

A pénzügyi közvetítőrendszer makroprudenciális szabályozásának és felügyeletének közigazgatási jogi aspektusai – normativitás, szervezet, eszkörendszer*

Kálmán János

A makroprudenciális politika az állam gazdasági viszonyokba történő, közigazgatási típusú beavatkozási mechanizmusainak új eszkörendszerét alakította ki. A gazdasági világválság és a gyors cselekvés szükségszerűsége azonban nem hagyott időt a makroprudenciális politika közigazgatási jogi dogmatikába való beépítésére, ezért szükséges annak utólagos elvégzése. A tanulmány elemzés alá vonja a makroprudenciális politikára vonatkozó normatív szabályozás jogi természetét, a makroprudenciális hatóság szervezeti jellemzőit, valamint a makroprudenciális eszközök jogi megjelenését. A tanulmány végkövetkeztetése, hogy a makroprudenciális politika által megvalósítandó közjó vagy közcél, azaz a pénzügyi stabilitás rendkívül határozatlan tartalommal bír. A szabályozási környezetnek, erre figyelemmel, a pénzügyi stabilitás teljesülésének értékelése, vagyis a közcél hatékony megvalósításának állami kontrollálása érdekében hatékony jogi garanciarendszert kell kialakítania.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E30, E44, K23

Kulcsszavak: állami beavatkozás, CRDIV/CRR, makroprudenciális hatóság, makroprudenciális politika, pénzügyi stabilitás, piacfelügyelet

1. Bevezetés

A 2007-es világgazdasági válság kitörése jelentős figyelmet kapott az akadémiai szférától és a közpolitika alakítóitól is. Annak ellenére, hogy a világgazdasági válság kialakulásának pontos okairól és „ösztönzőiről” megoszlanak a vélemények (Asztalos 2009; Móczár 2010; Losoncz 2010; Stiglitz 2009; Jickling 2010; Lipshaw 2011) a legtöbb elemzés megegyezik abban, hogy kirobbanása az adósságpiacon (*debt*

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Kálmán János a Széchenyi István Egyetem Deák Ferenc Állam- és Jogtudományi Kar, Közigazgatási és Pénzügyi Jogi Tanszékének egyetemi tanársegédje. E-mail: janos.kalman88@gmail.com.

A kutatás a „Az egyedi fejlesztést biztosító ösztöndíjak” című, NTP-EFÖ-P-15 számú projekt keretében valósult meg. A tanulmány elkészítéséhez nyújtott segítségért és az értékes tanácsokért köszönettel tartozom Méré Katalinnak, Kreis Brigittának, valamint a tanulmány lektorainak.

A kézirat első változata 2016. május 30-án érkezett szerkesztőségünkbe.

market) kialakuló likviditási válságból indult ki, amely később a – válság szimbolikus kezdődőpontjának is tekintett – Lehman Brothers csődjéhez vezetett. A Lehman Brothers és más bankok csődje pedig költséges szabályozói beavatkozásokat és állami kimentéseket (*bail-out*) vont maga után (*Brunnermeier et al. 2009:18; Kern et al. 2007*). A nemzetközi szabályozói reformok a makroprudenciális szabályozás és felügyelet gyengéségét azonosították abban, hogy a pénzügyi szervezetek növelhették a mérlegüket a tőkeáttételükkel együtt anélkül, hogy figyelemmel lettek volna a pénzügyi rendszerben felépülő rendszerkockázatokra (*Kern 2014; Lastra – Wood 2010*). A központi bankárok pedig nem fordítottak kellő figyelmet a monetáris politika és a prudenciális szabályozás közötti szoros összefüggésre, különösen arra, hogy a jegybanki alapkamat hogyan járulhat hozzá az „eszközárborékok” (*asset price bubbles*), valamint a tőkeáttételek (*leverage*) magas mértékének kialakulásához a pénzügyi rendszerben, ami jelentős gazdasági visszaeséseket okozott.¹

A fentiek mellett a világgazdasági válság kialakulásának időszakáig a prudenciális szabályozás és felügyelet uralkodó szemlélete a mikroszintű megközelítés, vagyis a *mikroprudenciális szabályozás és felügyelet* volt (*Kálmán 2015*). A mikroprudenciális felügyelet alapvetően az egyedi pénzügyi intézmények biztonságos működésére és a bank kockázatainak menedzselésére koncentrált, és figyelmen kívül hagyta a pénzügyi rendszerben felépülő strukturális, illetve időbeli kockázatokat. A makroprudenciális szabályozás és felügyelet (a továbbiakban együtt: makroprudenciális politika) közfeladat, éppen ezért a rendszerszintű kockázatok azonosítását és kezelését tartja szem előtt, amely célrendszert megalapozó fogalmi keret, jogi szabályozás, szervezetrendszer és eszközrendszer jelenleg is kialakítás alatt van. A világgazdasági válságra adandó gyors és hatékony válaszok szükségszerűsége – a válságjogalkotás – maga után vonja a jogi kérdések – ideiglenes – háttérbe szorulását a szabályozás kialakításának kezdetén, ám ahogy rendeződnek a gazdaság fundamentumai, a jogtudománynak vizsgálat alá kell vonnia a kialakuló *új gazdasági szakigazgatási területet*, és le kell vonnia a szükséges következtetéseket.

E rövid tanulmány arra tesz kísérletet, hogy vázolja a makroprudenciális politika – tekintettel gazdasági szakigazgatási jellegére – közigazgatási jogi elemzési keretének főbb sarokpontjait, továbbá összefoglalja a vizsgálat kiinduló kérdéseit.

¹ A monetáris politika és a prudenciális szabályozás közötti szoros összefüggések azért is alulértékelték maradhattak, mert a világgazdasági válságot megelőzően a monetáris politikai döntéshozók is téves konjunktúraértékelésre alapították monetáris politikai döntéseiket. Ld. Donald Kohn – aki ekkor a Federal Reserved System elnökhelyettese volt – megállapításait a Federal Market Open Committee 2007. augusztus 7. napján tartott ülésén: „My forecast for the most likely outcome for output over the next few years is close to that of the staff—growth a little below potential for a few quarters, held down by the housing correction, and the unemployment rate rising a little further. (...) I see a number of reasons to think that moderate growth remains the most likely outcome going forward.” Ld. Transcript of the Meeting of the Federal Open Market Committee on August 7, 2007, 64. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20070807meeting.pdf>. Letöltés ideje: 2016. május 20.

2. A makroprudenciális politika közigazgatási jogi elemzési kerete

A makroprudenciális politika közigazgatási jogi elemzéséhez, pontosabban a releváns közigazgatási jogi problémakörök azonosításához *három pillérre* építem a tanulmányt: a makroprudenciális politikára vonatkozó – nem a makroprudenciális hatóságok által alkotott – *normatív szabályozás, amely* kijelöli a makroprudenciális hatóság mozgásterét; a *makroprudenciális hatóság szervezeti jellemzői, melyek* elhelyezik a makroprudenciális hatóságot a közigazgatás szervezetén belül; végül a makroprudenciális hatóságok által, a közfeladatuk megvalósítása érdekében alkalmazott jogi eszközök. E három pillér alapjaként tekintem át a *pénzügyi stabilitás fogalmát*, amely fogalomban, lényegét tekintve, megtestesül a makroprudenciális politika által megvalósítandó közjószág és egyben az állam gazdasági beavatkozásának oka.

2.1. A makroprudenciális politika fogalmi kerete és központi eleme, a pénzügyi stabilitás

Nem könnyű feltárni a *makroprudencia fogalmának* pontos eredetét, azonban a szakirodalom annak megalkotását a Nemzetközi Fizetések Bankjában (*Bank of International Settlements*, a továbbiakban: BIS) folyó szakértői munkához vezeti vissza. *Piet Clement* kimutatta – a BIS archívuma alapján –, hogy a makroprudencia fogalmának első megjelenése nemzetközi környezetben 1979-re, a Cooke Bizottság egyik ülésére datálható, amelyen a szakértők a nemzetközi bankközi hitelek lejáratí idejében rejlő kockázatokat vitatták meg (*Clement 2010:59-60*). Ez a dokumentum azonban még egy belső szakmai anyag volt, tehát a nyilvánosság előtt nem jelent meg a fogalom. Az első nyilvános dokumentum, amely kifejezetten figyelmet szentelt a makroprudenciális politikának, a BIS egyik bizottságának (*Committee on the Global Financial System*) 1986-os jelentése volt (*BIS 1986:233-244*). A makroprudenciális politika szükségességének kérdése nem véletlenül a derivatívák piacával és az értékpapírosítás folyamatában rejlő kockázatokkal kapcsolatban került előtérbe. A „ciklikus eufória”² azonban a szakértői felvetéseket – párhuzamosan a pénzügyi piac liberalizációjával és deregulációjával³ – elhalványította, és egészen a 2000-es évek elejéig a „makroprudencia” fogalma csak elvétve került elő.⁴ A fogalom „újraéledése” a BIS vezérigazgatójának és egyben a Pénzügyi Stabilitási Fórum (*Financial*

² A kifejezés Raghuram G. Rajan-tól származik, amellyel azt írja le, hogy a szigorú szabályozásba vetett hit a recesszió mélypontján a legerősebb, pont akkor, amikor a piaci szereplők szigorú szabályozására nincs szükség. A növekedés, bővülés csúcspontján, amikor a legnagyobb az esély arra, hogy a piaci szereplők túlzott kockázatokat vállaljanak, mindenki bizik a piac önszabályozó mechanizmusainak működésében (*Rajan 2009:397*).

³ A liberalizáció alapvetően a piaccgazdaság viszonyainak helyreállítását jelenti, olyan területeken, ahol az állami beavatkozás jelentős méretet ért e, a dereguláció pedig a különböző pénzügyi szektorok, pénzügyi szolgáltatások eltérő szabályozásának, a szektorok egymás közötti átjárhatósága tilalmának megszüntetését, általánosságban a korlátozó jogszabályok leépítését jelenti.

