

**NYUGAT-MAGYARORSZÁGI EGYETEM**

**Széchenyi István Gazdasági Folyamatok Elmélete és  
Gyakorlata Doktori Iskola**

**Pénz- és tőkepiacok prudenciális  
szabályozásának változásai  
Magyarországon**

Ph.D értekezés

**Tóth Gergely**

**Sopron  
2009**

**PÉNZ- ÉS TŐKEPIACOK PRUDENCIÁLIS  
SZABÁLYOZÁSÁNAK VÁLTOZÁSAI MAGYARORSZÁGON**

**Értekezés doktori (PhD) fokozat elnyerése érdekében**

**Készült a Nyugat-magyarországi Egyetem  
Széchenyi István Gazdasági folyamatok elmélete és gyakorlata Doktori  
Iskola**

**Pénzügyi programja keretében**

**Írta:  
Tóth Gergely**

Témavezető: Dr. habil Lentner Csaba  
Elfogadásra javaslom (igen / nem)

.....  
(aláírás)

A jelölt a doktori szigorlaton ..... % -ot ért el.

Sopron, .....

.....  
a Szigorlati Bizottság elnöke

Az értekezést bírálóként elfogadásra javaslom (igen /nem)

Első bíráló (Dr. ....) igen /nem

.....  
(aláírás)

Második bíráló (Dr. ....) igen /nem

.....  
(aláírás)

A jelölt az értekezés nyilvános vitáján ..... % - ot ért el.

Sopron, .....

.....  
a Bírálóbizottság elnöke

A doktori (PhD) oklevél minősítése.....

.....  
Az EDT elnöke

## TARTALOMJEGYZÉK

1.	BEVEZETÉS.....	8
1.1	A disszertáció előzményei, célkitűzései.....	8
1.2	Aktualitás és alkalmazott módszertan.....	9
1.3	A disszertáció szerkezete.....	10
2.	A WASHINGTONI KONSZENZUS ÉS A MAASTRICHTI SZERZŐDÉS, MINT A GLOBÁLIS KONVERGENCIA ALAPPILLÉREI.....	12
2.1	Előzmények.....	12
2.2	A Washingtoni Konszenzus pontjai:.....	14
2.3	A Maastrichti Szerződés.....	15
2.4	Világgazdasági hatások.....	16
2.4.1	Pénzügyi dereguláció.....	20
2.4.2	Pénzügyi innovációk.....	21
3.	AZ EURÓPAI UNIÓ ÉS HAZÁNK SZABÁLYOZÁSI ÉS FELÜGYELETI RENDSZERE.....	23
3.1	Az EU szabályozása a pénz- és tőkepiacokon.....	23
3.1.1	Az EU szabályalkotási folyamata.....	23
3.1.2	A legfontosabb szabályozási témakörök.....	25
3.2	A pénz és tőkepiacok szabályozási és felügyeleti rendszerének változásai Magyarországon az Európai Uniós csatlakozáskor.....	32
3.2.1	A szabályozás fejlődési fázisai.....	32
3.3	Az EU-hoz való csatlakozáskor életbe lépett változások.....	35
3.3.1	EU jogharmonizáció szakaszai.....	35
3.4	Legfrissebb szabályozási változások.....	43
3.4.1	A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság ajánlása, a Bázel II.....	43
3.4.2	Szolvencia II projekt.....	45
3.4.3	A pénzügyi konglomerátumokról szóló EU direktíva.....	48
3.5	Felügyeleti rendszerek Magyarországon.....	51
3.5.1	A hazai felügyeleti rendszer fejlődésének áttekintése.....	51
3.5.2	PSZÁF megalakulása.....	53
3.5.3	A PSZÁF működése.....	54

3.5.4	Felügyeleti ellenőrzés .....	57
3.5.5	Jogsegédletek.....	58
4.	AZ AMERIKAI MÁSODLAGOS JELZÁLOGPIACI VÁLSÁG HATÁSA A PÉNZÜGYI RENDSZEREKRE .....	59
4.1	A gazdasági válságok elméleti áttekintése .....	59
4.2	A másodlagos jelzálogpiaci válság kibontakozása.....	61
4.2.1	Amire soha senki még gondolni sem mert, események napról napra .....	67
4.3	A válság hatása a nemzetközi pénzügyi rendszerre .....	72
4.4	A válság hatása a magyar pénzügyi rendszerre.....	73
4.4.1	Az európai és a magyar kitettség nagysága.....	73
4.4.2	Kiszáradó forint-, állampapír- és bankközi hitel piac.....	75
4.4.3	Zuhanórepülés a tőzsdén .....	79
5.	A MAGYAR ÁLLAM ÉS A MAGYAR NEMZETI BANK INTÉZKEDÉSEI A VÁLSÁG KAPCSÁN .....	81
5.1	Monetáris eszközök.....	81
5.1.1	Likviditás növelése .....	82
5.1.2	Futamidő hosszabbítás.....	83
5.1.3	Fedezetek körének bővítése.....	84
	Az MNB monetáris eszköztára .....	85
5.2	Állami és jegybanki beavatkozások itthon.....	86
5.2.1	A stabilitási törvény életre hívása.....	91
5.3	Elért hatások és piaci reakciók .....	95
6.	PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEK FEJLŐDÉSE MAGYARORSZÁGON ÉS KÖZÉP-KELET-EURÓPÁBAN, SAJÁTOS KOCKÁZATAIK ÉS EZEK KEZELÉSE	
	98	
6.1	Határokon átívelő szabályozás szükségessége.....	98
6.2	Kelet-Közép-Európa integrációja a nemzetközi pénz- és tőkepiaci áramlásba	
	101	
6.2.1	A magyar bankrendszer átalakulása .....	101
6.3	Európai tendenciák a válságig.....	107
6.4	Szektoriális kockázatok.....	108
6.4.1	A bankszektorra jellemző kockázatok.....	108
6.4.2	A biztosítási szektorra jellemző kockázatok .....	110
6.5	Kockázatok a pénzügyi csoportokban.....	110

6.5.1	Szabályozási kockázatok .....	111
6.5.2	Csoporton belüli hatások .....	111
6.6	A Felügyelet intézkedései a kockázatok kezelésére.....	113
6.6.1	A PSZÁF módszertani útmutatója.....	113
6.6.2	Magyarországi következmények .....	115
6.6.3	A szabályozás és a felügyelet területén továbbra sem megoldott problémák 116	
7.	KÖVETKEZTETÉSEK, VÁLSÁGRA ADOTT VÁLASZOK.....	118
7.1	Fejlett és feltörekvő gazdaságok recesszióba süllyedése .....	118
7.2	Világ pénz- és tőkepiacainak hatalmi átrendeződése.....	120
7.3	Várható szabályozási változások.....	121
7.3.1	Az EU válságra adott válaszai .....	126
8.	EREDMÉNYEK.....	131
9.	KIVONAT .....	137
10.	SUMMARY.....	14839
11.	Irodalomjegyzék.....	140
12.	Rövidítések jegyzéke.....	148

## ÁBRÁK JEGYZÉKE

1. ábra: A PSZÁF felügyeleti hatásköre.....	51
2. ábra: A PSZÁF szervezeti felépítése.....	54
3. ábra: Az értékpapírosított jelzáloghitelek aránya az USA-ban .....	60
4. ábra: A CDO és ABS kibocsátásainak alakulása a világban.....	61
5. ábra: A jelzálogpiaci válság terjedése .....	62
6. ábra: Késedelmes fizetésű jelzáloghitelek aránya az USA-ban .....	62
7. ábra: A Freddie Mac árfolyamának változása .....	66
8. ábra: Az AIG árfolyamának változása .....	68
9. ábra: A forint árfolyamának változása .....	73
10. ábra: A magyar állampapírpiaci hozamok 2008. év végi alakulása .....	74
11. ábra: Magyar 5 éves euró államkötvény CDS .....	75
12. ábra: A BUX mozgása.....	77

## TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

1. táblázat: A globalizáció folyamatának sematikus áttekintése.....	18
2. táblázat: Felügyelet az EU egyes országában és Magyarországon.....	36
3. táblázat: Biztosítók minimális biztonsági tőkére vonatkozó előírásai.....	38
4. táblázat: A hitelpiaci válság áldozatai .....	67
5. táblázat: Az eurozóna jelzálogpiaci kitétsége.....	71
6. táblázat: A válságra adott jegybanki reakciók összefoglalása .....	82
7. táblázat: A mikro- és makroprudenciális szabályozás hatásköre.....	96
8. táblázat: A pénzügyi szektor veszteségleírásai és tőkeemelései.....	120

# 1. BEVEZETÉS

## 1.1 A disszertáció előzményei, célkitűzései

A szerző kutatásainak fókuszában az elmúlt években a pénzügyi csoportok, illetve azon belül elsősorban a bankbiztosítók szabályozási és felügyeleti rendszereinek változásai álltak. Elsődleges célja volt, hogy feltárja a csoporton belüli működés lehetőségeit, veszélyeit tulajdonosi és felügyeleti szemszögből egyaránt.

A 2007-ben kirobbant 2008-tól pedig világméretű pusztítást végző másodlagos jelzálogpiaci válság azonban nemcsak a világot, hanem a disszertáció gondolatmenetét is átrendezte. **A szerző azt a célt tűzte ki, hogy az eddigi kutatásai során megszerzett tudásanyagot felhasználva próbálja megtalálni a választ arra, hogy hogyan lett volna elkerülhető a globális összeomlás, illetve a bekövetkezett válság milyen változásokat idézhet elő a globális pénz- és tőkepiaci rendszerekben.**

Ennek érdekében az alábbi kérdésekre kereste a választ:

- mekkora szerepe van a Washingtoni Konszenzusnak a pénzügyi rendszerek összeomlásában?
- milyen előjelei voltak a pénzügyi krízis kirobbanásának?
- mennyire hoztak hatékony intézkedéseket az EU és a magyar hatóságok (PSZÁF, MNB, kormány)?
- a magyarországi szabályozás milyen következményekkel jár a pénzügyi csoportok működésére?
- milyen hatással lesz a válság a világgazdaságra?
- milyen felügyeleti, illetve szabályozási változásokra van szükség a jövőben?

**A disszertációban a legnagyobb hangsúlyt a válság a hazai pénz- és tőkepiacok szabályozására gyakorolt hatása kapta, ami természetesen szorosan összefügg az Európai Unióban bekövetkező változásokkal. A disszertáció a pénzügyi szabályozással és felügyeléssel kapcsolatos problémákra összpontosít. Cél a felügyeléssel és szabályozással kapcsolatos olyan megállapítások, ajánlások**



megfogalmazása, ami segíthet a mostanihoz hasonló válság kialakulásának megakadályozásában.

## **1.2 Aktualitás és alkalmazott módszertan**

A dolgozat írásakor még javában tart a pénzügyi krízis, a bankok veszteségelírásai már meghaladják az 1 000 milliárd dollárt, a világgazdaság növekedésének visszaesése miatti veszteségeket pedig már most sem lehet megbecsülni. A válsággal együtt járó drámai mértékű bizalmatlanság ugyan már enyhült valamelyest, de a pénzügyi rendszerek normális működése még várat magára, azok egyelőre mesterségesen vannak életben tartva. E sorok írásakor az Egyesült Államok 44. elnöke még csak pár napja van hivatalban, de stábjával látszólag minden erejével a helyzet megoldásán dolgozik. Bejelentett egy, több mint 800 milliárd dolláros gazdaságélénkítő csomagot, melynek célja a közel egy éve recesszióban lévő gazdaság talpra állítása. Az Egyesült Államok már idáig is ezermilliárd dolláros nagyságrendben pumpált pénzt a különböző rendszerekbe, ezt a világ jó szemmel nézi, hiszen kimondva-kimondatlanul a legfőbb felelősség az övék.

A világ fejlett és fejlődő gazdaságainak nagy része pár negyedéve már recesszióban van, de a lejtmenetnek még nincs vége. A munkanélküliség és a csődeljárások száma szédítő tempóban nő. Egy azonban még el sem kezdődött és az a felelősségre vonás. Ez idáig egy-két erőtlen próbálkozástól eltekintve még nem derült fény arra, hogy a kik is okozták a világgazdaságot évekre romba döntő krízist.

**A szerző a kik helyett a miéltre helyezi a hangsúlyt dolgozatában.**

A téma tehát nem is lehetne aktuálisabb. A dolgozattal a szerző nemcsak saját magát, hanem másokat is arra szeretne ösztönözni, hogy az elmúlt évtizedek legpusztítóbb pénzügyi és világgazdasági válságát kövesse figyelemmel, kutatásaival segítse a döntéshozók dolgát.

### **A kutatás módszertana**

Az információ megszerzéséhez nélkülözhetetlen a primer- és a szekunderkutatás. Az alkalmazott módszertan törzsét a primer források felkutatása, elemzése, valamint a disszertációba történő átültetése adta. Ezen felül a szerző a

pénzügyi válsághoz kapcsolódó szakirodalom részletes elemzésébe is beleásta magát amiket saját kritikai feldolgozása után épített be dolgozatába.

A szekunder információkat a szerző munkakörével összefüggő szakmai fórumok és a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelet Szabályozási Osztályával történő folyamatos konzultációk biztosították.

### **1.3 A disszertáció szerkezete**

A disszertáció a Washingtoni Konszenzus és a Maastrichti Szerződés ismertetésével és vizsgálatával kezdődik. A 1980-as évek végén – amikor Magyarország még csak a demokrácia fogalmával ismerkedett – a jelenkori piacgazdaság alapjai láttak napvilágot. A világméretű integráció egyik alapköve Washingtoni Konszenzus néven vált ismertté. A Maastrichti Szerződés volt az EU válasza a globalizációra, amely elfogadja a washingtoni iránymutatását, de közben megpróbálja megőrizni az európai integráció vívmányait, és hosszú távú céljait.

Az 1980-as évek végétől a pénz- és tőkepiacok egyre nagyobb függetlenséget élveztek, és általánosan elfogadott nézet lett, hogy a piacok képesek szabályozni önmagukat. Az új rendszerek terjedését egy szabályozott, világméretű reformfolyamatnak nevezték. A problémákat súlyosbította, hogy az USA-ban a pénzügyi folyamatokat irányítók a krízis kialakulásához nem csak a megfelelő szabályozás elmulasztásával járultak hozzá, hanem számos esetben maguk is segítették a piaci anomáliák gerjesztését. Miután „a piac önmagát szabályozza” elvnek az egyik jeles szószólója az amerikai jegybank szerepét betöltő FED-et közel 20 évig irányító Alan Greenspan volt.

A disszertációban bemutatásra kerül, hogy a féktelen liberalizáció és dereguláció milyen új pénzügyi termékeket hívott életre, és ezek milyen hatással voltak a pénzügyi rendszerek működésére.

A szerző áttekinti a hazai szabályozási és felügyeleti rendszer fejlődését a rendszerváltás óta eltelt közel 20 évre visszamenőleg. Bemutatásra kerülnek az EU-csatlakozás miatt bevezetett szabályozási változások, és részletesen ismerteti a szerző a világviszonylatban is korszerűnek számító hazai felügyelet létrejöttét. A szabályozási és felügyeleti rendszerek az egyes időszakokra vonatkozóan kerülnek bemutatásra. Az Európai Unió direktívatervezeteinek és ajánlásainak ismertetése

mellett vizsgálatra kerül, hogy milyen hatást gyakorolnak hazánk pénzügyi rendszerére.

A magyar, illetve a közép-kelet európai pénzügyi szektor a rendszerváltást követő időszakban – a nemzetközi folyamatokkal összhangban – hatalmas fejlődésen ment keresztül. Magyarország gazdasága közel két évtized alatt jutott el a szocialista tervgazdaságból a piacgazdaság fejlett intézményrendszerébe. A dolgozat bemutatja a pénzügyi piaci struktúra átalakulását Magyarországon.

A jelenlegi krízist sokszor hasonlítják az 1929-33-as nagy világgazdasági válsághoz. A szerző ezért Keynes, Tobin és Friedman elméleteinek segítségével vizsgálja a válságok közötti kölcsönhatásokat.

Ezt követően az amerikai másodlagos jelzálogpiaci válság kibontakozása és terjedése kerül bemutatásra, kiemelt figyelmet fordítva a hazai pénzügyi rendszerre kifejtett hatására.

A Magyarországra 2008 októberére látványosan begyűrűző válság egy csapásra kiszárította az állampapírpiacot, a forintot történelmi mélységbe küldte, a tőzsdét pedig napokig tartó gyilkos lejtmenetre kényszerítette.

A bankközi piacok zavara és a bankközi hozamok emelkedése kényszerű beavatkozásra készítette a jegybankokat. A jegybanki válaszreakciók pontos mibenlétét és jelentőségét csak akkor lehet megfelelően értékelni, ha ismerjük a jegybankok által normál piaci környezetben alkalmazott piaci műveleteket, a jegybankok általános piaci eszköztárának főbb vonásait. A disszertáció második fele ezt, valamint a válságra adott jegybanki és állami intézkedéseket és azok hatásait ismerteti. Ezután kerül sor a pénzügyi csoportok hazai szabályozási és felügyeleti gyakorlatának vizsgálatára. Kiemelt figyelmet fordítva a csoportok szempontjából releváns pénzügyi- és biztosítási részpiacok vizsgálatára. Az egyes alfejezetekben külön figyelmet kapnak az Európai Unió direktívatervezetei és azok hazai hatásainak vizsgálata.

## 2. A WASHINGTONI KONSZENZUS ÉS A MAASTRICHTI SZERZŐDÉS, MINT A GLOBÁLIS KONVERGENCIA ALAPPILLÉREI

A 80-as évek végén – amikor hazánk még csak a piacgazdaság alapjait fektette le – a jelenkori gazdaságpolitika alapjai láttak napvilágot. A **világméretű összehangolás egyik alapköve Washingtoni Konszenzus néven vált ismertté, mely azokat a konvencionális bölcsességeket foglalja magába, amiknek iránymutatásként kell szolgálniuk a fejlődő, a volt szocialista és a legfejlettebb országok számára egyaránt.** A 2.2 pontban megfogalmazott tíz pont tartalmában a washingtoni kormányhivatalok és a nemzetközi pénzügyi intézmények is egyetértettek. A másik Maastrichti Szerződés néven kelt életre, ez elfogadja a washingtoni konszenzus iránymutatását, de közben megpróbálja megőrizni az európai integráció, illetve most már az EU vívmányait és hosszú távú céljait.

### 2.1 Előzmények

A Washingtoni Konszenzus kialakulásához az 1980-as éveke jellemző restriktív politika, az ennek kapcsán megindult világméretű kamatnövekedés – Paul Volcker akkori FED elnök erőteljes támogatásával –, és az ezt követő adósságválság vezetett.

A latin-amerikai országok – Argentína kivételével – gazdasági növekedése 1940 és 1980 között volt a leggyorsabb (Szakolczai György [2005]). Az átlagos növekedési ütem 5% körül volt, és gyors javulás mutatkozott a szociális mutatószámokban is. A tartós és jelentős fejlődési fázis azonban nem mindenkinek kedvezett, elsősorban azok jövedelme nőtt, akik már eleve jómódúak voltak. Fennmaradt, sőt tovább nőtt a jövedelemeloszlás nagymértékű egyenlőtlensége. Mindeközben a növekedési modellek fenntarthatósága körül egyre több kétely merült fel. Az előbb említett kedvező fundamentális változások a költségvetési hiány növekedésével, az infláció felgyorsulásával, és növekvő adósságállománnyal jártak együtt.

Mexikóban az adósságválság 1982-es kitörésével világossá vált, hogy a rendszer nem képes hosszútávon kiegyensúlyozott működésre. Elfogytak az ország valutatartalékai, nem jutott több hitelhez és emiatt kénytelen volt adósságszolgálati

moratóriumot bejelenteni. A válság rövid idő alatt áterjedt több latin-amerikai országra. Jelentősen visszaesett a gazdasági növekedés, csökkenésnek indult az életszínvonal, egyre nagyobb népcsoportok szegényedtek el.

Az USA gyorsan felismerte a rendszer tarthatatlanságát és veszélyeit. A frissen hatalomra került Bush-kormány 1989 elején az adósságválság megoldására előterjesztette a Brady-tervet. Ez azonban a kongresszus erős ellenállásába ütközött. Miután nem voltak meggyőződve arról, hogy az érintett országok valóban megtették mindent a problémák megoldására. A latin-amerikai országok gazdaságpolitikájukat a 80-as évek közepén egyre jobban az USA és a nemzetközi pénzügyi intézmények által jóváhagyott irányba terelték, a kongresszus aggálya tehát nem feltétlenül volt megalapozott.

1989 novemberében került sor egy konferencia összehívására az Institute for International Economics szervezésében, melynek célja a Brady terv elfogadása és ezzel a nemzetközi adósságválság megoldása volt. A konferenciát John Williamson előadása nyitotta, melyben bemutatta azt a 10 pontból álló gazdaságpolitikai reformot, illetve a kiigazítás feltételeit, amit Washingtoni Konszenzusnak nevezünk.

Az a konszenzus tehát, amit a világ jelentős része átültetett saját gazdaságpolitikájába, és amely a világ pénzügyi rendszereinek egységesítéséhez is hozzájárult, elsősorban egy régiós problémára, a latin-amerikai válság megoldására született. Már a konferencián felmerült az az aggodalom, hogy a Konszenzus általános érvényű ideológiává válhat. Ez be is következett, miután az egyszerű, világos, könnyen áttekinthető és mindenki által érthető megfogalmazása és szerkezete alkalmassá tette erre.

A kiigazítás vagy reform Washingtoni Konszenzus elnevezése is magyarázatra szorult. Williamson a Washington szó alatt a politikai és a technokrata tartalmat emelte ki. Eszerint az USA fővárosa ad otthont az amerikai kormányhivataloknak, a jegybank szerepét betöltő FED-nek és a nemzetközi pénzügyi intézményeknek is, melyek közismerten rendkívül szoros kapcsolatot ápolnak egymással, és a világ pénzügyi központját alkotják. A konszenzus szó helyett pedig – Williamson szerint is – hatásosabb lett volna az általános konvergencia szavakat használni.

**A Konszenzus életre kelésével párhuzamosan zajlott a közép-kelet-európai országokban – így Magyarországon is – a rendszerváltás. Erre a tényre, valamint a latin-amerikai és a rendszerváltó országok problémáinak hasonlóságára Williamson is rámutatott. Így mi sem volt természetesebb, mint**

**hogy a Konszenzus lett az átalakulás vezérfonala, mely egyben az átalakulást nyomon követő nemzetközi intézmények számára is elfogadható volt.**

A következőkben a Konszenzus rövid ismertetése olvasható.

## **2.2 A Washingtoni Konszenzus pontjai:<sup>1</sup>**

1. Államháztartási fegyelem: a kormány, az önkormányzatok, az állami szektor és a jegybank együttes költségvetési hiányának eléggé kicsinek kell lennie ahhoz, hogy a deficit az úgynevezett inflációs adó nélkül is finanszírozható legyen. Ez általában azt jelenti, hogy a GDP néhány százalékát elérő elsődleges egyenlegének (kamatfizetések nélküli) többletet kell mutatnia. Miközben a kamatoknak az inflációt fedező részét figyelmen kívül hagyó operacionális deficit nem haladhatja meg a GDP két százalékát.
2. A közkiadások prioritásai: át kell csoportosítani a közkiadásokat a politikailag kényes területekről – amelyek általában több forráshoz jutnak, mint amennyi hasznot hoznak (pl: honvédelem, államigazgatás) – a nagyobb gazdasági hozadékot hozók felé (pl: egészségügy, oktatás).
3. Adóreform: a legmagasabb adókulcsokat mérsékelni kell, a reform keretében ki kell szélesíteni az adóztatható csoportok, szervezetek körét, vagyis az adóalapot. A cél a teherviselés igazságosabb elosztása és az adófizetési morál javítása.
4. A pénzügyek liberalizálása: a cél, hogy a kamatlábakat a piac határozza meg. A tapasztalat azonban az – mint láthattuk 2008 őszén is –, hogy tartós bizalmi válságban a kamatlábak az egekig szöknek, és ez veszélyezteti többek között a bankrendszert és az államok fizetőképességét. Ezért a reális cél az, hogy megszűnjenek a kedvezményes kamatok, és ezáltal cél az enyhén pozitív reálkamatok elérése.
5. Valutaárfolyam: az export növekedése és az exportőrök versenyképességének kiszámíthatósága a cél, mégpedig úgy, hogy az egyes országokban egységesíteni kell a valutaárfolyamokat azon a szinten, hogy az előbb említett célok megvalósuljanak.

---

<sup>1</sup> Forrás: Lányi Kamilla [1997]: A globális konvergencia változatai: Washington és Maastricht I. Külgazdaság, 1997. november [pp. 5-29.]

6. A külkereskedelem liberalizálása: a kereskedelem mennyiségi korlátozását fel kell váltani vámokkal, majd progresszív módon csökkenteni kell a vámtarifákat addig, amíg el nem érik a 10, maximum 20 százalékot.
7. Külföldi működőtőke beruházás: egyenrangúvá kell tenni a külföldi és a belföldi vállalatok versenyhelyzetét. Cél a külföldi tulajdonban lévő cégek belépését elősegíteni a hazai piacokra.
8. Magánosítás: az állami vállalatokat privatizálni kell.
9. Dereguláció: az egyes kormányok célja lényegében a globalizáció támogatása, illetve olyan szabályozási környezet megalkotása, mely elősegíti új cégek belépését. Elvileg csak olyan szabályok maradhatnak, amelyek a biztonság, a környezetvédelem, illetve a pénzügyi intézetek prudenciális működését szabályozzák.
10. Tulajdonjog: a jogrendszernek olyannak kell lennie, hogy a tulajdonjog biztonságát kirívóan nagy költségek nélkül érvényesíteni lehessen, és ugyanennek kell az informális szektorra is vonatkoznia.

### **2.3 A Maastrichti Szerződés**

Az előbb összefoglalt konszenzus pontjainak megfogalmazásakor az európai szerződés szövege már tulajdonképpen készen állt. Az Európai Közösség fennállása során már 1969-ben megfogalmazódott az igény a gazdasági és politikai integráció továbbfejlesztésére, de ezt egészen a 90-es évek elejéig halogatták. A Bretton Woods-i árfolyamrendszer megszűnése, az olajárrobbanások, valamint az adósságválság hosszú évtizedekre eltolta a Szerződés aláírását. A 90-es évek elején döntött úgy Nyugat-Európa, hogy a pénz- és tőkepiacok egyre integráltabb, fejlettebb világába egységes régióként kíván belépni. A Maastrichti Szerződéssel kapcsolatban a legnagyobb súllyal az egységes valuta bevezetése és a csatlakozás alapjául szolgáló kritériumok megalkotása szerepelt.

Ahhoz, hogy egy EU tag bevezethesse az eurót, be kell lépnie az ERM II. árfolyamrendszerbe.

Ennek feltétele a Maastrichti konvergencia kritériumoknak való megfelelés, mely a következő pontokból áll:

1. A belépni kívánó országban a hosszú lejáratú hitelezés átlagos kamatlába legfeljebb 2%-kal haladhatja meg az árstabilitásban elől járó három ország kamatlábainak átlagát.
2. A költségvetési deficit nem lehet több a bruttó hazai termék 3%-nál.
3. Az államadóság nem lehet nagyobb, mint a GDP 60%-a.
4. A fogyasztói árak emelkedési üteme legfeljebb 1,5%-kal haladhatja meg a három legjobban teljesítő ország rátáját.

A leendő tagoknak folyamatosan és módszeresen kell felkészülnie az egyes feltételekre, cserébe az Európai Bizottság a döntéskor eltűri a kisebb eltéréseket. Az eurózónához történt csatlakozás után is kötelező a fiskális kritériumokat, mint minimális feltételeket teljesíteni, ellenkező esetben eljárás indul az adott ország ellen.

**A Washingtoni Konszenzus deregulációval és privatizációval foglalkozó pontjai nem kerültek be a maastrichti konvergencia-kritériumok közé, de az egyes tagországok átültették azokat gazdaságpolitikájukba, így hódolva a Washingtoni Konszenzus minden pontja előtt.** Hozzá kell tenni, hogy például az államháztartási fegyelem tekintetében a maastrichti kritériumok nem olyan szigorúak, mint a Washingtoni Konszenzus által előírányzott elvek.

A Washingtoni Konszenzus pontjainak nagy része viszont a gazdaságoknak a világgazdasággal érintkező, a nemzeteken túlmutató részét hivatott befolyásolni. Egy adott ország belső gazdasági folyamatait úgy próbálja szabályozni, hogy az – akár annak kárára is – a világgazdaság fejlődését szolgálja. Ez egyértelműen a globalizációs folyamatokat erősítette, melynek káros hatásait a 2007-ben kirobbant hitelválság világméretűvé válása óta tapasztaljuk.

## **2.4 Világgazdasági hatások**

A Washingtoni Konszenzus és a Maastrichti Szerződés konvergenciakritériumai által meghatározott társadalmi és gazdasági berendezkedés egy új rendszer alapkövét jelentette a 90-es évek elején. **Az adott rendszer hatalmi**



**struktúrájának egyik fontos jellemzője, hogy az állami szerepvállalás folyamatos és jelentős visszaszorulását eredményezte. Ezzel szemben a pénz- és tőkepiacok egyre nagyobb függetlenséget élveztek és általánosan elfogadott nézet lett, hogy a piacok képesek szabályozni magukat.** Az informatikai háttér dinamikus fejlődése is támogatta, hogy az egykor komoly állami kontroll alatt lévő realgazdaságban egyre nagyobb szerepet kapjon a magántőke. Az új rendszerek terjedését egy szabályozott, világméretű reformfolyamatnak nevezték.

A reformok megkezdését kiváltó körülményeket háromféle módon magyarázták:<sup>2</sup>

- „az új rendszert az emberiség vívmányának tekintik, és a reform elkerülhetetlenségét hangoztatják,
- a reform megkezdése vagy véghezvitele megjósolhatatlan, de heves politikai küzdelmek egyre gyakrabban tarkíthatják a folyamatot,
- a globalizációt és a szerveződő nagy régiók versenyét helyezi középpontba.”

Az összegyűlt tapasztalatok alapján megállapítható, hogy ez utóbbi vált meghatározóvá, hiszen a nemzetközi nagyvállalatok szerepe a világgazdaságban, az országos és régiós viszonylatban egyaránt a legnagyobb szereppel bír. Sokszor politikai és pénzügyi intézményekkel együtt alakítják számukra kedvezőbbé a gazdasági mikro, vagy akár a makro környezetet, önös érdek által vezérelve.

A konszenzus megszületését követő több mint egy évtized elteltével Williamson tanulmányt<sup>3</sup> tesz közzé, melyben értékeli az eltelt időszakot.

A kedvezőtlen tapasztalatok okát Williamson három fő tényezőben látja:

1. „a visszatérő súlyos válságok hátráltatják a folyamatok véghezvitelét,
2. a szükséges reformokat nem kellő következetességgel hajtják végre, az intézményrendszer megerősítését szolgáló második generációs reformokat pedig elhanyagolják,

---

<sup>2</sup> Forrás: Lányi Kamilla [1997]: A globális konvergencia változatai: Washington és Maastricht I. Külgazdaság, 1997. november [pp.5-29.]

<sup>3</sup> Williamson, John [2003]: Overview. An Agenda for Restarting Growth and Reform. In: Kuczynski – Williamson

3. a gazdaságpolitikák középpontjában csak a növekedésre fókuszálnak, az egyéb tényezőket, mint a jövedelemelosztást és szociálpolitikát pedig figyelmen kívül hagyják.”

Williamson saját megfogalmazása szerint a Konszenzus nem volt elegendő ahhoz, hogy „a 90-es évek gazdaságpolitikáját irányító kiáltvány legyen. Nem figyelmeztette az országokat azokra a veszélyekre, amelyekkel szembekerültek. Elhanyagolta az institutionális reformokat, miközben túlságosan a növekedésre koncentrált.”

A Konszenzus válság előtti időszakra kifejtett hatását kiválóan mutatja be Szakolczai György:<sup>4</sup> *A washingtoni konszenzus és ami utána következik* című írása.

Lányi Kamilla *Válság táplálta globalizáció*<sup>5</sup> című, 2000-ben megjelent cikksorozatában már kitér a globális rendszer néhány gyenge pontjára. Bemutatja a globális pénz- és tőkepiacok inherens válsággerjesztő képességét, és azt, hogy a régiós válságok által miként terjednek a globálisnak nevezett rendszerek. Rávilágít, hogy a nemzetközi pénzügyi rendszer csak azonos módon szabályozott, deregulált környezetben, azonos elvek szerint működő vállalatokat képes integrálni, melyek nem elhanyagolható módon, a leggyengébb ellenőrzési gyakorlattal rendelkező amerikai testületi irányítást és felügyeletet követik. Ebben a rendszerben alkalmazhatók leginkább az úgynevezett pénzügyi újítások, ezeket a következő fejezet fogja bővebben ismertetni. Lányi ezredfordulós prognózisa szerint a pénz- és tőkepiacok vállalatainak és termékeinek a társadalom növekvő részét átfogó terjeszkedése a korábban bekövetkezett válságoktól eltérőeket és súlyosabbakat hozhat. Megjegyzi, hogy az ebből a környezetből kiinduló válságok enyhítése valószínűleg a költségvetésekre vár. Az 1. ábra a globalizáció mozgatórugóit és azok gazdasági és társadalmi következményeit mutatja be.

---

<sup>4</sup> Szakolczai György: A washingtoni konszenzus és ami utána következik, *Külgazdaság*, XLIX évfolyam, 2005 október [pp.26-39.]

<sup>5</sup> Lányi Kamilla: *Válság táplálta globalizáció*, *Külgazdaság*, XLIV. évfolyam, 2000. április [pp.4-23.], május [pp:4-34.]

