődő, illetve túlzottan ingadozó valutaárfolyam nagyon érzékenyen érintheti a gazdaságot”.

A válság közepette a kereslet drasztikusan visszaesett az újonnan kibocsátott forintkötvények iránt, ráadásul a befektetők a már meglévő magyar állampapírjaiktól is igyekeztek megszabadulni. Emiatt megemelkedtek a másodpiaci hozamok. A sikertelen kibocsátási aukciók is jelezték, hogy a magyar állam forintban sem képes magát piaci forrásokkal finanszírozni. A válságban a magyar jegybank nem nyújtott likviditási támogatást a bankrendszer számára. A bankok ezt nehezményezték, és kénytelenek voltak 2008 novemberétől leállítani a hitelezést, ami tovább mélyítette a válságot. A hitelhez jutás a magyar gazdaságban példamutató eredményeket nyújtó vállalkozások számára is nagyon nehezzé vált. Emiatt olyan cégek is tönkrementek, amelyek megfelelő likviditás mellett túlélhették volna a megrázkódtatást. Bár a hazai bankok rendszerszinten végig forintforrástöbblettel rendelkeztek, a bizalmatlanság a hazai bankok egymás közötti hitelezésében is megmutatkozott. A bankok egy részére jellemző forintforrás-hiányt az MNB azzal sietett enyhíteni, hogy már a válság első napjaiban bevezetett egy kéthetes és egy hat hónapos futamidejű hiteltendert is. Annak érdekében, hogy a jegybanki hitelnyújtáskor szükséges értékpapír-fedezet ne jelentse a hitelek igénybevételeének korlátját, az MNB több lépésben kibővítette a fedezetként elfogadható értékpapírok körét.

A Monetáris Tanács 2008. december elsejével öt százalékról két százalékra csökkentette a bankok kötelező tartalékrátáját, ami négyszázmilliárd forintot meghaladó forintlikviditást „hagyott kint” a bankoknál.

Az MNB élt az állampapír-piaci beavatkozása eszközével is, amelynek keretében a jegybank a másodpiacon több százmilliárd forint értékben vásárolt állampapírt.

„A forintlikviditás szűkénél is nagyobb kihívást jelentett a bankok devizaforrás-hiányának enyhítése. A devizában történő likviditás-nyújtás a nemzetközi válság előtt nem szerepelt a jegybankok normál eszköztárában, a határon átnyúló bankközi hitelezés drasztikus visszaesése a fejlett és a feltörekvő országok széles körében új elvárásként jelent meg a központi bankokkal szemben. Az MNB már október közepén – a régióban elsőként – egynapos futamidejű devizabetét-csere eszközt hirdetett meg, amelynek keretében a magyar hitelintézetek bármelyik nap eurólikviditáshoz juthattak forint ellenében, ötmilliárd euró mennyiségig. Bár közvetlenül is enyhítette a rendszerszinten meglévő devizahiányt, az új eszköz igazi jelentőségét az adta, hogy a bankok úgy kereskedhettek egymással a devizapiacon, hogy tudhatták, ha nap végére hiányuk lesz eurólikviditásból, akkor még

mindig van lehetőségük az MNB-hez fordulni. A cél tehát nem az volt, hogy az MNB átvegye a piac és az anyabankok szerepét, és devizatartalékai terhére közvetlenül biztosítsa a bankrendszer tetemes devizalikviditás-igényét, hanem hogy a magyar bankok kiszolgáltatottsága csökkenjen, és az MNB felső határt szabjon a bankközi euróhozamok emelkedésének” (Karvalits 2010). Noha a Monetáris Tanács 2008. október 20-i rendes kamatdöntő ülése során változatlanul hagyták a jegybanki alapkamatot, két nappal később azonban egy rendkívüli kamatdöntő ülésen a Monetáris Tanács 3 százalékponttal megemelte az alapkamatot. A lépés váratlan és nagymértékű volt. A jegybank 2008 végén ezt követően három alkalommal 50 bázisponttal csökkentette a régióban egyedülállóan magas, 11,5 százalékra növelt alapkamatot.