⁴ Annnyit azonban fontos kiemelni ebből az időszakból, hogy maga a fogalom elhagyta a „jegybankárok” berkeit, és az IMF is használni kezdte, először a dél-kelet ázsiai válsággal összefüggésben (*IMF 1998:13*). Ennek a policy jellegű következménye az lett, hogy az IMF elkezdett jobb statisztikai módszereket kifejleszteni a pénzügyi rendszer sérülékenységének vizsgálatára, ezek voltak az ún. makroprudenciális indikátorok, amelyek később beolvadtak az IMF Financial Sector Assessment Programjába (*Owen et al. 2000*).

Stability Forum) elnökének, *Andrew Crockett*nek a 2000 szeptemberében tartott beszédéhez köthető (*Crockett 2000*). Crockett összefoglalta a különbségeket a szabályozás és felügyelet makroprudenciális és mikroprudenciális megközelítési módja között, valamint kifejezte abbéli meggyőződését, hogy a pénzügyi stabilitás eléréséhez szükséges erősíteni a makroprudenciális megközelítést. A fenti folyamatok mellett az akadémiai folyóiratok és tudományos munkák is egyre nagyobb számban foglalkoztak a rendszerkockázatokkal, illetve a bankrendszer prociklikusságának kérdésével, anélkül, hogy makroprudenciális politikaként nevesítették volna (*Horváth et al. 2002; Mérő 2003; Mérő – Zsámboki 2003; Lúboy 2003; Rochet 2005; Borio 2005*). Fenti folyamatok alapján látható, hogy ugyan a makroprudenciális gondolkodás (többnyire a rendszerkockázatokra utalva) folyamatosan fejlődött, robbanásszerű – a bevezetőben is jelzett válságjogalkotás részeként megjelenő – intézményi, jogi fejlődését azonban a világgazdasági válság indította el.

A makroprudenciális politikát úgy definiálhatjuk, mint *elsődlegesen prudenciális eszközök használatát a rendszerkockázatok kezelése és a pénzügyi rendszer stabilitásának biztosítása érdekében* (*Viñals 2011*). Erre figyelemmel rögzíti *Lastra (2015 316)*, hogy a makroprudenciális nézőpontot kifejezetten nehéz megragadni, beavatkozási eszközeinek természetét tekintve valahol a mikroprudenciális felügyelet és a monetáris politika között helyezkedik el.⁵ A határvonalakat azonban nem mindig egyszerű megvonni. Az *Európai Rendszerkockázati Testület (European Systemic Risk Board, a továbbiakban: ESRB)* – cél felőli – meghatározása szerint a makroprudenciális politika célja *„a pénzügyi rendszer egészének védelméhez való hozzájárulás – beleértve a pénzügyi rendszer ellenálló képességének növelését és a rendszerszintű kockázatok felgyülemelésének csökkentését keresztül történő hozzájárulást –, ezzel biztosítva a pénzügyi szektor gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulását.”*⁶ A makroprudenciális politika fogalmának, így a gazdasági beavatkozás megalapozásának központi eleme maga a rendszerkockázat, valamint *a pénzügyi stabilitás fogalma*. A rendszerkockázat *Scott (2010:763)* meghatározása szerint az a kockázat, amely a nemzeti, illetve a globális pénzügyi rendszert romba döntheti. A rendszerkockázat fogalma tehát a pénzügyi rendszer egészének vagy egy részének gyengülése következtében a pénzügyi szolgáltatások ellátásának visszaesését ragadja meg, mégpedig úgy, hogy ennek a visszaesésnek komoly negatív hatásai lehetnek a reálgazdaságra.⁷ A rendszerkockázatok felépülése, illetve léte pedig veszélyt jelent a pénzügyi stabilitás fenntartására mint a makroprudenciális politika végső céljára nézve. A pénzügyi stabilitás fenntartásával kapcsolatban azonban szükséges megjegyezni, hogy a makroprudenciális politikának nincs kizárólagos felelőssége ezen

⁵ Lastrához hasonlóan vélekedett a makroprudenciális politika céljának természetéről *Tommaso Padoa-Schioppa (2002:3)* is, aki szerint a pénzügyi stabilitás a monetáris politika és a pénzügyi felügyelet által határolt földön fekszik.

⁶ Ld. Recommendation of the European Systemic Risk Board of 4 April 2013 on intermediate objectives and instruments of macro-prudential policy (ESRB/2013/1) (a továbbiakban: ESRB/2013/1. számú ajánlása).

⁷ A rendszerkockázat fogalmának szakirodalmi megközelítéseiről ld. bővebben *Lubóy (2003:77-81)*.

a területen, ugyanis a pénzügyi stabilitás biztosítása alapvetően kétféle folyamatra bontható, a válságmegelőzésre (mellyel tulajdonképpen a makroprudenciális politika a legszorosabban azonosítható) és válságkezelésre (mely viszont már elkülönül a makroprudenciális politikától).

A makroprudenciális politika végső célja tehát – a fent értelmezett keretek között, a válságkezelés eszközrendszerétől megkülönböztetve – a pénzügyi rendszer sokkokkal szembeni ellenálló képességének növelése. Ebből következően a makroprudenciális politika mint gazdasági igazgatási eszközrendszer akkor avatkozik a gazdaság működésébe, ha a pénzügyi stabilitás veszélyeztetését érzékeli.⁸ A pénzügyi stabilitás fogalma azonban rendkívül határozatlan – pozitív – tartalommal bír.⁹ Valójában a pénzügyi stabilitást általában negatív megközelítéssel, úgy definiálják, hogy mi az, ami nem az, vagyis a pénzügyi stabilitás a jelentős pénzügyi válságok hiányát jelenti. (*Das et al. 2004:6; Lastra 2015:313*). Az ún. *Ingves-jelentés*, amellyel a BIS-nek az volt a célja, hogy megalkosson egy fogalmat a pénzügyi stabilitásra a Bázeli III¹⁰ keretében kialakítandó makroprudenciális keretrendszer implementációja érdekében, legalább ötféle fogalmat határoz meg a vonatkozó szakirodalmi munkák alapján (*BIS 2011*). *Glavanits (2015:84)* meghatározása szerint „a pénzügyi stabilitás elérése érdekében a jogalkotó és jogalkalmazó szervek, a pénzügyi intézmények és a pénzpiac egyéb szereplői meghatározott magatartások tanúsítására kötelesek, valamint kötelesek egyes más magatartásoktól tartózkodni, egymással együttműködve eljárni a jóhiszeműség és tisztesség alapelveinek megfelelően”.

A makroprudenciális politika végső céljának bizonytalansága – amely vezérli az eszközrendszer működését is – tehát rendkívül szélesre nyitja a rendszerkockázatok felépülését megelőzni hivatott *ex ante*, valamint a felépült rendszerkockázatok hatástalanítását célzó *ex post* állami beavatkozás lehetőségét. A makroprudenciális politika a fentiekből következően *rendkívül széles mérlegelési jogkörrel rendelkezik az eszközök aktiválása tekintetében*.

⁸ Az „érzékelés” eszközei alapvetően a közvetlenül meghatározott indikátorok (pl. a hitel/GDP rés, ciklikus rendszerkockázati térkép), a szakértői értékelés, valamint a külső kockázattertékelések. Magyarország vonatkozásában szükséges kiemelni a magyar pénzügyi rendszerre fejlesztett rendszerszintű pénzügyi stresszindexet, a REPSI-t. Az indikátor a magyar pénzügyi rendszer legfontosabb hat szegmensének (a spot-devizapiacnak, a devizawap-piacnak, az államkötvények másodpiacának, a fedezetlen bankközi forintpiacnak, a tőkepiacnak, valamint a bankrendszernek) az együttes stressz-szintjét méri (*Holló 2013*). Az MNB a forintosítás következtében a közelmúltban megújította a REPSI-mutatót (*MNB 2016b*).

⁹ A fogalmi tisztázatlanság mellett azonban szükséges azt rögzíteni, hogy a szakirodalomban széleskörű közmegegyezés alakult ki a pénzügyi stabilitás közjószág (public good), sőt globális közjószág (global public good) természetéről (*Quintyn – Taylor 2002:8; Turnbull 2006*).

¹⁰ A Bázeli III szabályozási csomag a bankszabályozás megújításának komplex rendszere, amely számos elemből áll. Ezek közül a legfontosabbak a tőkére és a likviditásra vonatkozó új szabályok, valamint a rendszerkockázattal szembeni kiemelten fontos intézményekkel szembeni többletkövetelmények előírása. A Bázeli III szabályozáscsomag részleteinek áttekintése elérhető: <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm?m=3%7C14%7C572>. Letöltés ideje: 2016. április 23.

2.2. A makroprudenciális politika normatív pillére

A pénzügyi piac globalizációja nyilvánvalóvá tette, hogy a piaci szereplők összefonódásával és integrációjával párhuzamosan, egységes elveken alapuló, nemzetközileg nagymértékben harmonizált szabályozási keretre van szükség (Erdős – Mérő 2010:226). Ennek hiányában a kockázatos tevékenységek – a kisebb ellenállás elve alapján – abba a szabályozási környezetbe csoportosulnának, ahol kevésbé szigorú szabályok érvényesülnek, így pedig lerontanák a rendszerkockázatok kezelésére irányuló törekvéseket. Ez az ún. *szabályozási arbitrázs* jelensége. Ennek kiküszöbölésére a makroprudenciális politika szabályozásának normatív pillére három, egymásra épülő szabályozási szinten valósul meg: a) a *nemzetközi*, b) az *európai unió*s, valamint c) a *nemzeti szintű* szabályozás szintjén. A területi korlátok okán az egyes szabályozási szintek részletes elemzésétől eltekintek, a továbbiakban kizárólag az egyes szintek egymáshoz való viszonyára, valamint a makroprudenciális hatóságok szabályozás által kijelölt mozgásterére fókuszálok.