**1. táblázat: A globalizáció folyamatának sematikus áttekintése**

Mozgatórugók	A globalizációs hatás jellege	Társadalmi következmények	Ajánlott társadalompolitikai válasz
A kereskedelem liberalizációja, az EU létrejötte, bővítése	A kereskedelmi folyamatok méretének és szerkezetének átalakulása	Ipari és regionális szerkezeti változások	Az oktatás megerősítése
A közlekedés költségeinek csökkenése és technikák fejlődése	A termelés áttelepítése	Jövedelem-egyenlőtlenségek és szegénység	A bevándorlók munkaerőpiacokba és a társadalomba való integrálódásának elősegítése
Pénzpiacok és tőkemozgások deregulációja és liberalizációja	Emberek vándorlása	Foglalkoztatási arányokban és szintekben bekövetkező változások	A munkaerőpiac alkalmazkodási képességének és rugalmasságának növelése
Infokommunikációs technológiák és az internet hódítása	A szolgáltatások kereskedelmének szerkezeti változása		
Migrációs politika és határellenőrzés	A tőkemozgások megoszlásának változásai	Társadalmi összeolvadások és kirekesztődések	A szociális háló átalakítása és az egyének képességeinek és adottságainak növelése
A multinacionális vállalatokra vonatkozó és más nemzetközi szabályozások	Az adóalapok változásai		Új utak megtalálása a szociális és egyéni kockázatok kezelésére

*Forrás: Polgári Szemle, 2008 december, 4. évfolyam 5. szám: Dr. Novoszáth Péter: Globalizáció, nemzeti fejlődés, stratégiai vállalatok*

A károk enyhítését, a stabilitás részbeni megőrzésének lehetőségét abban látja, hogy csatlakozni kell egy támadhatatlan valutaövezethez.

A jelenleg is zajló, 80 éve nem látott méretű világgazdasági válság azokat igazolja – természetesen Lányit is –, akik kifogásolták a pénzvilágban zajló folyamatok rendkívüli sebességét, a pénz- és tőkepiacokon zajló ügyletek túlpördülését és a nemzetközi pénzügyi rendszerekben a szervezettség, az átláthatóság és a szabályozottság hiányosságait. **Már a 90-es évek közepétől egyre több aggasztó jel és jóslat látott napvilágot, de az egyre magasabb hőfokon pörgő globalizáció miatt figyelmen kívül hagyták az intő jeleket.** A komoly gazdasági összeomlás lehetőségét sokan vitatták, a kisebb, lokális válságok bekövetkezését már kevésbé. Az bizonyossággal kijelenthető, hogy a jelenlegi,

elsősorban a túlburjánzott pénzügyi rendszer drámai összeomlását hozó válság alapjaiban változtatja meg a globális integrációs folyamatokat és alkalmazkodási követelményeket. Az egymással sok tekintetben harmonizáló két követelményrendszer közül inkább a washingtoni megítélése szenvedhet csorbát.

#### 2.4.1 Pénzügyi dereguláció

A pénzügyi válság kiváltója leegyszerűsítve a túlértékelt amerikai ingatlanpiac és az ezt követő jelzálogpiaci összeomlás volt.

Az elmúlt 25 évben a világot irányító nagyhatalmak gazdaságpolitikájában, mind a pénzügyi szféra szabályozásában egyre jobban eluralkodott a dereguláció, a neoliberális gazdaságpolitika, aminek alapjait a Washingtoni Konszenzus fektette le (Scheuer Gyula – Scheuer Tamás Gergely [2008]). **A hit, mely szerint a piacok önszabályozóak, sorra gyengítette az állami és a nemzetközi szabályozások eszközszerzeit. A gazdaságfilozófia szemléletében bekövetkezett változásoknak köszönhetően az állami szabályozórendszerek nem követték megfelelően az elmúlt időszak jelentős változásait.**

A globalizáció, illetve a piacon megjelent új pénzügyi innovációk hatására a világgazdaságban forgó tőke az állami és a pénzügyi szektor szabályozóinak figyelmét is elterelte. A fejlett infrastruktúrának és az innovatív, de sokszor alulképzett és felelőtlen pénzügyi „szakembereknek” is jelentős szerepe volt abban, hogy szinte totálisan átláthatatlanok és követhetetlenek lettek az egyes pénzügyi tranzakciók, illetve termékek.

A világnak sok esetben iránymutatást adó amerikai pénzügyi irányítás nem csak a nem megfelelő szabályozás elmulasztásával, hanem számos esetben a saját maga gerjesztette piaci anomáliákkal is hozzájárult a jelenlegi helyzet kialakulásához. Miután a *piac önmagát szabályozza* elvnek az egyik jeles szószólója az amerikai jegybank szerepét betöltő FED-et közel 20 évig irányító Alan Greenspan volt.

## 2.4.2 Pénzügyi innovációk

**Tagadhatatlan, hogy a pénzügyi innovációk gyakran a változó világ igényeihez való alkalmazkodást, az egyes befektetői igények pontosabb kiszolgálását, a kockázatkezelés javítását szolgálják, de számos esetben az egyes új instrumentumok mögött sokkal álságosabb okok álltak.** Az innovációk jelentős része egy kedvezőbb gazdasági, elsősorban adózási, szabályozási környezet biztosítását szolgálja. A vállalatok új ötletekkel, módszerekkel próbálják optimalizálni adózásukat, illetve megtalálni a szigorúbb szabályozás előli kiutat.

### 2.4.2.1 Derivatív pénzügyi termékek

Amerikában többször tettek kísérletet a felügyelteti ellenőrzés, illetve szabályozás szigorítására, de a Kongresszus ezek többségét rendre elutasította, ezzel erősítve a dereguláció további térnyerését (Scheuer Gyula – Scheuer Tamás Gergely [2008]). A kirobbant pénzügyi válság megmutatta, hogy a legnagyobb veszélyt a hitelkockázat transzferálását biztosító termékek jelentik. Ez bekövetkezhet értékpapírosítással, vagy hitelderivatívákkal. Ezekkel, az egyébként a hitelminősítők által rosszul is minősített, elvileg alacsony kockázatú termékekkel megfertőzték az egész, globális pénzügyi rendszert. Ezekre a termékekre épülve számos új szervezeti forma, intézmény jött létre (pl: hedge fundok, befektetési bankok), melyek a hagyományos banki tevékenységnél sokkal kockázatosabb befektetésekkel próbáltak vonzó hozamot elérni, ráadásul úgy, hogy ezek felügyelete és szabályozása még a banki szintet sem érte el.

A válság kirobbanásának egyik legfőbb okozója a tőkeáttétel – mint eszköz – elterjedése volt. Ennek segítségével valamilyen eszköz, ingatlan, nyersanyag vagy például részvény vehető meg alacsony önerő és magas hitel mellett.

A tőkeáttétel terjedését segítette, hogy a forráshoz jutás az alacsony kamatszintek miatt igen olcsó volt, a termékek burjánzása a világ pénzügyi rendszereiben szigorú felügyelet nélkül keringő pénzt rövid idő alatt jelentősen megnövelte. Az állam a bankok kötelező tartalékráta-képzésének bevezetésén keresztül szabályozta a bankok pénzteremtő képességét, vagyis azt, hogy saját tőkéjük hányszorosaig terjeszkedhetnek tevékenységük során.

A hedge fundokon kívül az európai és az amerikai nagybankok is relatív magas tőkeáttétellel működnek. Ez azért veszélyes a bankokra, mert gyorsan a kritikus szint alá csökkenhet saját tőkéjük, akár kisebb veszteségek elszenvedése során is. A hitelezést pedig a szabályozási oldalról korlátozza a saját tőke nagysága. Ezek rövid időn belül éreztetik hatásukat a reálgazdaságban is, hiszen a csökkenő hitelkihelyezés jelentősen rontja a vállalatok és a lakosság helyzetét. **A válság kapcsán tett állami beavatkozások tehát nemcsak az egyes pénzügyi intézményeknek, rendszereknek, hanem az egész világgazdaságnak is mentőövet jelentenek.**

A már említett hedge fundok olyan, általában zárt végű alapok, amelyeknek befektetési politikáját, kockázatvállalásának mértékét a szabályozói oldal lényegében nem korlátozza. Egy hedge fund kis önerővel hatalmas tőkét mozgathat meg. Több alap összehangolt befektetésekkel tehát jelentős árfolyammozgásokat idézhet elő. Természetesen az általuk kívánt irányba, ami a szabályozási kérdéseken felül versenyjogi fogyatékokosságokat is felvet.

A tőkeáttételes pozíció bővülése, illetve leépülése jelentősen befolyásolja az eszközárak alakulását és számottevően torzíthatja a fundamentumok által indokolt piaci árat. Minél nagyobb mértékben épülnek ki tőkeáttételes pozíciók, annál extrémebb volatilitást hoznak a piacokra.

Az előbbieken említett példák jól szemléltetik, hogy a pénzpiacok önmagukat szabályozó képességének feltételezése milyen eredményekkel járt. A torz szemlélet kialakulásának egyik alapját a Washingtoni Konszenzusban fektették le. A válság minden bizonnyal egy új pénzügyi világnak a kezdetét jelenti. A következő fejezetben a jelenleg érvényben lévő nemzetközi és hazai szabályozási, illetve felügyeleti rendszerek kerülnek bemutatásra.

## **3. AZ EURÓPAI UNIÓ ÉS HAZÁNK SZABÁLYOZÁSI ÉS FELÜGYELETI RENDSZERE**

### **3.1 Az EU szabályozása a pénz- és tőkepiacokon**

#### **3.1.1 Az EU szabályalkotási folyamata**

Az európai integráció több évtizedes fejlődésének egyik legfontosabb eseménye a pénzügyi rendszer területén lezajló integrálódás volt. A pénzügyi piacok Európai Közösségeken belüli fejlődését a világszerte érvényesülő liberalizációs és deregulációs tendenciák jellemezték. Az ezredfordulóra azonban világossá vált, hogy az EU – sok szempontból indokolatlanul bonyolult és lassú – jogalkotási rendje végzetes versenyhátrányba hozhatja az EU tőkepiacait.

Az EU-n belüli egységes szabályozás indokait négy pontban lehet meghatározni:

1. biztonsági követelmények, mivel a banki szabályozás nagyon összetett és bonyolult, így kevésbé lehet kijátszani,
2. egyenlő versenyfeltételek biztosítása, mivel egységes belső piacon működnek, határon átnyúló szolgáltatások és csoportok jöttek létre,
3. konszolidált alapú felügyelet kialakítása,
4. a felügyeleti konvergencia iránti igény, ez a folyamat már elkezdődött, de a jövőben fog kiteljesülni, aminek a végén már akár egy egységes uniós Felügyelet is létrejöhet.

Az EU Tanácsa 1999-ben létrehozta a Bölcsék Tanácsát. A testület feladata az egységes tőkepiac működését akadályozó szabályozási és adminisztratív okok megtalálása, illetve problémák megoldására javaslatok kidolgozása lett. E testület alkotta meg az úgynevezett Lámfalussy-eljárást, amely a tőkepiaci közösségi jogalkotásban radikális szakítást javasolt a standard EU jogalkotás folyamatával. Az eljárás nevét a Bölcsék Tanácsát vezető magyar származású bankárról, Lámfalussy Sándorról kapta. Ebben az eljárásban nagyobb feladat hárul az érintett uniós intézményekre, a piaci szereplőkre és a felügyeleti szervekre egyaránt. A szabályozás előkészítésében a Bizottság mellett az Európai Tőkepiaci Szabályozók

Bizottságának (CESR) jutott még fontos szerep. A bizottságnak tanácsadó, jogszabály-értelmező szerepe van.

### **Lámfalussy-eljárás**

A döntéshozatal reformjának céljából kidolgozott új jogalkotási módszer célja volt, hogy a pénzügyi piacok területén egyszerűbbé és hatékonyabbá tegye az EU-n belüli döntéshozatalt és szabályozási struktúrát. A módszer elsődleges célkitűzése az értékpapírpiacon EU-s szabályozásának reformja volt, amit 2004-ben a banki és biztosítási szektorra is kiterjesztettek, hogy minél egységesebb legyen a rendszer. Ez négy szintre tagolja az európai szabályozást, és meghatározza az egyes uniós intézmények és nemzeti szervek közötti kompetencia- és feladatmegosztást.

Az első szint a keretelvek meghatározásáról és a hatáskörök kialakításáról szól az Európai Bizottság, a Tanács és a Parlament együttdöntési folyamatában elfogadott irányelv bevezetésén keresztül. A megvalósítás részletes intézkedései a második szinten kerülnek kidolgozásra.

Az európai szakmai szabályozási bizottságok, és az Európai Bizottság részletes végrehajtási rendelkezéseket dolgoznak ki. A Bizottság ezután szabályozási tervezeteket készít, melyeket a szakmai szabályozási bizottságok vitatnak meg, és alkotják meg végleges formájukat. A második szinten tevékenykedő szakmai szabályozási bizottságok a következők:

- a bankszektorban a European Banking Committee (EBC);
- a biztosítási piacon a European Insurance and Occupational Pension Committee (EIOPC);
- a pénzügyi konglomerátumok EU-n belüli szabályozása terén a European Financial Conglomerates Committee (EFCC);
- az értékpapír-piacon a European Securities Committee (ESC).

A harmadik szinten a tagállamok felügyeleti szerveiből álló szektorális alapon kialakított bizottságok által iránymutatások, ajánlások, felügyeleti rendelkezések kerülnek kidolgozásra. Az Európai Bizottságnak a végrehajtási rendelkezések kidolgozása során ezek a bizottságok nyújtanak segítséget az európai szabályozás



konzisztens nemzeti kivitelezésében és az európai pénzügyi piac minél egységesebb napi felügyeletének kidolgozásában.

A szakértői bizottságok a következők:

- a bankszektorban a Committee of European Banking Supervisors (CEBS);
- a biztosítási piacon a Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors (CEIOPS);
- az értékpapír-piacon a Committee of European Securities Regulators (CESR).

A negyedik szinten a tagállamok és a Bizottság a harmadik szinten lévő felügyeleti szervekkel együtt ellenőrzik a kidolgozott szabályok végrehajtását.

Az EU direktívák célja az egységes európai jogi háttér megteremtése, de hangsúlyos az egységes felügyeleti gyakorlat kialakítása is. Az EU tagállamainak kötelességük implementálni saját szabályozási és felügyeleti rendszerükbe. Minimum harmonizáció esetén a tagállam szabályozása lehet szigorúbb is. Maximum harmonizáció esetén szó szerint át kell venni a rendelkezést, tehát az annál sem szigorúbb sem enyhébb nem lehet.

Érdemes még kiemelni, hogy a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság szerepe is igen fontos. A '70-es évek közepén alakult meg ez a bizottság, amit a G10-ek alapítottak, és amely ma 13 tagot számlál. A Bizottság ajánlásokat tesz közé, amik senkire nézve sem kötelezőek, de a Bizottságnak akkora elismertsége van, hogy a világ országai ezeket az ajánlásokat is integrálják saját szabályozási és felügyeleti rendszereikbe.

### **3.1.2 A legfontosabb szabályozási témakörök**

#### *1. Engedélyezés, engedélyvisszavonás*

Az EU előírások egyik alapvető eleme, hogy az engedélyezési eljárás során a Felügyelet megvizsgálja:

- az elkülönített pénzeszközöket,
- a minimum saját tőke meglétét, ami 5 millió euró, de vannak esetek, ahol elég 1 millió is a megalakuláshoz,

- legalább két személy irányítsa az intézményt, ez más néven a négy szem elve,
- rendelkeznek-e a vezetők jó üzleti hírnévvel. A magyar szabályozás ezt úgy alkalmazza, hogy követelményként írja elő, hogy a vezetők megfelelő végzettséggel, szakmai gyakorlattal rendelkezzenek, és büntetlen előéletűek legyenek.

Bár az EU direktíva erre nem állapít meg egyértelmű szabályokat, Magyarországon két lépcsős az engedélyezés. Első lépésben az alapítási engedélyt kell megkérni a bankot alapítani szándékozókna. Ha ezt a Felügyelet megadja, akkor ezt követően lehet kérni a működési engedélyt. Az EU direktíva nem szabályozza, hogy az engedélyt hány lépcsőben kell megadni, de arra vonatkozóan tartalmaz szabályt, hogy mennyi időn belül kell döntést hoznia a Felügyeletnek az engedélykérelem elbírálásáról.

## *2. Letelepedés és szolgáltatásnyújtás szabadsága*

Az EU belső piacának egyik alapvető működési elve a letelepedés és szolgáltatásnyújtás szabadsága. Ez a banki szolgáltatások vonatkozásában abban jelenik meg, hogy:

- amennyiben egy EU-ban bejegyzett bank más EU tagállamban kíván fiókot nyitni, arra nem kell külön engedélyt kérnie, hanem csak bejelentési kötelezettsége van,
- bármely EU tagállamban bejegyzett bank jogosult közvetlen formában határon átnyúló szolgáltatást végezni,
- az EU-ban bejegyzett bankok és az azok által nyújtott szolgáltatások tekintetében a hazai és a fogadó ország felügyeletei együttműködnek, megosztják egymás közt a feladatokat és a felelősséget.

## *3. Szavatoló tőke*

A prudenciális szabályozások többsége valamilyen módon kötődik a szavatoló tőkéhez, hiszen ez az a tényező, ami alapjaiban határozza meg, hogy mekkora kockázatokat vállalhat egy bank a működése során.

A szavatoló tőkének három szintje van:

- Alapvető szavatoló tőke, ide tartozik a jegyzett tőke, tőketartalék, általános tartalék, mérleg szerinti eredmény, alapvető kölcsöntőke. A mérleg szerinti eredmény akkor különösen fontos tényező, ha év közben számolunk szavatoló tőkét. A pozitív mérleg szerinti eredmény évközi beszámítására csak akkor van lehetőség, ha az:
  - könyvvizsgáló által auditált és elismert,
  - adófizetési kötelezettségtől mentes (társasági adóval csökkentett érték),
  - osztalékfizetéstől mentes.
- Járulékos szavatoló tőke (alárendelt kölcsöntőke, értékelési tartalék),
- 3. szintű tőkeelemek, amelyek az alárendelt kölcsöntőkéhez hasonlóak, de rövidebb a futamidejük (legalább 2 év).

Az elmúlt időszakban megszorodtak a hibrid tőkeelem kibocsátások, amelyek részben tőkeként, részben kölcsönként viselkednek, de megfelelő feltételek teljesítése esetén akár az alapvető tőkeelemek közé is beszámíthatóak. A hibrid tőkeelemek feltételeire nézve az egyes tagállamok szabályozása nem egységes, de azok alapját a Bázeli Bizottság által közzétett ajánlás képezi, mely szerint a hibrid tőke akkor számítható be az alapvető tőkeelemek közé, ha:

- a kölcsön futamideje kellően hosszútávú, vagy ha határozatlan futamidejű, akkor csak felügyeleti engedéllyel lehet visszafizetni,
- felszámolás esetén a kölcsön folyósítói kielégítési sorrendben a tulajdonosok előtti utolsó helyre kerülnek,
- nem lehet olyan elemet beépíteni a konstrukcióba, amely ösztönzi a bankot a korai visszafizetésre (pl. step-upot, amikor a fizetendő kamat a futamidő múlásával lépcsőzetesen emelkedik),
- a tőke nem lehet kumulatív jellegű, vagyis ha egy adott évben a bank nem tud rá osztalékot vagy kamatot fizetni, akkor a következő években az már nem követelhető a banktól.

#### *4. Tőkekövetelmény számítás*

A bankok tőkekövetelmény számítására 1989-től kezdve az EU a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság által meghatározott tőkemegfelelési mutatót használta, amely a szavatoló tőke és a kockázatokkal súlyozott mérlegfőösszeg hányadosa volt, és a minimum szintjét 8%-ban határozták meg. A Bázeli Bizottság 2004-ben, az EU pedig 2006-ban adta ki azt a dokumentumot, amely megváltoztatta a tőkekövetelmény számítás rendszerét, és azt a következő három pillérre helyezte:

- minimum tőkekövetelmények, amelynek keretében meghatározásra került, hogy milyen módszerek közül választhatnak a bankok a hitelezési, működési és piaci kockázatuk tőkekövetelményének számítása során,
- felügyeleti felülvizsgálati folyamat, amely alapján mind a bank mind a felügyeleti hatóság megvizsgálja a bank valamennyi releváns kockázatát és szükség esetén az 1. pillérhez képest többlet tőkekövetelményt határoz meg,
- nyilvánosságra hozatali követelmények, amelyek előírják, hogy a banknak milyen információkat, és milyen időközönként kell magáról nyilvánosságra hoznia.

#### *5. Kereskedési könyv tőkekövetelménye 93/06-os EU direktíva*

A kereskedési könyvbe azokat a tételeket kell besorolni, amelyeket piaci kereskedésre, nyereségszerzés céljából vásárolt a bank, ezáltal kockázatoságuk megítélése során nem elsősorban a hitelezési, hanem inkább a piaci kockázat a releváns. Eltérő például annak a kötvénynek a tőkekövetelmény számítása, amelyet rövid időn belüli továbbértékesítési, illetve amelyet hosszútávon való befektetési céllal vásároltak. A kereskedési könyv vezetésének egyik alapkövetelménye, hogy az abban szereplő pozíciókat naponta újra kell árazni. A kereskedési könyvi pozíciók tőkekövetelménye az alábbi tételekből adódik össze:

- pozíció kockázat, piaci kockázat, ami lehet általános vagy speciális,
- partner kockázat, annak függvényében, hogy a bank kivel kötötte az üzletet, hitelezési jellegű kockázat,
- deviza árfolyam kockázat, a deviza nettó nyitott pozíciók arányában,
- nagykockázat vállalás ,
- árukockázat vállalás, áruügyletekben szerzett nyitott pozíciók kockázata.

A kereskedési könyvi tételek tőkekövetelmény számítása során az építőkocka elv érvényes, vagyis minden kockázattípusra ki kell számolni a tőkekövetelményt, majd utána összegezni. 1998-tól arra is lehetőség van, hogy egyes kockázati típusokra a felügyelet engedélyével a bank saját belső modellje alapján végezze el a tőkekövetelmény számítást.

#### *6. Nagykokázat vállalás*

A kockázatvállalás definíciója jóval szélesebb, mint egyszerűen csak a fennálló hitelek összessége. Abba a hitelnyújtáson túl beletartoznak többek között a befektetések, derivatívák, garanciavállalások is. A nagykokázat vállalási korlátok az alábbiakban jelennek meg:

- egy adós, illetve adóscsoport felé a bank nem vállalhat nagyobb kockázatot, mint a szavatoló tőkéjének 25%-a,
- az összes nagykokázat vállalás, amely meghaladja a bank szavatoló tőkéjének 10%-át, összesen nem lehet több mint a szavatoló tőke nyolcszorosa.

#### *7. Befektetési korlátok*

A befektetések korlátozására külön szabályok érvényesek az alábbiak szerint:

- egy banknak más hitelintézetben, pénzügyi és befektetési vállalkozáson vagy járulékos vállalkozáson kívüli befolyásoló részesedése nem lehet magasabb, mint a hitelintézet szavatoló tőkéjének 15%-a. A célja ennek a szabályozásnak, hogy egy bank inkább hitelt nyújtson, ne pedig részesedést próbáljon szerezni,
- a bank összes ilyen befektetése nem lehet több mint a szavatoló tőke 60%-a.

Mind a nagykokázat vállalási mind a befektetési korlátok esetében igaz, hogy amennyiben a bank túllépi a korlátot, akkor a túllépés összegét le kell vonnia a szavatoló tőkéjéből.

### *8. Összevont alapú felügyelet*

A 90-es évektől kezdve a felügyeleti hatóságok számára nyilvánvalóvá vált, hogy nem elégséges, ha a bankot önmagában vizsgálják, hanem konszolidáltan, összességében kell az adott bankcsoportot elemezni. Az összevont felügyelést az alábbi főbb elemek jellemzik:

- az alapvető prudenciális szabályoknak való megfelelést (tőkekövetelmény, nagykockázat vállalás, kereskedési könyv) egyedi szinten túl csoport szinten is be kell tartani,
- az összevont felügyelet kiterjed a tulajdonosokra is, így különösen a pénzügyi holding vállalatra, (olyan pénzügyi vállalkozás, amely hitelintézeteket tulajdonol) valamint a vegyes tevékenységű holding vállalatra (olyan nem pénzügyi vállalkozás, amely hitelintézetet tulajdonol),
- az összevont felügyelet terjedelme eltérhet a számviteli konszolidációtól, de lehet annál bővebb vagy szűkebb körű is,
- a felügyelet különösen vizsgálja a csoporton belüli ügyleteket, a csoportszintű belső ellenőrzést és a kockázatkezelést.

### *9. Pénzmosás elleni küzdelem*

A pénzmosás elleni küzdelem fő célja a bűncselekményből származó pénzek pénzügyi rendszerbe való bekerülésének, valamint a terrorizmus finanszírozásának megakadályozása. Magyarország számára ez különösen fontos kérdés, mert 2 évig szerepelt a pénzmosás ellen küzdő nemzetközi szervezet, az FATF által kiadott feketelistán. Fő elemei a személyazonosítás (beneficial owner), a 3,4 M HUF feletti befizetések vagy gyanús befizetés esetén. A bankok többsége már egy automatikus szűrőrendszert működtet, amely azonnal jelzi, ha gyanús személytől érkezik befizetés. A pénzmosás elleni küzdelem a bankok számára is fontos, mert az a bank, amelyik pénzmosási ügyekbe keveredik, elveszítheti ügyfelei bizalmát.

### *10. Betétbiztosítás*

Mivel a betétbiztosítás komoly versenybefolyásoló tényező, ezért az EU külön direktívában szabályozza, hogy a tagállamok milyen mértékű betétbiztosítást nyújthatnak az ügyfelek részére. Ennek összege a pénzügyi válság hatására nemrég

került 20 ezer euróról 50 ezer euróra való felemelésre, amelyet a magyar szabályozás is követett. Az Országos Betétbiztosítási Alap nyújtja Magyarországon a biztosítást.

### *11. Fogyasztóvédelem*

A fogyasztási hitelek vonatkozásában külön EU direktíva került kiadásra fogyasztóvédelmi célból. Fő elemei a teljes hiteldíjmutató előírása, valamint a fogyasztók megfelelő tájékoztatása.

### *12. Hitelintézetek felszámolása*

A hitelintézetek felszámolásával foglalkozó direktíva szabályozza, hogyan kell felszámolni egy olyan hitelintézetet, amely több EU tagállamban működik.

### *13. Pénzügyi konglomerátumok*

Pénzügyi konglomerátum és pénzügyi csoport között a bankszabályozás szempontjából különbséget teszünk. Konglomerátum az, amely egyidejűleg végez pénzügyi és biztosítási szolgáltatást is, oly módon, hogy a kisebbik tevékenység csoporton belüli részaránya eléri a 10%-ot. Magyarországon egy konglomerátum volt, az OTP, de a Garancia Biztosító értékesítésével az OTP pénzügyi konglomerátummá minősítésének feltétele megszűnt. Pénzügyi konglomerátum esetében a tőkekövetelmény számítását konglomerátum szinten is el kell végezni, és a felügyelet kiterjed a csoporton belüli tranzakciókra és a belső ellenőrzési rendszerre is. A konglomerátumhoz tartozó intézményeket felügyelő hatóságok együttműködnek, a koordinátori funkciót az anyaintézményt felügyelő hatóság látja el.

### *14. Elektronikus pénzt kibocsátó intézmények*

A hitelintézetek egy speciális típusát szabályozza az elektronikus pénzt kibocsátó intézményekről szóló direktíva.

## **3.2A pénz- és tőkepiacok szabályozási és felügyeleti rendszerének változásai Magyarországon az Európai Unió csatlakozáskor**

### **3.2.1 A szabályozás fejlődési fázisai**

#### **3.2.1.1 A rendszerváltás időszaka**

**Az 1980-as években a magyar bankszektorban bekövetkező változások hatására az ágazat a piacgazdasági átalakulást tekintve jelentős előnybe került a gazdaság többi ágával szemben. A reformok és a kétszintű bankrendszer létrejötte ellenére a szabályozás és a felügyelet azonban még jelentős elmaradásokat mutatott.** A prudens működést és az egészséges piaci versenyt leginkább akadályozó tényező volt, hogy a vállalati és lakossági banktevékenység még nem került szétválasztásra, valamint hogy az ügyfelekre vonatkozó bankválasztási korlátozások még érvényben voltak (Zsámboki Balázs Árpád [2006]). Vállalati oldalról jelentős könnyítés volt, hogy 1987-től megszűnt a bankok ágazati specializációja, ettől fogva szabaddá vált a bankválasztás. Egy évvel később a külföldi befektetők előtt nyitották meg az utat azzal, hogy törvénnyel szabályozták befektetéseiket, valamint hogy a társasági törvény megalkotásával lehetővé tették a részvénytársaságként történő bankalapítást. Hazánk vonzerejét ezeken felül különféle adókedvezményekkel is növelték.

1989 stratégiaiilag igen jelentős év volt, miután ekkor teremtették meg a privatizáció alapjait az átalakulási törvénnyel, és az Állami Vagyonügynökségről szóló törvény megalkotásával. Az előbbivel az állami vállalatok részvénytársasággá történő átalakulását tették lehetővé. Még ebben az évben minisztertanácsi rendelet született a banktevékenység folytatásának felügyeleti feltételeiről. Az MNB pedig, ha kezdetleges formában is, de létrehozta a devizapiacot, valamint bevezette az alapkamatot.

1990-ben folytatódott a pénzügyi rendszerek robbanásszerű fejlődése. A kereskedelmi bankok devizaműveleti tevékenysége jelentősen kibővült, valamint megalkották az értékpapírtörvényt és megnyitották a Budapesti Értéktőzsdét.

1991-ben a lakossági betéti kamatplafon eltörlése jelentett további deregulációs lépést.



A hazai bankok működése egyre jobban kezdett harmonizálni a fejlett országokéval, de a számviteli és portfólióminősítési szabályok továbbra is elavultak voltak, akadályozták a prudens működést. A bankok működését, illetve eredményességét jelentősen korlátozta, hogy a fizetésektelen adósok ellen nem indult felszámolási, illetve csődeljárás, miután nem született még meg a csődtörvény.

1991 jelentős áttörést hozott, megalkották a pénzügyintézetekről és azok tevékenységéről, a befektetési alapokról és a Magyar Nemzeti Bankról szóló törvényt. Ezek jelentették a modern pénzügyi szabályozás alapjait. A törvényalkotáskor ekkor már törekedtek a fejlett világból érkező iránymutatások – úgy, mint a Washingtoni Konszenzus – implementálására, amik a hatékonyabb szabályozás és felügyelet mellett természetesen deregulációs és liberalizációs intézkedéseket is jelentettek. A prudens működés alapjait a kor kívánalmainak megfelelő számviteli törvény és a csődtörvény megalkotásával fektették le.

A bankszektor sokáig kedvezőtlen keretek között alultőkésített állapotban működött, ezért a rendszerváltást jellemző gazdasági válságot nem tudta önmagában túlélni. Az állam – a mostani válsághoz hasonlóan – akkor is a pénzügyi szektor segítségére sietett.

### **3.2.1.2 Reformok, megszorítások, konszolidációk időszaka**

A bankok többsége inszolvenssé vált, a rossz portfólióval rendelkezők elvesztették tőkéjüket, ami már a betétesek pénzét veszélyeztette (Lentner-Polyák-Tóth [2005]). Az állam azonnali beavatkozásra kényszerült a reálgazdasági problémák további mélyülésének elkerülése végett. **A 90-es évek közepét szokás a konszolidációk időszakának nevezni. A magyar állam három lépésben tisztította meg a bankok portfólióját.**

Az első lépésben került sor a hitelkonszolidációra, melynek során a bank eszközszerkezete módosult, a rossz hitelek helyett az állam konszolidációs kötvényeket bocsátott ki.

Második lépésben történt az adókonszolidáció, amikor 12 állami vállalat terheit az állam megvásárolta a pénzügyintézetektől, ezzel is tisztítva azok portfólióját.

A harmadik lépésben – a bankkonszolidáció keretében – az állam pótlólagos tőkével segítette a pénzügyintézeteket, ezzel a forrásszerkezetüket javította.

A strukturális átalakulás következményeként a gyengébb pénzügyi erőt képviselő szereplők eltűntek a piacról, míg a nagy, de komoly gondokkal küzdő bankok konszolidálásával sikerült elkerülni a drámai következményekkel járó gazdasági folyamatokat.

### **3.2.1.3 Privatizáció és az EU csatlakozásra való felkészülés**

**A konszolidáció következtében feltőkésített állami bankok alkalmassá váltak a privatizációra.** A fejlett országok gyakorlata alapján kialakított prudensebb szabályozás és régióban rejlő hatalmas növekedési potenciál következtében egyre több külföldi tulajdonú pénzügyintézet lépett be a hazai piacra. A privatizáció útján megjelenő új tulajdonosok további fejlődést hoztak magukkal. Az új vállalatirányítási módszerek, az informatikai beruházások, vagy a kockázatkezelési eljárások bevezetése mind hozzájárultak a hazai pénzügyi rendszer fejlődéséhez.

**Az Európai Unióhoz történő csatlakozás lehetősége további szabályozási és felügyeleti újításokat hozott, melyek elsősorban már az apróbb részletek teljesebb kidolgozásáról szóltak, aminek alapjául nyugat-európai modellek szolgáltak.** A Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének 1999-es megalapítása pedig már sok esetben a fejlett országokban működő Felügyeletek korszerűségét is túlszárnyalta.

Összességében megállapítható, hogy a hazai pénzügyi rendszer a 80-as évek végétől hatalmas fejlődésen ment keresztül, melyek jelentős reálgazdasági következményekkel is jártak. A rendszerváltás okozta gazdasági összeomlás viszont túl korán érkezett, a pénzügyi rendszer természetesen még nem tudott egy ekkor problémát kezelni, nem tudta stabilitását fenntartani. A kötelező és drasztikus állami beavatkozások jelentős többletterhet róttak a lakosságra és a vállalati szektorra egyaránt.

### 3.3 Az EU-hoz való csatlakozáskor életbe lépett változások

#### 3.3.1 EU jogharmonizáció szakaszai

##### 3.3.1.1 Első szakasz

A magyar szabályozás már a csatlakozás előtt is nagymértékben harmonizált az EU előírásaival. A teljes megfelelés elérése érdekében kiigazításokra és finomításokra volt azonban szükség. A teljes harmonizálás két szakaszban zajlott. Az első szakasz 2000. december 31.-ig tartott, a második a csatlakozásig.

A második szakasz során azok az intézkedések kerültek bevezetésre, amelyeket csak a csatlakozást követően kellett alkalmazni.

A csatlakozás mind a két szakasza már a múlté. Megállapítható, hogy a harmonizáció első szakaszának lépései számottevő gazdasági hatással nem jártak. Ennek egyrészt az volt az oka, hogy javarészt technikai jellegű jogszabálymódosítások születtek az első szakaszban, másrészt pedig az első szakasz harmonizációs lépései közül egyeseket a harmonizáció második szakaszában sikerült csak megvalósítani, ezért a következőkben csak ezzel a szakasszal foglalkozik a dolgozat.