1. táblázat A Magyar Nemzeti Bank konkrét intézkedései 2008 végén

| Eszköz megnevezése | Bevezetés időpontja | Gyakoriság |
|---|---------------------|------------|
| Kétoldalú (euró- és forintlikviditást nyújtó) változó kamatú jegybanki O/N FX-swap gyorstenderek | 2008–10–13 | Naponta |
| Eurólikviditást nyújtó O/N FX-swap rendelkezésre állás | 2008–10–16 | Naponta |
| Állampapír-vásárlási akciók meghirdetése | 2008–10–17 | Hetente |
| Változó kamatú, hathónapos fedezet-hiteltender | 2008–10–21 | Hetente |
| Az egynapos jegybanki hitel és betét kamata által meghatározott kamatfolyosó szélességének az irányadó eszköz kamatszintje körüli ± 50 bázispontra történő mérséklése | 2008–10–21 | |
| Fix kamatú, kéthetes fedezett-hitel tender | 2008–10–21 | Hetente |
| Rendkívüli, 3 százalékpontos alapkamat emelés 8,5 százalékról 11,5 százalékra | 2008–10–22 | |
| A jegybanki hitelműveletek során elfogadható fedezetek körének bővítése | 2008–10–28 | |
| A kötelező tartalékráta 5 százalékról 2 százalékra történő csökkentése | 2008–11–24 | |

Forrás: Lengyel–Fejes (2010. 508. o.)

2009 során az inflációs célkövetés rendszerében komoly kihívást jelentett a jegybank számára a reálgazdasági és pénzügyi stabilitási szempontok közötti feszültség. Az év elején az európai konjunktúrára vonatkozó előrejelzések drasztikusan romlottak, és ez a hazai visszaesést is tovább mélyítette. A 2008. őszi 3 százalékpontos kamatemelést követően megkezdett kamatcsökkentési ciklust a pesszimistává váló nemzetközi pénz- és tőkepiaci környezet hatására 2009 februárjában már nem folytatta a Monetáris Tanács. A kelet- és közép-európai valuták súlyos leértékelődési nyomás alá kerültek. A forint árfolyama a 2009. január eleji 265–270 forint/eurós szintről 300 forint/eurós árfolyam közelébe emelkedett. A gyengülési hullám március elején érte el tetőpontját, 310–320 forintos konverziós rátán. Bár a Monetáris Tanács februárban már nem változtatott az irányadó kamaton, a leértékelődési nyomás nem mérséklődött. Március elejére a Monetáris Tanács megítélése szerint az árfolyamvárakozások elszakadtak a makrogazdasági fundamentumoktól, és a negatív folyamatok ellensúlyozására rendkívüli ülés alkalmával döntött az EU-források MNB által végrehajtott piacra vezetésének lehetőségéről. A régiós jegybankok és pénzügyi felügyeletek közös fellépéssel is igyekeztek stabilizálni a pénzügyi és makrogazdasági kilátásokat. A globális hangulat javulásával összhangban júliustól lehetőség nyílt a kamatcsökkentési ciklus folytatására, melyet a hazai makrogazdasági kilátások szükségessé, a kockázati megítélés kedvezőbb alakulása pedig lehetővé tett. Az alapkamat az év második felében hat alkalommal, összesen 3,25 százalékponttal csökkent a 2009 végi 6,25 százalékos szintre.

Mivel a kamatsökkentés az árfolyam számottevő ingadozása nélkül ment végbe, a monetáris kondíciók érdemben lazultak 2009 végére (MNB 2009).

2009 elején az MNB azt kommunikálta, hogy az inflációs cél gyengébb árfolyamot is elbír. „Ezt döbönt csend fogadta ...Mindenki tudta, hogy ez felhívás keringőre..., mindenki kivárt, aztán beindult a gyengülés” – egy devizakereskedő *Figyelőben* megjelent véleménye szerint. Vagyis a jegybank olyan jelzést adott a piacnak, hogy nyugodtan mehetnek a forint ellen. A Monetáris Tanács – mint már említettük – 2009 januárjában kamatot csökkentett, ami önmagában is gyengítette a forintot akkor, amikor a devizakereskedők már egyébként is beindultak. Hiba volt késlekedése az EU források forintra váltásánál is. Sőt, amikor a lengyelek bejelentették, hogy az EU-tól érkező forrásokat a bankközi devizapiacra zlotyra váltják, így erősítve többletkereslettel a valutájukat, az MNB azt kommunikálta, hogy nem követi ezt az utat. Néhány hét múlva mégis hasonló megoldást alkalmazott (*Lengyel–Fejes* 2010, 520.o.).

Csak a piac által fenntarthatónak ítélt költségvetési politika mellett van lehetőség arra, hogy a monetáris politika kihasználja az inflációs kilátások érdemi javulását, és kamatot csökkentsen. Ezt csak a 2009-es kiigazítás strukturális lépései tették lehetővé (*Karvalits* 2010).