A nemzetközi makroprudenciális szabályozással kapcsolatban rögzíteni szükséges, hogy alapvetően ún. „*soft law*” természetű normák¹¹ – szabványok, ajánlások, állásfoglalások, iránymutatások, egyéb nyilatkozatok – összességét jelenti, ugyanis *e szabályozási szint* – szuverenitás, illetve szuverenitástranszfer hiányában – *nélkülözi* – jelenleg¹² – *a jogilag kötelező normaalkotás lehetőségét* (Brummer 2011). A jogi kötőerő hiánya miatt jogi úton nem is lehetséges kikényszeríteni a nemzetközi szinten megjelenő makroprudenciális szabályokat, azonban számos nemzetközi szervezet – különösen igaz ez az IMF-re, a BIS-re és a Financial Stability Boardra – szakértői nyomást gyakorol az államokra annak érdekében, hogy beépítsék a nemzetközi szabványokat a saját jogrendjükbe.¹³ A „*soft law*” típusú normák érvényesítését szolgálja adott esetben a piac is, ugyanis a nemzetközi szabványoknak való megfelelés elősegítheti a szuverén adósság olcsóbb finanszírozását és kedvezőbb feltételek kialakulását a nemzetközi pénzügyi intézményekkel (Ferran – Kern 2011:6). Fontos ezért hangsúlyozni, hogy jogi kötőerő hiányában is komoly hatást tud kifejteni a nemzetközi „*soft law*” a szupranacionális, valamint az állami szabályozásra azáltal, hogy implementálásra kerülnek a szuverének – vagy azok nemzetek feletti szervezetei – által a saját jogrendjükbe.

¹¹ Giovanni (2000:9) megjegyzi, hogy néhány kivételtől eltekintve (pl. az IMF-szerződés) a legtöbb nemzetközi pénzügyi dokumentum, amely a határokon átnyúló pénzügyi kapcsolatokra vonatkozik „*soft law*”-nak tekinthető.

¹² Fontos azonban megjegyezni, hogy a jogi kötőerőt nélkülöző szabályozási elemek a jelen viszonyainak jellemzésére szolgálnak, ki nem lehet azonban zárni a nemzetközi szint „*jogiasodását*” azáltal, hogy az állami szuverenitás részleges átruházásával létrehozhatnak olyan szervezeteket, amelyek már jogilag kötelező döntések meghozatalára lesznek feljogosítva. Megemlíthető például Erik Denters és Rosa M. Lastra koncepciója a Pénzügyi Világszervezet (World Financial Organisation) létrehozásáról (Denters 2009, Lastra 2014). Ehhez kapcsolódva pedig megemlíthetők a szakirodalomban megjelenő nemzetközi pénzügyi jog vagy *lex financiera* kialakulására vonatkozó elemzések (Lastra 2014).

¹³ Erre példa az IMF-nek és a Világbanknak a tagországok pénzügyi szektorának helyzetét értékelő programja (Financial Sector Assessment Program) (Gola – Spadafora 2009).

Az Európai Unión belül az egyes tagállamok rendszerszintű pénzügyi kockázatai szoros kölcsönhatásban állhatnak egymással, ezért a tagállami makroprudenciális politikák egymástól nem választhatók el. Ebből kiindulva a nemzetközi szinten ugyan „soft law”-ként megjelenő – a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság (*Basel Committee on Banking Supervision*) által kidolgozott – Bazel III javaslatcsomagot – az Európai Unió sajátosságainak megfelelő korrekciókkal (*Ayadi et al. 2012:1*) – a Tanács és az Európai Parlament 2013-ban a CRD IV/CRR szabályozási csomagon¹⁴ keresztül – amely 2014. január 1-én lépett hatályba – implementálta az Európai Unió jogrendjébe.

A CRD IV/CRR kifejezetten az *egységes európai szabályozás kereteinek kialakítása* érdekében tett lépés (*Mérő – Piroska 2013:315*), amely következik abból, hogy egyrészt a CRD IV már ún. maximum harmonizációs irányelv, vagyis a tagállamoknak be kell építeniük rendelkezéseit a belső jogukba, azonban nem fogadhatnak el a rendelkezéseinél szigorúbb előírásokat, másrészt a CRR rendeleti formában került kibocsátásra, amely közvetlen hatállyal rendelkezik, vagyis közvetlenül – tagállami implementáció nélkül – kell alkalmazni az uniós tagállamokban. Szabályozási szempontból jelentős, hogy a CRR nem zárja ki, hogy az általa szabályozott intézmények – hitelintézetek és befektetési vállalkozások – a CRR által előírtat meghaladó mértékű szavatolótőkét és szavatolótöke-elemeket tartsanak, és az előírtnál szigorúbb intézkedéseket alkalmazzanak,¹⁵ sőt a tagállami hatóságoknak is lehetővé teszi, hogy *negatív változások esetén szigorúbb nemzeti intézkedéseket vezessenek be* – ha más eszköz nem alkalmas a kezelésükre, speciális tájékoztatási eljárás mellett –, ha azokkal jobban kezelhetők a rendszerkockázatok (ún. *rugalmassági klauzula*).¹⁶

Az Európai Unió makroprudenciális keretének kialakítása szempontjából kétségkívül legjelentősebb újdonságai a CRD IV/CRR csomagnak a makroprudenciális politikára vonatkozó rendelkezések (*ESRB 2014a:4*), illetve a pénzügyi stabilitást fenyegető rendszerszintű kockázatok megelőzésére vagy megfékezésére dedikált, EU-szinten harmonizált jogintézmények – beavatkozási eszközök – uniós jogban való megjelenése. A CRD IV szabályozásával kapcsolatban szükséges arra rámutatni, hogy a bennük rögzített makroprudenciális eszközök *tagállami* jogalkotáson, illetve az arra épülő hatósági jogalkalmazáson keresztül fejtik ki hatásukat. Ez alól kivételt képez az Európai Központi Bank (*European Central Bank*, a továbbiakban: ECB), amely az Egységes Felügyeleti Mechanizmus (*Single Supervisory Mechanism*, a továbbiakban: SSM) keretében, a bankunióban résztvevő tagállamok esetében szintén makroprudenciális hatóságnak minősül. Az ECB jogosult a CRD IV/CRR-ben

¹⁴ Ld.: Az Európai Parlament és a Tanács 575/2013/EU rendelete (2013. június 26.) a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről és a 648/2012/EU rendelet módosításáról, EGT-vonatkozású szöveg (a továbbiakban: CRR); Az Európai Parlament és a Tanács 2013/36/EU irányelve (2013. június 26.) a hitelintézetek tevékenységéhez való hozzáférésről és a hitelintézetek és befektetési vállalkozások prudenciális felügyeletéről, a 2002/87/EK irányelv módosításáról, a 2006/48/EK és a 2006/49/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről, EGT-vonatkozású szöveg (a továbbiakban: CRD IV).

¹⁵ CRR 3. cikk.

¹⁶ CRR 458. cikk (2) bek.

szabályozott makroprudenciális eszközök alkalmazására.¹⁷ A CRR – eltérően a CRD IV-től – olyan makroprudenciális eszközöket szabályoz, amelyeket a makroprudenciális hatóságok közvetlenül – a CRR alapján – alkalmazhatnak. A CRR alapján közvetlenül alkalmazott, valamint CRD IV alapján a belső jogba átültetett makroprudenciális eszközök mellett a tagállamok joga, hogy a *belső jogukban speciális* – uniós szinten nem szabályozott – *makroprudenciális eszközöket vezessenek be* a rendszerszintű kockázatok kezelésére.

A rendszerszintű kockázatok kezelésének, a makroprudenciális eszközök használatának *elődleges felelőssége* tehát a *nemzeti szinten nyugszik*. Az uniós szabályozás ebből következően elsődlegesen a makroprudenciális hatóságok jogalkalmazó és – amelyik tagállamban erre felhatalmazása van a makroprudenciális hatóságnak – jogalkotási tevékenységén keresztül érvényesül.

A pénzügyi stabilitásnak, mint a makroprudenciális politika végső céljának korábban kifejtett bizonytalanságából fakadóan a normativitás vonatkozásában az egyik legjelentősebb kérdés, hogy a jogszabályok a makroprudenciális hatóságok számára milyen *döntéshozatali mechanizmust* hoznak létre, a makroprudenciális politika, így az állam gazdasági beavatkozási eszközeinek alkalmazásával kapcsolatban. A tagállami jogalkotás két jól elkülöníthető szabályozási módszer mint két szélsőérték között szabályozhatja a döntéshozatali mechanizmusokat. A szabályozás egyik végpontja az ún. szabály alapú (*rules-based*), míg a másik végpontja a diszkrecionális (*discretionary*) döntéshozatali mechanizmus meghatározása (*Agur – Sharma 2013*). A szabály alapú döntéshozatal arra épül, hogy az előre meghatározott indikátorok előre meghatározott módon jelzik a rendszerszintű pénzügyi kockázatokat, amely alapján a makroprudenciális hatóság automatikusan alkalmazza a rendelkezésre álló eszközöket. Ennek a megközelítésnek az előnye a megfelelően aktív, kiszámíthatóbb és átláthatóbb, nemzetközileg jobban koordinált makroprudenciális politika, amely pontosabban képes alakítani a piaci várakozásokat. A szabály alapú megközelítéshez képest a diszkrecionális szabályozás esetén a makroprudenciális hatóság szabad belátására van bízva a makroprudenciális eszközök alkalmazása. Ennek a megközelítésnek az előnye, hogy az új ismeretek és szakértői értékelések is felhasználhatók, a makroprudenciális politika folyamatos felülvizsgálatára ösztönöz, célzottabb beavatkozást tesz lehetővé, alkalmasabb a váratlan események rugalmasabb kezelésére, a szabályozás megkerülése könnyebben korlátozható, valamint bizonyos rendszerkockázatok kezelését nehéz automatikusan elvégezni (*MNB 2016a:23-24*). *A két működési mód sokféle kombinációja alakítható ki, ami szélesebb, vagy szűkebb körű mérlegelési jogkört biztosít a makroprudenciális hatóságnak.*

¹⁷ Az EKB makroprudenciális hatásköre azonban komoly korlátok között gyakorolható, ugyanis: a) az SSM nem terjed ki az egész Európai Unióra, csak az euróövezet országaira, valamint a szoros együttműködésben részt vevő államokra, b) az SSM kizárólag a bankszektorra vonatkozik, valamint c) az EKB kizárólag a CRD IV/CRR-ben szabályozott makroprudenciális eszközöket alkalmazhatja, új eszközöket nem hozhat létre.