##### 3.3.1.2 Második szakasz

A harmonizáció második szakaszában született meg az új Biztosítási Törvény (Bit). Az utóbbi évtized változásai váltották ki azt az igényt, hogy a biztosítóintézetek tevékenysége során a tőkekövetelmény kerüljön felülvizsgálatra. Így indult el a „Solvency I.” program, amely során a hatályos szolvencia követelmények áttekintése és aktualizálása történt meg. **Ezek a módosítások lényegében finomítások és szigorítások voltak, nem érintették a szolvencia rendszer lényegét.** A program végeredményeként született meg 2002. februárban a 12/2002, és 12/2002 EU-irányelv, amelynek szabályai 2004-ben léptek hatályba, és amelyek az új Biztosítási törvénybe is beépültek.

## **A legfontosabb változások összefoglalása:**

1. Az uniós csatlakozás után a határok megnyílásával hazánkban szabaddá vált a biztosítások értékesítése. A külföldi székhelyű biztosítók fióktelepet ezelőtt is létrehozhattak a teljes pénzügyi szektorban speciális szabályok alkalmazásával. A gyökeres változás abban rejlett, hogy a csatlakozás után az EU tagállamok biztosítói kikerültek ebből a rendszerből, hiszen ők az egységes engedélyezés elve alapján már sokkal liberálisabb keretek szerint működhetnek az EU belső piacán. A külföldön bejegyzett biztosítók közül az így fennmaradó körre lett érvényes a „harmadik ország” szabályozási fogalma, amely csak az EU-n kívüli országokra vonatkozott. A termékek értékesítése szabaddá vált azáltal, hogy a határon átnyúló szolgáltatás keretében is értékesíthet biztosítást a külföldön bejegyzett biztosító.

Kérdésként felmerült, hogy a hazánkban működő biztosítók fiókteleppé alakulnak-e vagy megmaradnak Rt. formában. Mivel hazánk piacán az akkor már több mint egy évtizede jelenlévő cégek rendkívül eredményesen és hatékonyan működtek, így kevés esély volt arra, hogy tömeges átalakítások menjenek végbe. Esetleg egyes kisebb volumenű társaságok dönthettek a fiókosodás vagy egyesülés mellett. De ezek mellett új fióktelepek és leányvállalatok megjelenése is várható volt. Fontos még kiemelni a hazai társaságok országhatárunkat átlépő terjeszkedését, mely most is folyamatban van (OTP-csoport), igaz, jelenleg a válság miatt szünetel.

Meg kell még említeni a határon átnyúló szolgáltatások elterjedését. Ezt segítette egyrészt a támogató technikai, informatikai háttér egyre szélesebb körben való elterjedése, másrészt a szabad munkaerőáramlás megvalósulása is.

Európai Unión kívüli országban székhellyel rendelkező társaság tevékenységét hazánkban csak olyan fióktelep útján végezheti, amelyhez felügyeleti engedély szükséges.

2. Megállapítható, hogy a csatlakozást követően alapvetően megváltoztak a felügyeleti rendszer szabályai: az egységes uniós belső piacon az egységes engedély elve érvényesül, azaz a tagállamok bármelyikében kiadott tevékenységi engedély az egész Európai Unió területére érvényes. Az egységes

engedély elve következtében a hazai felügyeletre nagyobb szerep és nagyobb felelősség hárul például azon bank esetében, amelynek székhelye Magyarországon van, de a határon kívül is akar terjeszkedni.

A szervezeti formát említve, szót kell ejteni arról, amely hazánkban ugyan nem létezik a gyakorlatban, de a Bit. eddig is lehetőséget biztosított a szövetkezeti formában végzett biztosítási tevékenységre. A változás abban áll, hogy a korábbi 50 fő helyett 10 fő is elegendő ahhoz, hogy biztosító szövetkezetet hozzon létre. Az EU országok felügyeletei közül a 2. táblázat hasonlít össze néhányat.

**2. táblázat: Felügyelet az EU egyes országaiban,  
és Magyarországon (2007)**

Országok	Magyarország	Németország	Nagy-Britannia	Svédország
<b>Jellemzők</b>				
Hatóság	Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF)	Bundesanstalt für Finanzdienstleistung (BAFin)	Financial Supervisory Authority (FSA)	Finansinspektionen (FI)
Összevont (kiegészítő) felügyelet működik?	Igen, 2000-től	Igen, 2002-től	Igen, 2001-től	Igen, 2002-től
Felépítés, tagozódás, jogkör	Egyetlen engedélyezési, felügyeleti és végrehajtási hatáskör.	Két központ (Bonn és Frankfurt), három területi szint, kilenc főhadiszállás, 135 helyi fiók	Egyetlen engedélyezési, felügyeleti és végrehajtási hatáskör.	Egyetlen engedélyezési, felügyeleti és végrehajtási hatáskör. Nemzeti jogot kiegészítő jogalkotás.
Szervezet	514 alkalmazott, szektorokon átnyúló igazgatóságok	Különálló szervezeti egységben a bank- a biztosítás és az értékpapír felügyelet, de szektorokon átnyúló osztályok is vannak. A második felügyeleti igazgatóság felelős a biztosítótársaságok felügyeléséért.	2300 alkalmazott, szektorokon átnyúló igazgatóságok	150 alkalmazott, lapos piramis szervezet a felügyeleti szektor szerinti divíziókkal.
Engedélyezés	A vizsgálat középpontjában a törvényi kritériumok teljesítése.	Vizsgálat: kötelező kritériumok teljesítése a tulajdonosok esetében, konszolidált felügyelet szükségességének megállapítása. Fontos kritérium a nemzeti felügyelő hatóságok közötti koordináció megléte is.	Egyes jogi személyek és csoportok engedélyezése is folyik. Határon átnyúló tevékenységre eseti vizsgálatot folytat. Az engedélyezési vizsgálat módszere mindig helyszíni látogatás is. Vizsgálat: kötelező kritériumok teljesítése, valamint konszolidált felügyelet szükséges-e?	Vizsgálat: kötelező kritériumok teljesítése, becsületes üzleti magatartást tanúsít-e, konszolidált felügyelet szükséges- e. A teljes engedélyezési folyamat körülbelül 6 hónapig tart.
Szankcionálás	Határidő kifizésével meghatározott feltételeknek való megfelelésre kötelezhet, felügyeleti bírságot szabhat ki, szanálási tervet írhat elő, új pénzügyi tervezést kérhet, felfüggesztheti termék forgalmazást, biztosítónak megtilthatja a biztosítástechnikai és a szavatoló tőke feletti szabad rendelkezését, tevékenységi engedélyt felfüggeszthet, illetve vissza is vonhatja azt.	A szankcionálási lehetőségek a büntetőjog és a nemzeti alkotmány keretében lévő közigazgatási jog nemzeti jogrendszerrel függenek. Minden esetben be kell tartani az arányosság elvét.	Legszélesebb az eszközök köre. Különféle büntetőjogi, vádemelési hatáskörökkel is rendelkezik. Beleértve az azon személyek elleni vádemelés hatáskörét is, akik felhatalmazás nélkül végeznek szabályozott tevékenységet.	Legszűkebb az eszközök köre. Alapvetően kétféle szankciót alkalmazhat: figyelmeztetés vagy az engedély visszavonása.

Forrás: saját feldolgozás PSZÁF tanulmány (2003) alapján

A táblázatban nincs kiemelve az ellenőrzés, mivel erről elmondható, hogy az „activity-based supervision” elve alapján nem szervezetet, hanem tevékenységet ellenőriz, tehát a határon túl is történik felügyelet. Valamint szintén nincs kiemelve a jelentési vagy adatszolgáltatási kötelezettség, ugyanis minden ország tekintetében függetlenül attól, hogy konszolidált vagy sem a felügyelet, mindenhol negyedéves és éves gyakorisággal kell teljesíteni e kötelezettséget.

3. A következő változás a biztosítástechnikai tartalékokra vonatkozott. Erről elmondható, hogy 1998-ban a tartalék összege 325 milliárd forint volt, ami 2002. év végére 867 milliárdra változott. A csatlakozás előtt érvényben lévő szabályozás értelmében a biztosítótársaságok matematikai tartalékaikat csak Magyarországon fektethették be. Ez azonban a csatlakozás után megváltozott, és azóta bármelyik EU tagállamban megtehetik a befektetést.

Ezen túlmenően bővült azoknak az eszközöknek a köre is, amelyekbe pénz helyezhető el. Az EU irányelvek alapján az új törvény meghatározta a kockázatosabb, illetve a készpénzzé tehető befektetési-fajták maximálisan megengedett arányát is. Új elemként jelent meg a származtatott ügyletek alkalmazása.

A csatlakozás után a biztosítótársaságok biztosítástechnikai tartalékának befektetés-állományában az állampapír-befektetések dominanciája megmaradt.

4. A minimális biztonsági tőkére vonatkozó módosított előírásokat a 2002 márciusában hatályba lépett Szolvencia I projekt keretein belül születettek meg. A projekt fő célja a biztosítottak védelmének javítása a szolvencia követelmények szigorításán keresztül. A 3. táblázat az összecszerű változásokat szemlélteti.

### 3. táblázat: Biztosítók minimális biztonsági tőkére vonatkozó előírásai

Biztosítótársaságok	Jelenleg hatályos előírás	Csatlakozással hatályosuló előírás
Életág	250 millió forint	750 millió forint
Nem életág	150-350 millió forint a művelt ágazatoktól függően	500-750 millió forint a művelt ágazatoktól függően

*Forrás: Saját szerkesztés, Bit. alapján*

A minimális biztonsági tőkére vonatkozó új előírások tekintetében ugrásszerű változás következett be, ami azonban csak részben az Unió irányelv hatása. A növekedés döntő részét az okozza, hogy a Bit 1996-os elfogadása óta nem módosultak az abban megállapított összegek, így az infláció következtében az értékük jelentősen csökkent. Az EU irányelvek a minimális biztonsági tőke inflációkövetését is előírják. Az új törvény értelmében a pénzügyminiszter rendeleti úton határozhatja meg az értékkövetési indexet.

Jelentős engedményként értékelhető, hogy a már működő biztosítók öt éves átmeneti időszakot kaptak a biztonsági tőke-megfelelés elérésére, ami azonban külön felügyeleti engedéllyel még két évig meghosszabbítható. Új alapítás esetében azonban az emelt összegnek már induláskor rendelkezésre kell állnia.

Az átmeneti időszakot követően a magasabb tőkekövetelmény és a megváltozott piaci körülmények magával hozták az egységnyi tőkére eső jövedelmezőség (ROE) csökkenését. Hozzá kell tenni, hogy a jövedelmezőség alakulása még nagyban függ a működési költségektől is, amiket különféle reorganizációs lépésekkel próbálnak kordában tartani a vállalatok.

A működési költségek között jelentkeztek azok a kiadások is, melyek az informatikai háttérre és a technológiai fejlesztésekre irányultak azért, hogy képesek legyenek határon átnyúló szolgáltatásokra. Ez szintén a jövedelmezőségi rátát befolyásolta kedvezőtlenül.



## 5. A szavatoló tőkére vonatkozó szabályozások

A csatlakozáskor életbe lépett új törvény a biztosítói csoportok ellenőrzésére, a szavatoló tőke megállapítására az egyedi ellenőrzéstől eltérő, a halmozódásokat kiszűrő számítási módszereket, szabályokat határozta meg.

### *Minimális szavatoló tőkeszükséglet számítása:*

Az új szabályozás ez esetben csak technikai részletet módosított. Ennek ellenére az új Bit-ben a minimális szavatoló tőke-szükséglet számítását leíró melléklet teljesen átdolgozták. Az új változat pontosan követi az EU-irányelvek szerinti éves számítási módot, és ahhoz illeszkedően írja le külön a negyedéves számítást.

### *Szavatoló tőke számítása:*

Az EU irányelvek pontosították a rendelkezésre álló szavatoló tőkébe beszámítandó, illetve beszámítható tőkeelemek meghatározását, hagynak azonban mozgásteret a tagállamok egyedi szabályozásának.

### *Intézkedések elégtelen szavatoló tőke esetén:*

A csatlakozás előtt hatályban lévő törvény a biztosítót legfeljebb egyéves szanalási terv benyújtására kötelezte, ha a szavatoló tőkéje nem érte el a minimális szintet. Ha pedig a rendelkezésre álló szavatoló tőke kisebb volt, mint a szükséges biztonsági tőke, akkor a biztosítónak féléves pénzügyi terv benyújtását írta elő. Az új törvényben a fenti rendszer megmaradt, azonban az EU-irányelvek alapján új intézkedési lehetőséggel bővült ki, melyek a Felügyeletre vonatkoznak. Ha a biztosító szavatoló tőkéje pillanatnyilag ugyan megfelelő, de a biztosító működése a biztosítottakat veszélyezteti, akkor a biztosító hároméves pénzügyi terv készítésére kötelezhető. Továbbá lehetőséget kap a Felügyelet arra, hogy indokolt esetben felülbírálja a rendelkezésre álló szavatoló tőke értékelését, illetve a viszontbiztosítás beszámítását.

A szabályozások növelik a szektor tőkeszükségletét, és ezzel párhuzamosan rontják a tőkefeltöltöttséget. Átmeneti rendelkezéseknek köszönhetően nem kell

azonnal megszüntetni a tőkehiányt. A feltöltésre minimális szavatoló tőke esetén három év, a minimális biztonsági tőke esetén öt év áll rendelkezésre.

*A unit-linked életbiztosításokra ható változás*

Új elemként jelent meg a befektetési egységekhez kötött életbiztosításokkal kapcsolatban felmerülő tőkeszükséglet. A tőkeszükséglet számítása során addig nem kellett figyelembe venni azokat a unit-linked biztosításokat, ahol a biztosító nem vállalta át a befektetési kockázatot, és az igazgatási költségek nem voltak hosszú távra rögzítve. Az új szabályozás szerint viszont már ezeknek a szerződéseknek a költségkockázatát is figyelembe kell venni a tőkeszükséglet számításakor.

6. Hazánk csatlakozásával egy időben jelentősen megváltoztak az ügyfélforgalommal kapcsolatos, illetve az ügyfelek védelmét szolgáló szabályok. A szabályozás egyértelmű és szigorú rendelkezéseket tartalmaz arról, hogy a biztosítónak mikor, milyen tájékoztatást kell nyújtania az ügyfeleknek. A szabályok kiterjednek a biztosítási és üzleti titokra, valamint a személyes adatok védelmére.
7. Speciális szabályok vonatkoznak a biztosítók csődjére, felszámolására és végelszámolására. Az uniós szabályok a biztosítóval szemben nem engedik a csőd eljárás lefolytatását, de szükség szerint lehetővé teszik a társaságok felszámolását és végelszámolását. Ezt azonban az illetékes felügyelet által létrehozott közhasznú társaság végezheti azzal a feltétellel, hogy a biztosító biztosítási szerződésből származó kötelezettségeivel szemben csak a felszámolási költségeknek van elsőbbsége.

### 3.4 Legfrissebb szabályozási változások

Az elmúlt időszakban a szabályozással és felügyelettel kapcsolatban három jelentős területen történt előrelépés, amely Magyarországot is közvetlenül érinti (Tóth [2005]). Ezek a területek a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság új ajánlástervezete, az Európai Unió direktívatervezete a hitelintézetek és a befektetési vállalkozások tőke megfeleléséről, valamint az Európai Uniónak a pénzügyi konglomerátumban működő hitelintézetek, biztosítók és befektetési vállalkozások kiegészítő felügyeletéről és több EU direktíva kiegészítéséről szóló 2002/87/EC direktívája.

#### 3.4.1 A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság ajánlása, a Bazel II.

A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottságot a 70-es évek közepén hozták létre a G-10 országok bankfelügyeleti szerepét ellátó intézményei azzal a céllal, hogy egy olyan szabályozói keretrendszert alakítsanak ki, amely a bankok válságait megpróbálja előre jelezni. A Bizottság szerepe az azóta eltelt időszakban egyre fontosabb lett, mára a bankfelügyeleti gyakorlat és szabályozási háttér kialakításának egységesítéséért és fejlesztéséért felelős legfontosabb nemzetközi intézménnyé vált, amely ajánlásaiban közzéteszi a tőke megfelelésre, a kockázatkezelésre, a banki belső működési folyamatokra, a felügyeleti módszerekre és a nyilvánosságra hozatalra vonatkozó elvárásait. **A Bizottság ajánlásainak teljesítése jogilag nem kötelező, de elismertsége következtében az ajánlásoknak való megfelelés alapvető ahhoz, hogy egy ország pénzügyi szabályozó rendszerét és felügyeleti gyakorlatát fejlettnak nyilvánítsák.** Mivel a Bázeli Bizottság munkájában a G-10 országok felügyeleti hatóságai vesznek részt, ezért az ajánlások szövegének kialakítására is elsősorban ezek az országok vannak hatással. Az ajánlások formálisan csak a nemzetközileg aktív országokra vonatkoznak, de a legtöbb országban valamennyi bankra alkalmazzák ezeket a szabályokat.

A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság még 1988-ban tette közzé a Capital Accord című anyagát, amelyben a Magyarországon előbb tőke-megfelelési mutatóként, majd 2003-tól fizetőképességi mutatóként elnevezett prudenciális mutatószám számítására vonatkozó szabályokat rögzítette. A tőkeegyezményt több mint 100 ország vette át szabályozási gyakorlatába. A mutató számítási módszere arra épül,

hogy a szavatoló tőkét hasonlítja össze a bank által vállalt kockázatok összességével.

Az 1988-as tőkeegyezmény számítási módszerei, valamint azok módosításai már egyre kevésbé voltak alkalmasak arra, hogy az eredeti szándéknak megfelelően megakadályozzák a bankok válságba kerülését.

*A lényegesebb kritikák a következők voltak:*

- nem tükrözi megfelelően a tényleges kockázatokat
- a bankok az azóta eltelt időszakban jóval részletesebb és hatékonyabb kockázatomérési technikákat dolgoztak ki, amelyeket azonban nem vehetnek figyelembe a tőkekövetelmények számítása során
- az egyezmény valamennyi bankot egységesen kezel, tekintet nélkül a kockázatkezelési rendszerekben fennálló lényeges különbségekre
- nem vesz figyelembe olyan új pénzügyi innovációkat, amelyek a tényleges kockázati pozíciókat jelentősen befolyásolhatják
- a hitelezési és a piaci kockázaton kívül felmerült a működési kockázat tőkekövetelményének meghatározásának az igénye is.

Ezek a folyamatos kritikák késztették a Bizottságot arra, hogy felülvizsgálja a 88-as ajánlásait. 1999-ben jelent meg az első dokumentum, mely a módosítási javaslatokat tartalmazta. Ezt követően 2001-ben, majd pedig 2003-ban újabb tervezetek következtek.

**A Bázeli Bizottság legújabb ajánlása a következő 3 pilléren nyugszik:**

**1. pillér:** minimum tőkekövetelmények, amelyek a hitelezési, piaci és működési kockázatok tőkekövetelményének számítási módszereit, és az egyes módszerek alkalmazásának körülményeit vizsgálják

**2. pillér:** a felügyeleti felülvizsgálati folyamat, amely megköveteli a banktól a saját tőkekövetelmény számítási módszerek kidolgozását, a felügyeleti hatóságoktól pedig e módszerek ellenőrzését, megelőző beavatkozás végrehajtását és szükség esetén a minimálisnál nagyobb tőkekövetelmény meghatározását

**3. pillér:** a piac fegyelmező ereje, amely a bankok által nyilvánosságra hozandó adatok, információk körét tartalmazza, amely alapján maga a piaci nyilvánosság kényszeríti ki a banktól a prudens működést.

A Bázeli Bizottság ajánlástervezete 2006 végétől lépett hatályba. Az Európai Unióban a hitelintézetek és befektetési vállalkozások tőkeszabályozását tartalmazó (CRD) 2006/48/EK és 2006/49/EK irányelveken keresztül került bevezetésre.

Az alábbiakban egy olyan téma bemutatása következik, amely közvetlenül és közvetetten is kapcsolódik az új bázeli ajánlásokhoz, és azt megközelítő jelentőségű.

### **3.4.2 Szolvencia II projekt**

A Bizottsági szervek – a tagállamokkal együttműködve – elindították a „Solvency II.” Projektet, amely a „Solvency I.” Projekt keretében megindult munka folytatása, de annál sokkal átfogóbb célokat tűzött ki. A projektet már 2001-ben elindították újtárra, abból a célból, hogy a szavatoló tőke követelmények jóval kockázat érzékenyebbek legyenek.

**A Szolvencia II célja a biztosítók a fizetéseképtelenségtől védő szabályok újragondolása.** Az új szabályozás alapja, hogy a biztosítók meghatározott összegű tőke tartalékolására kötelezzék annak érdekében, hogy átmeneti pénzügyi és működési zavarok esetén is teljesíteni tudják az ügyfelekkel szemben vállalt kötelezettségeiket. A válság megmutatta, hogy biztosítók is könnyen bajba kerülhetnek. Ilyen volt például Amerikában az AIG esete. Az új szabályok lehetővé tennék a biztosítóknak, hogy tőkeszükségletüket számításánál egyedi kockázati profiljukat is figyelembe vegyék, továbbá tekintettel van a társaság méretére és összetettségére, valamint az összes üzleti kockázatra.

Alapvető feladat egy olyan szabályozási rendszer megalkotása, amely jobban megfelel a biztosítók valódi kockázataiból fakadó elvárásoknak, valamint egy közös EU kockázatkezelési és felügyeleti elvrendszer kidolgozása. A teljes pénzügyi szektor prudens és transzparens működése érdekében a „Solvency II.” rendszert a szükséges mértékben össze kell hangolni a banki és befektetési területen alkalmazott szabályokkal. A hasonló kockázatokat tartalmazó termékeket azonos

módon kellene felügyelni – erre a válság is jó példa -, és azonos tőke- vagy szolvencia követelményeknek kellene vonatkozni rájuk.

### **A Szolvencia II a bázeli ajánláshoz hasonlóan 3 pillérből áll<sup>6</sup>:**

#### **I. pillér**

„A tartalékolásra, eszközökre és szavatoló tőkére megfogalmazott szigorú minimum követelmények alkotják ezt a pillért.

Az élet- és nem-életbiztosítási ágat érintően eltérő megközelítést kell alkalmazni mind a tartalékolás, mind az eszközök, mind a szolvencia követelmény felülvizsgálatakor.

Az életbiztosítások esetében a biztosítástechnikai tartalékoknál várható, hogy a jövőbeni cash-flow-k diszkontálásával számított tartalékképzésre kell áttérni. A kockázati elemeket a tervek szerint a cash-flow-k foglalják magukba, így diszkontrátaként ún. kockázatmentes piaci rátát alkalmaznának.

A nem-életbiztosítások területén a diszkontált cash flow megközelítés mellé egy mennyiségi követelmény megalkotására is szükség lehet a biztosítástechnikai tartalékok szintjét illetően. A Bizottság álláspontja az, hogy a kialakítandó EU szolvencia rendszer kereteiben is fenn kell tartani azt a lehetőséget, hogy a biztosítók továbbra is képezhessenek adózatlan tartalékot, és ezt törvényes tartalékként a szavatolótóke követelmény teljesítéseként elszámolhassák.

Az új szolvencia rendszer egyik legfontosabb kérdése a függő károk tartalékainak összehangolása lesz. A Bizottság azt javasolja, hogy a biztosítástechnikai tartalékok prudenciális szintjére egy mennyiségi szint kerüljön megállapításra. Ez egy standard megalkotásának igényét vetíti előre. És ez az első pilléren kívül hatással lesz a második pillért alkotó elemekre is.

A befektetéseket illetően a Bizottság a fennálló EU szolvencia szabályokat úgy ítéli meg, hogy azok nem foglalkoznak kellően az eszközkockázattal, különösen igaz ez a nem életbiztosításokra. Meglátásuk szerint az eszközkockázatnak sokkal nagyobb szerepet kell kapnia a tőkeszint számításakor.

A Bizottság vitaanyaga ún. kétszintű tőkekövetelményekre tesz javaslatot. E szerint a szavatoló tőke kívánatos szintje az a tőke, mely lehetővé tenné a

folyamatos működést egy rögzítetten alacsony csődvalószínűség mellett. Ez a szint lenne a prudenciális felügyelet alapvető eszköze.

## **II. pillér**

Ez tartalmazza a „felügyeleti szabályokat”, amelyek elsősorban a belső ellenőrzésre, a kockázati menedzsmentre, illetve a kockázatfigyelésre vonatkoznak. A biztosítók belső kockázatkezelési, ellenőrzési rendszere tükrözheti a legjobban a társaság kockázati profilját. A pillér lényege, hogy erősítést kapjon a felügyeleti ellenőrzés, hiszen ez elengedhetetlen az új EU szolvencia rendszer bevezetéséhez. Célszerű az ellenőrzés fő elemeit az EU szintjén összehangolni, szem előtt tartva, hogy az egyes ellenőrzések során mindenkor az adott biztosító tevékenysége, kötelezettségei, piaci helyzete dönti el, hogy mely ellenőrzési elemeket, eszközöket, módszereket alkalmazzák.

Az ellenőrzés területeit, illetőleg azokat a minimum követelményeket, amelyek létfontosságúak a felügyelés teljesítéséhez, pontosan be kell határolni. Ezek közül is a legfontosabb területek a belső ellenőrzés, a befektetési politika, a kockázatkezelés, az eszközforrás menedzsment és a viszontbiztosítás.

Ezen túlmenően meg kell határozni a felügyelet hatáskörét, így az intézkedési jogköröket, a felelősségi kört, valamint a standard szabályoktól való eltéréshez az engedélyezés általános elveit. Külön elvárások megfogalmazása is szükséges az ügyfelekkel szembeni tisztességes viselkedéssel kapcsolatban. Alapvető követelmény, hogy a piac valamennyi szereplője számára átláthatók, egyértelműek és következetesek legyenek a felügyeleti intézkedések, a megalkotott kritériumok és az eltéréskor alkalmazott módszerek. Ennek kapcsán felmerült a gondolat egy olyan rendszer megalkotásáról, ahol az EU felügyeleti hatóságai figyelemmel kísérik és értékelik egymás gyakorlatát.

## **III. pillér**

Ennek célja a piaci erők működésének elősegítése azáltal, hogy a lehető legteljesebb információ nyilvánosságra hozatalával a biztosítók átláthatóságát növeljék.

---

<sup>6</sup> [http://www.pszaf.hu/data/cms807577/publ\\_szolv2\\_rovidszolv2.pdf](http://www.pszaf.hu/data/cms807577/publ_szolv2_rovidszolv2.pdf)

A nyilvánosság, mint az ellenőrzés egyik legfontosabb eszköze, alapvető elemként jelenik meg a jövőbeni felügyelet működésében. A projekt jelen állása szerint annyit lehet mondani, hogy a felügyeleti hatóságok adminisztratív terheinek csökkentése érdekében, a különböző jelentéstételi, beszámolási kötelezettségeket össze kell hangolni. Ezen pillérre vonatkozó ajánlások kidolgozása csak akkor lehetséges, ha az előző két pillér által kitűzött célok és az azok eléréséhez vezető utak már ismertek.

Az új szabályozás fő célja, hogy a fogyasztók és a szolgáltatást nyújtó vállalatok ugyanolyan szintű védelmet élvezhessenek, valamint a nagyobb rugalmasság biztosítása a biztosítóknak a tőkeszükséglet számításban.

**A már évek óta tartó munkálatokat érdemben befolyásolhatja a pénzügyi krízis, de a tervezet eredeti célkitűzése továbbra is aktuális.**

A munkálatok jelenlegi állása szerint 2009-ben kerülhet elfogadásra a keretdirektíva, 2010-re pedig a második szintű szabályozásnak is le kell zárulnia. A tagországoknak pedig 2012-re kellene implementálni szabályozásukba az új direktívát.

### **3.4.3 A pénzügyi konglomerátumokról szóló EU direktíva**

A 2002/87/EC számú direktívát 2002. december 16-án fogadta el az Európai Parlament.

**A direktíva részletesen leírja a pénzügyi konglomerátumok felügyeletének alapelveit, új, eddig nem létező szabályokat hozva azok felügyeletére vonatkozóan. Kiadásának legfontosabb célja az volt, hogy hatékonyabbá tegye azoknak a csoportoknak a tőkekövetelmény számítását és felügyeleti ellenőrzését, amelyekben együtt szerepel a banki/befektetési szolgáltatási és biztosítói tevékenység.**

A direktíva a kiegészítő felügyeletre vonatkozik, ami azt jelenti, hogy a felügyeleti hatóságoknak a már meglévő feladataikon túl milyen más tevékenységet kell még elvégezniük ezekben az intézményekben. A pénzügyi szervezeteknek a csoportokra (hitelintézeti, befektetési, biztosítói csoportok) vonatkozó szektorális előírásoknak is meg kell felelniük.



Pénzügyi konglomerátumnak nevezi a direktíva azokat az intézménycsoportokat, melyek az alábbi feltételek mindegyikének megfelelnek:

- A csoport vezetője a felügyelt intézmény (biztosító, befektetési vállalkozás vagy hitelintézet), vagy a csoporthoz legalább egy ilyen leányvállalat tartozik.
- Ha a csoport vezetője felügyelt intézmény, akkor az, vagy anyavállalata egy pénzügyi szektorban működő vállalkozásnak, vagy részesedési viszonyal rendelkezik egy ilyen vállalkozásban, vagy más olyan kapcsolat (pl. azonos személyek a vezetésben vagy a felügyelő bizottságban) áll fenn közöttük, amely miatt az összevont felügyelet szempontjából összetartozónak minősülnek.
- Abban az esetben, ha a csoportot nem felügyelt intézmény vezeti, akkor a csoport tevékenységének jelentős része a pénzügyi szektorra összpontosul. Ennek mértékét pontosan meg is adja a direktíva: a csoportot alkotó felügyelt és nem felügyelt intézmények összességének mérlegfőösszege legalább 40 %-át a pénzügyi szektorba tartozó vállalkozások mérlegfőösszege teszi ki.
- A csoport legalább egy tagja a biztosítási, egy másik tagja pedig a banki vagy a befektetési szolgáltatási szektorban működik.
- A csoport tagjainak konszolidált és / vagy aggregát alapon számolt tevékenysége mind a biztosítási, mind a banki-befektetési szektorban jelentős, vagy számottevő a szektorok közötti tevékenység.

A számítások során a részesedési viszonyban álló vállalkozásokat a tulajdoni aránnyal súlyozott értékekkel kell figyelembe venni. Ha a konszolidált beszámoló rendelkezésre áll, ott a számításokat azok alapján kell végezni. A szolvencia követelményeket pedig a szektoriális szabályok alapján kell meghatározni. A fenti fő előírásokhoz képest a direktíva további pontosító szabályt is meghatároz, arra vonatkozóan, hogy egy csoport mikor tekinthető pénzügyi konglomerátumnak, valamint hogy a kiegészítő felügyelet szempontjából hogyan kell eljárni akkor, ha a direktívába foglalt arányok megváltoznak.

A tagállamoknak biztosítaniuk kell, hogy a pénzügyi konglomerátum felügyelt tagjai a konglomerátum szintjén legalább a direktíva melléklete szerinti

tőkekövetelményeknek megfelelő szavatoló tőkével rendelkezzenek. Emellett a felügyelt intézményeknek megfelelő konglomerátumszintű tőke-megfelelési politikával is rendelkezniük kell.

A direktíva három plusz egy módszer alkalmazását teszi lehetővé a pénzügyi konglomerátum tőkemegfelelésének számítására:

- számviteli konszolidációs módszert,
- levonás és aggregálás,
- valamint a követelménylevonás módszert,
- plusz lehetőség van e három módszer kombinációjára is.

A tőkemegfelelés számításába a direktíva szerint a következő intézményeket kell bevonni: hitelintézet, pénzügyi intézmény, járulékos vállalkozás, biztosító, viszontbiztosító, biztosítói holding társaság, befektetési vállalkozás, vegyes pénzügyi holding társaság.

A konglomerátumszintű tőkemegfelelés számításánál, ahol lehet, a vonatkozó szektorális előírások alapján kell eljárni. A direktíva kimondja, hogy a pénzügyi konglomerátumok kiegészítő felügyeletének a kockázatok koncentrációjára és a csoporton belüli tranzakciókra is ki kell terjednie. A tagállamoknak meg kell követelniük, hogy a pénzügyi konglomerátum szintjén fellépő jelentős kockázati koncentrációkat, illetve a jelentős csoporton belüli tranzakciókat rendszeresen jelentsék a koordinátornak.

A tagállamoknak kötelezniük kell a felügyelt intézményeket, hogy a pénzügyi konglomerátum szintjén rendelkezzenek megfelelő kockázatkezelési folyamatokkal és belső ellenőrzési mechanizmusokkal, beleértve a megbízható adminisztratív és számviteli folyamatokat is. A megfelelő kiegészítő felügyelet ellátásához egy koordinátort kell kinevezni az érintett illetékes hatóságok közül, melynek feladata a kiegészítő felügyelet összehangolása és gyakorlása. A koordinátor folyamatosan felügyeli a tőke-megfelelési eljárások teljesülését és gondoskodik arról, hogy a számításokat évente legalább egy alkalommal elvégezzék. A koordinátor összehangolja a szükséges információk összegyűjtését és szétosztását, normál üzletmenet és krízishelyzet esetén egyaránt. Ezek mellett felügyeleti szerepet gyakorol a pénzügyi konglomerátum felett, figyelemmel követi annak pénzügyi helyzetét. Rendszeresen ellenőrzi, hogy a konglomerátum megfelel-e a tőke-

megfelelési, a kockázatok koncentrációját érintő és a csoporton belüli tranzakciók szabályainak. A direktíva egyik újítása volt, hogy a befektetési alapkezelőket is bevonja a pénzügyi konglomerátumok kiegészítő felügyeletébe, mégpedig oly módon, hogy a szektorális előírásokat módosítja.

A direktíva szabályait 2005-től kell alkalmazni.

Az ismertetett tervezetek a szabályozással és a felügyelettel kapcsolatban a pénzügyi konglomerátumok esetében egy szigorúbb és áttekinthetőbb rendszert vázolnak fel. Erre szükség is van, mert egyre több olyan pénzügyi csoport jött létre, amelyek több vállalkozás bevonásával a pénzügyi szektorban elérhető csaknem valamennyi szolgáltatást egyazon csoport keretében kínálják. Ezek a fejlemények minden érdekelt – a szolgáltatók, a felhasználók, és különösen a felügyeleti hatóságok – szempontjából kikényszerítik az egész pénzügyi szektor egységes, konszolidált kezelését.