A válság minden szektort alkalmazkodási kényszer elé állított, és elkerülhetlenné vált a külső finanszírozási szükséglet csökkentése. Minden szektor alkalmazkodott is, a lakosság a csökkenő hitelkereslettel, az óvatossági megtakarítások növekedésével, kevesebb fogyasztással és beruházással (alapvetően a lakásépítkezések leállításával). Az állam a megváltozott helyzethez költségvetési megszorítással, a bevételek növelésével, új adók kivetésével és kiadások csökkentésével válaszolt. A vállalatok a beruházások csökkentésével, visszafogott bérezéssel és leépítésekkel alkalmazkodtak. De alkalmazkodtak a bankok is, ami alapvetően abban rejlett, hogy a bankok sokkal kevésbé hagytak a pénzpiaci finanszírozásra, és helyre szándékoztak állítani a hitelek és betétek egészséges arányát. A válság bekövetkeztekor Magyarországon egy átlagos bank 100 forint betétre 150–160 forint hitelt nyújtott, és a különbözetet pénzpiaci forrásokból fedezte. A bankok azonban a válság során megtanulták, hogy a pénzpiac bizonytalan, nem lehet rá számítani, és a bankok igyekeztek ezt a hitel/betét-arányt levinni. Ebből az következik, hogy amikor a piacok likviditása már visszaállt a Lehman-csőd előtti állapotokba, a bankok még akkor is preferálták a betétek akkumulálását a hitelállományuk növelésével szemben. A vállalatok tulajdonosai, vezetői és a háztartások úgy látták, hogy a bankok továbbra sem úgy hiteleznek, mint a válság előtt, hiába állna rendelkezésre újra likviditás a bankok számára. Ennek az a magyarázata, hogy a bankok sokkal biztosabb finanszírozási bázist keresnek: betétekre akarják építeni a hitelezésüket. Ebből következően a hitelezési csatornák annak ellenére sem nyíltak meg, hogy likviditás bővebben állt rendelkezésre, mint a 2008-as év során bármikor (*Simor* 2009).

A válságkezelés időszakában a jegybanki kamatpolitikának nagyon nehezen feloldható, ellentétes elvárásoknak kellett megfelelnie. A kamatemelés a bizalom helyreállítása és a spekuláció letörése miatt kezdetben elkerülhetetlen volt. Bár a három százalékpontos emelés komoly tehertétel volt a reálgazdaság számára, már a döntés előtt ennél nagyobb mértékben megemelkedett állampapír-piaci hozamok világosan jelezték a piac ítéletét a kockázati felárainkról, és a lépéssel az MNB ezt csak elismerte. Az IMF-program létrejöttével a bizalom erősödött, és a korrekció az alapkamatban azonnal megkezdődött. Bár a 2009. február–márciusi régiós miniválság ebből a szempontból több hónap kényszerszünetet okozott, a költségvetés strukturális intézkedéseit követően gyors ütemben tovább folytatódhatott az irányadó kamat csökkentése. (*Karvalits* 2010). A kora tavaszi mélypontról a közép- és kelet-európai régió megítélése fokozatosan javulni kezdett, a régiós jegybankok, pénzügyi felügyeletek közös fellépése sikeresnek bizonyult. A hazai pénzügyi piacokon is megkezdődött a konszolidáció, a likviditási, stabilitási kockázatok jelentősen mérséklődtek, a

forint árfolyama pedig erősödött, májusban tartósan 270–290 forint/euró közötti sávban tartózkodott. Makrogazdasági szempontból azonban a külső dekonjunkció, a hitelkínálat drasztikus csökkenése és a kényszerűen prociklikus költségvetési politika az európai átlagnál nagyobb mértékű visszaesést eredményezett. Az MNB széles körű forintpiaci eszköztárának alakításával több esetben is lépéseket tett a forintpiac működésének támogatása érdekében. 2009 elején az MNB kibővítette a hat hónapos futamidejű forintlikviditást nyújtó eszközének partnerkörét, így 2009. február 2-ától az MNB által értékpapír-fedezet ellenében nyújtott forinthitel partnerköre megegyezik az egynapos hitel partnerkörével. 2009. május 5-étől kezdődően a hiteltenderen a beadható ajánlatok száma ajánlattevőnként a korábbi egy helyett háromban került meghatározásra. Az MNB vállalta továbbá, hogy a hat hónapos, változó kamatozású, fedezett hiteltender eszközét legalább 2010. június 30-ig fenntartja. Az MNB 2009. november 24-i hatállyal $\pm 0,5$ százalékponttól a válság előtti ± 1 százalékpontra szélesítette a jegybanki irányadó eszköz körüli kamatfolyosót, amivel párhuzamosan a kétéves futamidejű, fix kamatozású jegybanki hitel alapkamat fölötti kamatfelárát a korábbi 0,25 százalékponttól 0,5 százalékpontra emelte. A Monetáris Tanács 2009. március 8-án döntött az Európai Uniótól érkező folyó és tőkefinanszírozások Magyarország uniós befizetéseivel csökkentett értékének (nettó EU transzferek) piacra vezetéséről. A Magyarországra érkező nettó EU-transzferek értéke 2009-ben 2,7 milliárd euró volt. Az MNB ennek az összegnek egy részét a devizatartalékok szintjének növelésére fordította, másik részét az év során az OTC-piaci szokványok figyelembevételével, diszkrecionális módon konvertálta a bankközi devizapiacra. Az ügyletek lehetséges partnerei az MNB-nél devizapiaci limittel rendelkező hazai és külföldi hitelintézetek voltak (MNB 2009).