Az Európai Unió kialakulóban lévő gyakorlatában¹⁸ az ún. irányított mérlegelés elve (*guided discretion*) érvényesül (*BoE 2014; SNB 2014; ESRB 2014a*), ami azt jelenti, hogy léteznek makroprudenciális beavatkozásokat alakító szabályok, amelyekről viszont konkrét döntési helyzetekben a makroprudenciális hatóságnak el lehet térni, amennyiben azt megfelelő módon indokolja.

A makroprudenciális politika normatív pillére tehát a keretek kijelölése mellett alapvetően a makroprudenciális hatóságok – *széleskörű – mérlegelési jogkörébe utalja* a makroprudenciális politika kialakítását és a makroprudenciális – beavatkozásai – eszközök alkalmazását, amellyel párhuzamosan felértékelődik a makroprudenciális hatóság felelőssége, valamint a makroprudenciális eszközök alkalmazásával kapcsolatos jogállami garanciák érvényesülése.

2.3. A makroprudenciális politika szervezeti pillére: a makroprudenciális hatóság

A független ügynökségek (*independent agency*), vagy független szabályozó bizottságok (*independent regulatory commission*) kialakítása, mint a modern állam egyre bonyolultabb működésére adott szervezeti válasz, jelentős hagyományokkal bír az Amerikai Egyesült Államokban. Ez hatékony szervezeti megoldásnak tekinthető a gazdaság bizonyos ágazataiban: energia, telekommunikáció, környezetvédelem, pénzügyi piac stb. Ezek a független hatóságok végrehajtó hatalmi tevékenységet látnak el azzal, hogy általában *rendelkeznek (kvázi) jogalkotási és kvázi juriszdiációs hatáskörökkel is*. A kontinentális európai szakirodalomban és a tételes jogban általában *a szabályozó hatóság* fogalmát alkalmazzák. A szabályozó hatóság – amely alapvetően elméleti kategória – azoknak a közigazgatási szerveknek a gyűjtőfogalma, amelyek szabályozó hatósági tevékenységet végeznek, attól függetlenül, hogy milyen szervtípusba tartoznak (*Lapsánszky 2014; Kovács 2009; Horváth 2004; Bán – Könyves 1997*). „*A szabályozó hatósági tevékenység lényege, hogy a szerv általános magatartási szabályokat, normákat alkot, ugyanakkor formálisan nincs feltétlenül felruházva jogalkotó hatáskörrel*” (*Fazekas 2015:16*). A független szabályozó hatóságokkal kapcsolatban az alapvető kérdés a tevékenységük legitimitációja: az általuk gyakorolt hatásköröket miképpen lehet összeegyeztetni a demokrácia követelményével. A demokratikus legitimitás előfeltétele, hogy a független hatóság létrehozatala az ország alkotmányos szabályainak megfelelően demokratikusan elfogadott jogszabályban történjen. A jogalap legitimálja a szerv létrehozatalát, azonban önmagában nem legitimálja a független szerv működését és a hatásköreinek gyakorlását, amire figyelemmel meg kell teremteni a független hatóság felelősségét, vagyis az elszámoltathatóság mechanizmusait. Lényegében erre épül a hatósági döntések bírósági felülvizsgálata is.

¹⁸ Szükséges megjegyezni, hogy az IMF is ezt a megközelítést támogatja (*IMF 2014*).

A fentiekre figyelemmel röviden szükséges áttekinteni, hogy a tagállami makroprudenciális hatóságok kialakítása milyen uniós keretek között indult meg, illetve melyek a főbb sajátosságaik és ezek milyen viszonyban vannak a szabályozó hatóságokkal kapcsolatos dogmatikai kerettel.

Az Európai Unióban a makroprudenciális hatóságok szervezetének kialakítása nem tartozik kizárólag a tagállamok kormányzatának szervezetelakítási szabadsága alá, tekintettel arra, hogy a hatóság szervezetének kialakítását meghatározó fő elvárásokat az ESRB határozta meg. Erre figyelemmel az *ESRB/2011/3. számú ajánlása* (a továbbiakban: Ajánlás)¹⁹ összefoglalta a nemzeti hatóságok makroprudenciális felhatalmazásának alapvető elveit, amelyek iránymutatásul szolgálnak a tagállami makroprudenciális hatóságok létrehozatala során.²⁰ Az Ajánlás öt alapvető témakört ölel fel, a tagállami makroprudenciális hatóságok *a) célrendszerét, b) intézményrendszerét, c) jogköreit és eszközeit, d) átláthatóságát és elszámoltathatóságát, valamint e) függetlenségét.*

A *célrendszer* tekintetében az Ajánlás rögzíti, hogy a makroprudenciális politika végső célja a pénzügyi rendszer egésze stabilitásának megőrzéséhez való hozzájárulás, ezzel biztosítva a pénzügyi szektor gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulását. Rögzíti továbbá, hogy a nemzeti szintű makroprudenciális politikának a nemzeti makroprudenciális hatóság kezdeményezésére, illetőleg az ESRB ajánlásai vagy figyelmeztetései alapján kell megvalósulnia. A célrendszer kialakítása vonatkozásában az *ESRB/2013/1. számú ajánlása* kimondja továbbá, hogy a tagállami makroprudenciális hatóságoknak a nemzeti pénzügyi rendszerük egészére vonatkozóan makroprudenciális politikai köztes célkitűzéseket – pl. a túlzott hitelnövekedés és tőkeáttétel mérséklése és megelőzése, a közvetett és közvetlen kitétségek koncentrátságának korlátozása – kell meghatározniuk és követniük. A célrendszer meghatározása tekintetében a makroprudenciális hatóságok makroprudenciális politikai stratégiáit áttekintve megállapítható, hogy jelentős mértékben az ESRB ajánlásain alapulnak.²¹

Az *intézményi szabályozás* tekintetében az Ajánlás kimondja, hogy a makroprudenciális politika vitelével megbízott hatóság lehet egyetlen intézmény, vagy azon hatóságokból álló tanács, amelyek intézkedései a pénzügyi stabilitásra érdemi hatást gyakorolnak. Amennyiben a tagállam makroprudenciális hatóságként egyetlen intézményt jelölt ki, biztosítani kell, hogy a központi bank vezető szerepet töltsön

¹⁹ Recommendation of the European Systemic Risk Board of 22 December 2011 on the macro-prudential mandate of national authorities (*ESRB/2011/3*).

²⁰ Az ajánlásnak való megfelelés első vizsgálata alapján az ESRB 2014 júniusában bocsátotta ki jelentését. A jelentés megállapította, hogy hét tagállam – köztük Magyarország is – teljesen megfelel, tizenhét tagállam túlnyomórészt megfelel, míg öt tagállam részben felel meg az Ajánlásban foglaltaknak. A vizsgálat Norvégiára is kiterjedt (*ESRB 2014b*). A jelentés megállapította, hogy az Ajánlásban foglaltak implementációs folyamata alapvetően sikeres, azonban további fejlesztésekre van még szükség, így a felülvizsgálati folyamat újratekintendő 2016-ban.

²¹ A teljesség igénye nélkül *MNB 2016; CBM 2015; BoP 2015; BoS 2015; BoI 2014*.

be a makroprudenciális politikában. A tagállami szabályozásnak biztosítania kell továbbá a határokon átnyúló együttműködés és az ESRB jelentősebb makroprudenciális döntéseket megelőző tájékoztatásának kereteit.

Az Ajánlás szövegéből kiolvasható, hogy a tagállamoknak széleskörű szervezetalakítási szabadságot élveznek az intézményi keretek kialakítása során. A létrehozott makroprudenciális hatóságok alapján a tagállamok alapvetően két csoportba sorolhatók. Az első csoportba tartoznak azok az államok, amelyek esetében a makroprudenciális felelősség megosztásra kerül több intézmény között, és jellemzően egy koordinatív tanácsot, bizottságot hoznak létre a felelősségi körök összehangolására. A másik csoportba tartoznak azok az államok, amelyek esetében a makroprudenciális politika megvalósítását egy hatóság hatáskörébe utalják, amely lehet – a monetáris politika ellátása mellett – a központi bank, vagy – a mikroprudenciális felügyeleti feladatok mellett – a felügyeleti hatóság, illetve – kivételként – Dánia esetében a Pénzügyminisztérium (ASC 2014:11). A makroprudenciális hatósági hatáskörökkel kapcsolatban – az ESRB Tudományos Tanácsadó Testületének vizsgálata alapján – megállapítható, hogy kétharmad részt a tagállami központi bankok gyakorolják, vagyis a makroprudenciális hatóságok jelentős részére egyúttal – ahogy ezt a továbbiakban látni fogjuk – a nemzeti bankok függetlenségére vonatkozó szabályok alkalmazandók (ASC 2014).