### **3.5 Felügyeleti rendszerek Magyarországon**

A világ csaknem valamennyi országában létezik olyan szervezet melynek célja a biztosítási, pénztári, pénz- és tőkepiaci területeken működő szervezetek tevékenységének ellenőrzése. **A felügyeletek legfőbb feladata a pénzügyi szervezetek ügyfélkörének védelme, valamint a prudens működés és korrekt piaci verseny fenntartása.**

A felügyeletek olyan kulcsfontosságú gazdasági szereplőket ellenőriznek, mint a tőzsdék, a hitelintézetek, a befektetési vállalkozások, a befektetési alapok, a biztosítók vagy éppen a nyugdíjpénztárok. Fő feladatuk a pénzügyi rendszerek biztonságos működésének biztosítása, a pénzügyi szervezetekre vonatkozó törvények betartása és a piaci szereplők érdekeinek képviselése. Ezen felül megkövetelik a befektetési döntések megalapozásához szükséges információk közzétételét is.

#### **3.5.1 A hazai felügyeleti rendszer fejlődésének áttekintése<sup>7</sup>**

*1772: Magyarországon létrejön az első bank.*

---

<sup>7</sup> PSZÁF [1999]: Tájékoztató a pénzügyi szektor 1999. évi fejlődéséről

Az első hazai alapítást követően a pénzügyi szektor intézményes fejlődésnek indult. 1848-ban 37, 1915-ben pedig már több mint 2000 bank, takarékpénztár és biztosítótársaság működött Magyarország területén.

*1916:* A pénzügyi felügyeleti tevékenység kezdete.

Az Osztrák-Magyar Monarchiában, Európában másodikként kezdte meg működését a Pénzügyi Központ (PK). A felügyelő-hatósági feladata egyebek között az üzletvitel rendszeres ellenőrzésére terjedt ki.

*1924:* Megalakul az önálló Magyar Nemzeti Bank

*1945 után:* megszűnő felügyeleti feladatok. A legnagyobb bankokat államosították, a többi, méreteit tekintve kisebb piaci szereplőt pedig regionális alapon összevonták. Ezzel párhuzamosan a Pénzügyi Központ felügyelő-hatósági feladatai megszűntek, illetve átalakultak. Néhány pénzügyi felügyeletét és ellenőrzését a Pénzügyminisztérium látta el.

*1986-1996:* Az újjászerveződés évtizede. A kormányzat – felismerve a pénzügyi rendszer korszerűsítésének szükségességét – a kétszintű bankrendszer kialakításával egyidejűleg önálló intézményként 1987-ben létrehozta az Állami Biztosításfelügyeletet és 1990-ben az Állami Bankfelügyeletet. A rendszerváltást követő rohamos pénzügyi átalakulásoknak köszönhetően még szintén 1990-ben létrejön az Állami Értékpapírfelügyelet (későbbi névváltozás után Állami Értékpapír és Tőzsde Felügyelet), az 1993-as nyugdíjpénztári reformot követően pedig az Önkéntes Kölcsön Biztosító Pénztárak Felügyelete.

*1997. január 1. :* A felügyeleti integrálódás kezdete. Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelet néven egyesül az Állami Bankfelügyelet és az Állami Értékpapír és Tőzsde Felügyelet.

*2000. április 1.* Az egységes felügyelet létrejötte. A korábbi felügyeleti összeolvadásából magalakul a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF).

Az 1. ábrán láthatóak a PSZÁF által felügyelt intézmények, valamint az elődszervezetek hatásköre, illetve az alkalmazott felügyeleti módszer az adott intézménytípus esetén.

## 1. ábra: A PSZÁF felügyeleti hatásköre

Felügyelt intézmény		Felügyeleti módszerek	Elődszervezetek
Hitelintézetek	Bankok	Részletes szabályokon nyugvó prudenciális felügyelet	Állami Pénz és Tőkepiaci felügyelet
	Takarék és hitelszövetkezetek		
	Szakosított hitelintézetek		
<b>Pénzügyi vállalkozások</b>		Korlátozott prudenciális felügyelet (minimum tőkekövetelmény)	
<b>Befektetési szolgáltatók</b>		Piaci tevékenység és magatartás felügyelete, prudenciális szabályok érvényesítése	
<b>Értékpapír- és árutőzsde</b>			
<b>Értékpapír kibocsátók</b>		Közzétételi követelmények	
<b>Befektetési alapok</b>		Közzétételi követelmények és a befektetési portfólió felügyelete	
<b>Kockázati tőketársaságok, tőkealapok</b>		Közzétételi követelmények és a befektetési portfólió felügyelete	
<b>Közraktárak</b>		A közraktár kölcsönnyújtási tevékenységére irányuló felügyelet	
Önkéntes Pénztárak	Nyugdíjpénztárak	Prudenciális és fiduciáris követelmények	Állami Pénztárfelügyelet
	Önsegélyező pénztárak		
	Egészségpénztárak		
<b>Magánnyugdíjpénztárak</b>			
<b>Biztosítók, biztosításközvetítők és biztosítási szaktanácsadók</b>		Prudenciális (szolvencia) felügyelet	Állami Biztosításfelügyelet

*Forrás: PSZÁF [1999]: Tájékoztató a pénzügyi szektor 1999. évi működéséről*

A felügyeleti módszerek vizsgálata azt mutatja, hogy a munka jelentős része a törvényességi felügyelet eszközeivel, illetve prudenciális, továbbá a vagyoni biztonságot szolgáló módszerekkel történik.

### 3.5.2 PSZÁF megalakulása

Hazánkban, a 90-es években három Felügyelet működött. Ezek voltak az Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelet, az Állami Biztosításfelügyelt és az Állami Pénztárfelügyelet.

A Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének létrejöttéről az Országgyűlés 1999. évi CXXIV. törvényében rendelkezett. A rendelkezés értelmében a PSZÁF 2000. április 1-től az előbbieken említett három Felügyelet összevonásával kezdte meg működését.

Az összevont szervezettel az volt a jogalkotók célja, hogy nőjön a felügyeleti munka hatékonysága, magyarul a hatóság szeme elől ne lehessen elrejteni bizonyos tevékenységeket, kockázatokat azzal, hogy azokat az egyik működési területről a másikkra teszik át a piaci szereplők. Összességében hatékonyabbá kívánták tenni a pénzügyi csoportok felügyeletét.

**A PSZÁF jogi személyiségű, önállóan gazdálkodó, a kormány irányítása alatt működő országos hatáskörű szerv, felügyeletét a pénzügyminiszter látja el.** Elsőként a hazai közigazgatási intézmények közül szerezte meg 2002 őszén az ISO 9001: 2000 szabvány szerinti minőségtanúsítványt. Eszerint az intézmény ettől az időponttól fogva az Európai Unióban kifejezetten a közigazgatási szervezetek részére kidolgozott – egyúttal szigorú ellenőrzést is szavatoló – korszerű minőségirányítási rend alapján tevékenykedik.

A felügyelet kidolgozta működési alapelveit, s ezekre építette stratégiai céljait és tevékenységi politikáját. A megelőző jellegű felügyeleti gondolkodásmód jegyében a PSZÁF racionalizálta a felügyelt intézmények adatszolgáltatási rendszerét, kialakította a preventív felügyelést támogató eljárásrendet. Valamennyi felügyelt szektorban kidolgozta a vizsgálati kézikönyveket. Korszerű kockázatkezelési és monitoring-rendszer épült ki, amelyek segítségével lehetővé vált a nagyobb kockázatok felismerése.

### **3.5.3 A PSZÁF működése**

A felügyelet a tevékenységének céljainak elérése érdekében a következőket teheti:<sup>8</sup>

- „jogszabály-módosítási javaslataival olyan jogi háttér kialakulását segíti elő, amely védi az ügyfelek érdekeit és kötelezi a pénzügyi szervezeteket a prudens működésre,

---

<sup>8</sup> [www.pszaf.hu](http://www.pszaf.hu)

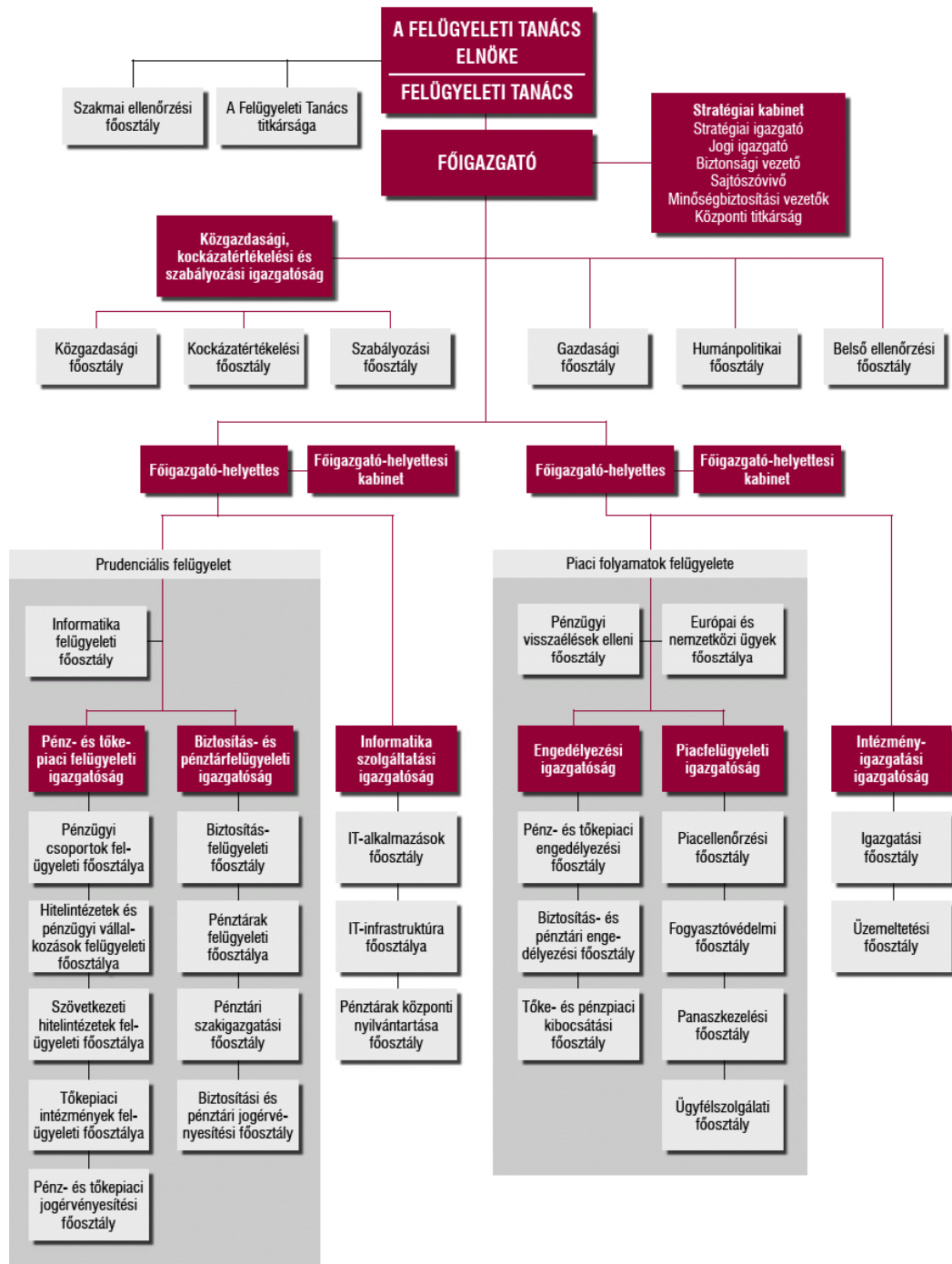
- engedélyezési jogkörben elbírálja a pénzügyi szervezetek alapításával, átalakulásával, egyesülésével, szétválásával, tevékenységi körének módosulásával, értékpapírjainak nyilvános vagy zártkörű kibocsátásával vagy egyéb ügyekkel kapcsolatos engedélykérelmeket,
- a helyszíni és helyszínen kívüli ellenőrzés során vizsgálja, hogy a pénzügyi szervezetek működésük során betartják-e a jogszabályokat, tevékenységük megfelel-e a megbízható, gondos működésre vonatkozó előírásoknak, szakszerű-e az irányítási rendszerük, mennyire hatékonyak és függetlenek a belső ellenőrzési és kockázatkezelési eljárások, megfelelő-e a pénzügyi helyzetük, tőkemegfelelésük, szavatoló tőkékük és likviditásuk,
- a jogkövető magatartást egyebek közt a vizsgálatokat lezáró határozatokkal biztosítja, amelyek akár bírságot vagy egyéb szigorúbb felügyeleti szankciót is tartalmazhatnak,
- a felügyelet, ha szükséges válságkezelést hajt végre, melynek legvégső stádiuma a piacról történő kivezetés is lehet,
- megtiltja az engedély nélkül végzett tevékenységet, s bűncselekmény gyanúja esetén büntetőeljárást kezdeményez az illetékes nyomozhatóságoknál.”

A felügyelet – annak érdekében, hogy a pénzügyi szervezetek működésének esetleges problémái csak a lehető legkisebb mértékben veszélyeztethessék az ügyfelek megtakarításait – eljárásait úgy alakította ki, hogy lehetőség szerint a felmerülő problémákat már azok kezdeti időszakában azonosítsa, és fel tudjon lépni azok kiküszöböléséért. Fontos, hogy a PSZÁF a felügyelt intézmények tevékenységében az időben feltárt kockázatokat figyelemmel kísérje és kialakítsa azokat az eljárásokat, melyekkel eredményesen be tud avatkozni. Ennek biztosítása érdekében kiemelt szerep hárul a PSZÁF helyszínen kívüli és a helyszíni ellenőrzéseire.

**Az előzőekben olvasott hangzatos kijelentések a felügyelet célkitűzéseit foglalják össze, de a pénzügyi krízis kirobbanása, illetve világméretűre dagadása bebizonyította, hogy sem a hazai, sem más felügyeleti hatóságok nem képesek egy ilyen léptékű válságot sem előre jelezni sem pedig kezelni.**

A 2. ábra a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének szervezeti halóját szemlélteti.

2. ábra: A PSZÁF szervezeti felépítése



\* Érvényes: 2007. május

Forrás: PSZÁF [2007]: Tájékoztató a pénzügyi szektor 2007. évi működéséről



Ettől függetlenül érdemes folytatni az alkalmazott módszerek, eljárások ismertetését, ugyanis ezek hiányában a jövőre nézve nehéz lenne építő jellegű ajánlásokat megfogalmazni.

#### **3.5.4 Felügyeleti ellenőrzés**

A PSZÁF jogosult ellenőrizni a hatáskörébe tartozó jogszabályok, határozatok megtartását. A helyszínen kívüli ellenőrzés az intézmények teljesítményének rendszeres elemzését, és kockázati szempontú értékelését jelenti. Mindez egyrészt az adatszolgáltatási- és jelentőrendszer ellenőrzésén, illetve egyéb információkon alapul.

A felügyeleti vizsgálatok három típusa ismert:

1. az átfogó vizsgálat,
2. a célvizsgálat,
3. a témavizsgálat.

Az intézmények tevékenységének értékelése során a felügyelet azt is vizsgálja, hogy a különféle pénzügyi, befektetési, biztosítási és pénztári szolgáltatást nyújtó szervezetek az általuk gyűjtött, illetve kezelt idegen forrásokkal milyen eredményesen gazdálkodnak annak érdekében, hogy azokat a különböző szerződésekben, megbízásokban, megállapodásokban meghatározott módon teljesíteni tudják, illetve vissza tudják-e azokat fizetni.

A felügyelés két formája – az intézményi és tevékenységi – közül az intézményi felügyelet az elsődleges. Ez a gyakorlatban azt jelenti, hogy ha egy pénzügyi szervezet több szaktörvény alapján nyújt szolgáltatásokat, akkor a felügyelet nem csak az egyes tevékenységekre vonatkozó szabályok betartását vizsgálja meg, hanem az értékelés az intézmény egészére vonatkozik. A hitelintézeti törvény 1997. január 1-jei életbe lépésétől jogszabály biztosítja a felügyelet számára a pénzügyi csoportok vizsgálatának lehetőségét, kockázatuk összevont figyelését. Így megteremtődött a jogszabályi és a szervezeti feltétele az összevont felügyelésnek, a kockázatok konszolidált figyelemmel kísérésének, ami különösen fontos a pénzügyi csoportok felügyeletében. Ezáltal a csoporton belüli ügyletek (pl. jövedelem és kockázat transzfer) ellenőrzésére is lehetőség nyílik.

### 3.5.5 Jogsegédletek

A PSZÁF 2000 decembere óta ajánlásokat tesz közzé a piaci szereplők számára. Az ajánlások célja, hogy mindenki számára elérhető módon, egyértelműen és közérthetően közvetítsék a Felügyelet által támasztott elvárásokat és a hatóság vizsgálatainak szempontrendszerét. A dokumentumok egyúttal közzéteszik a piacon kialakuló új, hasznos módszereket, csakúgy, mint a külföldi szakmai szervezetek által kidolgozott, de itthon jogszabályként még nem alkalmazott ajánlásokat. Ezen túl felhívják a figyelmet több piaci szereplőnél tapasztalt negatív jelenségekre is.

A felügyelet emellett módszertani útmutatók, irányelvek közzétételével is segíti a piaci szereplők és az ügyfelek eligazodását. Ezek az útmutatók és irányelvek nem tartoznak a jogi irányítás eszközrendszerébe, s nem többletkövetelmények. Betartásuk nem kötelező, s az attól való eltérést a felügyelet nem szankcionálhatja. Ha azonban a PSZÁF azt tapasztalja, hogy egy piaci intézmény nem tartott be egy jogszabályi előírást, s a témáról szóló felügyeleti ajánlás betartásával ezt elkerülhette volna, akkor e tény súlyosbító körülményként veszi figyelembe a szankció megállapításakor.

## 4. AZ AMERIKAI MÁSODLAGOS JELZÁLOGPIACI VÁLSÁG HATÁSA A PÉNZÜGYI RENDSZEREKRE

### 4.1 A gazdasági válságok elméleti áttekintése

A jelenleg is zajló jelzálogpiaci válság méretét tekintve vetekszik az 1929-33-as nagy világgazdasági összeomlással. A pénzügyi szektorból kiinduló és a reálgazdaságot is erősen súlytó krízis elemzése nagy népszerűségnek örvendett a kortárs közgazdászok körében. A több mint 80 évvel ezelőtti válság nem csak méretében, hanem kialakulásában is sok hasonlóságot mutat a jelenlegi, másodlagos jelzálogpiaci válsággal (Zsámboki Balázs Árpád [2007]). **Röviden összefoglalva kijelenthető tehát, hogy az 1920-as években is hasonló folyamatok zajlottak. A pénzügyi spekuláció szárnyalása, a lakosság és a vállalati szektor nagymértékű eladósodása idézte elő a pénzügyi rendszerek totális összeomlását.** A válság elején hasonló makrogazdasági folyamatok zajlódtak le. A csökkenő kereslet miatt az infláció meredek zuhanásba kezdett, ami a reál-kamatláb növekedésén keresztül a fix kamatozású hitelek drágulásához vezetett, ez pedig a recesszió mélységét és lefolyását nyújtotta meg. Ez a jelenség adósság-defláció elméletként lett ismert később.

John Maynard Keynes a válság körülményeinek kutatása alatt fogalmazta meg A foglalkozás, a kamat és a pénz általános elmélete című munkájában azt a nézetet, mely szerint el kell választani egymástól a jövedelemfüggő tranzakciós pénzkeresletet és a spekulatív, elsősorban kamatlábfüggő pénzkeresletet. Ez likviditás-preferencia elméletként vált híressé.

A korszak másik meghatározó közgazdásza James Tobin további megállapításokat tett a keynesi elmélettel kapcsolatban. Tobin a pénzkeresletet a likviditás iránti igényként határozta meg.

Bővebben kifejtve az elméletet elmondható, hogy a megtakarítással rendelkezők félretett pénzük egy részét kamatozó termékekbe addig fektetik, amíg a befektetett pénzegység határhozama és határkölsége megegyezik, tehát portfóliójuk egyensúlyba nem kerül. A reálgazdaságot a monetáris politika ennek alapján úgy tudja befolyásolni, hogy ha pénzt pumpál a gazdaságba, akkor a portfólió egyensúlyát megbontja és ezért a jövedelemtulajdonosok az így képződő extra

pénzüket különféle aktívákba fektetik. Ez csökkenő reálkamatszintet eredményez, ami pedig beruházásélénkítő hatást vált ki. Az élénkülő vállalozási kedv pedig a gazdasági növekedést lendíti fel. Ez fordítva is működik, de az ennek megfelelően a GDP csökkenését eredményezi.

A keynesi, tobini megközelítést előnyben részesítők a gazdaságpolitika legfőbb eszközét a fiskális politikában látták, az állami szerepvállalás előtérbe kerüléséért küzdöttek.

A korszakot jellemző másik irányvonalat a monetaristák képviselték. Ők is küzdöttek igazukért, de a fiskális politikával szemben a pénz és a pénzügyi politika hatásaiban hittek. A monetarizmus alapját Friedman és Schwartz elemzésének megállapításai jelentik a pénzmennyiség és a kibocsátás viszonyáról. Vizsgálatuk alapját a 29-33-as nagy gazdasági válság adta, miután az jól bizonyította, hogy a kibocsátás visszaesése mennyire összefügg a pénzmennyiség alakulásával. Elemzésük szerint a pénzmennyiség szabályozásával jelentősen befolyásolni tudják az árszínvonal alakulását. Véleményük szerint a gazdaság kevésbé függ az állami szerepvállalástól. Megközelítésük szerint a pénzmennyiség kamatláb változásán kívül még számos hatást vált ki, és összességében a pénzmennyiség hektikus ingadozása a reálgazdasági folyamatokat is hátráltatja. A monetarista elméletben ugyanakkor nem foglalkoznak érdemben a pénzügyi rendszer egyéb szegmenseivel, miután a pénz és a reálgazdaság közötti kapcsolatot stabilnak hiszik.

Mind a két elmélet a pénzaggregátumok mennyiségének, a pénzkeresletnek, és a monetáris hatóságok által irányított pénzkínálatnak tulajdonított fontos szerepet a reálgazdasági folyamatok befolyásolásában. Implicit módon feltételezték, hogy a monetáris hatóság hatékonyan képes szabályozni a pénzkínálatot.

A két uralkodó nézet azonban nem számolt azokkal az egyéb tényezőkkel – úgy, mint hitelpiacok, közvetítő intézmények állapota, helyzete, vagy új pénzügyi termékek megjelenése – amik ugyancsak jelentős befolyással lehetnek mind a pénzügyi rendszerekre, mind pedig a reálgazdasági folyamatokra.

Nem új keletű megállapítás, hogy a gazdasági fejlődéssel együtt nő a pénzügyi szektor szerepe és súlya a gazdaságban. Ezt a gazdaság-elméletek mégis általában figyelmen kívül hagyják. Pedig a piacokon számos olyan pénzügyi eszköz jelent meg az elmúlt évtizedekben, amelyek a megtakarítók portfóliójában akár a pénz, akár a kötvények helyettesítőiként szerepelnek.

A nagy gazdasági világválság ugyancsak nagyfokú bizalmatlansággal járt együtt, ami a tranzakciós költségek drasztikus emelkedését eredményezte. Ami a mostani válsághoz hasonlóan ugyancsak a pénzügyi rendszer közvetítői hatékonyságát csökkentette. A rengeteg csődbe jutott bankon kívül a már akkor is kiszolgáltatott kisvállalkozások lettek a legnagyobb vesztesei a válságnak. A hitelpiacok összeomlása miatt ugyanis nem tudtak finanszírozáshoz jutni, ami sok esetben egyenlő volt a tönkremenetellel. A vállalati csődök és az általános bizalmatlanság miatt a fedezetek értéke is leértékelődött, ami a hitelezés kockázatát és költségét is növelte.

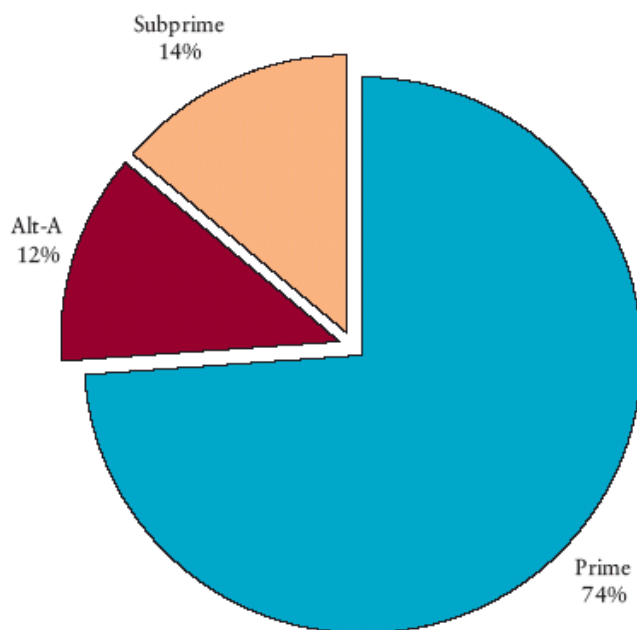
A 90-es évek elejétől a globalizáció hatására látványosan felgyorsult a pénzügyi rendszer fejlődése, számos új pénzügyi innováció látott napvilágot, deregulációs intézkedéseket vezettek be. A fejlett országok piacain újfajta értékpapírok sokasága jelent meg, ami a finanszírozási formák további bővüléséhez vezetett, és a másodlagos piacok fokozatos fejlődésével párhuzamosan a vállalatok számára egyre könnyebbé kezdett válni a kilépés ezekre a piacokra. A jelenség jól megfigyelhető a fejlett és a fejlődő országok pénzügyi piacain, amit szaknyelven diszintermediációnak, vagyis a hagyományos közvetítő tevékenység visszaszorulásának hívnak. Ezen felül az állam szerepe is fokozatosan háttérbe szorult, ami a prudens szabályozást és felügyelést nehezítette meg. Érdekes, hogy ha nem is teljesen, de főbb pontjaiban valóban sok az egyezés a jelenlegi és a nagy világgazdasági válság között. Ebből is látszik, hogy az emberiség mennyire nem tanul hibáiból, vagy csak ennyire feledékeny?

#### **4.2 A másodlagos jelzálogpiaci válság kibontakozása**

A másodrendű jelzáloghitelezés az 1990-es évek közepétől indult hódító útjára a tengerentúlon. **A másodrendű, azaz subprime jelzáloghitelek a kockázatosabb adósok hitelhez jutását segítették, a normál hitelkamathoz képest 2-3%-os felármellett.** A másodlagos jelzáloghiteleket igénybevevők nem rendelkeztek megfelelő hiteltörténettel, és sok esetben már fizetési problémáik is voltak. A subprime hiteleken belül van egy úgynevezett Alt-A kategória, melyekbe azok az adósok vannak, akik jövedelemigazolása nem megfelelő, vagy a már meglévő adósságuk túl magas [Nagy Márton – Szabó E. Viktor (2008)].

A következő ábra jól szemlélteti az IMF 2007-es becslését, mely szerint az értékpapírosított jelzáloghitelekben belül 14 százalék volt a subprime és 12 százalék az Alt-A kategóriájú hitelek aránya (3. ábra).

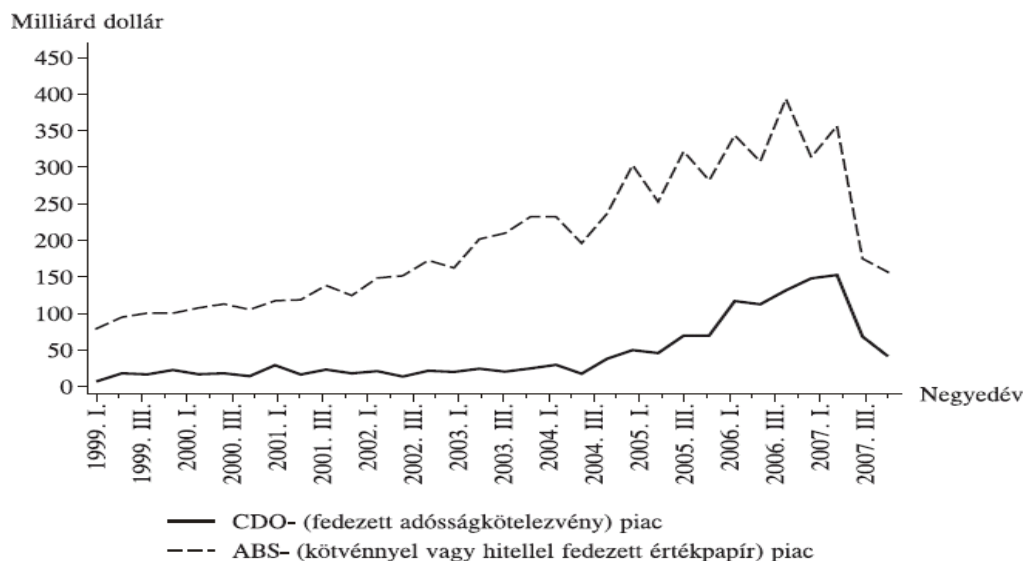
**3. ábra: Az értékpapírosított jelzáloghitelek aránya az USA-ban**



*Forrás: Nagy Márton – Szabó E. Viktor: Az amerikai másodrendű jelzálogpiaci válság és hatásai a magyar bankrendszerre, MNB Szemle, 2008 április [pp.34-44.]*

A subprime hitelek a legdinamikusabb növekedést a 2004-2006 közötti időszakban érték el. A hitelek az új hitelnyújtásból a 2003. évi 10 százalékról 2006-ban már 40 százalékra emelkedtek. Ezzel egy időben az amerikai ingatlanárak robbanásszerű emelkedése jelentősen támogatta a kétes anyagi helyzetű adósok számára a hitelfelvételt. A hitelfelvevők és a hitelnyújtók is abban bíztak, hogy az ingatlanok további drágulása miatt elért tőkenyereség garantálja a visszafizetést. A hitelezési feltételeik további lazulását a 2003 végétől elindult kamatnövekedés tette szükségessé, miután ez a rossz adósok számára jelentősen megnehezítette a hitelfelvételt. Ennek egyik eredménye lett, hogy megfelelő jövedelemigazolás nélkül egyre többen jutottak hitelhez 10 százaléknál kisebb önerővel. A befektetők növekvő kereslete a magasabb hozamú eszközök iránt is hozzájárult a subprime jelzáloghitelek gyors térnyeréséhez. A legnagyobb hiba az volt, hogy a jelzálog fedezetű értékpapírok, illetve a strukturált hiteltermékek a CDO-on keresztül a subprime jelzálogok hitelkockázatát transzferálták a befektetők irányába is (4. ábra).

#### 4. ábra: A CDO és ABS kibocsátásának alakulása a világban

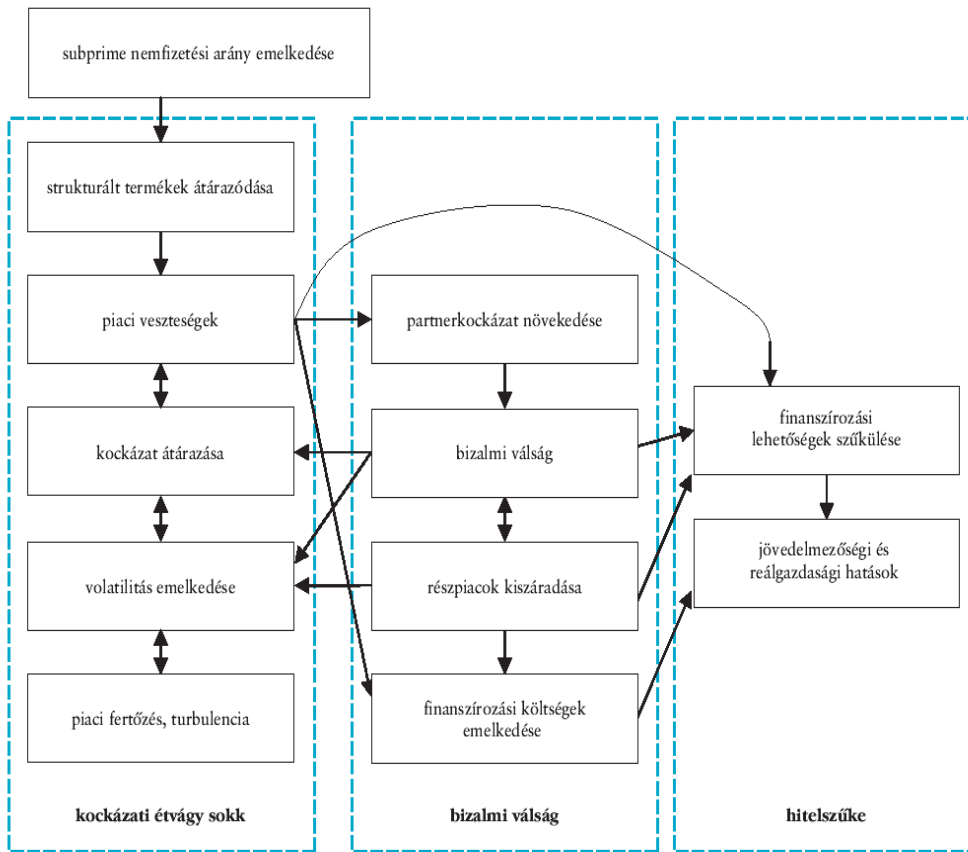


*Forrás: Király Júlia – Nagy Márton – Szabó E. Viktor: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei, Közgazdasági Szemle, LV. évf., 2008 július-augusztus [pp.573-621]*

Az alacsony irányadó kamatszintek lehetőséget adtak a befektetőknek arra, hogy tőkeáttételes pozíciók felvételével – banki hitellel vagy értékpapír kibocsátással – finanszírozzák befektetéseiket.