Nem vállalkozott az MNB a válság valódi okának, az állam finanszírozási nehézségeinek a közvetlen enyhítésére. Bár támogatta az állampapírok piacának helyreállítását állampapírok másodpiaci vásárlásával és a másodpiaci árjegyző bankokkal kötött megállapodással, az állam közvetlen hitelezésére nem vállalkozott. Ezt tiltja a jegybanktörvény és az Európai Unió alapokmánya, de ennek vállalhatatlanságára figyelmeztet a magyar gazdaság évszázados tapasztalata, amikor is a nagyobb válságok alatt a fedezetlen pénzteremtés végül hiperinflációhoz és a pénzügyi megtakarítások elértéktelenedéséhez vezetett. Arra sem vállalkozott a jegybank, hogy közvetlenül finanszírozza a vállalkozásokat. Természetesen nagyon fontos érdeke a magyar gazdaságnak, hogy életképes vállalkozások ne kerüljenek nehéz helyzetbe azért, mert a bankoknak megváltozott a viselkedésük. Erre kell hogy legyen központi megoldás, de nem a jegybank a megfelelő intézmény arra, hogy állami támogatások odaítéléséről döntsön (Karvalits 2010). A tanulságok leszűréséhez nem lehet megkerülni a kérdést: az MNB és a mások által meghozott (vagy elmulasztott) döntéseknek volt-e szerepük abban, hogy Magyarországot sok más országnál rosszabb helyzetben érte és kedvezőtlenebbül érintette a nemzetközi krízis? Surányi György „Téves diagnózis, téves terápia” címmel megjelent írása nemcsak a szakmán belül, hanem azon kívül is nagy érdeklődést keltett. Az érdeklődés érthető, hiszen a korábbi jegybankelnök „a jegybankot” tette felelőssé a hazai gazdaság 2008 őszi megtapasztalt sebezhetőségéért, a nemzetközi válság következményeinek félreértéséért és félrekezeléséért. A vitairattal szemben többen (Bánfi 2010, Felcsuti 2010, Karvalits 2010, Kun 2010, Oblath 2010, Pete 2010, Róna 2010 és Vízvári 2010), több oldalról fejtették ki ellenvetéseiket.

5.3. Inflációs célkövetés versus pénzügyi stabilitás

A válság kiteljesedése óta az MNB egyfajta rezsimváltást hajtott végre, az inflációs célkövetés és a pénzügyi stabilitás szempontjai között egyfajta „trade off”-ot valósítva meg. „A Monetáris Tanács azt hangsúlyozta, hogy döntései meghozatalakor a stabilitási szempontokra helyezi (átmenetileg) a hangsúlyt, ami azt fedi, hogy az árfolyam alakulásának deklaráltan is megnőtt a szerepe. Erre a váltásra további készletet adott a régió valutái ellen

2009 első negyedévében kibontakozó túlzott leértékelődési nyomás, aminek megfékezésére közös szóbeli intervenciót alkalmazott a cseh, a lengyel és a magyar jegybank. Ugyanakkor célszerű azt is hozzátenni, hogy az inflációs cél és a pénzügyi stabilitás fenntartása a monetáris politika két olyan célja, ami nem képes egymás kárára teljesülni. Amikor az MNB a pénzügyi stabilitás érdekében lép, akkor valójában az árstabilitási célért is tesz a gazdaság összeomlása, illetve az inflációs/deflációs hatások ellenében” (Neményi 2009, 416. o.).

A nemzetközi válság reálgazdasági következményei hasonló módon érintették a környező országokat is, kérdés azonban, hogy miért éppen Magyarország vált pénzügyileg a legsebezhetőbbé? „A nemzetközi pénzügyi intézmények problémái állnak a háttérben, így a magyar gazdaságpolitika kezében meglehetősen korlátos eszközök állnak rendelkezésre a tekintetben, hogy ezt a folyamatot megfordítsuk. A megoldás e tekintetben a fejlett országok kormányai és jegybankjai kezében van” (Karvalits 2008).