A *jogköreit* tekintve a tagállami makroprudenciális hatóságnak legalább a pénzügyi stabilitást fenyegető kockázatok azonosítására, figyelemmel kísérésére és értékelésére, illetőleg az e kockázatok kiküszöbölésére és mérséklésére vonatkozó célkitűzéseinek elérését szolgáló politikák érvényesítésére kell hatáskörrel rendelkeznie. Biztosítani kell, hogy a makroprudenciális hatóság *megfelelő eszközökkel* rendelkezzen a céljai elérése érdekében. A CRR hatályba lépésével, illetve a CRD IV implementációjával az Ajánlásban foglalt követelmények tartalmilag a legmagasabb megfelelést mutatják, hiszen az alapvető makroprudenciális eszközök ezen jogi aktusok alapján a makroprudenciális hatóságok rendelkezésére állnak, illetve kötelezettségük az eszközök alkalmazására kijelölni egy tagállami makroprudenciális hatóságot.

Az *átláthatóság* tekintetében rögzíti az Ajánlás, hogy a tagállami szabályozásnak biztosítania kell a transzparencia legmagasabb szintjét. Ennek érdekében a makroprudenciális politikai döntések és azok indokainak – *kivéve, ha ez pénzügyi stabilitási kockázatot jelentene* – időben nyilvánosságra kell kerülniük, továbbá lehetőséget kell biztosítani arra, hogy a makroprudenciális hatóság nyilvánosan értékelje a rendszerkockázatok alakulását. Az elszámoltathatóság tekintetében az Ajánlás kimondja, hogy a makroprudenciális hatóság a nemzeti parlamenteknek tartozik felelősséggel.

A tagállami makroprudenciális hatóságok működési függetlenségének kereteiként kell tekinteni az átláthatóság és a makroprudenciális döntések nyilvános és

egyértelmű kommunikációját biztosító mechanizmusokra. A tagállami gyakorlatban a makroprudenciális hatóságok jellemzően a *nemzeti parlamentek alárendeltségében működnek*, a parlamenti nyilvánosságban jelenik meg a demokratikus kontroll e testületek vagy intézmények felett. Tipikus megoldás a makroprudenciális hatóságok éves – egyes esetekben gyakoribb – *beszámolója* a parlament, valamint az illetékes parlamenti bizottság előtt.

A makroprudenciális politikai szándékok egyértelmű kommunikációja javíthatja makroprudenciális eszközök transzmissziós mechanizmusát, akkor is, ha a makroprudenciális hatóság intézkedéseket tett, és akkor is, amikor elmaradt az intézkedés (Giese et al. 2013). A kommunikáció – a transzmissziós mechanizmus hatékonyságának növelése mellett – elősegíti a közmegegyezés kialakulását és erősítheti a piaci fegyelmet abban a tekintetben, hogy szükség van makroprudenciális intézkedésekre. Jelezheti, hogy a hatóság képes a piaci problémák kezelésére, ezáltal megerősítheti a legitimitációját és egyúttal a makroprudenciális politika elszámoltathatóságát. A makroprudenciális politika kommunikációjának – tagállami gyakorlatban megjelenő – legfontosabb elemei a *pénzügyi stabilitási jelentések* vagy riportok (*financial stability reports*) kibocsátása. A jelentések jellemzően olyan átfogó dokumentumok, amelyek áttekintik és elemzik a pénzügyi stabilitás különböző aspektusait. Általában a pénzügyi stabilitás átfogó értékelésével kezdődnek az adott ország tekintetében, amely gyakran magában foglalja a nemzetközi kontextusba helyezést is (Born et al. 2010). A stabilitási jelentéseket kiegészítik a sajtónyilatkozatok (*press release*), a közpolitikai nyilatkozatok (*policy statements*), a háttéranyagok (*background notes*), valamint a gyakran ismételt kérdések (*frequently asked questions*).

Az Ajánlás pedig végül kimondja, hogy a tagállami makroprudenciális hatóságoknak *működési függetlenséggel* kell rendelkezniük, vagyis biztosítani kell, hogy a szervezeti és pénzügyi szabályozás ne veszélyeztesse a makroprudenciális politika vitelét. Továbbá abban az esetben, ha a makroprudenciális felhatalmazással a nemzeti központi bank rendelkezik, az Európai Unió Működéséről szóló Szerződés (a továbbiakban: EUMSz) 130. cikke értelmében véve kell függetlennek lenniük. Annak ellenére rendelkezik így az Ajánlás, hogy a makroprudenciális hatóságok mint felügyeleti szervek függetlensége nem egyenlő a központi bank függetlenségével.

Ahogy az a fentiekben kiemelésre került, a tagállami makroprudenciális hatóságok jelentős részét a tagállami nemzeti bankok képezik, így esetükben eleve érvényesül a függetlenség EUMSz-ben rögzített szintje. Azokban az esetekben azonban, amikor nem a tagállami nemzeti bank a makroprudenciális hatóság, ahogy az ESRB (2014b:17) is kiemeli, már több esetben sérül a működési függetlenség elve, tekintettel arra, hogy a kormányzatnak jelentős ráhatása van a döntéshozatalra.

Összegezve, a makroprudenciális hatóságok vonatkozásában ki kell emelni, hogy az ESRB ajánlásai és a tagállami gyakorlatok is abba az irányba mutatnak, hogy

a makroprudenciális hatóságok jogállásukra tekintettel erőteljesen hasonuljanak a központi bankokhoz. Ebből fakadóan eleve elsődlegesen a tagállami nemzeti bankokra telepítik a jogalkotók a makroprudenciális hatásköröket. Ha azonban a központi bank nagyobb szerepet kap a pénzügyi stabilitási keretrendszerben, méghozzá úgy, hogy erősödik a szerepe a nem banki pénzügyi intézmények szabályozásában, valamint a makroprudenciális eszközök kialakításában és végrehajtásában, akkor ezeket a hatásköröket ki kell egészíteni az átláthatóság és az elszámoltathatóság hatékony mechanizmusainak bővítésével, illetve erősítésével (Duff 2014:207).

Az elszámoltathatóság és az átláthatóság biztosítása a monetáris politika tekintetében viszonylag egyszerű. A monetáris politika elsődleges célja az infláció visszaszorítása, vagyis az árstabilitás elérése és fenntartása, ami könnyen számszerűsíthető (ld. fogyasztói árindex és a nemzeti bank inflációs célkitűzésének összevetése), és e cél elérésének elsődleges eszköze, a jegybanki alapkamat meghatározása viszonylag könnyen érthető. Az árstabilitás szintjének mérhetősége egyszerűsíti a központi bank elszámoltathatóságát, és így csökkenti a függetlenség biztosításával kapcsolatos, demokratikus legitimitáció hiányából fakadó aggodalmakat (Goodhart 2011:6-7). Elméleti értelemben sokkal nehezebb azonos szintű elszámoltathatósági szintet elérni a makroprudenciális hatóság tekintetében. Ellentétben az árstabilitással, a pénzügyi stabilitást nehéz egyetlen mutatószám alapján értékelni, ugyanis még a fogalmában sincs megegyezés, ahogy ezt korábban részletesen kifejtettem, és nem létezik olyan – közmegegyezésen és tudományos megalapozáson nyugvó – mutató, mint az infláció esetében.²² Főleg nehéz a pénzügyi stabilitást értékelni a makroprudenciális hatóság működése során *ex ante*, vagyis egy pénzügyi válság bekövetkezése előtt, tekintettel arra, hogy a makroprudenciális politika elsődlegesen preventív jellegű, vagyis a pénzügyi válság kialakulásának megakadályozását célozza.

A makroprudenciális politika normatív pillére tehát a makroprudenciális hatóságok részére széleskörű mérlegelési jogkört biztosít a makroprudenciális politika megvalósítása során, amelyet a szervezeti pillér a kormányzattól való széleskörű függetlenséggel támogat meg, azzal, hogy az elszámoltathatóság mechanizmusa tartalmilag – a viszonyítási, hozzá mérési pont bizonytalansága miatt – a makroprudenciális hatóság beszámoltathatóságára korlátozódik.

²² Ebben a tekintetben a legrészletesebb elemzést az amerikai Dodd-Frank Act-tel felállított Office of Financial Research nevű intézményben végezték el, ahol 31 olyan kvantitatív mérőszámot azonosítottak, amelyet a szakirodalomban a pénzügyi stabilitás mérésére használnak (Bisias et al. 2012).

2.4. A makroprudenciális politikát megvalósító alapvető eszközök

A makroprudenciális hatóságoknak a makroprudenciális eszköztár transzparens alkalmazása érdekében, ki kell dolgozniuk a *makroprudenciális politikai stratégiájukat*.²³ A makroprudenciális politikai stratégia körkörös folyamatként fogható fel. Az *első szakaszban* azonosítani és elemezni kell a felmerülő kockázatokat, amelyek során a makroprudenciális hatóságok a releváns indikátorok segítségével feltérképezik a pénzügyi rendszer sebezhető pontjait. A *második szakaszban* megtörténik az alkalmazható eszközök *ex ante* hatásvizsgálata, majd az eszközök kiválasztása és kalibrálása, valamint az eszközök alkalmazását megelőző konzultációk lefolytatása. A *harmadik szakaszban* a makroprudenciális hatóságok aktiválják és a nyilvánosság teszi a makroprudenciális eszközöket. Végül a *negyedik szakaszban* folyamatosan figyelemmel kísérik és értékelik az alkalmazott eszközök hatásait, amely tapasztalatokat visszacsatornázva újraindul a stratégiai folyamat (Fáykiss – Szombati 2013).

A makroprudenciális politikai stratégia kiemelt jelentőségű területe a makroprudenciális hatóság eszköztárának összeállítása. A makroprudenciális célok megvalósítására – elméletben – rendkívül széleskörű eszköztár állhat rendelkezésre. Ezek az eszközök lehetnek rendszerszinten kalibrált mikroprudenciális eszközök, egyéb szabályozási eszközök, fiskális politikai eszközök – úgymint különböző adók, illetve díjak –, vagy új, kifejezetten makroprudenciális célokra kifejlesztett eszközök. A makroprudenciális politika rövid „történelmének” köszönhetően az egyes – makroprudenciális célokra használt – eszközök javarészt kísérleti fázisban, kidolgozás alatt állnak.