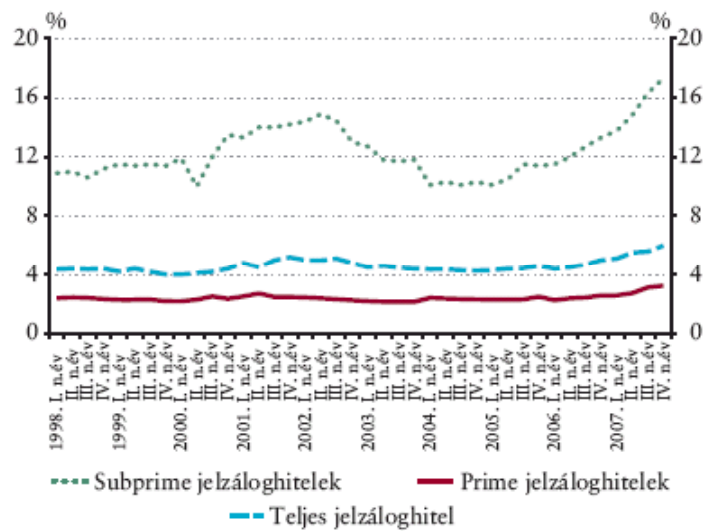
**A lakáspiac 2006-ban kezdődő visszaesése kezdte felszínre hozni a jelzáloghitelpiac problémáit. Emellett az emelkedő kamatszint ugyancsak hozzájárult a törlesztési problémák növekedéséhez.** Egyre több hitelfelvevőnek kezdett komoly problémát okozni a hitelek fizetése, ezért 2007 utolsó negyedében 17,3 százalékot ért el a késedelmes fizetések aránya (6. ábra).

## 5. ábra: A jelzálogpiaci válság terjedése



*Forrás: Nagy Márton – Szabó E. Viktor: Az amerikai másodrendű jelzálogpiaci válság és hatásai a magyar bankrendszerre*

## 6. ábra: Késedelmes fizetésű jelzáloghitelek aránya az USA-ban



*Forrás: Nagy Márton – Szabó E. Viktor: Az amerikai másodrendű jelzálogpiaci válság és hatásai a magyar bankrendszerre*



A növekedés üteme a korábbi évekhez képest jóval meredekebb és 2007 második felében már meghaladta a 2002. évi csúcst is. A kezdeti alacsony fix kamatok mellett nyújtott subprime jelzáloghitelek további átárazódásai miatt a késedelmes fizetésű hitelek arányának növekedése 2009-ben tetőzhet.

Emellett a törlesztési problémák már a kedvezőbb adósoknak nyújtott Alt-A kategóriájú hiteleket is kezdte súlytani, sőt ez a tendencia az autóhitelek és a hitelkártyák piacára is kezdett átgyűrűzni. A befektetőknek egyre jelentősebb veszteségeket okozott a nemfizetések arányának emelkedése miatt a jelzáloghitelekhez kapcsolódó eszközfedezetű értékpapírok (ABS) és strukturált hiteltermékek (CDO) árának számottevő leértékelődése.

A növekvő veszteségek és kockázatok miatt a befektetők nem vásároltak több strukturált hitelterméket, így azok jelentősen csökkenő értékük mellett a kibocsátó bankok mérlegében maradtak. A bankok veszteségük csökkentésére hitelderivatívák (CDS) vásárlásával próbálták fedezni hitelkitettséget, aminek hatására ezen derivatívák ára megugrott. A bankok felismerve a veszélyeket, csökkentették a tőkeáttételes finanszírozást, ami a tőkeáttételes pozícióval működő alapok növekvő veszteségei miatt a rövid lejáratú értékpapír-kibocsátás elakadását eredményezte. Ennek pedig egyenes következménye lett a tőkeáttételes pozíciók gyors felszámolása.

Mivel a világban az alapok többsége hasonló befektetési stratégiát követett, ezért egyszerre próbáltak ugyanolyan irányú ügyletet kötni. A kényszerértékesítés következtében a termékek ára drasztikusan alacsony szintekre esett, és a befektetőknek ez alapján kellett átértékelni eszközeiket. A hektikus árelmozdulások a piacok kiszáradását eredményezték. Tovább mélyítette a válságot, hogy az alapok más piacokon is megpróbálták forráshoz jutni, ezzel bevonva őket is a lejtmenetbe.

A pénzügyi turbulenciának főleg az amerikai bankok és alapok lettek kárvallottjai 2008 nyarán, de természetesen az európai pénzügyi rendszerekre is áterjedt a pánik, aminek hatására jelentőse csökkent a befektetők kockázati étvágya.

További nehézséget jelentett – s jelent mind a mai napig – az ún. „mark to market” bankok számára kötelező könyvelési elv alkalmazása. Ennek alapján a bankoknak a könyveikben lévő eszközök árát a piacon kialakult árak megfelelően kell nyilvántartani. A válság hatására még a biztonságos befektetések is reális értékük töredékére zuhantak. Ez esetben a bankoknak és a befektetési alapok

többségének az egyre alacsonyabb árra kell leértékelni eszközeiket. Itt ütközött ki először érdemben a felügyeleti és szabályozási oldal felelőssége, miután a különböző minőségű jelzáloghitelekből összegyűrt eszközök (CDO-k) valós összetételét, tényleges kockázatát szinte senki sem ismerte. Így nem is csoda, hogy ezeknek a strukturált értékpapíroknak a kockázatát sem a befektetők, sem a közvetítők nem tudták megfelelően felmérni. Nem utolsósorban a befektetők megbíztak a hitelminősítők által adott kockázati besorolásokban, ami utólag megállapítva komoly hiba volt.

A pénzügyi válság több csatornán keresztül is sújtotta a bankokat. A közvetlen kitettségen túl a bankok befektetési portfóliója is tartalmazott jelzálog-alapú értékpapírokat. További kitettséget, veszélyforrást jelentettek a bankok számára a tőkeáttételes pozíciók felvállalására általuk létrehozott, de tőlük jogilag független speciális szervezetek (pl. SPV, SIV). Ezek finanszírozásában a létrehozó bankok általában jelentős szerepet vállaltak, de ez a kitettség mérleg alatti, ezért nem jelent meg könyveikben. További kockázatot jelentettek a nem transzparensen működő fedezeti alapoknak nyújtott hitelek. A szerτεágazó kitettség miatt nem lehetett felmérni, hogy mekkorák a veszteségek, melyik hitelintézet milyen kitettséggel is rendelkezik valójában. Ez a bizonytalanság odáig vezetett, hogy 2008 augusztusától a bankok egymás iránti bizalmatlansága ritkán látható méreteket öltött, ami a bankok forrásgyűjtésére használt kereskedelmi értékpapírok piacának, valamint a dollár és euró bankközi piacának a kiszáradásához vezetett. A pénzügyi turbulencia azonban nem állt meg, év végére elérte az amerikai hitelbiztosítókat is, hatalmas károkat okozva a szektornak és az államnak egyaránt. Elsőként azok a hitelbiztosítók váltak a válság áldozatává, melyek az önkormányzati kötvények biztosítása mellett kiterjesztették tevékenységüket az eszközfedezetű értékpapírok és strukturált hiteltermékek kibocsátásának biztosítására is. Ez ugyanis lehetővé tette a gyengébb besorolású kibocsátóknak, hogy a hitelbiztosító magas ratingjének megfelelően alacsonyabb kamat mellett bocsásson ki értékpapírt. A hitelek sorozatos bedőlése azonban a hitelbiztosítókat is hatalmas teher alá helyezte, ami végül a leminősítésükhöz vezetett. Ez azonban azonnal rontja az összes általuk biztosított értékpapír besorolását, tovagyűrűző veszteségeket okozva a biztosított értékpapírok tulajdonosainak.

A turbulencia a kockázatok újraárazását eredményezte. Jelentősen megugrottak az alacsonyabb hitelminősítésű vállalati kötvények kockázati felárai, és a

kockázatfelár növekedés kisebb mértékben a magasabb hitelminősítésű vállalati hitelek is érintette.

A piaci turbulencia terjedésével, illetve a pénzügyi rendszerek normális működésének helyreállításával kapcsolatban továbbra is jelentős bizonytalanságot ad az, hogy a veszteségek teljes mértéke még mindig nem ismert. Az IMF, a nagy hitelminősítő intézetek és befektetési bankok szerint a pénzügyi rendszer várható veszteségeit kezdetben még 500 milliárd dollár körül saccolták, de a számláló ma már 1000 milliárd közelében van.

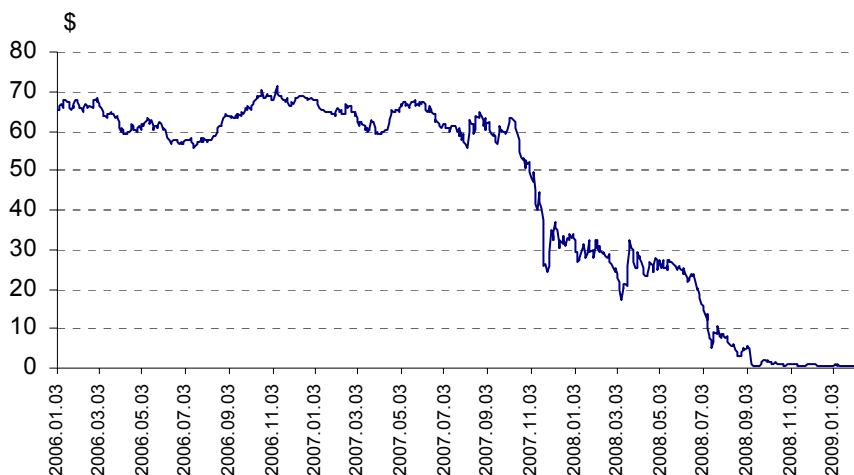
**A bankok érintettsége különösen aggályos, mert a piaci turbulenciához kapcsolódó veszteségek jelentősen korlátozták a hitelezési aktivitást.** Az amerikai és európai bankok mind a vállalati, mind a lakossági ügyfelek felé folyamatosan szigorítják a hitelnyújtás feltételeit, miközben a forrásköltségek emelkedését is próbálják áthárítani az ügyfelekre. **A hitelezés lassulása egyaránt gyengíti a fogyasztást és a beruházást, és így negatívan hat a gazdasági növekedésre. Szélsőséges esetben egy hitelösszeomlás gazdasági recessziót okozhat. Ez Amerikában és több európai gazdaságban már be is következett.**

#### **4.2.1 Amire soha senki még gondolni sem mert, események napról napra**

Az eseményeket igen hosszú listán keresztül lehetne sorolni. Ezen fejezet a 2008-as évtől veszi számba a fontosabb történéseket.

2008 márciusában volt a tavalyi év első komolyabb eseménye. A FED átvállalta az ötödik legnagyobb befektetési bank, a Bearn Sterns fertőzött hiteleit, és beolvasztatta a bankot a JP Morgan bankházba (Scheuer Gyula – Scheuer Tamás Gergely [2008]). Ezt követően a FED a többi befektetési bankot sem hagyta magára, megsegítésük érdekében lehetővé tette számukra a jegybanki refinanszírozás igénybevételét. Ekkor még úgy gondolták a döntéshozók, hogy ez elegendő lehet a pénzügyi szektor helyzetének stabilizálásához. Szeptemberben azonban elindult a lavina, melytől mindenki félt, de igazából senki sem vette komolyan. A hónap első hetében az első pofont az adta a piacoknak, hogy az amerikai pénzügyminiszter bejelentette, hogy a Freddie Mac és Fannie Mae pénzügyintézeteket állami felügyelet alá vonja. A két intézet árfolyama rövid idő alatt szinte nullára esett (7.ábra).

## 7. ábra: Freddie Mac árfolyamának változása



*Forrás: saját feldolgozás Bloomberg adatai alapján*

Szeptember 13.-án végleg elsötétült az ég a világ pénz- és tőkepiacai felett. A Lehmann Brothers, a világ negyedik legnagyobb befektetési bankja csődvédelmet kért. Az Egyesült Államok kormánya hatalmas megdöbbenésre nem avatkozott be, hagyta csődbe menni a bankot, demonstrálva ezzel, hogy nem fognak mindenkit megmenteni, aki rosszul gazdálkodott. Ez a döntés azóta is vitatott, de a döntést követő folyamatok bebizonyították, hogy nem volt szerencsés lépés. A Lehmann a világ egyik legnagyobb strukturált termékeket forgalmazó bankja volt, rengeteg pénzügyi szereplővel állt üzleti kapcsolatban. Senki sem tudta, hogy a bank csődje kinek mekkora károkat okoz majd.

A pénzügyi rendszereken elhatalmasodó bizalmatlanság következtében szinte teljesen leállt a bankközi hitelezés. Ennek hatására a bankközi kamatok drámai mértékben megemelkedtek. Mivel a világ hitelezési gyakorlata alapvetően a pénzügyi kamatlábakra épül, ez a kamatváltozás azonnali hatással járt a vállalkozások és a lakosság számára.

Öröm az ürömben hogy a Lehmann csődjéből származó más bankoknak okozott kár végül az eredetileg becsültnek csupán a töredékére rúgott. Utólag is igazolva azt a véleményt, hogy a Lehmann csődjéből származó bizalmi válság okozta kár nagyságrendekkel meghaladta az esetleges megmentéséből származó várható költségeket.

#### 4. táblázat: A hitelpiaci válság jelentősebb áldozatai

Dátum	Válallalt	Ország	Esemény leírása
2008.02.18	Northern Rock	Nagy-Britannia	államosítás
2008.03.17	Bear Stearns	USA	felvásárolja a JP Morgan
2008.07.14	Indymac	USA	államosítás
2008.09.08	Fredie Mac, Fannei Mae	USA	államosítás
2008.09.15	Lehman Brothers	USA	államosítás, feldarabolás
2008.09.15	Merrill Lynch	USA	felvásárolja a Bank of America
2008.09.17	AIG	USA	államosítás
2008.09.18	HBOS	Nagy-Britannia	felvásárolja a Lloyds
2008.09.22	Morgan Stanley	USA	bankholdingá alakul
2008.09.22	Goldman Sachs	USA	bankholdingá alakul
2008.09.26	Washington Mutual	USA	felvásárolja a JP Morgan
2008.09.29	Bradford & Bingley	Nagy-Britannia	államosítás
2008.09.29	Fortis	Benelux	16,4 milliárd dolláros állami tőkeinjekció 49%-os részesedésért
2008.09.29	Hypo Real Estate	Németország	35 milliárd eurós hitel német bankoktól
2008.09.30	Dexia	Benelux	6,4 milliárd eurós tőkeemelés
2008.10.03	Wachovia	USA	felvásárolja a Wells Fargo
2008.10.06	Fortis	Benelux	felvásárolja a BNP Paribas
2008.10.06	Unicredit	Olaszország	6,6 milliárd eurós tőkeemelés

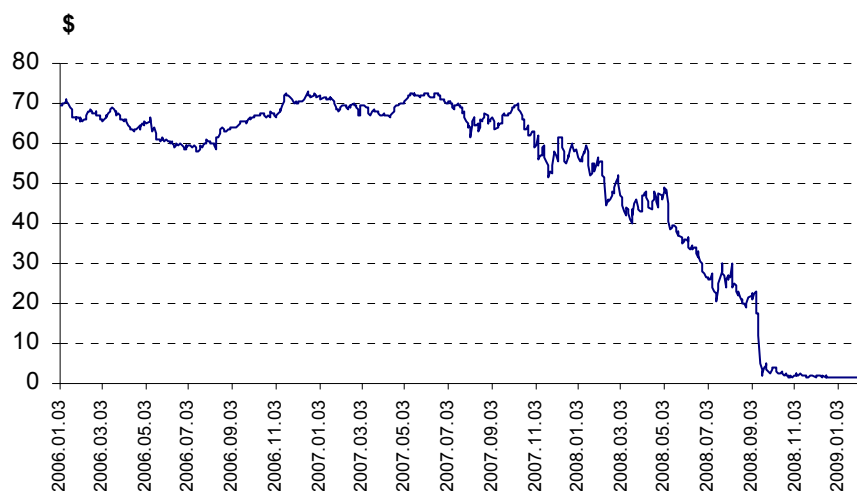
2008.10.13	Sovereign Bancorp	USA	felvásárolja a Santander
2008.10.13	Royal Bank of Scotland	Nagy-Britannia	20 milliárd eurós tőkeemelés, államosítás
2008.10.13	HBOS	Nagy-Britannia	43,5%-os állami tulajdon tőkeemeléssel
2008.10.20	ING	Hollandia	10 milliárd eurós tőkeemelés
2008.10.27	KBC	Belgium	3,5 milliárd eurós tőkeemelés
2008.10.28	Aegon	Hollandia	3 milliárd eurós tőkeemelés
2008.11.03	Commerzbank	Németország	8,2 milliárd eurós tőkeemelés
2008.11.10	Santander	Spanyolország	7,2 milliárd eurós tőkeemelés
2008.11.10	American Express	USA	bankholdingá alakul
2008.11.23	Citigroup	USA	20 milliárd dolláros állami tőkeemelés
2009.01.08	Commerzbank	Németország	10 milliárd eurós állami tőkeemelés
2009.01.15	Bank of America	USA	20 milliárd dolláros állami tőkeemelés és 100 milliárd dolláros eszközgarancia
2009.01.16	Citigroup	USA	feldarabolja magát
2009.01.18	Royal Bank of Scotland	Nagy-Britannia	az állam átváltja többségi részvényeit törzsrészvényekre, 68%-ra nő a tulajdona

Forrás: portfolio.hu

Szeptember 15-én a Bank of America 44 milliárd dollárért felvásárolja a Merrill Lynchet. A világ egyik legnagyobb befektetési bankja a Lehmann esetét látva nem habozott megállapodni a Bank of Americával.

Szeptember 16-án az AIG, a világ legnagyobb biztosítója került végveszélybe, csődtől való megmenekülését a 85 milliárd dolláros FED-től kapott hitel jelentette, és az állam így megközelítőleg 80%-os részesedést szerzett benne. Hivatalos álláspontok szerint az AIG bukása katasztrofális hatású lett volna. Az AIG a CDS-piac legnagyobb szereplője volt, és ezáltal tényleg túl nagy ahhoz, hogy hagyják csődbe menni. A 8. ábrán látható, hogy 2007 végén egy részvény még 70 dollárt ért, 2008 őszére viszont mindössze egyet.

## 8. ábra: AZ AIG árfolyamának változása



Forrás: saját feldolgozás a Bloomberg adatai alapján

Szeptember 21-én a két még talpon lévő amerikai befektetési bank, a Morgan Stanley és a Goldman Sachs, a FED hozzájárulásával jogilag is kereskedelmi bankká alakultak. Ezzel lezárult az amerikai pénzügytörténet egy jelentős fejezete, melynek során a legnagyobb amerikai befektetési bankok megszűntek, illetve átalakultak.

A világ legnagyobb pénzintézeteinek összeomlása globális és általános pánikot okozott. A befektetők hatalmas tőke kivonásba kezdtek a részvény-, az áru- és a fejlődő piaci alapokból, és biztonságosabbnak tűnő amerikai, japán, svájci és EU-állampapírokat vásároltak.

A nemzetközi helyzet azonban tovább fokozódott. Szeptember 29-én ezúttal Európában zajlottak nem mindennapi események. Az ír, brit, benelux, francia, német és amerikai érdekeltségű bankok szorultak közel 100 milliárd dolláros állami segítségre.

Még aznap újabb csapás érte a piacokat, miután az amerikai alsóház leszavazta a Bush-kormány 700 milliárd dolláros programját, mellyel a piacnak nyújtottak volna segítséget. A pénz a pénzintézetek legrosszabb állapotú, fertőzött hiteleinek felvásárolását biztosította volna. A bukás történelmi mértékű árfolyamcsökkenést vont maga után a tőzsdéken. Október 1-jén azonban a szenátus – tapasztalva a piaci

reakciót – megszavazta a kiegészített csomagot. Ebben már szerepelt a betéti garancia százezer dollárról kétszázötvenezer dollárra történő emelése is, mellyel a politikusok az emberek bizalmát próbálták erősíteni a pénzügyintézetekben.

A likviditási válság, a kockázati felárak ugrásszerű növekedése nehéz helyzetbe hozta a rosszabb, illetve kiszolgáltatottabb gazdasági helyzetben levő országokat.

Október 5-én az izlandi pénzügyi rendszer, illetve az izlandi korona összeomlott. Az izlandi kormány a következő napokban rendkívüli intézkedések keretében állami ellenőrzés alá vont több izlandi bankot, és korlátozta működésüket. Egyes fejlődő országok valutái, így a magyar forint is erős nyomás alá került. A következő napokban a válság végleg globális méreteket öltött, miután megérkezett Oroszországba és Brazíliába is, ahol a nagymértékű tőzsdei zuhanás következtében felfüggesztették a kereskedést. Az orosz kormány is kénytelen volt beszállni a mentőtevékenységbe és 40 milliárd dolláros segítséget nyújtott az orosz bankoknak.

Október 8-án a világ meghatározó jegybankjai összehangolt kamatcsökkentést hajtottak végre. Indoklásuk szerint az inflációs veszélyek jelentősen enyhültek, míg a recessziós félelmek jelentősen felerősödtek, amik indokoltá tették a ritka lépést.

Az európai vezetők október 12.-én Párizsban tárgyaltak a pénzügyi rendszerek stabilizálásáról, illetve közvetett módon a bankok megsegítéséről. A tárgyalás eredményeként az egyes országok a helyi körülmények szerint alakítják és önállóan finanszírozzák mentőcsomagjaikat. A mentőcsomagok összege megközelítette az egytrilliárd eurót. A következő napokban az európai országok, köztük Spanyolország, Németország, az Egyesült Királyság, Olaszország, Svájc, de Magyarország is, sorra jelentették be válságkezelési intézkedéseiket.

Az előbb felvázolt események jól szemléltetik, hogy a rövid távú intézkedések célja a pénzügyintézetekbe vetett bizalom helyreállítása, a pénzpiacok működésének újraindítása, ezáltal a pánik megfékezése és a teljes összeomlás elkerülése volt.

### **4.3 A válság hatása a nemzetközi pénzügyi rendszerre**

A 2007 közepén az USA-ban elkezdődött és globálissá terebélyesedő pénz- és tőkepiaci válság jóval a várt feletti károkat okozta a világ fejlett és feltörekvő piacain egyaránt.

Európában a bankok tőkehelyzetének állami rendezésével (tőkeemelés, refinanszírozás növelése) közvetlenül biztosítható az amúgy problémamentes



vállalkozások finanszírozása. Amerikában azonban rosszabb a helyzet, miután a hagyományos banki kapcsolatok kevésbé alakultak ki a kis- és közepes vállalkozások esetében, így ők a korábban megszokottnál jóval nehezebben tudnak forráshoz jutni. Az amerikai kormányzat pedig hiába pumpálja a pénzt a pénzpiacokra, ez a közvetítő csatornák hiányában nem, vagy csak nagyon körülményesen és drágán jut el a vállalkozásokhoz. Ez jelentősen rontja az amerikai vállalatok helyzetét is, akik csak rendkívüli nehézségek mellett, vagy egyáltalán nem képesek finanszírozási igényeik kielégítésére. Ezen az amerikai kormányzat és a Fed rendhagyó módon úgy próbál segíteni, hogy közvetlenül igyekszik finanszírozni az amerikai nagyvállalatok rövid lejáratú hiteligenyeit.

A jelenlegi gazdasági intézkedések célja nemcsak a tüzoltás, hanem a gazdasági növekedés minél hamarabb történő beindítása, és ezáltal a recessziós időszak lerövidítése. A legnagyobb bizonytalanságot az jelenti, hogy még nem lehet látni, hogy a recesszió milyen mélységű és időtartamú lesz. Egyelőre még csak remélni lehet, hogy a pénzügyi válság legvéresebb szakaszán már túl vagyunk, azonban a pénzügyi rendszerek továbbra is hatalmas nyomás alatt vannak, így további „meglepetések” sem kizártak. A következő időszakban a bankok eszköz- és hitelportfóliójának jelentős javulása nem várható, sőt már a stagnálás is jó eredménynek számítana. **A banki forrásköltségek magas szintje és az általános forrásszűke pedig hosszútávon fogja befolyásolni a vállalatok jövedelmezőségét.**

#### **4.4 A válság hatása a magyar pénzügyi rendszerre**

##### **4.4.1 Az európai és a magyar kitettség nagysága**

A válság kapcsán merült fel a kérdés, hogy vajon mekkora az eurózóna tagországainak az amerikai jelzáloghitel-piacca szembeni kitettsége. A becslések szerint ez a szám megközelítheti a 200 milliárd eurót (5. táblázat).

Kiemelendő, hogy ennek az összegnek csak töredéke köthető közvetlenül a subprime piachoz. A táblázatban is szereplő teljes kitettségből az államilag támogatott jelzálogalapú értékpapír kibocsátás mintegy 117 milliárd euró, amely mögött nincs subprime kitettség (Nagy Márton – Szabó E. Viktor [2008]). Ezen felül az üzleti szféra által kibocsátott körülbelül 83 milliárd eurónyi értékpapír sem kapcsolódik teljes egészében a subprime piachoz. Magyarországon a hazai bankok

(OTP, FHB) teljes egészében mentesek a fertőző értékpapiroktól, csupán a befektetési alapok portfóliójában találhatóak csekély mértékben. A válság kezdeti stádiumában úgy tűnt, hogy a piaci turbulencia elsősorban a befektetési bankok, illetve az erős befektetési banki üzletággal rendelkező komplex bankcsoportok jövedelmezőségét fogja visszavetni.

**5. táblázat: Az eurózóna kitétsége**

Ország	Teljes kitétség (milliárd euró)	Ebből magánkibocsátású értékpapírok (milliárd euró)
Ausztria	2,3	0,2
Belgium	46,2	13,3
Finnország	0,5	0,1
Franciaország	10,8	6,5
Németország	28,2	16,8
Görögország	0,15	0
Írország	25,6	7,9
Olaszország	4,4	1,2
Luxemburg	45,3	16,8
Hollandia	34,2	20,3
Portugália	0,8	0,1
Szlovénia	0,2	0
Spanyolország	1,3	0,1
<b>Eurózóna</b>	<b>200</b>	<b>83,2</b>

Forrás: saját feldolgozás US Treasury alapján

**A magyar bankrendszerben jelentős befolyással bíró külföldi bankcsoportok üzleti tevékenységében szerencsére a hagyományos közvetítés szerepe volt a meghatározó, így ez a válság negatív hatását számottevően tompítja.**

Nem hagyható figyelmen kívül azonban, hogy az amerikai és európai bankok szolvenciahelyzete jelentősen ronthatja az egészséges struktúrában működő hazai

bankok európai anyabankjainak stabilitását. Több amerikai és néhány európai bank tőkeellátottsága is komoly veszélybe került a krízis eddigi szakaszában. A részvények árából a piac például már előre tudta, hogy ki lesz a következő áldozat, ki fog állami tőkeinjekciót kapni. **A nem transzparensten működő pénzügyi intézmények piaci szerepének (hedge fundok, kockázattőke-alapok) növekedése és a pénzügyi innovációk (például a már említett hitelkockázatot áthárító termékek) jelentősen megnehezítik a pénzügyi piacok átláthatóságát, a kockázatok árazását és ennek következtében a subprime-hoz kapcsolódó hitelpiaci kitétségek és veszteségek pénzügyi rendszeren belüli eloszlásának felmérését.** A felügyeleti szervek dolgát megnehezíti, hogy a pénzintézetek előszeretettel titkolják el veszteségeiket üzleti érdekek miatt, és a valós kár csak a fizetésektelenség bejelentése után derül ki. Ezért a felügyelet megpróbálnak nyomást gyakorolni a piaci szereplőkre, annak érdekében, hogy számoljanak be valós kitétségeikről és veszteségeikről. Igaz, ehhez a felügyelet nem rendelkezik kellő eszközökkel.

Hazai viszonylatban a legnagyobb aggodalmat az OTP kitétsége okozta, de a bank többször megerősítette, hogy semmilyen formában nem érintett. Az árfolyam ettől függetlenül óriási leértékelődésen esett át és elképzelhetetlen szintre zuhant.

#### **4.4.2 Kiszáradó forint-, állampapír- és bankközi hitel piac**

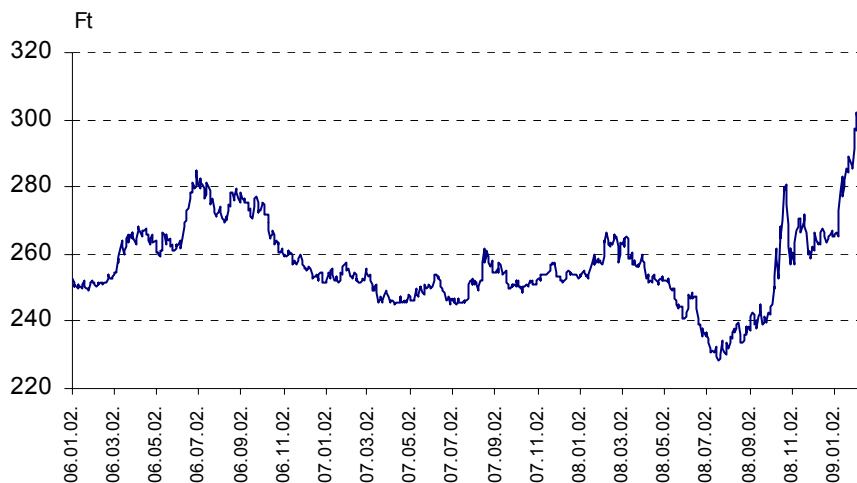
##### **Forintpiac**

Az európai és amerikai pénzpiacokon bekövetkezett zavarok érdemben nem befolyásolták a forint és állampapír piacokat 2008 októberéig. Sőt, júliusban még történelmi csúcsra is erősödött hazai fizetőeszközünk az euróval szemben. A fedezetlen forint bankközi piac, illetve a külföldi szereplők forintlikviditása szempontjából kiemelkedő jelentőségű forint FX-swappiac forgalma is a megszokott volt.

**A Lehman Brothers csődje után a globális pénz- és tőkepiaci válság újabb fejezete kezdődött, melynek már Magyarország is aktív részese lett.** A kockázatvállalási hajlandóság meredek zuhanásba kezdett, a befektetők menekültek a kockázatosnak vélt feltörekvő piacokról. A forint is hatalmasat gyengült (9.ábra), az állampapírpiacra pedig komoly működési zavarok léptek fel. Ekkor kezdett világossá válni, hogy senki sem menekülhet a szinte mindent elsöprő eladói hullám

elől. Biztossá vált, hogy egy elhúzódó, mély világgazdasági válság elején vagyunk, ami a magyar reálgazdaságra is igen negatív hatással lesz. Hazai fizetőeszközünk euróval szembeni árfolyama hatalmas volatilitás mellett – előfordult napon belül 20 forintos ingadozás is – rövid idő alatt történelmi mélypontja közelébe zuhant. Az MNB reagált, a 2003 óta nem látott mértékű, 300 bázispontos kamatemelésre a forint elleni spekulációs támadás kivédése miatt volt szükség, ami nagyjából a csődbe jutott Izlanddal történő folyamatos nemzetközi összehasonlítás számlájára írható. A jegybank beavatkozása ellenére nem sikerült megelőzni a további forintgyengülést, miután új történelmi mélypontra süllyedtek a jegyzések.

### 9. ábra: A forint árfolyamának változása



*Forrás: saját feldolgozás a Bloomberg adatai alapján*

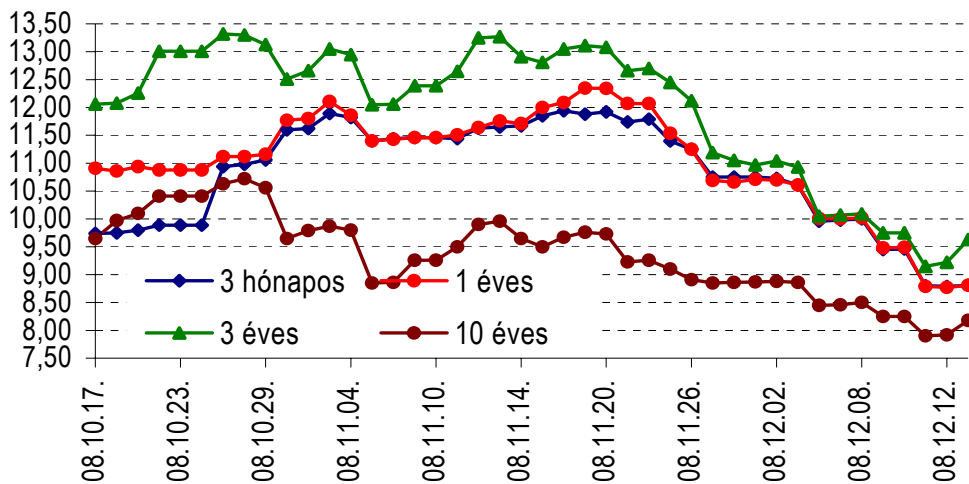
A bejelentett közel 20 milliárd eurós IMF-EU-Világbank által rendelkezésünkre bocsátott hitelkeret azonban már meghozta a kívánt hatást. A forint euróval szembeni jegyzése sokat erősödött, visszatért a 255-260-as sávba. De ezzel nem volt vége a rallynak, miután a hitelkeretet, a drasztikus kamatemelést és a Mercedes a magyarországi beruházást megerősítő bejelentését fokozottan pozitívan értékelték a befektetők. Hazai fizetőeszközünk elérte a 252-es szintet is egy rövid időre. Kedvezőbbé vált tehát a forint megítélése, ez azonban csak átmenetinek bizonyult. Az év vége némi megnyugvást hozott, jellemzően a 260-270-es sávban mozogtak a jegyzések. Az újév első napjaiban viszont ismét nyomás alá került a forint, miután a

legfrissebb makroadatok a korábban tervezettnél a magyar gazdaság jóval nagyobb visszaesését vetítették előre. A kormány a költségvetés harmadik verzióját is kénytelen volt átdolgozni. Ebben már 3-4%-os GDP visszaeséssel és 4% alatti inflációval számolt.

## Állampapírpiac

**Az állampapírpiacról 2008 őszén szinte teljesen eltűntek a vevők a tőkeáramlás megfordulása miatt. A jegybank likviditásfokozó erőfeszítései nem érték el a kívánt eredményt.** A fordulatot az ÁKK bejelentése hozta meg, melyben törölte a 2008-as év végéig az államkötvény aukciókat, valamint a DKJ-k meghirdetésre kerülő mennyiségét az aktuális piaci folyamatok tükrében fogják meghatározni. A döntés célja a fennálló egyensúlytalanság mérséklése volt. A közleményt követően hatalmas rally bontakozott ki (10. ábra) a másodlagos piacon, ami érdemi hozamcsökkentést is generált. De az ÁKK által megrendezett aukciókon is jelentősen felélénkült a kereslet.