A 2008 ősztől turbulenssé váló gazdasági környezetben a monetáris politika kiemelt célja a makrogazdaság stabilitásának megőrzése, az ország finanszírozhatóságának biztosítása és nagyfokú sebezhetőségünk mérséklése volt. A másik legfontosabb feladata 2008 őszén a magyar jegybank vezetése számára az volt, hogy hozzásegítse az országot a nemzetközi fizetőképesség megőrzéséhez. Ezeket a célokat sikerült elérnie.

A monetáris politika a válság elmúltával ismét visszatért az origóhoz, azaz az inflációs célkövetés alapvetéséhez (Gereben et al. 2011).

A nemzetközi likviditási válság időszakában Magyarország és a régió helyzetét ugyanis nehezítették a nyugat-európai kormányok és az Európai Központi Bank egyes, kizárólag a saját bankjaira és tőkepiacokra koncentráló válságkezelő intézkedéseinek mellékhatásai. A hagyományos bankközi hitelezés egész Európában töredékére esett vissza, és a bankok növekvő mértékben fordultak az EKB újonnan bevezetett hitel- és betéti instrumentumaihoz. Az eurózónán kívüli országok bankjainak közvetlen jegybanki hitelfelvételre az eurózónában nem volt lehetőségük, miközben hagyományos partnereik eurólikviditásuk kihelyezésénél inkább az EKB-t választották. Hasonló kizorító hatással jártak a fejlett országokban a különböző forráselemekre nyújtott állami garanciák, valamint az Európai Központi Bank fedezetként elfogadható értékpapírokra vonatkozó szabályrendszere is. Nemcsak nekünk, a magyar bankoknak is csalódás volt, hogy kritikus helyzetben ennyire törekenynek bizonyult az Európai Unió védőernyője (Karvalits 2010).

6. Összegzés

Egyre valószínűbbé válik, hogy a 2007-2008-as pénzügyi válság fordulópontot jelent a pénz- és tőkepiacon és a monetáris politikában. Jól illusztrálja ezt a paradigmátikus fordulatot többek között az a tény, hogy a nemzetközi tőkepiacokat jellemző korábbi trendek, tendenciák átértékelődnek. A Bretton Woods-ban létrehozott pénzügyi rendszer felbomlását követő időszakban lezajlott dezintermediációs folyamat fő hajtóereje a hitel-közreműködés és az értékpapírosítás terjedése volt, de mindkettő fontos szerepet játszott a pénzügyi válság kirobbanásában is. A pénzügyi konstrukció tervezés terjedő gyakorlata olyan innovatív és meglehetősen bonyolult struktúrájú pénzügyi termékeket teremtett, melyek nehezen felmérhetővé és előrejelezhetővé tették a fennálló kockázatokat. A lezajlott deregulációs folyamat katalizálta a nemzetközi tőkeáramlást és a világméretben végrehajtott diverzifikációt, ami bizonyos szempontból valójában növelte a kockázatokat a nagyfokú tőkemobilitás és a piacok pókhálószerű összekapcsolódásai miatt. A válságnak csak a felszíne a fertőzött eszközök, rossz hitelek mennyiségének felduzzadása, az igazi ok – úgy tűnik – a túlzott likviditásbőség és a nemzetközi egyensúlyhiány volt.

A jelen időszakot továbbra is az útkeresés jellemzi, ami érinti a monetáris elméleti paradigma alapjait is, hiszen a korábban köbe vésettnek tekintett alapvető tételek (inflációs célkövetés 2 százalékos szintje, a tőke mozgás teljes, korlátlan szabadsága, a minél teljesebb

dereguláció, az automatikus stabilizátorok eddigi rendszere a fiskális politikában stb.) váltak újra nyitott vitakérdéssé.

A kirobbant pénzügyi válságra az USA jobban reagált az amerikai bankrendszer gyors rekapitalizációjával. Az EU-ban a válaszok a felkészületlenség és a bürokratikus döntéshozatal miatt jóval lassabban születtek, születnek meg. Európában nem történt hasonlóan jelentős mértékű feltökésítés, ezért jelent különösen nagy problémát a szuverén adósok esetleges csődje.

Levonva a válság konzekvenciáit, az országok és a nemzetközi közösségek, szervezetek (a korábban említett deregulációs folyamat ellenpontjaként) alapvetően a szabályozás erősítésének irányába mozdulnak el. Ez az új szabályozási hullám megjelenik globális méretekben is, de alapvető szabályozási változtatások terítéken vannak az USA-ban és az EU-ban is, és érintik a pénzügyi felügyelet rendszerét, a pénzügyi intézmények kockázatait és tőkehelyzetét, a piacok működésének szabályozását.