A szakirodalomban számos szempontból állítják rendszerbe a makroprudenciális eszköztár egyes elemeit. *Viñals (2011:22-23)* különbséget tesz olyan eszközök között, amelyeket kifejezetten a rendszerkockázatok időbeli és strukturális dimenziójának kezelésére alakítottak ki (pl. az anticiklikus tőkepuffer), valamint olyan eszközök között, amelyeket eredetileg nem a rendszerkockázatok kezelésére hoztak létre, azonban rendszerszinten is kalibrálhatóak (pl. az LTV- és LTI-ráták). *Hoogduin és munkatársai (2010:4)* a pénzügyi rendszer sebezhetősége szempontjából megkülönböztetik a tőkeáttételből származó kockázatokat kezelő eszközöket (pl. a makroprudenciális tőkeáttételi ráta), a likviditási és piaci kockázatokat kezelő eszközöket (pl. biztonsági letét ráta), valamint az összekapcsolódottságból eredő kockázatokat kezelő eszközöket (pl. koncentrációs plafonok). *Monroe és munkatársai (2010:13)* megkülönböztetik azokat az eszközöket, amelyek a mérleg eszközoldalára és amelyek a forrásoldalára vannak hatással. A hazai szakirodalomban *Szombati (2013)* megkülönbözteti a rendszerszintű likviditási kockázatok korlátozására szolgáló

²³ A makroprudenciális politikai stratégiákat az Európai Unió makroprudenciális hatóságai változatos jogi formákban fogadják el. A makroprudenciális hatóságok nagy része jogi kötőerővel, így normatív erővel nem rendelkező dokumentumot bocsát ki ld. pl. *MNB 2016a; BoS 2015*. Egyes makroprudenciális hatóságok azonban jogi kötőerővel rendelkező normatív aktusokban rögzítik a makroprudenciális stratégiájukat, ld. pl. Directive No. 11. on macro-prudential policy, Central Bank of Malta.

eszközöket (pl. a likviditási ráták, a lejárateltérési szabályok), a prociklikus bankrendszeri viselkedés mérséklését szolgáló eszközöket (pl. az anticiklikus tőkepuffer), a túlzott hitelkiáramlást korlátozó eszközöket (pl. LTV- és PTI-ráták), valamint a rendszerszinten jelentős intézmények csődvalószínűségét csökkentő eszközöket (pl. a mérlegfőösszegre vonatkozó korlátok).

Magam a szakirodalom által alkalmazott csoportosítási szempontok mellett az eszközrendszer praktikus áttekintésének biztosítása érdekében *a makroprudenciális politika célja felől közelítem meg az eszközök rendszerbe állítását.*²⁴ A makroprudenciális politika végső célja elősegíteni a pénzügyi rendszer egészének stabilitását, annak megőrzését, ezzel járulva hozzá fenntartható módon a pénzügyi szektor részéről a gazdasági növekedéshez.²⁵ Ezt a végső célt a pénzügyi stabilitást veszélyeztető konkrét piaci kudarcok alapján köztes célokra lehet bontani, annak érdekében, hogy a makroprudenciális eszközök világosabban osztályozhatók és kalibrálhatók legyenek. *A makroprudenciális politika köztes céljainak* – az ESRB/2013/1. számú ajánlása alapján – legalább: *a)* a túlzott hitelnövekedés és tőkeáttétel mérséklésére és megelőzésére; *b)* a futamidő-szerkezetek túlzott mértékű eltérésének és a piaci likviditáshiány enyhítésére és megelőzésére; *c)* a közvetett és közvetlen kitétségek koncentrátságának korlátozására; *d)* az erkölcsi kockázat csökkentése céljából a rossz irányba ható ösztönzők rendszerhatásának korlátozására; valamint *e)* a pénzügyi infrastruktúra alkalmazkodóképességének megerősítésére kell fókuszálniuk. Az ún. *Tinbergen-szabály* alapján *minimálisan legalább egy eredményes eszközre van szükség minden egyes köztes cél eléréséhez (Tinbergen 1952).* Fontos azonban jelezni, hogy a makroprudenciális politika hatékony működéséhez a gyakorlatban szükség van arra, hogy egymást kiegészítő eszközök álljanak a makroprudenciális hatóság rendelkezésére, ezzel is mérsékelve a szabályozói arbitrázs jelenségét és a transzmissziós mechanizmussal kapcsolatos bizonytalanságokat. A makroprudenciális politika egyes eszközeinek részletes vizsgálatát mellőzve (*Claessens 2014; BoE 2011*) az *1. melléklet* összefoglalja az egyes köztes célok megvalósítására alkalmas és legelterjedtebb makroprudenciális eszközöket.

A makroprudenciális eszközök tehát – a fent rögzítettek szerint – a makroprudenciális hatóság rendszerszintű felügyeleti – közigazgatási jogi dogmatikának megfelelően *piacfelügyeleti* – tevékenységének megállapításait – a pénzügyi stabilitási kockázatokot – kezelni hivatott *közhatalmi típusú aktusok.*²⁶ Fontos megjegyezni, hogy az

²⁴ Ahogy az ESRB fogalmaz: „A köztes célok azonosítása a makroprudenciális politikát operatívabbá, átláthatóbbá és elszámoltathatóbbá teszi, valamint megteremti az eszközválasztás gazdasági alapját.” Ld. *ESRB/2013/1. számú ajánlása, par. 5.*

²⁵ Ahogy az MNB makroprudenciális stratégiája fogalmaz: „(a) makroprudenciális politika alapvető célja a túlzott mértékű rendszerszintű pénzügyi kockázatok mérséklése. Ez azt jelenti, hogy a jelentős pénzügyi válságok megelőzésére kell törekednie, és arra, hogy a mégis bekövetkező pénzügyi válságok minél kisebb reálgazdasági veszteségeket okozzanak.” (*MNB 2016a:4*)

²⁶ A piacfelügyelet közigazgatási jogi fogalma, elméleti alapja legáltalánosabban a liberalizált piaci közszolgáltatások – ideértve a pénzügyi szolgáltatásokat – körében szükségszerű állami – gazdasági – beavatkozáshoz, a gazdasági verseny igazgatásához, valamint a fogyasztóvédelmi igazgatáshoz kötődik.

ügynevezett piacfelügyeleti jogkör, a szokványos (hatósági) ellenőrzési-felügyeleti jogkörnél annyival szélesebb, hogy gyakorlása, valamint az adatszolgáltatás iránti igények nem feltétlenül köthetők egyes hatósági határozatok ellenőrzéséhez, jogszabályok betartásának ellenőrzéséhez vagy egyetlen ügyfélhez (Kovács 2008:27).²⁷ Dogmatikai szempontból a közigazgatási tevékenységfajták körében a piacfelügyelet a speciális hatósági felügyelet önálló, elhatárolható, sajátos fogalmi, illetve tartalmi elemekkel bíró típusa (Lapsánszky 2012). Az elméleti alapokat tekintve a piacfelügyeletet is két részre lehet bontani: a) a piacfelügyeleti ellenőrzésre és b) az ellenőrzés eredményeként alkalmazható piacfelügyeleti jogkörökre.

A piacfelügyeleti jogkört tölti ki tartalommal – elméletben a teljes pénzügyi közvetítőrendszerre, a gyakorlatban azonban csak a bankszektorra ható – makroprudenciális politikai eszköztár, amely gazdaság szabályozó hatásait ismételten fontos kiemelni. A makroprudenciális politikai eszköztárral kapcsolatban azonban rá kell mutatni, hogy – a rendszerszintű hatásaira tekintettel – az eszközök egyrészt normatív, másrészt egyedi közhatalmi aktusokon keresztül érvényesülnek az Európai Unió tagállamainak jogában. A normatív eszközök jellemzője, hogy kizárják az aktuálisan szembeni jogorvoslati jogot, a jogalkotási eljárás garanciális szabályainak érvényesülése mellett. A makroprudenciális eszközök alkalmazására pedig jellemzően – a makroprudenciális hatóságok által kibocsátható – normatív aktusokon keresztül kerül sor. A hatályos jogra épülő gyakorlatra tekintettel a normatív aktusok rendeleti jogalkotásból, illetve – a nem konkrét címzetteknek szóló – ún. általános határozatokból tevődnek össze.²⁸ E két aktusfajta jogorvoslatihoz való joggal kapcsolatos viszonya, pontosabban a jogorvoslatihoz való jog sérelme jelentős jogi kérdéseket vet fel a makroprudenciális politikával, valamint a makroprudenciális eszközökkel kapcsolatban.

3. Záró gondolatok

A makroprudenciális politika által megvalósítandó közfeladat – (globális) közjó – a pénzügyi stabilitás fenntartásához való hozzájárulás, amely alapvetően a pénzügyi rendszer sokkokkal szembeni ellenálló képességének kialakításában, illetve a pénzügyi stabilitást veszélyeztető rendszerkockázatok felépülésének megakadályozásában

²⁷ Ebben a tekintetben a piacfelügyelet közigazgatási jogi fogalma szélesebb kört fed le, mint a pénzügyi szabályozási szakirodalomban használt piacfelügyelet (market conduct) fogalma, amely a pénzügyi piacok korrekt, szabályszerű működésének, a tőkepiaci szereplők jogositványaik szerinti, fair ügyfélkezelési és befektetési magatartásának felügyeletét foglalja magába (de Haan – Oosterloo – Schoenmaker 2015:420-421).

²⁸ Az általános hatályú rendelkezésekre ld.: Provision of a general nature on setting the countercyclical capital buffer rate for the Czech Republic No. IV/2015 of 3 December 2015. (Csehország); Általános határozat, elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/srb-altalanos-hatarozat-20151118-hu.pdf> (2016. május 20.) (Magyarország). Rendeleti szabályozásra ld. Règlement CSSF N° 16-02 sur la fixation du taux de coussin contracyclique pour le second trimestre 2016 (Luxemburg); Finansinspektionen's regulations regarding the countercyclical buffer rate (Svédország); Décision n°D-HCSF-2016-2 du 1er avril 2016 relative au taux de coussin de fonds propres contracyclique (Franciaország).