**10. ábra: A magyar állampapírpiaci hozamok 2008. év végi alakulása**



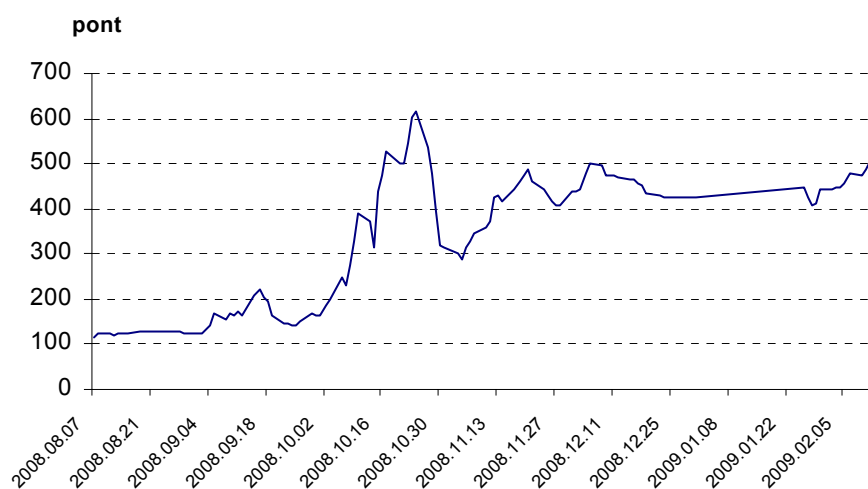
*Forrás: saját feldolgozás az ÁKK adatai alapján*

## Bankközi hitelpiac

A hazai bankszektort a rendkívül nagyfokú bizalmatlanság és likviditási válság elsősorban a külföldi bankközi és tőkepiaci hozzáférhetőségén, és árazásán keresztül érintette. **A rövidlejáratú külföldi bankközi kamatok, illetve részben a banki CDS felárak (11. ábra) jelentős emelkedése a likviditás folyamatos és drámai csökkenését mutatták.**

Az összehangolt jegybanki beavatkozások sikeresen tompították a bankközi piacokon kialakult nagyfokú bizonytalanságot, ami a rövid lejáratú forrásköltségek csökkenését eredményezte. Eközben a hosszú források árának közelítésére használt, illetve egyben országkockázatot is szimbolizáló CDS-felárakat ugyan sikerült mérsékelni, de azok még mindig jóval a válság előtti szint felett stabilizálódtak. A CDS-felárak 2007. július óta megfigyelhető 250-260 bázispontos emelkedése mögött két fő tényező húzódik meg.

**11. ábra: Magyar 5 éves euró államkötvény CDS**



Forrás: saját feldolgozás a Bloomberg adatai alapján

Egyrészt jelentősen emelkedtek a hitelkockázatok, amit az IMF hitel is csak részben tudott tompítani, másrészt megkérdőjeleződött a hitelminősítő intézetek hitelderivatívákra vonatkozó kockázati besorolásának aktualitása, illetve fundamentális háttere. A rövid és hosszú távú források költségeinek elszakadására az euróövezeti bankrendszer gyorsan reagált. Félve a hosszú távú likviditás árának magas szinten történő berögzülésétől, a bankok jelentősen emelték a rövid távú, és

visszafogták a hosszú távú értékpapírok kibocsátását. Magyarországon a külföldi, és különösen az anyabanki finanszírozás magas aránya miatt automatikusan megjelent a források átlagos lejáratának rövidítési kényszere. Az elmúlt évekre jellemző globális likviditásbőség jelentősen lecsökkent – vélhetően hosszú évekre –, ami a hazai bankrendszerben a finanszírozási költségek emelkedése mellett a külföldi források hozzáférhetőségének szűkülésén keresztül jelent meg.

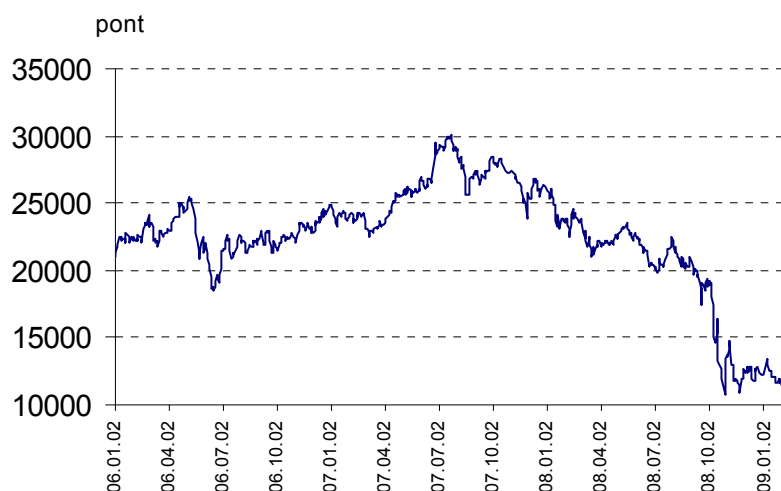
A bankok kockázatvállalási hajlandóságuk jelentős csökkenése nyomán drasztikusan visszafogták hitelezési tevékenységüket. A hitelezés visszafogása pedig részben hozzájárult a gazdasági recesszió kialakulásához.

A forrásköltségek növelésére részben a banki marzsok csökkentésével, részben pedig a kamatköltségének emelésével reagált a bankrendszer. A külföldi források árának emelkedése, illetve a likviditás beszűkülése tehát kedvezőtlenül érintette a magyar bankrendszert, lakosságot és a vállalati szférát egyaránt.

#### 4.4.3 Zuhanórepülés a tőzsdén

**A hazai részvénytőzsi piac a nemzetközi trendnek megfelelően az orosz válság óta nem látott mélyrepülést produkált (12. ábra).** A blue chippek pár hónappal, vagy akár pár héttel a válság elmélyülése előtt még elképzelhetetlenek hitt szintekre estek. A legnagyobb figyelem az OTP árfolyammozgására irányult. A bankpapír napokig a napi maximális – azaz 15%-os – limittel kőként zuhant.

**12. ábra: A BUX mozgása**



*Forrás: saját feldolgozás a Bloomberg adatai alapján*

A 2007 nyarán elért 10 900 forintos csúcstól 2008 októberében 2 320 forintra zuhant, annak ellenére, hogy semmilyen formában nem érintett a másodlagos jelzálogpiaci válságban.



## 5. A MAGYAR ÁLLAM ÉS A MAGYAR NEMZETI BANK INTÉZKEDÉSEI A VÁLSÁG KAPCSÁN

### 5.1 Monetáris eszközök

A jegybankok, látva a bankközi hozamok emelkedését és a bankközi piacok zavarát, kényszerű beavatkozásra kényszerültek. A válaszreakciókat csak akkor lehet értékelni, ha ismerjük a normál piaci környezetben alkalmazott monetáris eszközöket, piaci műveleteket és azok hatását (Fischer Éva – Kóczán Gergely [2008]). **A jegybankok eszköztárának legfőbb fegyvere a rövid bankközi kamatszint befolyásolására az alapkamat megváltoztatása, melynek középpontjában a kitűzött középtávú inflációs célok állnak.** A likviditásra pedig a nyílt piaci műveletekkel tudnak hatni. A bankrendszernek a likviditás arra kell, hogy kötelező jegybanki tartalékát teljesíteni tudja. A jegybankpénz-tömeget a gazdaság egészséges működése szempontjából csak technikainak minősíthető tényezők (pl. kormányzati számlák ingadozása, készpénzkereslet ingadozása) tudják befolyásolni. A rövid kamatszint kínálati oldali stabilitásának biztosításához hajtják végre a nyílt piaci műveleteket, melyekkel az előbb említett tényezők ellensúlyozása a cél. A hitelexpanzióhoz, vagy a gazdasági recesszióhoz így sem a nyílt piaci műveleteknek, sem az előbb említett tényezőknek nincs köze. A jegybank kitűzött kamatcélját stabil működési környezetben csak akkor éri el, ha a bankközi piac és szereplői hatékonyan, érzékenyen és racionálisan viselkednek. A válság kapcsán ezek a feltételek kérdőjeleződtek meg, és ez kényszerítette a jegybankokat viselkedésük és eszköztáruk megváltoztatására. A pénzügyi krízis során a likviditás újraelosztása gyakorlatilag leállt, a bankok – ha volt is pénzüik – inkább maguknál tartották feles likviditásukat, így az újraelosztás ellehetetlenült. A likviditás iránti pánikszerű kereslet a rövid banki hozamok hirtelen és drámai mértékű emelkedését eredményezte, amelyek így elszakadtak a jegybankok által elvárt célszintektől.

### 5.1.1 Likviditás növelése

A jegybankok a likviditás mennyiségét úgy biztosítják, hogy az a bankrendszernek egyenletes kötelező tartalék-teljesítést feltételezve elegendő legyen. **A pánik azt is jelentette, hogy egyes bankoknak, illetve a bankrendszer egy részének nem áll rendelkezésére elegendő likviditás, hiszen a bankközi piacról azok kiszáradása miatt nem tudták bevonni.** A jegybankok első reakciója tehát a piacnak nyújtott likviditás összegének növelése volt (Fischer Éva – Kóczán Gergely [2008]). A rendkívüli ideiglenes likviditásallokáció mérete jegybankonként nagyon változó volt. Az Európai Központi Bank esetében ez először rendkívüli gyorsstendereken keresztül történt, míg a többi meghatározó jegybank közül a Fed a normál üzemmenben is mindennap tartott tenderein emelte az allokált likviditást. A Bank of England döntéshozói viszont kicsit későn eszméltek, miután a krízis kitörésekor még nem avatkoztak be, és még az allokált mennyiséget sem emelték. Véleményük szerint az ilyen helyzetek kezelésére a fedezett hitelinstrumentum használatos. A likviditáshiánnyal küzdő bankok tehát használják ezt az instrumentumot. A makacsság nem tartott sokáig, pár hétre rá már a BoE is az allokált mennyiség megemlése mellett döntött egyhetes sztenderd repotenderein.

A modern jegybanki eszköztárakban megszokott dolog, hogy reagálnak a bankközi kamatszint céltól való tartós vagy átmeneti eltérésére. Az egynapos hozam a kötelező tartalék-periódus végén mutatja a legnagyobb volatilitást és ekkor kevésbé érzékenyek a piaci szereplők is. A jegybankok szükség esetén ekkor tartanak gyorsstendereket, amelyek célja vagy többlet likviditásnyújtás vagy annak a rendszerből történő elszívása. A pénzügyi turbulenciára adott jegybanki válaszok tehát ugyanazok az eszközök voltak, amelyeket a jegybankok egyébként is alkalmaznak a nem kívánt hozamdevianciák helyreállítására. Több jegybank esetében a likviditásallokáció emelésének tekintetében legfeljebb annak mértékét lehetett szokatlannak, avagy rendkívülinek minősíteni. A Bank of England-nek a kezdeti hezitáló, tartózkodó magatartása a brit jegybank már megszokott, erkölcsi kockázatoktól és a piac befolyásolásától való idegenkedésével magyarázható. A bankok likviditását az allokált likviditás mennyisége csak átmenetileg emeli, hiszen kötelező tartalék feletti likviditást tartani a bankoknak szükségtelen, és költséges dolog. Ezért az allokált többletlikviditás csak a tartalékteljesítés lefutását,

futamidejét változtatta meg, és nem járult hozzá hosszabb távon a bankrendszer teljes likviditásának megemeléséhez.

**A jegybankok által végzett többletlikviditás-allokációja sikeresnek bizonyult, miután rövidtávon megnyugtatta a piacokat, és mérsékelte a bankközi hozamokat.** Ennek ellenére azonban a krízist kiváltó ok nem a jegybankpénz kínálatában keresendő. A jegybanki beavatkozások másik fontos eleme a piacokra gyakorolt pszichológiai hatás. A jegybankok erős jelzést adnak ezekkel a műveletekkel arra vonatkozóan, hogy készek minden forrásukat az érvényben lévő irányadó kamatszint közelében elérhetővé tenni.

### **5.1.2 Futamidő hosszabbítás**

A jegybanki reakciók második fontos csoportjába a likviditásnyújtásra szolgáló fedezett hitelügyletek, illetve a repók lejáratának megváltoztatása tartozik. Ezt az eszközt mindhárom fő jegybank, az EKB, a Fed és BoE is alkalmazta (Fischer Éva – Kóczán Gergely [2008]). **A futamidő hosszabbításnak az elsődleges oka a három hónapos bankközi kamatok, és az állampapír-piaci hozamok közötti növekvő különbség, valamint az alapkamattól történő eltávolodás volt.** Másodlagos tényező volt, hogy a három hónapos forrás megújításának kockázata jóval alacsonyabb, mint az egyhetesé.

Az EKB és a Bank of England normál eszköztárához tartoznak a hosszabb lejáratú (3, 6 vagy 12 hónapos) műveletek. A lépések tehát csak átcsoportosítást jelentettek a hosszabb lejáratok felé. A gyakorlatban az EKB egy meglévő három hónapos műveletével emelte meg rendkívüli tenderrel a fennálló állományát, míg a brit jegybank a három hónapos lejáraton egy új eszköz bevezetésével kísérletezett. A BoE kísérlete azonban kudarcba fulladt, miután alsó korlátot vezetett be a beadható ajánlatok hozamára.

A leglátványosabb lépéseket a bankok likviditásszűkétől való félelme váltotta ki. A jegybankok december közepén jelentettek be összehangolt lépéseket. A Fed egy új instrumentumot vezetett be („term auction facility”, TAF) hosszabb lejáratú fedezett hitelaukción formájában. Ezzel nemcsak az amerikai bankokon segített, hanem egyhónapos horizonton nyújtott jelentős mennyiségű likviditást az EKB-n és a svájci jegybankon keresztül az európai bankoknak is. A Bank of England szélesebb fedezeti körével jelentősen emelte a három hónapos repoaukción az

allokált likviditást, ami az alsó korlát eltörlésével ezúttal sikeresnek bizonyult. **Ezek a műveletek nem hozták meg a kívánt hatást abból a szempontból, hogy a három hónapos bankközi hozamokat csökkentsék, de az előbbieken már említett pszichológiai csatornákon keresztül hozzájárultak a piaci szereplők megnyugtatásához.**

### 5.1.3 Fedezetek körének bővítése

**A legrendkívülbb jegybanki intézkedéscsomag a hitelügyletek fedezeteként szolgáló értékpapírok körének kibővítése volt.** A pszichológiai és a közvetlen piaci hatások szempontjából ez volt a legjelentősebb intézkedés. A négy legnagyobb jegybank közül a Fed és a Bank of England alkalmazta ezt az eszközt, de számos kisebb és jelentős befolyással bíró jegybank is hasonló lépésekkel reagált (Fischer Éva – Kóczán Gergely [2008]). Ezek a jegybankok csak egy nagyon szűk eszközcsoportot, jellemzően hazai és nemzetközi jó minőségű állampapírokat fogadnak el fedezetként normál üzletmenetben. Az intézkedések összességében igen változatosak voltak, de közös vonásuk, hogy likviditás és hitelminőség szempontjából rosszabb kategóriájú értékpapírokat is elfogadtak, így tágítva jelentősen a fedezeti kört. Az angolszász mintára működő jegybankok tehát siettek elkerülni azt, hogy a válságkezelésben a normál esetben elfogadható fedezeti kör legyen a szűk keresztmetszet. Eközben az EKB és a BoJ nem kényszerült rendkívüli bővítésre, hiszen normál esetben is mind a kibocsátók, mind az eszköztípusok tekintetében széles fedezeti kört fogadnak el, így a két jegybank a turbulenciát komolyabb módosítások nélkül tudta kezelni. Elfogadnak alapesetben is nagyon illikvid eszközöket (pl. bankhitelek, vagy illikvid másodpiacú ABS-ek), ezért ezen eszközök piacának összeomlását, mint végső repopartnerek jelentősen tudták tompítani. A tág fedezeti lista tehát ezen eszközök tekintetében segítette a másodlagos repopiac életben maradását.

**A jegybankoknál a hatásmechanizmusok az eltérő eszköztárak miatt különbözőek voltak.** Az euróövezet esetében nem kellett ugyan az elfogadhatósági feltételeken módosítani, azonban a ténylegesen zárolt fedezetek összetétele változott, mégpedig azért, mert az ABS-papírok zárolása megemelkedett, az állampapíroké pedig lecsökkent. A brit jegybank esetében a 3 hónapos aukció esetében kezdetben csak a pszichológiai hatás érvényesült, miután az a teljes

érdektelenség miatt érdemi műveletet nem végzett. A kondíciók megváltoztatása után, a már kiszélesített fedezeti körrel és a büntetőkamat nélkül tartott repotenderekkel viszont meghozták a kívánt hatást. A 6. ábra a legnagyobb befolyással bíró jegybankok intézkedéseit összegzi.

**6. táblázat: Jegybanki reakciókat összefoglaló táblázat**

Jegybank	Ideiglenes többletlikviditás	Lejáratszerkezeti változás	Fedezetek körének bővítése
<b>Fed</b>	A szokásosnál lényegesen nagyobb volumenű repóműveletekkel biztosítják.	Nem	A nyílt piaci műveletek esetében sokkal többet hajlandó a kevésbé likvid agency és MBS papírokkal repózni. A piachoz közelebb húzzák a discount window-t, ami egyébként is tág fedezeti kört használ.
<b>ECB</b>	1 napos gyorstender-sorozattal, majd sztenderd 1 hetes tendereken az allokáció emelésével oldják meg.	Az egyébként is használt LTRO instrumentum állományát 75%-kal megemelik.	Nem, miután eleve rugalmas az ide vonatkozó szabályozás.
<b>Bank of England</b>	Némi késéssel, csak a turbulencia tartóssága láttán biztosítanak többlet likviditást.	A minimális hozammegkötés miatt az első aukció sikertelen volt, ezt követően eltörik a büntető kamatot és így már elérték a kívánt hatást.	Több háromhónapos instrumentum és repó esetében a megszokottnál jelentősebben szélesebb fedezeti kört vezettek be.
<b>Bank of Japan</b>	Kismértékben emelik az allokált likviditást.	Nem	Nem
<b>Svájc</b>	A két egynapos repótenderen a fennálló állományt ideiglenesen 8%-ra emelik.	Nem	Már a válság előtt elkezdték a fedezeti kör módosítását, amit októbertől vezettek be.

*Forrás: Fischer Éva – Kóczán Gergely (2008): Rendkívüli hatósági intézkedések és tanulságaik a jelzálogpiaci válság kapcsán, MNB Tanulmányok (72.), 2008*

### Az MNB monetáris eszköztára

**A magyar jegybank eszköztára megegyezik a többi fejlett, illetve feltörekvő ország jegybankáéval, ugyanakkor az MNB helyzete számos tekintetben eltér azoktól. A legfontosabb különbség, ami egyébként az összes feltörekvő piacra igaz, hogy a régióra jellemző likviditástöbbletet betét oldali tender formájában nyeri ki a pénzügyi rendszerből. A bankrendszer tehát likviditáshiány helyett likviditás felesleggel rendelkezik, ezért a válság kezelésének kapcsán a bankok saját maguk dönthetnek arról, hogy a jegybank normál tenderein kevesebb feles likviditást kötnek le, vagy pedig tartalékteljesítési szokásaikon változtatnak (Fischer Éva – Kóczán Gergely [2008]). De természetesen ettől függetlenül a nemzetközi**

gyakorlatban a bankközi turbulencia kezelésére szolgáló hiteloldali gyorstender is szerepel az MNB eszköztárában. Ha tehát a forint olyan hirtelen és drasztikusan gyengül, hogy nincs idő a legközelebbi kötvény lejáratának kivárására, vagy ez már nem nyújt elegendő segítséget, akkor a jegybank is alkalmazhatja az előbb említett eszközt.

Az MNB – a fejlett piaci jegybankokhoz hasonlóan – folyamatos korlátlan egynapos fedezett hitelt biztosít a bankoknak az irányadó ráta + 100 bázispontos hozam mellett. A gyorstender kondíciója ettől csak annyiban különbözik, hogy ebben az esetben nincs felár, valamint ennek lejáratát gyakorlatilag bármilyen hosszúságúra változtatható. A gyorstender előnye turbulens környezetben a rugalmasságon kívül, hogy a piacokra nyugtató hatással lehet. Az MNB, mint jegybank, korlátlan mennyiségű forintlikviditást tud biztosítani. Ebben csak a rendelkezésre álló elfogadható fedezetek mennyisége és azok bankok közötti eloszlása lehet akadályozó tényező. Amennyiben a bankok nem rendelkeznek megfelelő fedezettel, úgy a jegybank is tágíthatja a fedezeti kört.

**Az MNB számára viszont nehézséget jelent, hogy a forint volatilitása átlag feletti, ezért egy jelentősebb ugrás ellenére sem biztos, hogy érzékeli a megváltozott piaci környezetet, miután az nem jelent egyértelmű jelet a rendellenességre.** A valós helyzet megítéléséhez így kulcsfontosságúak az egyéb piaci információk.

## **5.2 Állami és jegybanki beavatkozások itthon**

A pénzügyi válság terjedésével a magyar kormány és a jegybank is egyre több intézkedést jelentett be 2008 októberétől. A kezdetben tett, nyugtatónak szánt nyilatkozatok nem voltak elegendőek a globális pánik idején. Az első fontosabb intézkedés az volt, hogy a lakossági betétekre vonatkozó betétbiztosítási garancia mértékét az eddigi 6 millió forintról 13 millió forintra emelte (összhangban az EU megállapodásokkal), és ezen felül azt is vállalta, hogy minden betétre korlátlan garanciát nyújt, valamint korlátlanra változtatják és eltörlik a 10%-os önrészt is. A PM október közepén jelentette be, hogy a nyugdíjpénztárak számára engedélyezi az állampapírok korlátlan tartását a részvénysúly csökkenésének terhére (Fischer Éva – Kóczán Gergely [2008]). Ugyanezen a napon az MNB jelezte, hogy a forint/euró devizaswap-piacon napi tenderek meghirdetésével fog közvetítő szerepet betölteni a

bankközi piacon. A jegybank emellett többször is igyekezett nyugtatni a piacokat azzal, hogy megerősítette: a magyar bankrendszer erős, magasak a tőketartalékai, megfelelő a deviza és a forint likviditása, a jegybank pedig probléma esetén be fog avatkozni.

A miniszterelnök 12 pontos intézkedéscsomagot jelentett be az MNB elnökével folytatott tárgyalás után. A kormány szükségét érezte, hogy a bizalmat komoly lépésekkel próbálja erősíteni. A lényeges pontok között van az államháztartási hiány eddig tervezettnél is alacsonyabb szintre hozása, adócsökkentések elhalasztása, valamint egyes állami kiadások csökkentése – ennek célja a külső finanszírozási igény további mérséklése.

### **Devizahitelek védelmét szolgáló megállapodás**

A kormány megállapodott a kereskedelmi bankokkal a háztartások devizahitel-felvételekből eredő kockázatainak mérséklése érdekében. A megállapodás három elemből áll:

1. az adós kérésére a bankok lehetővé teszik a hitelek futamidejének meghosszabbítását, rögzített havi törlesztések mellett;
2. azok az adósok, akik fokozott kockázatnak vannak kitéve a devizaárfolyamok ingadozása miatt, külön díjazás nélkül átválthatnák deviza alapú hiteleiket forinthitelekre,
3. abban az esetben, ha egy adós nem képes a fennálló hitelét törleszteni, kérésére a bankok átmenetileg csökkenthetik a törlesztések összegét.

### **Az ECB segítséget nyújt a devizalikviditás visszaállításában**

Az Európai Központi Bank és az MNB október 16-án közös megállapodást jelentett be, amelynek keretében az MNB 5 milliárd euró értékben juthat devizalikviditáshoz repoügyletek segítségével. Ezt követte a Monetáris Tanács rendkívüli ülése, melyet követően több fontos, a pénzügyi piacok stabilizálását célzó intézkedést jelentettek be.

Az MNB megállapodást kötött egyes elsődleges állampapírforgalmazókkal, melyek folyamatos árjegyzést vállaltak a tőzsdén jegyzett, 3 hónapnál hosszabb

futamidejű állampapírokra. Az elsődleges forgalmazók ennek keretében növelik állampapírállományukat, cserébe a jegybank korlátlan mennyiségben bocsát rendelkezésükre hitelt állampapírfedezet mellett. Az MNB állampapír vásárlási aukciókat hirdet az elsődleges forgalmazók részére (tehát állampapírt vásárol tőlük). A másik lényeges bejelentés szerint az ECB-vel kötött együttműködési megállapodás alapján új eurólikviditást nyújtó instrumentumot vezet be az MNB. Ennek keretében a partnerek egynapos FX-swap ügyleteket köthetnek az MNB-vel, azaz forintot helyezhetnek el a jegybanknál euróért cserébe. Az új instrumentum naponta és korlátlan mennyiségben áll rendelkezésre. Az MNB az ügyletek refinanszírozására 5 milliárd eurós repo-megállapodást kötött az Európai Központi Bankkal.

Az első intézkedéscsomag célja az állampapírpiac likviditásának számottevő javítása volt, míg az utóbbi intézkedéssel a jegybank a befagyott bankközi devizapiacba próbált likviditást pumpálni.

A fentieknek azonban eltérő értelmezést adhat Simor András jegybankelnök 2008. október 20.-i nyilatkozata. A Wall Street Journalnak Simor azt nyilatkozta, hogy az MNB nem tervezi felhasználni az 5 milliárd eurós keretet. Ezt a pénzüsszeget nem a hazai devizalikviditás javítására, hanem végső hitelezői „tartaléknak” tekintik. A likviditást szerinte a bankok is képesek lesznek megteremteni. Mindez egyrészt ellentmondott az addig megjelent összes hírnek, ami az 5 milliárdos csomaggal kapcsolatban megjelent, másrészt pedig a tényeknek is: a hazai bankközi devizapiacon hiába van jelen számos külföldi nagybank hazai leányvállalata, óriási a bizalomhiány és alig van likviditás. Külső segítségre igencsak szükség lenne.

A fentieket a jegybank elnöke a Monetáris Tanács sajtótájékoztatóján is megerősítette. Eszerint „nem feltétlenül” fogja likviditásélnkítésre használni az MNB az 5 milliárd eurót, hiszen az anyabankok az ECB-től közvetlenül is devizához juthatnak.

### **Rendkívüli 300 bázispontos kamatemelés a forint védelmében.**

A Monetáris Tanács október 22-én, két nappal a rendes kamatmeghatározó ülése után 300 bázispontos rendkívüli kamatemelésről határozott, a jegybanki



alapkamatot 11,50%-ra emelve. Ilyen jelentős monetáris lépésre 2003 óta nem volt példa.

A kamatemeléssel az MNB célja a forint ellen október 21.-től egyre erősödő támadás megnehezítése, kivédése volt, különös tekintettel a négynapos hazai kereskedési szünetre. A forint aznap átmenetileg ugyan erősödött az emelés hírére, ám ezt követően magas volatilitás mellett 285-274 Ft/euró szintek között mozgott.

A lépés piaci megítélése nagyon sokféle volt: egyes vélemények szerint már korábban, a hétfői rendes ülésen emelésről kellett volna határozni, mások szerint viszont a mostani globális válság idején a kamatszintnek alig van hatása a devizaárfolyamokra, ezért nem volt értelme az emelésnek, amely viszont hosszabb távon fokozhatja a reálgazdasági problémákat.

### **Jelentős IMF-EU-Világbank segélycsomagot kapott Magyarország.**

A Nemzetközi Valutaalap 12,5 milliárd euró (15,7 milliárd dollár), az Európai Unió 6,5 milliárd euró (8,1 milliárd dollár), a Világbank pedig 1,0 milliárd euró (1,3 milliárd dollár) hitelkeretet tart rendelkezésre Magyarország számára az október 28-án közzétett bejelentés szerint. Összesen tehát 20 Mrd euró értékű külföldi segélycsomagot kapott hazánk. Az összegek egyértelműen magasabbak a piaci várakozásoknál: az IMF hitelkeretre 12-13 milliárd volt a várakozás Magyarország IMF-kvótájának nagysága alapján. Az EU és a Világbank tekintetében már megjelent korábban is, hogy részt vennének valamilyen módon Magyarország kiségitésében, de összegszerű várakozások nemigen voltak.

Figyelembe véve az ECB által biztosított 5 milliárd eurós hitelkeretet is, ezzel már 30 milliárd dollár fölé került a Magyarország rendelkezésére álló többlet likviditás értéke. A segítség „ára” az eddigieknél is kisebb hiánnyal tervező 2009-es költségvetés elfogadása, melyre a politikai vitákkal együtt is látszik esély. A magyar országkockázat az elmúlt egy hónapban igen jelentősen megnőtt. A magyar állampapírok nemfizetése elleni biztosításként kezelhető credit default swap (CDS) instrumentumok árfolyama 500 bázispont körül alakult a válság előtti időszakra jellemző 100-150 bázisponttal szemben. A bejelentés után láthatóan csökkent a felár. A magyar eszközök kockázati felárának csökkenése a keresletet és a likviditást is javította – természetesen csak a globális folyamatok által

„engedélyezett” mértékben, vagyis gyakorlatilag a magyar államcsőd reális esélye jelentős mértékben mérséklődhet a piaci árazásokban.

### **Elkészül az újabb 2009-es költségvetési tervezet – még kisebb hiánycéllal**

November elejére elkészült a 2009-es költségvetés harmadik tervezete, amely az IMF megállapodásnak megfelelően már a GDP csökkenésével számol. A legújabb, és végül megszavazott terv szerint 1,0%-kal csökkenő bruttó hazai termékkel számol a kormány 2009-re, viszont az inflációs ráta magasabb lenne a korábban tervezettnél, 4,5%-os (amit lehet, hogy sokan vitatni fognak, hiszen lényegesen visszaeső kereslettel számol a tervezet). Az államháztartás hiánya a korábban tervezettnél is kisebb lenne, a GDP 2,6%-a, ami pénzforgalmi szemléletben 783,3 milliárd forintos deficitet jelent. A kisebb hiány a már ismert kiadáscsökkentések és bevételecsökkenések hatására alakulna ki. A kiadási oldal 297 Mrd Ft-tal, a bevételi 188 Mrd Ft-tal lett kevesebb. A korábbi tervezetekhez hasonlóan most is viszonylag nagy tartalékok vannak a rendszerben.

### **2%-ra csökkentették a kötelező tartalékrátát**

Az MNB szintén november 24-i döntése értelmében, decembertől 5%-ról 2%-ra csökkenti a kötelező tartalékrátát mértékét. A lépés célja a hazai hitelintézetek likviditási helyzetének javítása, a már csatasorba állított egyéb jegybanki eszközök mellett.

Az MNB az elnök szerint minden monetáris eszközzel igyekszik segíteni, hogy a bankrendszer elláthassa pénzügyi közvetítői feladatát, de nem kíván sem a bankok, sem a megtakarítók helyébe lépni.

### **Váratlan kamatcsökkentések, év végéig 10,00%-ra csökkenő jegybanki alapkamat.**

A Monetáris Tanács november 24-i ülésén meglepetésre 50 bázisponttal csökkentette a jegybanki alapkamatot, 11,00%-ra. A tanács előtt három javaslat is volt, egy a kamat szinten tartásáról és egy a 100 bázispontos csökkentésről szólt.

A friss inflációs jelentésre is hivatkozva a tanács közleménye kiemelte, hogy alapvetően változott meg a magyar gazdaság pályája, visszaeső növekedés és infláció várható. Hosszú idő után az inflációs ráta a monetáris politika számára releváns időhorizonton a 3 százalékos cél alá kerülhet.

A Monetáris Tanács ülését követő közlemény emellett arra emlékeztet, hogy október 22-én a forintra nehezedő nyomás miatt „a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának megőrzése, a tőkeáramlás és a leértékelési várakozások további erősödésének megfékezése, valamint a forint elleni spekuláció megdrágítása érdekében” emelte meg 300 bázisponttal az alapkamatot. Azóta az IMF megállapodása és a tervezett költségvetési kiigazítások az MNB szerint is csökkentették az ország külső adósságának finanszírozási kockázatait, ami növelte a monetáris politika mozgásterét. Emiatt kerülhetett sor az óvatos kamatcsökkentésre. A jegybankelnök tájékoztatójában hangsúlyozta, hogy az óvatosság azért is indokolt, nehogy ismét előálljanak az október végi körülmények.

A kilátásokkal kapcsolatban a tanács közleménye úgy szól, hogy „további csökkentések előtt akkor nyílik tér, ha a tőkeáramlások folytonosságát és a pénzügyi közvetítő rendszer stabilitását övező kockázatok mérséklődése folytatódik.

### **5.2.1 A stabilitási törvény életre hívása**

Az előbbi felsorolásból kimaradt az egyik legnagyobb horderejű állami segélycsomag. A bankmentő csomag néven ismerté vált törvényt az IMF-fel, az EU-val, és a Világbankkal kötött megállapodás részeként dolgozta ki a kormány. Lényege, hogy 300 milliárd forint áll rendelkezésre, hogy a bajba jutott, Magyarországon – nem fióktelepi formában – működő bankokat feltökésítse az állam, illetve további 300 milliárd forintos garanciavállalási keretösszeget foglal magába a csomag. A forrást elsősorban a Valutalap által nyújtott hitel biztosítja. A világ számos fejlődő, illetve fejlett országa jelentett be a pénzügyi rendszerét, azon belül is leginkább a bankokat stabilizáló csomagokat, így elsősorban versenyképességi szempontok miatt a magyar kormány sem tehetett mást. A tervezet első részletei 2008 novemberében láttak napvilágot, de erős ellenállásba ütköztek, miután egyes vélemények szerint túlságosan az OTP-re lettek szabva, és voltak olyan fejezetek, amik arra engedtek következtetni, hogy az állam nagyon szeretne tulajdont szerezni a legnagyobb magyar bankban. Az Országgyűlés

költségvetési bizottsága első nekifutásra nem is találta alkalmasnak a törvényjavaslatot a parlamenti vitára, de a bankok is több pontját kifogásolták a tervezetnek. Fontos volt a mielőbbi elfogadása a törvénynek, hiszen ez biztosíthatta, hogy a banki hitelezés ne álljon le olyan drasztikusan, valamint a vállalatok és a lakosság se szembesüljön a drámai, és hirtelen hitelhiánnyal. A túl szigorúnak tartott javaslaton a pénzügyminisztérium és a jegybank végül négy fontos ponton enyhített. Kikerült belőle a legtöbb vitát kiváltó passzus, mely arra vonatkozott, hogy a tőkejuttatás fejében kibocsátott elsőbbségi részvényeket bizonyos esetekben az állam törzsrészvényekre válthatná. Az Országgyűlés végül 2008. december 15.-i ülésén elsőprő többséggel elfogadta a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának helyreállítását elősegítő 2008. évi CIV törvényt.