A hazai válságkezelés a monetáris politikában eleinte a likviditás biztosítására koncentrált, illetve kamatpolitikai lépésekkel igyekezett élénkíteni a gazdaságot. A válság kiteljesedése óta az MNB egyfajta rezsimváltást hajtott végre, az inflációs célkövetés és a pénzügyi stabilitás szempontjai között egyfajta „trade off”-ot valósítva meg. A monetáris politika ezt követően ismét visszatért az origóhoz, azaz az inflációs célkövetés alapvetéséhez.

Irodalomjegyzék

- Asztalos L. 2009: A pénzügyi és a pénzügyintézeti válság kapcsolata. *Pénzügyi Szemle*, 2–3, 360–394. o.
- Avgouleas, E. 2010: *The reform of „too-big-to-fail” bank. A new regulatory model for the institutional separation of „casino” from „utility” banking.* Interneten: http://www.euroframe.org/fileadmin/user_upload/euroframe/docs/2010/EUROF10_Avgouleas.pdf (Letöltve: 2010. október 11.)
- Bánfi T. 2010: Néhány megjegyzés. *Élet és Irodalom*, LIV, 7, Interneten: <http://www.es.hu/index.php?view=doc;25255> (Letöltve: 2011. november 11.)
- BCBS 2010: *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems.* Basel Committee on Banking Supervision, Basel.
- Blanchard, O. 2009: What is needed for lasting recovery. *Financial Times*, 2009. június 18.
- Blanchard, O. – Dell’Ariccia, G. – Mauro, P. 2010: *Rethinking Macroeconomic Policy.* *International Monetary Fund.* Staff position note SPN/10/01.
- Bodie, Z. – Kane, A. – Marcus, A. J. 2005: *Befektetések*, Aula Kiadó, Budapest.
- Buiter, W. (2009): *The Unfortunate Uselessness of Most ‘State of the Art’ Academic Monetary Economics.* Willem Buiter blogja, Maverecon, 2009. március 3.
- Csaba L. 2009a: *Crisis in Economics?* Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Csaba L. 2009b: Gazdaságelmélet és gazdaságpolitika a válság után. *Köz-Gazdaság.* Tudományos Füzetek. IV, 1.
- De Paoli, B. – Hoggarth, G. – Saporta, V. 2006: *Costs of sovereign default.* Financial Stability Paper, 1, Bank of England.
- Dokko, J. – Doyle, B. – Kiley, M. T. – Kim, J. – Sherlund, S. – Van den Heuvel, S. 2009: *Monetary Policy and the Housing Bubble.* Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington, D.C. Interneten: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2009/200949/200949pap.pdf> (Letöltve: 2011. november 23.)
- EC 2009: *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses.* European Economy, 7.

- EP/Council 2010a: Regulation (EU) No 1092/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board. *Official Journal L331*, 15 December 2010.
- EP/Council 2010b: Regulation (EU) No 1093/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/78/EC, *Official Journal L331*, 15 December 2010.
- EP/Council 2010c: Regulation (EU) No 1094/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Insurance and Occupational Pensions Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/79/EC, *Official Journal L331*, 15 December 2010.
- EP/Council 2010d: Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC, *Official Journal L331*, 15 December 2010.
- EP/Council 2010e: Council Regulation (EU) No 1096/2010 of 17 November 2010 conferring specific tasks upon the European Central Bank concerning the functioning of the European Systemic Risk Board, *Official Journal L331*, 15 December 2010.
- EP/Council 2010f: Directive 2010/78/EU of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 amending Directives 98/26/EC, 2002/87/EC, 2003/6/EC, 2003/41/EC, 2003/71/EC, 2004/39/EC, 2004/109/EC, 2005/60/EC, 2006/48/EC, 2006/49/EC and 2009/65/EC in respect of the powers of the European Supervisory Authority (European Banking Authority), the European Supervisory Authority (European Insurance and Occupational Pensions Authority) and the European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), *Official Journal L331*, 15 December 2010.
- EU 2010: Az Európai Unió működéséről szóló szerződés egységes szerkezetbe foglalt változata Az Európai Unió hivatalos lapja. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:0047:0200:hu:PDF>. (Letöltve 2012. január 10.)
- FCIC 2011: *Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. Financial Crisis Inquiry Commission, Washington.
- Felcsuti P. 2010: Jegybank a viharban. *Élet és Irodalom*, LIV, 7, Interneten: <http://www.es.hu/?view=doc;25249> (Letöltve: 2012. január 11.)
- Fischer É. – Homolya, D. 2009: Viharba kerülve esőkabátban – avagy a hazai bankszektor forrásoldali likviditási kockázatai és az azokat mérséklő tényezők 2008 második felében, *Hitelintézeti Szemle*, 3, 235–247. o.
- Fischer É. – Kóczán G. 2008: Rendkívüli hatósági intézkedések és tanulságaik a jelzálogpiaci válság kapcsán. *MNB Tanulmányok*, 72.
- Fisher, S. 2010: *Preparing for Future Crises, Financial Stability and Macroeconomic Policy*. Federal Reserve Bank of Kansas, Kansas.
- Frankel, J. – Saralevos, G. 2010: *Are Leading Indicators of Financial Crises Useful for Assessing Country Vulnerability? Evidence from the 2008–09 Global Crisis*. NBER Working Paper 16047, June.
- Freedman, C. – Kumhof, M. – Laxton, D. – Lee, J. 2009: *The case for global stimulus*. International Monetary Fund. Staff position note SPN/09/09.