ölt testet. Ilyen értelemben véve a makroprudenciális politika *ex ante* szemléletű a válságkezelés *ex post* jellegű eszközrendszeréhez képest, amely megvalósításában természetesen egyéb szereplők – a központi bank rendkívüli likviditási segítségnyújtása, vagy szélsőséges esetekben a betétbiztosítási, illetve a szanálási rendszer – mellett a makroprudenciális hatóságnak is szerepe van. A makroprudenciális politika által megvalósítandó közjó vagy közcél azonban rendkívül határozatlan – széles mérlegelési jogkört biztosító – tartalommal bír, amelyből következően teljesülésének értékelése, vagyis a közcél hatékony megvalósítása rendkívül nehéz feladat. Az alapok tisztázatlansága, illetve széles mérlegelési teret engedő természete maga után vonja a jogi szabályozás terjedelmének és mélységének kérdéseit, ugyanis a jog garanciális szabályozása és felelősségi köröket telepítő jellemzője képes lehet ezeknek a réseknek a kitöltésére.

A makroprudenciális politika normatív oldala, vagyis a jogi keretek kialakítása azonban tovább tágítja a mérlegelési jogkör terjedelmét, amelyet a szervezeti szabályozás sem határol le, hiszen jellemzően rendkívül széles működési függetlenséget biztosít a makroprudenciális hatóságnak. Jogállami keretek között a makroprudenciális döntések mint gazdaságigazgatási aktusok – amelyek szükségképpen jogi hatással is járnak – vitathatósága a jogorvoslati jogon keresztül megteremtheti e szervek jogi kontrollját, illetve a társadalom tagjainak jogvédelmét. A makroprudenciális döntések azonban természetüket tekintve a teljes pénzügyi közvetítőrendszerre – de legalábbis annak rendszerkockázatot hordozó részére – egyidejűleg – nyitott címzetti körre vonatkozóan – fejtik ki jogi hatásukat, amely a gyakorlatban tipikusan *normatív aktusokon keresztül érvényesül*. Ebből az is következik, hogy a makroprudenciális politika gazdaságigazgatási aktusai általában jogorvoslattal nem támadhatóak meg, legfeljebb normakontroll eljárás alá vonhatók. Normakontroll eljárásban a hatáskörrel rendelkező szervek – alkotmánybíróság, rendes bíróság – alapvetően formális normakontrollt végezve a jogalkotási felhatalmazottságot, valamint a felhatalmazás terjedelmének betartását vizsgálhatják, továbbá esetlegesen a makroprudenciális eszköz alkalmazásának más alapjogokkal – pl. tulajdonjoggal – való kollíziója esetén a vizsgálat kiterjedhet az alapjog-korlátozás megengedhetőségére is. A makroprudenciális politika *egyedi, hatósági típusú döntései* esetén a jogorvoslathoz való jog – a makroprudenciális hatóság működési függetlenségéből fakadóan jellemzően bírósági felülvizsgálaton keresztül – formálisan érvényesül, azonban a rendkívül széles mérlegelési jogkörből fakadóan a bíróságnak a döntés törvényességére irányuló felülvizsgálati tevékenysége kételyeket vethet fel annak érdemi és hatékony jellegével kapcsolatban. A makroprudenciális hatóságok jogi kontrollja – a fentiekre tekintettel – a hatályos szabályozás tükrében inkább formálisnak, mintsem a döntésekkel érintettek hatékony jogvédelmét biztosító jellegűnek tekinthető.

A gazdasági világválság és a gyors cselekvés szükségszerűsége – a válságjogalkotás – nem hagyott időt a makroprudenciális politika garanciális jogi kereteinek

kialakítására. A pénzügyi stabilitás iránti igény, mint globális közjó, alapvetően a nemzeti – az Európai Unió esetében részben regionális – keretek között megvalósítandó közfeladat, a makroprudenciális politika keretében vált értelmezhetővé a világgazdasági válságot követően, a rendszerszintű kockázatok országhatárokat nem ismerő jellegére tekintet nélkül. A globális közjó lokális megvalósítása szükségszerűen feszültségeket okozhat és hatékonysági kérdéseket is felvet a makroprudenciális politika vonatkozásában, amelyeknek azonban további vizsgálatok tárgyát kell képezniük. A jogi szabályozásnak reagálnia kell a makroprudenciális hatóság mérlegelési jogkörének széles terjedelmére, és ki kell építeni azokat a jogi szabályozásban még csak szűk körben megjelenő, de a makroprudenciális hatóságok kommunikációjában, gyakorlatában jelentős szerepet betöltő mechanizmusokat, amelyek biztosítják a közigazgatás közhatalmi tevékenységének törvényességét és a döntésekért való felelősségét.

Felhasznált irodalom

- Agur, I. – Sharma, S. (2013): *Rules, Discretion, and Macro-Prudential Policy*. IMF Working Paper, No. 65.
- ASC (2014): *Allocating macro-prudential powers*. Reports of the Advisory Scientific Committee, No. 5.
- Asztalos László Gyula (2009): *A pénzügyi és a pénzügyintézeti válság kapcsolata*. Pénzügyi Szemle, 54. évf. 2-3. szám, pp. 360-394.
- Ayadi, R. – Arbak, E. – De Groen, W. P. (2012): *Implementing Basel III in Europe: Diagnosis and avenues for improvement*. CEPS Policy Brief, No. 275.
- Bán Tamás – Könyves Tóth Pál: *A szabályozó felügyeleti hatóság alkotmányos feltételeinek megteremtéséről*. Jogtudományi Közlöny, 52. évf. 4. szám, pp. 165-171.
- BIS (1986): *Recent innovations in international banking (Cross Report)*. CGFS Publications, No 1. <http://www.bis.org/publ/ecsc01.htm>. Letöltés ideje: 2016. március 21.
- BIS (2011): *Central bank governance and financial stability A report by a Study Group*. <http://www.bis.org/publ/othp14.pdf>. Letöltés ideje: 2016. március 21.
- Bisias, D. – Flood, M. – Lo, A. W. – Valavanis, S. (2012): *A Survey of Systemic Risk Analytics*. Office of Financial Research Working Paper, No. 0001. https://www.treasury.gov/initiatives/wsr/ofr/Documents/OFRwp0001_BisiasFloodLoValavanis_ASurveyOfSystemicRiskAnalytics.pdf. Letöltés ideje: 2016. május 16.

- BoE (2011): *Instruments of macroprudential policy A Discussion Paper*, Bank of England. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/financialstability/discussionpaper111220.pdf>. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- BoE (2014): *The Financial Policy Committee's powers to supplement capital requirements A Policy Statement*. <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Documents/fpc/policystatement140113.pdf>. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- BoI (2014): *A Macro-Prudential Policy Framework for Ireland*.
- BoP (2015): *Macro-Prudential Policy Strategy*.
- BoS (2015): *Guidelines for the Macro-Prudential Policy of the Bank of Slovenia*.
- Borio, C. (2005): *Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?* National Institute Economic Review, Vol. 192. Issue 1. pp. 84-101.
- Born, B. – Ehrmann, M. – Fratzscher, M. (2010): *Macroprudential policy and central bank communication*. BIS, 2010. <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap60n.pdf>. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- Brummer, C. (2011): *How International Financial Law Works (and How It Doesn't)*. The Georgetown Law Journal, Vol. 99. Issue 1. pp. 257-327.
- Brunnermeier, M. – Crockett, A. – Goodhart, C. – Persaud, A. D. – Shin, H. (2009): *The Fundamental Principles of Financial Regulation*. Geneva Report on the World Economy 11, International Center for Monetary and Banking Studies, Genf-London.
- CBM (2015): *Macro-prudential Policy Strategy of the Central Bank of Malta*.
- Claessens, S. (2014): *An Overview of Macroprudential Policy Tools*. IMF Working Paper, No. 214. (2014).
- Clement, P. (2010): *The term „macroprudential”: origins and evolution*. BIS Quarterly Review. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1003h.htm. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- Crockett, A. D. (2000): *Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability*. Basel. <http://www.bis.org/speeches/sp000921.htm>. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- Das, U. S. – Quintyn, M. – Chenard, K. (2004): *Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability? An Empirical Analysis*. IMF Working Paper, No. 89.
- de Haan, J. – Oosterloo, S. – Schoenmaker, D. (2015): *Financial Markets and Institutions. A European Perspective*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Denters, E. (2009): *Regulation and Supervision on the Global Financial System – A Proposal for International Reform*. Amsterdam Law Forum, Vol. 1. No. 3. pp. 63-82.