A következőkben a 2008. december 15-én hatályba lépő törvény rövid, nem mindenre kiterjedő ismertetése következik.

Hatálya kiterjed az ország területén székhellyel rendelkező hitelintézetre. Ezekben a szervezetekben a Magyar Állam nevében történő, e törvény szerinti befolyásszerzésre és a befolyás megszüntetésére. A törvény a szabályozott intézmények folyamatos értékelését is előírja, melyet a PSZÁF, illetve az MNB készít.

Az MNB az egyes hitelintézeteket a pénzügyi közvetítő rendszer stabilitása szempontjából értékeli, más szabályozott intézményekre, pénzügyi piacokra, pénzügyi infrastruktúrára és a reálgazdaságra gyakorolt hatását vizsgálja. Értékeli a pénzügyi rendszerkockázati tényezőnek minősített hitelintézetek rövid távú likviditási helyzetét. Elemzi a legfontosabb pénzügyi piacok helyzetét és a rendelkezésre álló likviditás alakulását.

A PSZÁF felügyeli az egyes hitelintézetek szavatoló tőkéjének alakulását, a pénzügyi rendszerkockázati tényezőnek minősített hitelintézetek és az összevont alapú felügyelet vagy kiegészítő felügyelet alá tartozó hitelintézet esetén a csoportszintű közép- és hosszútávú likviditási helyzetét, valamint az utóbbi esetében a szavatoló tőke helyzetének változását is.

## **Intézkedési lehetőségek**

A beavatkozás forrását részben az IMF-től kapott hitel biztosítja. Ebből a 2010 tavaszán lejáró hitelből a Magyar Állam 600 milliárd forintot az MNB-nél külön erre a célra megnyitott számlán helyez el.

A Magyar Állam díjazás ellenében garanciát vállalhat a hitelintézet hitelezőivel fennálló tartozásaira, valamint tőkét emelhet a hitelintézetben. A garanciavállalásra a hitelintézet kérelme után kerülhet sor, ha az, és a szavatoló tőkéje megfelel a törvényi előírásoknak. A megállapodásnak ezen kívül tartalmaznia kell a Magyar Államot a garanciavállalás ideje alatt megillető jogokat, amit a különleges vétójogot biztosító szavazatsöbbségi részvény testesít meg. Érdekes kitétel, hogy a hitelintézetnek rendelkeznie kell a vezető beosztású alkalmazottainak javadalmainak korlátozásáról a garanciavállalás időtartama alatt.

A Pénzügyminiszter a Magyar Állam nevében csak akkor vállalhat a hitelintézet forrásbevonásához garanciát, ha azt a PSZÁF és az MNB elnöke is együttesen javasolja, ha a kötelezettség alapja hitelszerződés vagy hitelviszonyt megtestesítő értékpapír, illetve ha annak lejáráta 3 hónap és öt év közötti időintervallumba esik, és amely a törvény hatályba lépése és 2009. december 31. között keletkezik. A kötelezettséget svájci frankban, euróban vagy forintba kell meghatározni. Az állami garanciavállalások együttes összege legfeljebb ezerötszázmilliárd forint lehet.

## **A tőkeemelésre és befolyásszerzésre vonatkozó szabályok**

A Magyar Állam a hitelintézetben történő tőkeemelése során vagyoni hozzájárulása fejében kizárólag az e törvényben meghatározott elsőbbségi részvényt szerezhethet. A tulajdonszerzésre semmilyen Tpt. előírás vagy alapszabályozási korlátozás nem vonatkozik. Az állam különféle módokon szerezhethet befolyást a hitelintézetekben. Kaphat osztaléksöbbséget, illetve vétójogot biztosító szavazatsöbbségi részvényt.

## **Különleges osztaléksöbbséget biztosító részvény**

A hitelintézet – alapszabályának értelmében – különleges osztaléksöbbségi részvényt bocsáthat ki, melynek jegyzésére kizárólag a Magyar Állam jogosult. Ez a

részvényfajta a részvényesek között felosztható adózott eredményből minden részvényt megelőzve, azoknál kedvezőbb mértékben elsőként részesül az osztalékból, de szavazati jog nem kapcsolódik hozzá. A névértéket és a kibocsátási értéket külön megállapodás keretein belül rögzítik. Az Állam a különleges osztalékelsőbbbségi részvényét nem ruházhatja át a hitelintézeteken kívül másra, a hitelintézetet pedig vételi jog illeti meg. A kibocsátást követő ötödik év elteltével a visszaváltási értékkel megegyező összegben eladási jogot gyakorolhat az Állam a hitelintézettel szemben, aminek a felajánlott részvényt kötelező megvásárolnia.

### **Különleges vétőjogot biztosító szavazatelsőbbbségi részvény**

A hitelintézet, alapszabálya szerint osztalékelsőbbbségi részvényen kívül szavazati joggal összefüggő, elsőbbséget biztosító részvényosztályba tartozó részvényt bocsáthat ki. Így a Magyar Államnak vétőjoga lesz a közgyűlés osztalékfizetéséről határozó, egyszerű többség igenlő szavazatához kötött, illetve a háromnegyedes szótöbbséggel meghozandó döntéseivel szemben. A részvény osztalékra nem jogosít. A részvény forgalomképtelen, a jogok akkor szűnnek meg, ha a hitelintézet vételi jogával élt, illetve ha az Állam él az eladási jogával. A vétőjog nem gyakorolható a hitelintézetben történő tőkeemeléskor, bizonyos kötvénykibocsátásnál vagy részvények tőzsdére való be- és kivezetésére vonatkozó döntésnél.

### **Tulajdonosi irányítási jog**

Az állam akkor válhat egy bankban egy kormányrendelet útján tulajdonossá, ha a hitelintézet legalább húsz napon keresztül kénytelen a jegybanki rendkívüli hitelhez nyúlni a mérlegfőösszeg 5 százalékát meghaladó mértékben, és ha az állami garanciavállalás érvényesítését követő 30 napon belül nem téríti meg a bank az államnak a garanciavállalás miatt kifizetett összeget kamattal növelten. Az állam csak akkor veheti majd át a bankban az irányítást, ha a bank szavatoló tőkéje az előírt határ 50 százalékát sem éri el.

A törvény 2009. december 31.-ig hatályos.

### 5.3 Elért hatások és piaci reakciók

A jegybanki beavatkozásokat közvetlenül a bankközi fedezetlen pénzpiac zavarai váltották ki. **Az operatív célnak tekinthető 1 napos lejáraton a jegybankok sikerrel terelték vissza a hozamokat a célszint közelébe** (bár a magasabb volatilitás az egynapos hozamok esetében is fennmaradt), a bankközi piaci kereskedés ezen a lejáraton többé-kevésbé helyreállt (Fischer Éva – Kóczán Gergely [2008]). **Ezzel szemben az ennél hosszabb lejáratokon a jegybanki műveletek és a kommunikáció ellenére fennmaradt a jelentős különbség az állampapír-piaci, illetve a fedezett és a fedezetlen piacok között.** E piaci szegmensre a válság kapcsán két torzító tényező is hatást gyakorolt. Egyrészt az általános bizalmatlanság miatt a bankközi fedezetlen ügyletek esetében jelentőssé vált a hozamokba beárzott kockázati prémium, másfelől a jó minőségű eszközökbe való pánikszerű menekülés nagyon lenyomta az állampapírok hozamait. Az állampapír-piaci jegyzések és a bankközi hozamjegyzések közötti szpred jelentős mértékben eltávolodott egymástól. Bár az állampapírok és a bankközi hozamok közötti különbség 2008 januárjában nagymértékben csökkent, a különbség azonban még mindig jelentős volt. A turbulencia hatására jelentősen csökkenő kockázati étvágy csak ideiglenes javulást mutatott, miután mind a banki és vállalati hitel (CDS) szpredek, mind a feltörekvő piacoktól elvárt felárak tartósan magasabb szinteken maradtak. **A feltörekvő piacoktól elvárt kockázati felárak emelkedése a hitelkockázati mutatók emelkedésében és az árfolyamok gyengülésében érhető tetten. A feltörekvő piacokon a turbulencia elsősorban nem bankközi hozamokban, hanem az árfolyamokban éreztette hatását.**

Ennek háttérében két tényező állt. Az egyik tényező, hogy a feltörekvő piacok bankjai általában nem vettek részt a globális hitelpiaci műveletekben, így nem halmoztak fel érdemi kitettséget a fertőző jelzálogpiaci termékekből. A másik fontos tényező, hogy jellemzően a feltörekvő jegybankok a szűk sávós, vagy rögzített árfolyamrendszernek köszönhetően jelentős devizatartalékot és likviditásfelesleget halmoztak fel a válság előtti időszakban. Bár a devizatartalék és a devizalikviditás magas szintje elsősorban az árfolyam szempontjából lehetett stabilizáló tényező, a hazai deviza-likviditásfelesleg viszont hozzájárulhatott ahhoz, hogy e devizákban a fedezetlen bankközi hozamok nem mutattak érdemi elmozdulást.

Megállapítható, hogy a végrehajtott jegybanki műveletek a bankközi pénzpiacok jegybankok által normál üzletmenetben is kontrollált legrövidebb szegmensében hozzájárultak a piacok normalizálódásához. A piaci szereplők a turbulencia kitörése, és az első jegybanki reakciók után némileg megnyugodtak, ami átmenetileg a sokk kiárazódását jelentette a legtöbb piaci szegmensben. A megnyugvás azonban nem tudott tartós maradni miután a pénzügyi piacok máshogy árazzák a hitelkockázatokat, mint a válság kitörése előtt, és úgy tűnik, ez tartósan is így maradhat. A jegybankok fedezeti körök rugalmas módosításával, illetve használatával egyre inkább végső árjegyzői funkciót láttak el és ezzel a piac likviditásának javítását is segítették. Úgy tűnik, hogy önmagukban a jegybanki műveletek és a kommunikáció nem tudtak tartós hatást elérni a hosszabb lejáratú bankközi hozamokban, és a hitelkockázati felárak esetében. Az általános bizalmatlanságot jól szemlélteti, hogy a pénzügyi rendszer sokkokra ellenállóbb, hosszabbtávú bankközi hozamoknak a rövid jegybanki kamatpályától való tartós elszakadása. A 3 hónapos bankközi hozam a gazdaság optimális működőképessége szempontjából az egyik legfontosabb elem, hiszen a gazdaság legtöbb szereplőjének hitel- vagy betéti instrumentumának hozama általában ettől függ. **Az egyik legjelentősebb veszélyforrás tehát, ha a monetáris politika elveszíti kontrollját e hozamok felett.** A hitelkockázat megjelenése végső soron bizonytalanná teheti a kamatváltoztatások hatásait és a monetáris kondíciókat. Adott kockázatmentes kamatszint mellett a hitelfelárak általános emelkedése ráadásul a teljes pénzügyi szektorban a kontraszelekciónak veszélyének emelkedésével jár, hiszen a megemelkedett forrásköltségeket vélhetően csak a kockázatosabb adósok hajlandóak megfizetni. A válság jegybanki műveletekkel történő kezelésének tapasztalatai előtérbe helyeznek egy dilemmát, mely a jegybankok pénzügyi rendszerben betöltött szerepéről szól. Ha a jegybankoktól, és az általuk alkalmazott monetáris eszköztárhoz elvárjuk, hogy a bizalomvesztéses pénzügyi piaci pánikok esetén a hitelfelárakat is befolyásolják, illetve normális szinten tartásuk, akkor megállapítható, hogy a jelenlegi eszközökkel ez nem lehetséges. A pénzügyi krízis bebizonyította, hogy a jegybankok jelenlegi eszközei csak a nyugodt időszakokban tudják feladatukat ellátni, hasonló bizalomvesztéssel járó válság megoldását nem tudják hatékonyan kezelni. Nem elegendő tehát, hogy a jegybank ideiglenesen emeli a nyílt piaci műveletek allokált jegybankpénz-mennyiségét, illetve megváltoztatja a kötelező tartalék teljesítésének futamidejét, ezzel ugyanis nem tudja hatékonyan



kezelni a hitelpiaci problémák rá háruló részét. A jegybankoknak jelenleg nincs eszközük arra, hogy a kockázatvállalási hajlandóságot, vagy a hitelfelárat közvetlenül, műveleteken keresztül befolyásolják.

## **6. PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEK FEJLŐDÉSE MAGYARORSZÁGON ÉS KÖZÉP-KELET-EURÓPÁBAN, SAJÁTOS KOCKÁZATAIK ÉS EZEK KEZELÉSE**

### **6.1 Határokon átívelő szabályozás szükségessége**

Az elmúlt pár évtized alatt a nemzetközi pénzügyi rendszer jelentős változásokon esett át. A technika, illetve az informatikai robbanásszerű fejlődésével és térnyerésével párhuzamosan a világgazdaság is egyre nagyobb ütemben globalizálódott. **A pénzügyi szektor liberalizálódása, a világ szinte minden pontját elérhetővé tevő kereskedési rendszerek számottevően növelték a piacok volatilitását és a pénz- és tőkepiaci rendszer kockázatát. A folyamatok a társadalmi jólét emelkedését is hozták, ami sokáig úgy tűnt, hogy valós reálgazdasági folyamatok eredménye.**

A globalizáció a hatalmas multinacionális cégek létrejöttét jelentős mértékben támogatta, a piacszerzésre irányuló terjeszkedés szinte már nem ismert határokat. A szabályozók új kihívás előtt álltak, felismerték, hogy a pénzügyi rendszerek megingása, illetve esetleges összeomlása hatalmas károkat képes okozni a reálgazdaságokban is. A változó pénzügyi környezetet ezért folyamatosan figyelemmel kísérték és újfajta eszközöket, módszereket kerestek, hogy biztosítsák a pénzügyi rendszer stabilitását. A kezdeti időszakban, 1988 előtt a banksődök elkerülése érdekében az optimális tőkeáttételi rátát próbálták meghatározni. A Bázeli Egyezmény 1988-as megalkotása óta azonban a szavatoló tőkére vonatkozó előírások a mérvadóak. A Bázeli Bizottság első ajánlásában a Peter Cook által vezetett munkabizottság határozta meg a 8%-os tőkemegfelelési rátát, ami a jelenleg is érvényben lévő szabályozások egyik alappillérenek számít.

A szabályozó hatóságok figyelmének középpontjában kezdetben az egyedi bankok álltak. De az ezredforduló környékén egyre nagyobb szerephez és hatalomhoz jutó multinacionális pénzügyi csoportok fokozódó veszélyt jelentettek a pénzügyi rendszerre. A többféle tevékenységet (pl: bank, biztosító, befektetés) is folytató konglomerátumuk könnyűszerrel ki tudták használni az akkor még a szektorokat külön-külön kezelő szabályozásokat. Ezt felismerve Andrew Crockett, a BIS korábbi elnöke, a mikro-prudenciális mellett a makro-prudenciális szabályozás

fontosságára (7. ábra) hívta fel a figyelmet és bázeli konferencián (Kiss Huber János – Lublőy Ágnes [2004]).

**7. táblázat: A mikro- és makroprudenciális szabályozás hatásköre**

Mozgatórugók	A globalizációs hatás jellege	Társadalmi következmények	Ajánlott társadalompolitikai válasz
A kereskedelem liberalizációja, az EU létrejötte, bővítése	A kereskedelmi folyamatok méretének és szerkezetének átalakulása	Ipari és regionális szerkezeti változások	Az oktatás megerősítése
A közlekedés költségeinek csökkenése és technikák fejlődése	A termelés áttelepítése	Jövedelem-egyenlőtlenségek és szegénység	A bevándorlók munkaerőpiacokba és a társadalomba való integrálódásának elősegítése
Pénzpiacok és tőke mozgások deregulációja és liberalizációja	Emberek vándorlása	Foglalkoztatási arányokban és szintekben bekövetkező változások	A munkaerőpiac alkalmazkodási képességének és rugalmasságának növelése
Infokommunikációs technológiák és az internet hódítása	A szolgáltatások kereskedelmének szerkezeti változása		
Migrációs politika és határellenőrzés	A tőke mozgások megoszlásának változásai	Társadalmi összeolvadások és kirekesztődések	A szociális háló átalakítása és az egyének képességeinek és adottságainak növelése
A multinacionális vállalatokra vonatkozó és más nemzetközi szabályozások	Az adóalapok változásai		Új utak megtalálása a szociális és egyéni kockázatok kezelésére
Innováció, K+F, oktatás, technológiai transzferek			

*Forrás: Kiss Hubert János - Lublőy Ágnes: A magyar bankszektor prudenciális szabályozása*

Az Európai Unió létrejötte, illetve taglétszámának fokozatos bővülése miatt 1998-ban megalakult az Európai Központi Bank. A monetáris politika egységesítése még nem elegendő a pénzügyi rendszer egészséges, hatékony és biztonságos működéséhez. Az európai felügyeleti rendszereket két kategóriába lehet sorolni. Vannak az angolszász és vannak a német mintát követő országok.

**A bankrendszer biztonságos működését és a válságok megelőzését szolgáló szabályozás komolyan befolyásolhatja mind a pénzügyi szektor, mind a reálgazdaság fejlődési lehetőségeit és irányait. A válság megmutatta a jelenleg érvényben lévő szabályozási előírások és felügyeleti rendszerek fogyatékoságát.**

Napjainkban ezen előírások közül a tőkére vonatkozó szabályoknak van a legfontosabb szerepük, mivel ezek képezik a prudenciális előírások magját. A prudenciális előírások közül is kiemelendő a tőkemegfelelési mutató, a CAR számítása, mivel ez határozza meg a bank számára a vállalt kockázatokkal arányos tőkeszükségletet. A CAR bevezetésével a 80-as évek végétől világszerte egységes számítási mechanizmus vált elfogadottá, ami nagyrészt kiküszöbölte az országok közötti szabályozási arbitrázs lehetőségét. Bár ezzel jórészt eltűntek az országok közötti szabályozási különbségek, a banki és a nem banki intézmények eltérő szabályozása megmaradt, vagyis az országok közötti arbitrázs szektorok közötti arbitrázssá változott. Ennek legfőbb példája az értékpapírosítás rohamos fejlődése, a bankok hitelezési tevékenységének mérlegen kívülre kerülése volt az elmúlt két évtizedben. A tőkeszabványok bevezetése után hamar kiderült, hogy ha a szabályozás az intézményekre koncentrál, akkor a szigorúbban szabályozott intézmények tevékenységét részben át fogják venni azok, amelyeket kevésbé, vagy egyáltalán nem szabályoznak. Így aztán a pénzügyi szabályozásban fokozatosan teret nyert az az elv, hogy a szabályozásban nem annyira az intézményi forma, hanem inkább a tevékenység számít.

**A pénzügyi szabályozás célja alapvetően az, hogy megelőzze a pénzügyi válságokat azzal, hogy a piaci szereplők számára viselkedési normákat ír elő, és olyan intézményeket hoz létre, amelyek folyamatosan ellenőrzik a jogszabályok betartását annak érdekében, hogy a piacok rendeltetésszerűen működjenek.** Rá kell azonban mutatni arra, hogy a pénzügyi piaci szabályozás tipikusan követő jellegű, vagyis az intézményi és strukturális változásokat követi, és általában nem maga megy ezek elé egy előre meghatározott terv szerint. A szabályozás mértéke és szigora országonként is eltér, sokszor éppen annak függvényében, hogy az adott ország pénzügyi rendszere milyen mértékű válságot élt át korábban, és erre miként reagált a szabályozás. A 80-as évek előtt a pénzügyi szabályozás – és különösen a bankokra vonatkozó szabályozás – elsősorban a biztonságra koncentrált és jóval kisebb súlya volt a versenynek és a hatékonyságnak. A szigorú adminisztratív

kötöttségek miatt több tevékenység a bankokon kívülre, a nem szabályozott intézményekhez került. A 90-es évek szabályozási lépései viszont már inkább a piaci igényekhez való közelítést, és a szabályozott, valamint a nem szabályozott intézmények közötti versenysemleges jogi környezet megteremtését célozták. A szabályozói kötöttségek oldódásával a pénzügyi piacok és intézmények gyökeres átalakuláson mentek keresztül az elmúlt évtizedekben. A pénzügyi rendszer fejlődéséhez nagymértékben hozzájárult az innováció, ami egyrészt a termékek (pl. új pénzügyi eszközök), másrészt a folyamatok (pl. kockázatkezelési módszerek) oldalán jelentkezett. A szabályozók is felismerték, hogy a hatékonyabb erőforrás-allokáció hozzájárul a gazdasági növekedéshez. A hatékonyság feltétele pedig, hogy a gazdasági szereplők ösztönözve legyenek a helyes döntések meghozatalára, és releváns legyen az az információ, amire alapozva meghozzák döntéseiket. Márpedig a jogi, szabályozói környezet elősegítheti és gátolhatja is ezt a folyamatot.

## **6.2 Kelet-Közép-Európa integrációja a nemzetközi pénz- és tőkepiaci áramlásba**

### **6.2.1 A magyar bankrendszer átalakulása**

#### **6.2.1.1 A modern pénzpiac létrejötte**

A magyar pénzügyi szektort is jelentősen átstrukturáló folyamatok a rendszerváltást követő időszakban – a nemzetközi folyamatokkal összhangban – kezdtek lendületbe jönni (Lentner-Polyák-Tóth [2005]). **A rendszerváltást követően Magyarország gazdasága közel két évtized alatt jutott el a szocialista tervgazdaságból a piacgazdaság fejlett intézményrendszerébe.**

A következő pontok a pénzügyi piaci struktúra átalakulását mutatják be:

- A folyamat elején egyszintű bankrendszer van, melyben a központi bank jut domináns szerephez, bár működnek más bankok is, amelyek azonban speciális ügyfélkörrel rendelkeznek (Pl: Magyar Külkereskedelmi Bank).
- A bankok sok esetben a rendszerváltozást követő gazdasági stabilizáció kárvallottjainak bizonyulnak, hiszen – többségükben sokáig állami kézben maradván – nincs meg a lehetőségük a nyereség visszatartására a

prudenciális kötelezettségek betartása érdekében, mert a tulajdonos állam leföli a keletkező profitot.

- A létrejövő bankok komoly prudenciális veszélyeket rejtenek. A konszolidáció periódusa a '90-es évek közepéig tart. Több menetben hozzák rendbe a bank követelésstruktúráját és tőkeszerkezetét, a szabályozottság és a felügyelet megerősítése mellett.
- A rendszerváltozás évében megindul egy vállalat alapítási láz, mely igényelte volna a hitelexpanziót. Mindez azonban alapvetően restriktív környezetben zajlott le, hiszen a bankok rossz követelés-struktúrájuk következtében visszafogták hitelezési tevékenységüket.
- A bankok megszilárdítása után került sor a privatizálásukra, melyben szinte kizárólag a külföldi tőke vett részt.
- A nemzetközi környezetbe beilleszkedő pénzintézetek elmozdulnak a koncentráció irányába. A nagyobb tőkeerő kedvez a nemzetközi tőkeáramlásnak, ugyanakkor a kisebb vállalkozások részére megnehezíti a hitelhez jutást. (Nagyobb szerep hárul az államra a kis- és középvállalkozások hiteligényének kielégítésében.)
- A koncentráció emelkedésével erősödik a piaci verseny, a bankok minden országban elmozdulnak a nagyobb fajlagos költségű lakossági hitelezés felé.
- Az átalakulás végére kialakul a modern pénzügyi piaci struktúra.

A magyar kétszintű bankrendszer az egyik legkorábbi a térségben. Egyedi és rendkívüli módon a CIB bank már 1979-óta jelen van hazánkban, 1994-ig mint offshore cég működött. De ettől eltekintve a politikai döntés a bankrendszer átalakítására csak 1984-ben született meg. Első lépésként létrehozták az Általános Vállalkozási Bankot, majd következő lépésben létrejöttek az első vegyes tulajdonú pénzintézetek, a Citibank Budapest és az Unicbank. 1987. január 1.-én – két éves előkészítő munkát követően – megtörtént az átállítás, amikor a jegybank hitelgazdálkodásából, a budapesti intézetéből és az Állami Fejlesztési Bank egy részéből létrejöttek az első kereskedelmi bankok (Magyar Hitelbank, Országos Kereskedelmi és Hitelbank és a Budapest Bank). **A magyar bankrendszerben nem történt meg az a liberalizáció, mint Lengyelországban vagy Csehországban,**

**nem jelentek meg tömegesen magánbankok a magyar pénzpiacon.** A bankrendszer konszolidálása három lépésben zajlott. Első lépésben sor került a hitelkonszolidációra, melynek során a bank eszköz-szerkezete módosult, a rossz hitelek helyett az állam konszolidációs kötvényeket bocsátott ki. Második lépésben történt az adóskonszolidáció, amikor 12 állami vállalat terheit az állam megvásárolta a pénzügyintézetektől, ezzel is tisztítva azok portfólióját. A harmadik lépésben – a bankkonszolidáció keretében – az állam pótlólagos tőkével segítette a pénzügyintézeteket, ezzel javítva forrás szerkezetüket.

Magyarországon a privatizáció eleve a külföldi tőkére apellált, ennek megfelelően a bankokat is külföldi tulajdonba adták. Első lépésben a Budapest Bank, majd a Magyar Hitelbank és a Kereskedelmi és Hitelbank került privatizálásra.

#### **6.2.1.2 Pénzügyi átalakulás a térségben**

Ha körülnézünk a térségben látható, hogy a pénzügyi átalakulások nemcsak hazánkban, hanem a környező országokban is megfigyelhető voltak. Ezek közül két ország Lengyelország és Csehország átalakulása kerül bemutatásra.

#### **Lengyelország**

Lengyelország pénzügyi piacának modernizálása 1989-ben kezdődött, amikor a központi bank regionális egységeiből létrejöttek az első kereskedelmi bankok. Ezzel egyidejűleg liberalizálták a bankalapítást, (Lenter-Polyák-Tóth [2005]) amelynek eredményeként 1992-re mintegy hatvan magán-kereskedelmi bank működött az országban.

Ennek ellenére nagyon koncentrált volt a piac. Az 1993-as évben a banki bevételeknek mintegy nyolcvannyolc százalékát az állami bankok adták.

A bankok konszolidálása 1993-tól indult meg. Első lépésben feltőkésítették az állami bankokat, majd az adóskonszolidációt a bankok hatáskörében hagyták. Ebbe a programba kilenc regionális és három specializált bankot vontak be.

A magánbankok esetén a jegybank arra tett kísérletet, hogy a piaci szereplők számát csökkentse a kevésbé életképes bankok felszámolásával, vagy más bankba való beolvasztással.

Ezzel a bankszektor helyzetét megszilárdították, ami hozzájárult ahhoz, hogy Lengyelország 1995-re a rendszerváltó gazdaságok élére került. 1993-tól folyamatosan áramlott be a külföldi tőke az országba. A bankrendszerben ez háromféleképpen jelentkezett: az állami bankok privatizációjával, a belföldön alapított bankok felvásárlásával, illetve újonnan alapított fiókinézetek útján.

A piaci koncentráció emelkedésével és a külföldi tőke beáramlásával egy időben megkezdődött a lakossági hitelkihelyezés emelkedése, mint ahogy ez a cseh és a magyar gazdaságban is megfigyelhető ebben az időszakban.

## **Csehország**

A bankkonszolidáció Csehországban azzal kezdődött, hogy létrehozták a Konzolidációs Bankot, mely az állami bankok rossz kölcsöneit vette át.

A következő lépés azonban Csehországban még váratott magára: az állami vezetők tartottak attól, hogy a bankok értékesítése után azok nem finanszíroznák a belföldi vállalkozásokat, így késleltették a privatizációt.

Ez később hibás döntésnek bizonyult. A bankokat jelentősen sújtotta az 1998-1999-es csődhullám, ami mintegy 3000 vállalatot érintett, és amely a pénzpiacot is jelentősen megterhelte. A bankok portfólióiban ismét felhalmozódott a rossz kintlevőség, mire a pénzintézetek – ilyen helyzetben szokásos módon – visszafogták hitelkihelyezéseiket, ezzel elmélyítve a válságot.

A rossz követelés-portfólióval rendelkező bankokat kezdte meg végül a kormányzat privatizálni, így azonban jóval nyomottabb árat tudott érvényesíteni.

A bankprivatizáció 2001-ben ért véget, eredményeképpen a bankszektor 95%-a került külföldi tulajdonba.

### **6.2.1.3 Bankfúziók Magyarországon**

Az elmúlt évtizedben a közép-kelet európai térség országaiban – így hazánkban is – az üzleti és pénzügyi életben egyre elterjedtebbé váltak a fúziók (Lentner-Polyák-Tóth [2005]). **A bankok összeolvadása és felvásárlása a térség országainak az Európai Unióhoz való csatlakozásának lehetőségekor kezdett a figyelem középpontjába kerülni.** A folyamatot elősegítette az óriási méreteket öltött technológiai fejlődés, a magas beruházási szükséglet, valamint a világméretű –



határokon, kontinenseken átívelő – cégcsoportok létrejötte. A globalizációval összességében nagyon szoros kapcsolat fedezhető fel. Magyarország integrálódása a nemzetközi pénzügyi rendszerekbe egyben azt is jelentette, hogy a nemzetközi folyamatok részeseivé váltunk. A pénzügyi szektort érintő összeolvadások számukat tekintve nem tartoznak a legnagyobbak közé, volumenük tekintetében viszont megelőzik a különböző szektorokat.

A rendszerváltást követően jellemzővé vált, hogy az olcsó és szakképzett munkaerő miatt a fejlett nyugati cégek áthelyezték tevékenységük költség- és munkaigényes részét régióinkba. A tőke intenzív beáramlásához hozzájárult a liberalizáció és a hatalmas méreteket öltött privatizáció is. A közép-európai cégfelvásárlások és egyesülések piaci értéke rendkívül dinamikusán nőtt, pár év alatt megtöbbszöröződött a befektetett tőke értéke. Ezt a ritka profitszerzési lehetőséget meglátva lépett be a térség piacára több nemzetközi intézményi befektető is. Ezt vagy felvásárlással, vagy „zöldmezős” beruházással tették meg. Ezzel együtt járt a térségben a bankszektor koncentrációjának csökkenése. A koncentráció hazánkban azonban még így sem éri el a fejlett országok kedvező szintjét.

A nemzetközi szinten is tapasztalható konszolidációs folyamatoknak szerves részét képezték a bankfúziók és felvásárlások. Ez a folyamat a közép-európai térségben a 90-es évek második felétől figyelhető meg. A fúziós tevékenységek sok esetben irányultak a szektorok (a banki-, a biztosítási- és a befektetési szektorok) közötti együttműködés kihasználására. Az ezredforduló tájékán a fúziók célja sok esetben olyan pénzügyi konglomerátum létrejötte volt, melyben az ügyfelek számára integrált szolgáltatásokat tudnak nyújtani. Ezek szignifikánsan növelték a bankrendszer koncentrációját.

A nemzetközi tapasztalatok eltérőek a fúziók által létrejött konglomerátumok hatékonyságát és gazdasági hatásukat illetően. Az amerikai tapasztalatok szerint a nagyobb bankok a fúziók hatására hatékonyabbak a kisebb társaiknál (Berger [1999]). Az európai tapasztalatok azonban már egy óvatosabb képet vázolnak fel. Azt mutatják, hogy az univerzális bankok (pl: bankbiztosítók) hatékonyabbak a specializált bankoknál. Az univerzális bankoknál azonban nem a méret, hanem a szolgáltatások sokszínűsége jelenti a fő vonzerőt. A specializált bankoknál már Európában is nagyobb hatékonysággal jár a nagyobb méret.

**A Magyarországon bekövetkezett fúziók nagyrészt az állami privatizáció következtében jöttek létre.** Ilyen például a Merkantil Bank – OTP, illetve a Postabank és az Erste Bank egyesülése. A fúziók okaként elsősorban a piaci verseny erősödése jelölhető meg (Lublóy Ágnes [2005]). A verseny fokozódása a bankoktól kikényszerítette a méret- és tevékenységgazdaságosság adta lehetőségek minél teljesebb kiaknázását. Ez csak felvásárlásokkal és összeolvadásokkal lehetséges. Ezek következtében nő a bankok piaci részesedése, csökkennek a költségeik, szélesebb termékkalát és szolgáltatást tudnak nyújtani, illetve fokozódhat a növekedési ütem, melynek következtében egyre jelentősebb piaci szereplővé válhatnak. A koncentrációs folyamatok azonban Magyarországon ellentétes hatást váltottak ki a bankfúziók esetében, mint a gazdaság többi szektorában, illetve más országokban. Az összeolvadások hatására hazánkban a pénzügyi szektorban a verseny nem gyengült, hanem kiegyenlítettebbé vált.

A magyar bankszektorban eddig bekövetkezett jelentősebb fúziók a következők:

- Kereskedelmi és Hitelbank – IBUSZ Bank (1996)
- Agrobank – Mezőbank (1996)
- ING Bank – Dunabank (1996)
- Merkantil Bank – OTP (1996)
- Corvinbank – Konzumbank (1997)
- ABN-Amro Magyarország – Magyar Hitel Bank (1998)
- Pénzügyi Központ – Polgári Bank (1998)
- Citibank – Európai Kereskedelmi Bank (1999)
- Citibank – ING Bank lakossági üzletága (2000)
- Kereskedelmi és Hitelbank – ABN-Amro (2000)
- Postabank – Pénzügyi Központ (2001)
- BA-CA – HypoVereinsbank (2001)
- Erste Bank-Postabank (2002)
- Inter-Európa Bank – CIB Bank (2007)

A 2001-ben létrejött BA-CA – Hypo Vereinsbank fúziója volt az első olyan egyesülés, ami külföldi indíttatású volt. Magyarországon két bank leányvállalattal rendelkezett, amik a fúzió tényét az anyavállalatok székhelyén döntötték el. Így az

összes olyan országban egyesülnie kellett a két banknak, ahol leányvállalattal rendelkeztek. Az utolsó nagy hazai fúzió az Inter-Európa Bank és CIB Bank fúziója volt 2007-ben, az olasz anyabankok, az SanPaolo IMI és az Banca Intesa összeolvadása következtében.

### **6.3 Európai tendenciák a válságig**

Az 1980-as években az Európai Közösséghez csatlakozó országok pénzügyi rendszerei már akkor jelentősen integrálódtak, és ezáltal kötődtek a nemzetközi piacokhoz, így átalakulásukban meghatározó szerepe volt a deregulációs és liberalizációs folyamatoknak (Zsámboki Balázs Árpád [2006]).