- Gereben Á. – Karvalits F. – Kocsis Z. 2011: *Monetary policy challenges during the crisis in a small open dollarised economy: the case of Hungary*. BIS Papers No 57; The influence of external factors on monetary policy frameworks and operations.
- Greenspan, A. 2008: We will never have a perfect model of risk. *Financial Times*, 2008. március 16.
- Gyórfy D. 2009: Szép új világ Amerikában: az állam álmai és a válság valósága. *Pénzügyi Szemle*, 2, 318–338. o.
- Hamecz I. 2009: A pénzügyi válság mechanizmusa. *Köz-Gazdaság*. Tudományos Füzetek, IV, 1.
- Jaksity Gy. 2010: Van egy árnyékkormány, úgy hívják, devizaárfolyam. In: Martin J. P. - Várkonyi I. (szerk.): *Álomcsőd, interjúk a válságról*, Alinea Kiadó, 2010.
- Karvalits F. 2008: *Előadás a Gazdasági Csúcson 2008–11–13-án*. Interneten: <http://www.parlament.hu/biz38/bizjvk38/GB/0811131.htm> (Letöltve: 2011. október 1.)
- Karvalits F. 2010: Amit lehetett – és amit nem. A jegybank a válság idején. *Élet és Irodalom*, LIV, 6, Interneten: <http://www.es.hu/?view=doc;25193> (Letöltve: 2011. október 1.)
- Király J. 2008a: A tornádó oldalszele. *Népszabadság*, 2008.10.04. Interneten: <http://nol.hu/lap/gazdasag/lap-20081003-20081003-51> (Letöltve: 2011. szeptember 22.)
- Király J. 2008b: Likviditás válságban (Lehman előtt – Lehman után). *Hitelintézeti Szemle*, 6, 598–611. o.
- Király J. – Banai Á. – Nagy M. 2010: Az aranykor vége Magyarországon. Külföldi szakmai és lokális tulajdonú bankok – válság előtt és válság után. *Közgazdasági Szemle*, február, 105–131. o.
- Király J. – Nagy M. – Szabó E. V. 2008: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitelpiaci válság és (hazai) következményei. *Közgazdasági Szemle*, július–augusztus, 573–621. o.
- Krugman, P. 2009: *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. W. W. Norton. New York.
- Kun J. 2010: A mundér becsülete. *Élet és Irodalom*, 9, Interneten: <http://www.es.hu/?view=doc;25357> (Letöltve: 2011. október 1.)
- Kutasi G. 2010: Az amerikai kamatpolitika a 2007–2009-es válságban. *Pénzügyi Szemle*, 1, 84–100. o.
- Lengyel L. – Fejes E. (szerk) 2010: *A gazdasági válság gazdasági és társadalmi következményei*. Pénzügykutató Intézet, Budapest.
- Lipsky, J. 2009: *Moving Beyond the Crisis: Global Outlook and Policy Challenges*. Keynote address to Turkish Industrialists' and Businessmen Association (TÜSIAD), Bodrum, June 19, 2009. Interneten: <http://www.imf.org/externak/np/speeches/2009/061909.htm> (Letöltve: 2011. november 4.)
- Losoncz M. 2010: A globális pénzügyi válság és az Európai Unió. *Pénzügyi Szemle*, 4. 765–780. o.
- Madarász A. 2011: Buborékok és legendák Válságok és válságmagyarázatok – II/2. rész A Déltengeri Társaság. *Közgazdasági Szemle*, december, 1001–1028. o.
- Magas I. (szerk.) 2009: *Világgazdasági válság 2008–2009. Diagnózisok és kezelések*. Aula Kiadó. Budapest.
- Magyar Nemzeti Bank monetáris politika eszköztára Interneten: http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Monetaris_politika/mnbhu_eszkozta/mnbhu_eszkozta_tanulmanyok/mnbhu_Kezikonyvek/eszkozta_reszletes.pdf (Letöltve: 2012. január 7.)
- MNB 2008 *Éves jelentés*. Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- MNB 2009 *Éves jelentés*. Magyar Nemzeti Bank, Budapest.