- Duff, A. W. S. (2014): *Central Bank Independence and Macroprudential Policy: A Critical Look at the U.S. Financial Stability Framework*. Berkeley Business Law Journal, Vol. 11. Issue 1. pp. 183-220.
- Erdős Mihály – Mérő Katalin (2010): *Pénzügyi közvetítő intézmények*. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- ESRB (2014a): *The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector*. https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140303_esrb_handbook_mp.en.pdf. Letöltés ideje: 2016. május 20.
- ESRB (2014b): Recommendation on the macro-prudential mandate of national authorities (ESRB/2011/3) Follow-up Report – Overall assessment.
- Fáykiss Péter – Szombati Anikó (2013): *Makroprudenciális felügyelet az eurozónán kívüli európai országokban*. MNB szemle, Különszám, október, pp. 63-70.
- Fazekas János (2015): *Az önálló szabályozó szervek rendeletekalkotási tevékenysége Magyarországon*. Új Magyar Közigazgatás, 8. évf. 2. szám, pp. 15-21.
- Ferran, E. – Kern A. (2011): *Can Soft Law Bodies be Effective? Soft Systemic Risk Oversight Bodies and the Special Case of the European Systemic Risk Board*. University of Cambridge Faculty of Law Research Paper, No. 36/2011. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1676140. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- Giese, J. – Nelson, B. – Tanaka, M. – Tarashev, N. (2013): *How could macroprudential policy affect financial system resilience and credit? Lessons from the literature*. Financial Stability Paper, No. 21.
- Giovanni, M. (2000): *A New Architecture for the Global Financial Market: Legal Aspects of International Financial Standard Setting*. In: Giovanni, M. (Eds.): *International Monetary Law, Issues for the New Millennium*. Oxford University Press, Oxford, pp. 3-60.
- Glavanits Judit (2015): *A pénzügyi piac szabályozásának és felügyeletének új irányai*. In: Kálmán János (szerk.): *A pénzügyi piac szabályozásának és felügyeletének aktuális kérdései*. Batthyány Lajos Szakkollégiumért Alapítvány, Győr.
- Gola, C. – Spadafora, F. (2009): *Financial Sector Surveillance and the IMF*. IMF Working Paper, No. 09/247.
- Goodhart, C. A. E. (2011): *The Macro-Prudential Authority: Powers, Scope and Accountability*. OECD Journal: Financial Market Trends, Issue 2.
- Holló Dániel (2013): *Rendszerszintű stresszindex a magyar pénzügyi rendszerre*. Hitelintézeti Szemle, 12. évf. 4. szám, pp. 253-284.

- Hoogduin, L. (et. al.) (2010): *Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*. CGFS Papers, No. 38.
- Horváth Edit – Mérő Katalin – Zsámboki Balázs (2002): *Tanulmányok a bankszektor tevékenységének prociklikusságáról*. MNB Műhelytanulmányok, No. 23.
- Horváth M. Tamás (2004): *A szabályozó hatóság típusú közigazgatási szervek szabályozási koncepciója*. Magyar Közigazgatás, 54. évf. 7. szám, pp. 403-407.
- IMF (1998): *Key Aspects of a Framework for a Sound Financial System*. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wefstoward/pdf/file03.pdf>. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- IMF (2014): *Staff Guidance Note on Macroprudential Policy*. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/110614.pdf>. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- Jickling, M. (2010): *Causes of the financial crisis*. Congressional Research Service, Washington.
- Kálmán János (2015): *A makroprudenciális politika fogalmi keretei és helye a gazdaságpolitika rendszerében*. Jog – Állam – Politika, 7. évf. 2. szám, pp. 27-44.
- Kern, A. – Eatwell, J. – Persaud, A. – Reoch, R. (2007): *Financial Supervision and Crisis Management in the EU*. European Parliament.
- Kern, A. (2014): *International economic law and macro-prudential regulation*. In: Cottier, T. – Lastra, R. M. – Tietje, C. – Satragno, L. (Eds.): *The Rule of Law in Monetary Affairs*. Cambridge University Press, Cambridge, pp. 519-544.
- Kovács András György (2009): *Mitől szabályozó egy hatóság?* In: Valentiny Pál – Kiss Ferenc László: *Verseny és szabályozás 2008*. MTA Közgazdaságtudományi Intézet, Budapest, pp. 13-45.
- Lapsánszky András (2012): *A hatósági ellenőrzés és a hatósági felügyelet alapkérdései*. In: Patyi András (szerk.): *Hatósági eljárásjog a közigazgatásban*. Budapest-Pécs, Dialóg Campus.
- Lapsánszky András (2014): *A szabályozó hatóság jogállásának, szervezetének és „szabályozó” feladatainak elméleti alapjai, sajátosságai*. Új Magyar Közigazgatás, 7. évf. 3. szám, pp. 1-10.
- Lastra, R. M. – Wood, G. (2010): *The Crisis of 2007-09: Nature, Causes, and Reactions*. Journal of International Economic Law, Vol. 13. No. 3. pp. 531-550.
- Lastra, R. M. (2014): *Do We Need a World Financial Organization?* Journal of International Economic Law, Vol. 17. No. 4. pp. 787-805.

- Lastra, R. M. (2015): *Systemic Risk and Macro-prudential Supervision*. In: Moloney, N. – Ferran, E. – Payne, J. (Eds.): *The Oxford Handbook of Financial Regulation*. Oxford University Press, Oxford.
- Lipshaw, J. M. (2011): *The Financial Crisis of 2008-2009: Capitalism Didn't Fail, but the Metaphors Got a "C"*. *Minnesota Law Review*, Vol. 95. Issue 5. pp. 1532-1567.
- Losonczi Miklós (2010): *A globális pénzügyi válság és az Európai Unió*. *Pénzügyi Szemle*, 55. évf. 4. szám, pp. 765-780.
- Lublóy Ágnes (2003): *Rendszerkockázat a bankszektorban*. *Hitelintézeti Szemle*, 2. évf. 4. szám, pp. 70-90.
- Mérő Katalin (2003): *A gazdasági növekedés és a pénzügyi közvetítés mélysége*. *Közgazdasági Szemle*, L. évf. július-augusztus, pp. 590-607.
- Mérő Katalin – Zsámboki Balázs (2003): *A bázis II. tőkeegyezmény és a prociklikusság egyes összefüggései. Várható magyarországi hatások a nemzetközi tapasztalatok tükrében*. In: *Tanulmányok az új bázis tőkeegyezmény várható hatásairól*. MNB Műhelytanulmányok, No. 27. pp. 21-46.
- Mérő Katalin – Pirooska Dóra (2013): *A makroprudenciális bankszabályozás és -felügyelet keretrendszerének kialakítása. Egy paradigmaváltás elemzése*. *Hitelintézeti Szemle*, 12. évf. 4. szám, pp. 306-325.
- MNB (2016a): *A Magyar Nemzeti Bank makroprudenciális stratégiája*. <https://www.mnb.hu/letoltes/az-mnb-makroprudencialis-strategiaja-2016.pdf>. Letöltés ideje: 2016. május 20.
- MNB (2016b): *Pénzügyi Stabilitási Jelentés*. <https://www.mnb.hu/letoltes/penzugyi-stabilitasi-jelentes-2016-majus.pdf>. Letöltés ideje: 2016. július 27.
- Móczár József (2010): *A globális pénzügyi válság anatómiája és tanulságai*. *Pénzügyi Szemle*, 55. évf. 4. szám, pp. 727-749.
- Monroe, M. F. (et. al.) (2010): *Preliminary Considerations for a Macro-prudential Supervisory Framework*. International Banking Federation Working Group on Macro-Prudential Supervision.
- Owen, E. (et al.) (2000): *Macroprudential Indicators of Financial System Soundness*. IMF, Washington. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/192/op192.pdf>. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- Padoa-Schioppa, T. (2002): *Central Banks and Financial Stability: Exploring A Land in Between*. Policy Panel Introductory Paper, ECB. <https://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/tps.pdf>. Letöltés ideje: 2016. május 16.

- Quintyn, M. – Taylor, M. (2002): *Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability*. IMF Working Paper, No. 46.
- Rajan, R. G. (2009): *The Credit Crisis and Cycle-Proof Regulation*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 91. No. 5. Part 1. pp. 397-402.
- Rochet, J. C. (2005): *A Framework for Macroprudential Banking Regulation*. Revista de Economía, Vol. 12. Issue 1. pp. 6-16.
- Scott, H. S. (2010): *Reducing Systemic Risk Through the Reform of Capital Regulation*. Journal of International Economic Law, Vol. 13. No. 3. pp. 763-778.
- SNB (Swiss National Bank 2014): *Implementing the countercyclical capital buffer in Switzerland: concretising the Swiss National Bank's role*. https://www.snb.ch/en/mmr/reference/CCB%20communication/source/CCB%20communication_e%20ng.pdf. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- Stiglitz, J. E. (2009): *The current economic crisis and lessons for economic theory*. Eastern Economic Journal, Vol. 35. No. 3. pp. 281–296.
- Szombati Anikó (2013): *A makroprudenciális felügyeleti hatáskör Magyarországon*. In: Lenter Csaba (szerk.): Bankmenedzsment. Bankszabályozás – pénzügyi fogyasztóvédelem. Nemzeti Közszerkesztési és Tankönyvkiadó.
- Tinbergen, J. (1952): *On the Theory of Economic Policy*. North-Holland Publishing Company, Amsterdam.
- Turnbull, J. (2006): *Financial Stability: A Global Public Good*. Expert Paper Series Three: Financial Stability, Stockholm. <http://www.regeringen.se/contentassets/931b86080a7547b698a-4441a2440c4db/global-public-goods-financial-stability>. Letöltés ideje: 2016. május 16.
- Viñals, J. (2011): *Macroprudential Policy: An Organizing Framework*. IMF.

1. melléklet

1. A túlzott hitelnövekedés és tőkeáttétel mérséklése, megelőzése
a) az anticiklikus tőkepuffer b) a szektorális tőkekövetelmények c) a makroprudenciális tőkeáttételi ráta d) az LTV-, LTI/DSTI-követelmények e) a tőkemegőrzési pufferek
2. A futamidő-szerkezetek túlzott mértékű eltérésének és a piaci likviditáshiánynak az enyhítése és megelőzése
a) a finanszírozási forrásokkal kapcsolatos makroprudenciális korlátozások (a nettó stabil finanszírozási ráta) b) a likviditási ráták c) az egyéb makroprudenciális határértékek d) biztonsági letét és haircut-követelmények
3. A közvetett és a közvetlen kockázati pozíciók koncentrátságának korlátozása
a) a nagy nyitott pozíciók korlátozása b) a különböző tőke alapú eszközök
4. A rossz irányban ható ösztönzők rendszerhatásának korlátozása az erkölcsi kockázat csökkentése céljából
a) többlet-tőkekövetelmény a jelentős pénzügyi intézményekre vonatkozóan
5. A pénzügyi infrastruktúra alkalmazkodóképességének megerősítése
a) a betétbiztosítási rendszereket b) a fokozott közzétételi kötelezettségeket c) a strukturális rendszerkockázati puffert