- Móczár J. 2010: A közgazdaságtudomány válsága – neoklasszikus versus keynesi közgazdaságtan. *Magyar Tudomány*, 3, 318–330. o.
- Móra D. 2011: *Makroprudencia a Bázeli Tőkeszabályozásban*. Szakdolgozat, SZTE GTK, Szeged.
- Neményi J. 2009: A monetáris politika szerepe Magyarországon a pénzügyi válság kezelésében, *Közgazdasági Szemle*, május, 393–421. o.
- Oblath G. 2009: A hazai szakma felelősségéről. Eltecon blog, 2009. május 8. http://eltecon.blog.hu/2009/05/08/valsag_es_makroekonomia_oblath_gabor (Letöltve: 2011. december 7.)
- Oblath G. 2010: *Ki, miben felelős?* KTI blog. 2010. március 17 http://nol.hu/velemeny/20100227-hejak__galambok_es_libak (Letöltve: 2011. október 7.)
- Perrut, D. 2011: *Do the new financial regulations for the European Union offer good responses to the current crisis and the forthcoming challenges?* 7th Euroframe Conference on Economic Policy Issues in the European Union. After the crisis: Exit strategies for EU economies in a globalised world. 11 June 2010, Amsterdam.
- Pete P. 2010: *Felelős*. Eltecon blog 2010. február 20. <http://eltecon.blog.hu/2010/02/20/feelos> (Letöltve: 2011. november 3.)
- Phelps, E. 2008: We Need to Recapitalize the Banks. *The Wall Street Journal*, 2008. október 9.
- Rácz M. 2009: Vélekedés a válságról az Európai Unióban kialakult helyzet alapján. *Pénzügyi Szemle*, 2–3, 303–317. o.
- Reinhart, C. – Rogoff, K. 2009: *This Time is Different*. Princeton University Press, Princeton.
- Róna P. 2010: Héják, galambok és libák. *Népszabadság*, 2010. február 27 http://nol.hu/velemeny/20100227-hejak__galambok_es_libak (Letöltve: 2011. november 22.)
- Simai M. 2009: Napjaink globális válságának előzményei és potenciális következményei. *Köz-Gazdaság*. Tudományos Füzetek. IV, 1.
- Simor A. 2008: Újjászületést! *Népszabadság*, 2008. március 24 <http://nol.hu/archivum/archiv-485902> (Letöltve: 2011. november 22.)
- Simor A. 2009: Az MNB szerepe a válságkezelésben. In *Közgazdasági Társaság: A válság és kezelése a világban és Magyarországon*. TAS Kiadó, Budapest 2010; 72–184. o.
- Simor A. 2010: A nemzeti konszenzushoz a padlón kell lenni. In Martin J. P. – Várkonyi I. (szerk.) (2010): *Álomcsőd, interjúk a válságról*, Alinea Kiadó, Budapest.
- Smith, V. 2008: There is no Easy Way out of the Bubble . *The Wall Street Journal*, 2008. október 9.
- Soós J. 2011: Az új európai pénzügyi felügyeleti struktúra. *Európai Tükör*, február, 126–140. o.
- Soros Gy. 2008: *A 2008-as hitelválság és következményei. A pénzügyi piacok új paradigmája*. Scolar Kiadó. Budapest
- Surányi Gy. 2005: Új Stabilitási Paktum felé. *Polgári Szemle*, július-augusztus, 32–36. o.
- Surányi Gy. 2009: *Előadás a XXI. század rendezvényén*. Interneten: http://www.xxiszazadintezet.hu/aktualis_hirek/a_virtualis_valsagtol_a_k.html (Letöltve: 2011. október 3.)
- Surányi Gy. 2011: *Előadás a Pénzügykutató Zrt. rendezvényén*. Interneten: <http://www.penzugykutato.hu/files/Sur%C3%A1nyi%20el%C5%91ad%C3%A1s%202011%20okt%C3%B3ber%2028%20-%20Jegyzet.pdf> (Letöltve: 2011. december 5.)
- Stiglitz, J. 2008: The way out. How the financial crisis happened, and how it must be fixed? *Time*, 2008. október 27.

- Szentes T. 2009: *Ki és miért van válságban? A leegyszerűsítő nézetek és szemléletmód kritikája*. Napvilág Kiadó. Budapest.
- Vári Á. 2011: *A dereguláció szerepe az USA subprime válságának kialakulásában, poszt-krízis szabályozás*. Szakdolgozat, SZTE GTK, Szeged.
- Vízvári B. 2010: *Ki a szakember és ki nem? Egy közgazdaságtaninak gondolt dolgozat margójára*. *Élet és Irodalom*, 9, Interneten: <http://www.es.hu/?view=doc;25356> (Letöltve: 2011.október 11.)