A liberalizáció több hullámban zajlott le. Az első a tőkemozgások szabadabb tételéről szólt. A tökéletesebb piaci versenyre való hivatkozással megnyitották az egyes országok a bankközi piacukat, így támogatva a globalizációt. A szolgáltatások szabad áramlásának kialakítása is együtt járt a piacnyitással, mely a nemzeti szabályozások egységesítését is jelentette. **A korszerűtlen intézményi és felügyeleti struktúra, valamint a nem megfelelő szabályozási környezet nem minden esetben tudott lépést tartani a folyamatokkal, ami több országban bankválság kialakulásához vezetett.**

A pénzügyi szektor stabilitását a liberalizáció okozta sokkokon kívül a kedvezőtlen makroökonómia környezet is veszélyeztette. Az elavult gazdaságpolitikai nézetek, és a gyenge gazdasági fundamentumok is hozzájárultak a krízishelyzetek kialakulásához.

**A tapasztalatok azt mutatják, hogy egy óvatosabb liberalizáció esetén, ahol a stabil intézményi háttér és a megfelelő makrogazdasági környezet megteremtése együtt jár a folyamatokkal, lényegesen csökkenthető a bankválságok kialakulása.**

A jelzálogpiaci válságig az volt a nézet, hogy a hatékony felügyelet és korszerű szabályozás jelentősen mérsékelheti egy esetleges krízis negatív hatásait. Ez a feltételezés 2008-ban azonban megbukott.

Az 1990-es évek elején publikált tanulmányokban megállapítást nyert, hogy azokban, az elsősorban az angolszász pénzügyi rendszerben (pl: Nagy-Britannia), amelyek már eleve liberalizáltabb, nyitottabb kereteken belül működtek, a változás

jóval visszafogottabb hatást váltott ki a bankszektor teljesítményében (Zsámboki Balázs Árpád [2006]).

Az olasz pénzügyi rendszer működése volt leginkább keretek közzé szorítva a fejlett európai országok közül, ezért a liberalizálás meglehetősen nehézkesnek bizonyult. A pénzügyi rendszer még sokáig működött viszonylag elszigetelten, alacsony hatékonysággal.

Franciaországban és Spanyolországban például, ahol a pénzügyi liberalizáció magas fordulaton pörgött a világ pénzügyi rendszereihez való csatlakozás mielőbbi megvalósítása érdekében, a szereplők jelentős és gyors változásokon estek át. A javuló hatékonyság, vagy éppen a csökkenő kamatmarzs már az új rendszer eredménye volt.

A kevésbé fejlett európai országokban a liberalizáció főként a tőkemozgásra, a hitelállományra, a kamatokra, a tulajdonosi szerkezetre, a piacnyitásra és a tőzsdei tevékenység bevezetésére irányult.

**Az utóbbi időben tapasztalható jelenség szerint egy pénzügyi csoport keretein belül működő több intézmény számos új kockázati forrást jelent. Az egy csoporton belüli együttműködés számottevő változást jelent a pénzügyi rendszer működésében.** A pénzügyi intézmények kockázata többnyire jelentősen különbözhet egymástól. A csoportok fokozatos térnyerése kapcsán azzal is foglalkozni kell, hogy a csoportok összességében hogyan befolyásolják a pénzügyi intézményrendszer kockázatát.

A következőkben a bankok, biztosítók, illetve a pénzügyi csoportok, konglomerátumok gyakorlatban előforduló fontosabb kockázatait, illetve az Európai Unió és a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete által a kockázatok kezelésére tett intézkedései kerülnek bemutatásra.

## **6.4 Szektoriális kockázatok**

### **6.4.1 A bankszektorra jellemző kockázatok**

A bankok egyik fő feladata, hogy segítsék a megtakarítások beruházássá történő átalakulását (Tóth Gergely [2005]). Az általuk folytatott tevékenységekből számos kockázat adódhat, ami lehet egyedi, intézményi vagy akár az egész szektort érintő probléma. **A bankokra, a meghatározó jelentőségük miatt kiemelt figyelmet fordítanak az adott ország és az EU szabályozó és felügyeleti szervei. A**

törvények, ajánlások és a felügyeletek fő feladata a bankok stabilitásának és likviditásának folyamatos fenntartása. **A likviditási kockázat a kereskedelmi bankok esetében abból adódik, hogy a mérlegben az eszközök és források lejáratára általában nincs összhangban.** Ezért ha a betétesek a berakott betéteiket akkora mértékben akarják egyszerre kivonni a bankból, amelyre a likviditási tartalék már nem nyújt fedezetet, akkor kialakulhat a likviditási válság (Szüle Borbála [2004]). A betétkivonást az is okozhatja, hogy a betétesek nem látják hitelesen át a bankok kockázati pozícióit, így valamely bank inszolvenciája esetén egy problémamentes bankból is kivonják betéteiket. Az így kialakult bizonytalanság akár tovább is gyűrűzhet más bankokra, melynek rendezése igen jelentős pénzügyi terhet jelenthet az adott ország államháztartása számára. **A pénzügyi csoportok kialakulásával a bankok és biztosítók rendszerkockázatai is integrálódtak.** Egyre gyakoribb, hogy a bankok működési kockázatait transzferálja a biztosítási szektor irányába. A pénzügyi csoportok esetében általában a bank a vele egy érdekeltség alá tartozó biztosítónál köti meg a működési kockázatainak ellensúlyozására szolgáló biztosítását. Működési kockázat alatt érthetjük például a betörés, csalás vagy az informatikai rendszerek meghibásodásából adódó esetleges károkat. Ezért a szabályozás és a felügyeletek kiemelt feladata a felmerülő kockázatok átterjedésének megakadályozása, illetve az egyes intézmények működésének minél prudensebb kialakítása. A bankok működéséből eredő további kockázatok a következők (Banküzemtan [1988]; pp. 44-49.):

- hitelkockázat
- országgkockázat
- likviditási kockázat
- befektetési kockázat
- kamatláb kockázat
- működési kockázat
- valutakockázat
- szabályozási kockázat.

A pénzügyi csoportokban végbemenő diverzifikáció kockázati hatásainak meghatározásához a következőkben a biztosítók kockázatának jellemzői kerülnek bemutatásra.

#### 6.4.2 A biztosítási szektorra jellemző kockázatok

Eltérő szabályrendszer vonatkozik a biztosítókra a különböző kockázatok miatt, mint a bankokra. **A rendszerkockázatuk általában csekélyebb, mint a bankoké. Ennek oka, hogy a biztosítók forrásai döntő hányadban a díjtartalékokból kerülnek ki.** Ennek kifizetése általában nem egyszerre és nem azonnal történik (Szüle Borbála [2004]). Ezért likviditási kockázatuk a bankoknál jóval kisebb. A biztosítók esetében a kockázatok tovább terjedésének lehetősége is jóval kisebb, igaz, a viszontbiztosítások erre lehetőséget teremthetnek.

A biztosítók esetében a működés során tapasztalható kockázatok is jelentősen eltérnek a bankitól, bár egyes esetekben hasonlítanak a bankoknál is megjelenő kockázatokra. Ilyen például a befektetési kockázat. Az életbiztosítók és a nem-életbiztosítók kockázati forrásai jelentősen eltérő formában jelenthetnek meg. A biztosítók esetében is nagy jelentősége van a működési kockázatnak. Ez a kockázati forrás is jelentősen befolyásolhatja a létrejövő intézmények, pénzügyi csoportok kockázati profilját.

**A biztosítók sokszor jobb vagyongazdálkodóknak bizonyulnak, mind a részvény- és kötvénypiacon mind pedig az ingatlanpiacon.** Ennek okai egyrészt a szektor specifikus jogszabályi rendelkezések, ami a tartalékok kezelését illeti. Másrészt az óvatosságot és előrelátást kívánó szakmai sajátosságok.

A biztosítók eladósodottsági rátája alacsonyabb, nagyobb saját tőke felett rendelkeznek. A bankoknál a helyzet korántsem ilyen kedvező, de ez az üzletágak eltéréseiből származik.

#### 6.5 Kockázatok a pénzügyi csoportokban

A pénzügyi csoportokon belül működő, és különböző szolgáltatásokat nyújtó intézmények eredményeképpen működésüket sok tényező befolyásolhatja (Tóth Gergely [2005]). **Együttes kockázatuk származhat egyrészt a bankok és biztosítók által hozott kockázatból, másrészt az egyes szektorok – a banki, biztosítói vagy befektetői – egy intézményen belüli együttműködéséből.**

### 6.5.1 Szabályozási kockázatok

A pénzügyi intézmények szabályozásával kapcsolatos fontos kérdés, hogy a szabályozás milyen területekre terjed ki. Magyarországon idáig egyébként csak egy hivatalosan is elismert pénzügyi konglomerátum van, az OTP, de ennek létjogosultsága biztosítási részlegének értékesítésével lényegében megszűnt. A pénzügyi csoportok folyamatos térnyerésével a szabályozás területén is jelentős fejlődés tapasztalható (Tóth Gergely [2005]). **Az Európai Unió is felismerte a problémakört, ezért 2004-ben a pénzügyi konglomerátumok kiegészítő szabályozására vonatkozó direktívát léptetett életbe.** A legfontosabb célja az volt, hogy hatékonyabbá tegye azoknak a csoportoknak a tőkekövetelmény számítását és felügyeleti ellenőrzését, amelyekben együtt szerepel a banki/befektetési szolgáltatási és biztosítói tevékenység. A direktíva a kiegészítő felügyeletre vonatkozik, ami azt jelenti, hogy a felügyeleti hatóságoknak a már meglévő feladataikon túl milyen más tevékenységet kell még elvégezniük ezekben az intézményekben.

A pénzügyi szervezeteknek a csoportokra (hitelintézeti, befektetési vállalkozási, biztosítói csoportok) vonatkozó szektorális előírásoknak is meg kell felelniük. **A csoportok szabályozásánál három kockázati tényezőt kell kiemelni.** Az egyik a szabályozási arbitrázs lehetősége, ekkor a csoportban résztvevő intézmények a szigorúbban szabályozott szektortól az enyhébb elbírálás alá eső szektor felé továbbítják a kockázatot. A másik a kapott hitel tőkeként való feltüntetése. Ekkor a hitelből nyert forrást az egyik csoport tagja a másik tagnak tőkeként juttatja. A harmadik a többszörös tőkefelhasználás lehetősége. Ez esetben a csoporttagok közül többen is ugyanazt a tőkeelemet mutatják ki a kockázatok fedezése céljából.

### 6.5.2 Csoporton belüli hatások

A bankok és biztosítók jelenleg nem csak egy intézmény keretein belül tudnak kapcsolatba kerülni egymással, hanem erre teljesen különálló intézmények esetében is lehetőségük van. Az egy csoporton belüli, illetve a konglomerátum formában való működés következtében azonban lehetőség nyílik arra, hogy a bankok és biztosítók egy közös, jól megkonstruált stratégia szerint működjenek együtt (Tóth Gergely [2005]).

A pénzügyi csoporton belül a banki és a biztosítási tevékenység számos kockázata előfordulhat, amelyek közül a legfontosabbak (Szüle Borbála [2004]):

- ALM kockázat
- hitelkockázat
- piaci kockázat
- működési kockázat
- stratégiai kockázat
- életbiztosítási kockázat
- nem-életbiztosítási kockázat

A pénzügyi csoportoknak lehetőségük nyílik olyan tranzakciókra is, amelyeket különálló intézményként nem bonyolíthatnának le. Ennek lehetnek pozitív és negatív hatásai is.

**Pozitívumként lehet megemlíteni a különböző területeken adódó szinergiák kihasználásának lehetőségét.** Ilyenek például az ügyfelek, termékek, értékesítés és az adminisztráció területén elérhető szinergiahatások. A legszembetűnőbb szinergiák azonban az IT területen érhetőek el a párhuzamosan működő területek racionalizálásával, és a közösen használható adatbankok létrehozásával.

**Negatív hatásként értelmezhetők a különböző kockázati források transzferálásának lehetőségei.** Az egyes intézményeket jellemző fontos kockázatok intézmények közötti transzferálására a következő lehetőségek vannak:

- A hitelkockázat, illetve a piaci kockázat transzferálható a bankoktól a biztosítók felé például banki részvények vagy kötvények vásárlásával.
- A biztosítási kockázat transzferálható a bankok felé például katasztrófa-kötvények segítségével. Az előzőeken túl a banknál és biztosítónál meglévő további kockázatok (például a piaci kockázatok) is transzferálhatók a két intézmény között a különböző tőkepiaci instrumentumok segítségével.

**A gyakorlatban ezekkel a tranzakciókkal a résztvevő intézmények befolyásolni tudják eredményüket, piaci megítélésüket és egyéb jellemzőiket.** Ez fokozott kockázatot jelent a pénzügyi rendszer stabilitásának egészére.



A különböző szektorok együttműködése során tehát egyidejűleg sokféle kockázat kezelésével kell foglalkozni. A kockázatok együttes negatív hatásaként bizonyos esetekben különböző szektorok közötti átfertőzések is előfordulhatnak, ami a különböző szektorokra is hatással lehet, és azok ezáltal az egész pénzügyi stabilitását veszélyeztethetik. Lényegében ez a forgatókönyv is bekövetkezett a másodlagos jelzálogpiaci válság kapcsán.

## **6.6 A Felügyelet intézkedései a kockázatok kezelésére**

A felsorolt problémákra megoldást kínált Magyarországon a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének 3/2002. számú módszertani útmutatója. Nemzetközi viszonylatban pedig a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság új ajánlása, a Bazel II. Az új európai keretrendszer előnye, hogy valamennyi hitelintézetre – beleértve a befektetési cégeket is – kiterjed. Ezen kívül különböző standardokat ír ki a lehető legteljesebb prudenciális működés elérése érdekében, valamint az egyes országok felügyeleti szervei közötti együttműködést hivatott magasabb szintre hozni.

### **6.6.1 A PSZÁF módszertani útmutatója**

Az elmúlt időszakban folyamatosan növekedett a pénzügyi csoportok ereje és száma a magyar pénz- és tőkepiacon. A Felügyelet ezért egyre nagyobb hangsúlyt fektet a felügyelt intézmények egyedi vizsgálatán felül a csoport szintű kockázatok ellenőrzésére (Tóth Gergely [2005]). **A PSZÁF ezért ajánlás formájában tájékoztatja a piac résztvevőit arról, hogy mit tart fontosnak prudens működésének elősegítése érdekében.** Ennek az ajánlásnak sem jogi, sem kötelező tartalma nincs. A pénzügyi csoportok prudens működését és felügyeletét nagymértékben megkönnyíti, ha az irányító intézmény a csoport egészére kiterjedő, egységes kockázatkezelési tevékenységet végez. A PSZÁF 3/2002. számú módszertani útmutatója az irányító hitelintézeteken kívül szól még a pénzügyi holding vállalatoknak, a vegyes tevékenységű holding vállalatoknak, valamint minden olyan felügyelt pénzügyi szervezetnek, amely más vállalkozás tulajdonában, illetve irányítása alatt áll.

### **Az útmutató tartalmából néhány fontos tétel:**

1. A csoportnak különböző szempontok szerint kell kialakítania a szervezeti felépítését és a prudens működés érdekében a stratégiáját. Eszerint a stratégiának tartalmaznia kell:
  - az egységes csoportszintű kockázatkezelésnek a belső szabályozással és eljárásrendekkel kapcsolatos követelményeit,
  - a végzett, illetve nem végezhető tevékenységek körét,
  - a csoporttagok tevékenységét,
  - az egyes intézmények vezetőinek folyamatos kapcsolatot kell tartania egymással,
  - a csoporton belüli kereszttulajdonlásokat kerülni kell,
  - a csoporttagok csak az irányító pénzügyi szervezet beleegyezésével hozhatnak stratégiai döntést.
2. Az irányító hitelintézet köteles megjelölni azt a személyt, aki az egész csoport prudens működéséért felel.
3. A csoporttagok feletti folyamatos döntéshozatali, információs és ellenőrzési kontroll biztosítása.
4. A csoport egészének prudens működésének érdekében harmonizálni kell a jogszabályi előírásokat, a kockázatkezelési és belső ellenőrzési rendszert, valamint a számviteli és jelentésszolgálati rendszert.
5. A csoporttagok esetében lehetőség szerint törzsadattár működtetése.
6. Az üzleti, a banküzemi és a kockázatkezelési területek az irányító pénzügyi szervezet és a csoporttagok belső irányításában is különüljenek el.
7. Kockázatvállalási limitek meghatározása piaci és hitelezési kockázatokra, valamint csoport szinten foglalkozik a működési és jogi kockázatok kezelésével.
8. A hitelkockázat összevont alapú egységes kezelése érdekében az ügyfelek minősítése csoporton belül lehetőleg azonos alapokon történjen.

## 6.6.2 Magyarországi következmények

A szabályozási és felügyeleti rendszereket a szerző 2002 óta kíséri szoros figyelemmel, egyrészt a PSZÁF illetékes szakembereivel történő konzultációkon keresztül, másrészt konferenciákon, megbeszéléseken történő aktív részvétellel. Az alábbiakban a jelenlegi magyarországi szabályozás pénzügyi csoportokra gyakorolt hatásai olvashatóak (Tóth Gergely [2005]):

1. A pénzügyi csoportoknak ágazatonként önálló tagvállalatokkal kell rendelkezniük, valamint új piaci belépők esetében a biztosításon belül is mindkét üzletágnak önálló jogi személyt kell biztosítani.
2. Az egységes felügyelet eredményeként megkezdődött
  - az ágazatok elkülönítésének liberalizációja,
  - a bankbiztosítás területén az engedélyezés gyorsulása,
  - illetve a szabályozási hiányosságok (például a csoporton belüli adatfelhasználás) felszámolása.
3. Az összevont alapú felügyeletre vonatkozó javaslatok már mind a három törvényre egységesen a Felügyeleten készültek, így az összehangolt, egységes jogalkalmazási gyakorlat kialakulásának nincs akadálya.
4. A felügyelt szolgáltatók azért terjesztik ki több ágazatra is tevékenységüket, illetve vonják össze különböző ágazatokba a korábban önállóan működő egységeiket, hogy növeljék gazdasági erejüket, javítsák piaci pozíciójukat, szolgáltatásaik versenyképességét fokozzák, valamint hogy a méretgazdaságosságban rejlő előnyöket jobban kiaknázzák. Sok esetben a szabályozási arbitrázs lehetőségeinek kihasználása is céljuk. Az ebből következő kihívásnak a Felügyelet konszolidált felügyeleti munkával, csoportfelügyelettel, illetve ezek eszköztárának fejlesztésével, a tevékenységét hatékonyan támogató új technológiák, és eszközök rendszerbe állításával tud megfelelni.
5. A csoporton belüli ügyletek (pl. jövedelem és kockázat transzfer) ellenőrzése szempontjából fontos, hogy a Felügyelet a csoport valamennyi tagját egy időben ellenőrizze.

A pénzügyi csoportok térnyerésének elsődleges kínálati oka a hitelintézetek és a biztosító együttműködésében realizálható szinergiahatások hozamnövelő- és / vagy költségcsökkentő hatásában keresendő. Fő stratégiai célként a pénzügyi csoportoknál is a profit növelése áll. A legjellemzőbb keresleti okként említhető az egyéni előgondoskodás egyre inkább előtérbe kerülése, és az azzal párhuzamosan növekvő, jelentős mértékben a fogyasztó élethelyzete által meghatározott tömeges kereslet, a komplex biztosítási-befektetési funkciójú tanácsadás, termékek és szolgáltatások iránt. A pénzügyi csoportok, a bankbiztosítók, illetve a pénzügyi konglomerátumok jelenléte a pénzügyi szektorban aránylag új keletű jelenség. Ezért a létrejövő kockázati hatásokkal nem rég kezdtek mélyebben foglalkozni a Felügyelet és a szabályokat megalkotó szervek. Egyre több irányzat, ajánlás és direktíva utal arra, hogy a téma növekvő figyelmet kap a világban. Komoly feladatot jelent egy olyan felügyeleti rendszer kialakítása, amelyben a csoporton belül működő intézmények kockázatait megfelelően lehet kezelni a prudens működés érdekében. A legjelentősebb hiányosság, hogy nem számolnak azokkal a belső tranzakciókkal, amelyek a társintézmények között mehetnek végbe.

A pénzügyi konglomerátumok kockázati hatásait olyan megközelítésben lenne érdemes vizsgálni, amely figyelembe veszi azokat a lényeges jellemzőket is (a belső tranzakciók lehetőségét, illetve a bank és a biztosító eszközeinek jogi elkülönítését), amelyek a portfólióelméletben, illetve a nem pénzügyi konglomerátumok elméletben nem szerepelnek. A jelenlegi válság kapcsán meginduló felügyeleti és szabályozási felülvizsgálatok jó kiinduló pontok lehetnek a pénzügy csoportok működésének optimalizálásához.

### **6.6.3 A szabályozás és a felügyelet területén továbbra sem megoldott problémák**

A vizsgálatok során a következő megállapításokra jutottam:

1. A szektorális tőkekövetelmény számítási módszerek eltérőek, nagyrészt az EU direktívák eltérései miatt. Például a biztosítóknál hitelkockázatra csak nagyon egyszerűsített, piaci kockázatokra pedig semmilyen tőkekövetelmény számítás nincsen. Az EU direktívák harmonizálása az EU Bizottságának is távlati célkitűzése, ennek teljesülése után a hazai viszonyok is javulni fognak.

2. Bank és biztosító összeolvadása számvitelileg és tőkekövetelmény szempontjából (pl. hitelezési és piaci kockázatok összegzése) nem megoldott. Ezt a problémát fogja a Szolvencia II. orvosolni.

## 7. KÖVETKEZTETÉSEK, VÁLSÁGRA ADOTT VÁLASZOK

### 7.1 Fejlett és feltörekvő gazdaságok recesszióba süllyedése

Az amerikai másodlagos jelzálogpiaci válság kibontakozásának első másfél évében még úgy tűnt, hogy inkább régiós, mintsem globális problémával áll szemben a világ. Csak a legpesszimistábbak számoltak a világgazdaság drámai visszaesésével és a pénzügyi rendszer szinte teljes összeomlásával. 2008 második felében aztán felpörögtek az események és egyre valószínűbbé vált, hogy a világ a második világháború óta nem látott recesszióval néz szembe. A fejlett országok gazdaságai sorra szembesültek makrogazdasági mutatóik tartós és jelentős romlásával. A folyamatok által gerjesztett láncreakciók széles pusztítást indítottak el szerte a világban.

A lakosság észelve a veszélyeket visszafogta fogyasztását, főleg a nem létfontosságú termékek iránt csökkentette keresletét. Ezen kívül lényegesen kevesebb pénzt költött utazásra, ruházódásra vagy például számítástechnikai, illetve elektronikai termékek vásárlására is. A reálgazdaságba is begyűrűző válság tehát ezeket a szektorokat érintette a legérzékenyebben. A lakoságnál gyorsabban érezte a recesszió kedvezőtlen folyamatait a vállalati szektor. A termelékenység, illetve a hitelszűke miatt a vállalatok sorra jelentették be költségtaakarékossági intézkedéseiket, mely elsősorban a munkaerő drasztikus csökkentéséből állt. Az egyébként is igen kedvezőtlen tényleges folyamatok hatását a pesszimizmus és a pánikhangulat gerjesztette negatív várakozások önbeteljesítő jellege tovább súlyosbította. A pénzforrások visszafogása, illetve teljes elapadása beruházásokat lehetetlenít el, rövid-, illetve középtávú stratégia átalakítására kényszerítheti a vállalatokat. A legnagyobb és legelső csapást az ingatlanpiac és az autószektor szenvedte el. Az Egyesült Államok egyes részein az ingatlanárak mintegy 40%-kal estek vissza, de a kereslet ennek ellenére még mindig – immár 27. hónapja – tovább csökken. A gépjármű-értékesítések száma ennél jóval gyorsabb és drasztikusabb visszaesést szenvedett el. A legnagyobb autógyártók, a detroiti hármak (Chrysler, GM, Ford) rövid idő alatt a csőd szélére kerültek. A General Motorsnak már szinte csak napjai voltak hátra, mikor megérkezett a kormányzati tőkeinjekció, ami álláshelyek tízezreit mentette meg. De az európai és távol-keleti autógyárakat sem kímélte a válság. Sorozatossá váltak a leállások, a gyárbezárások és ezzel

párhuzamosan egyre több beszállító jelentett csődöt. A globalizáció eredményeként a csökkenő fogyasztás a világot behálózó külkereskedelmi csatornákon keresztül könnyen, gyorsan, szinte akadálymentesen terjedhet tovább.

Az utóbbi időben hatalmas volatilitást mutató nyersanyagárak – elsősorban kőolaj – miatt az exportőr országokról is érdemes említést tenni. A kőolaj ára 2008 nyarán nem mindennapi izgalmak mellett érte el történelmi csúcsát. A hirtelen megváltozó gazdasági környezet miatt visszaeső kereslet hatására pár hónap alatt több mint 70%-kal esett a jegyzése. A főbb exportőrök így jelentős – minden bizonnyal előre be nem tervezett – bevételkiesést könyveltek el, aminek súlyos reálgazdasági következményei lehetnek. A mesterséges úton felhajtott árak kijózanító zuhanása ugyanis strukturális problémákat is felszínre hozhat.

Magyarországon a beruházások és az ipari termelés mutatta a legnagyobb zuhanást 2008-ban. Az ipar a rendszerváltás óta nem látott visszaesést mutatott 2009 januárjában. Ezen belül az egyik legnagyobb vesztes a hazai autóipar és beszállítói köre, valamint az építőipar lett. Egyes prognózisok szerint a hazai GDP 2009-ben akár 6% feletti visszaesést is elkönyvelhet. Ennek oka elsősorban az eleve gyenge fundamentumok, valamint a főbb nyugat-európai exportpiacok gyengélkedése. Ez a magyar gazdaság további leszakadását eredményezheti a fejlett és a régiós piacoktól egyaránt.

A jelentős állami és világszervezeti tőkeinjekciók következtében a gazdaság lejtmenete ugyan mérsékeltebb lesz, de annak időtartalma akár évekig is elhúzódhat. **Megállapítható, hogy a globalizáció által kiépített, a világot behálózó nem csak pénzügyi, hanem számos más csatorna a világ szinte minden régióját térdre kényszerítette.** Az előbbieken felsorolt néhány példa kapcsán joggal merül fel tehát a kérdés, megérte-e az elmúlt közel 20 év alatt véghezvitt végiggondolatlan, elsősorban érdekeket szolgáló dereguláció és liberalizáció? A világgazdaság fejlődését alapjában véve segíti a globalizáció, de a piacok nem képesek szabályozni önmagukat, melynek egyik meghatározó oka az emberi telhetetlenség.

## 7.2 A világ pénz- és tőkepiacainak hatalmi átrendeződése

A válság hosszú távú hatásaként elkerülhetetlenül át fognak rendeződni a világ pénz- és tőkepiaci viszonyai. **A válságnak a rengeteg vesztes mellett győztesei is lesznek.** A világ pénzügyi központját idáig az Egyesült Államok jelentette. Különbőféle ajánlások – lásd Washingtoni Konszenzus – és egyéb intézmények globális méretű befolyása nyomán meghatározták a világ számos fejlett és feltörekvő országának pénzügyi irányultságát. **A pénzügyi krízis, és az azt követő világgazdasági válság egyik legnagyobb áldozata minden bizonnyal az Egyesült Államok lesz, miután az általuk kialakított és terjesztett pénzügyi rendszer nem bizonyult életképesnek, hanem részben mesterséges keretek között működött.** Az angolszász pénzügyi hegemonia csökkenésével dekoncentrálódhat a pénzpiac, ami az idáig kisebb, de egészségesebb keretek között működő piaci szereplőknek kedvezhet. **Azt nehéz megmondani, hogy a súlyos problémák rendeződése után kialakuló új világrend mely országok számára fog előrelépést jelenteni,** de az megállapítható, hogy a relatív magas készpénzállománnyal, illetve mobilizálható tőkével rendelkező ázsiai országok mindenképpen a győztesek között fognak szerepelni, miután számos amerikai, illetve nyugat-európai pénzintézetben szereztek jelentős befolyást.

A sorozatos bankcsődök hatására koncentrálnak a piacon a legéletképesebbek, de mint a folyamatok bizonyítják nem feltétlenül a legnagyobbak fognak életben maradni. Akiknek ez sikerül, azok a jelentős eszköz és ügyfél akvizícióknak köszönhetően megerősödve kezdenek meg prudensebb és transzparensabb működésüket az „új világban”.

Vállalati szinten vizsgálva a válság győztesei azok az iparágak lesznek, melyek termékei iránt nem lehet jelentősen visszafogni a keresletet, illetve ha mégis, akkor már nem válságról, hanem háborúról beszélünk. Ilyen defenzívnek nevezett szektor például a gyógyszeripar, vagy a távközlés.

Megváltozhatnak azok a globalizáció által táplált termelés kihelyezési (outsourcing) folyamatok is, melyeknek idáig több közép-kelet-európai ország – így Magyarország – is haszonélvezője volt. A pénzintézetek esetében kérdéses, hogy a segítségért kapott jelentős állami tulajdon milyen befolyással fog bírni a működésükre, illetve hogyan fog leépülni, ha egyáltalán le fog.



### 7.3 Várható szabályozási változások

A subprime válság – mint ahogy már említettem – alapjaiban fogja megváltoztatni a pénzügyi szervezetek felügyelését nemzetközi, és természetesen hazai viszonylatban egyaránt. A válság által felvetett kérdésekre már számos elemzés, konklúzió és a megoldásukra adott ajánlás született. A disszertáció a pénzügyi szabályozással és felügyeléssel kapcsolatos problémákra összpontosít. Cél a felügyeléssel és szabályozással kapcsolatos olyan megállapítások, ajánlások megfogalmazása, amik segíthetnek a mostanihoz hasonló válság kialakulásának megakadályozásában.

#### A bankok felügyelete

A válság leginkább sújtotta szektor a bankszektor lett. A mai bankfelügyelet központi kérdése, hogy a bank elegendő tőkével rendelkezik-e kockázatainak fedezésére. **A szabályozás és a felügyelet során a legfőbb cél a betétes pénzének megóvása, hiszen a bankbetét egy szinte kockázatmentes befektetésnek számít.** A betétesek védelmét egy bizonyos szintig az állam is garantálja.

A klasszikus bankmodell azonban az utóbbi években jelentős, kockázatosabb irányba mutató változáson esett át (Erdős Mihály – Mérő Katalin [2008]). A lakossági jelzálogalapú finanszírozás térnyerésével egyre nagyobb szerepet kapott az értékpapírosítás intézménye, amely során a hitelnyújtás kockázatát részben, vagy teljes egészében a tőkepiaci befektetőkre transzferálják. **A ma alkalmazott felügyeleti módszerek nem bizonyultak alkalmasnak a kockázatok kezelésére, illetve a szabályok betartása, betartatása sem sikerült tökéletesre.** A prudens működés egyre távolabb került, a szabályozás és a felügyelet nem követte a robbanásszerű fejlődésen áteső pénzügyi termékeket. A prudenciális szabályozás központi eleme a tőkeszabályozás, melynek lényege, hogy olyan tőkeszintet írjon elő, hogy a bank által vállalt kockázatok csak a tulajdonos pénzét veszélyeztessék.

Az első, 1988-ban megalkotott bázeli tőkeszabályozás is kitér már a bankok kockázatosabb tevékenységeire, a derivatív ügyletekre. A Bizottság bevezette a hitelegyenértékesítés fogalmát és a mérlegen kívüli kockázatvállalást is tőkével fedeztette. 1996-ban a Bizottság már új szabályrendszert alkotott, amely engedélyezte a bankoknak, hogy azok a saját legjobb, leghatékonyabb kockázatkezelési gyakorlatukat alkalmazzák. A Bazel II. 2006-os bevezetése ebből

a szempontból nem hozott újat, a speciális kockázatok felismerése és szabályozása ezúttal is elmaradt.

A klasszikus bankmodellben is bevett gyakorlat volt, hogy értékpapírosítva adta el a bankrendszeren kívülre hitelkockázatának egy részét, de ez akkor még nem tartozott a bank alaptevékenységei közé. Az idő múlásával jelentős „fejlődésen” esett át ez a fajta tevékenység és hatalma, súlya jóval felülmúlt minden elképzelést. **Egyre több banknak lett az egyik meghatározó eleme, hogy az általa generált hitelek sokszorosát nyújtja és értékesíti speciális befektetési társaságok (SIV<sup>9</sup>) bevonásával a pénzügyi szektor más szereplőinek, így bevonva őket egy kvázi piramisjátékba.**

A klasszikus modellben a bankbetétek arányában nyújtottak hitelt a bankok. Ez az újkori modell viszont már strukturált, nehezen átlátható és szabályozható befektetési termékek formájában is hitelez, illetve hitelezett.

A tőkekövetelménnyel fedezhető kockázaton felül az új rendszer számos, sokáig a felügyeletek előtt is rejtett kockázatot tartalmazott.

Ennek a rendszernek az első nagy áldozata a brit Northern Rock Bank lett 2007 szeptemberében. De a pénzügyi válság kirobbanása óta számos nagybank került meglehetősen kritikus helyzetbe, miután az általuk értékpapírosított portfóliók értéke nagyon lecsökkent, és így az új hiteleit már nem tudta értékpapírosítani. Ez rövid idő alatt komoly likviditási problémát okozott, miután a mérlegben maradt eszközök mögül eltűnt a forrás. Az eszközállomány ilyen fajta felduzzadása pedig egyben szolvenciaproblémát is okoz, miután ezzel párhuzamosan a tőke nem nőtt, sőt sok esetben jelentősen csökkent. A likviditási kockázatot tovább fokozza, hogy a SIV forráshiányát a bank által nyújtott hitelkeretből próbálja orvosolni, ami tovább növeli a bankra nehezedő terhet. A pénzügyi válság egyben egy emberi életben egyszer tapasztalható bizalmi válsaggal is párosult, ami miatt szinte teljesen megszűnt a bankközi hitelezés. Így az értékpapírosítással üzletelő bankok számára az erős inszolvenca miatt senki nem hitelezett, ami sok esetben a bank csődjéhez

---

<sup>9</sup> Structured Investment Vehicle (SIV), azaz különleges célú gazdasági társaságok, amely kifejezetten az eszközfedezetű banki hitelek átalakítására és transzferálására jött létre. A tranzakció során az értékpapírosított hiteleket rövid lejáratú értékpapírfedezetű kereskedelmi papírokkal (ABCP) finanszírozza. Bevált gyakorlat lett, hogy a likviditási problémák elkerülésére az eszközeit a SIV-nek eladó bank hitelkeretét is nyújtja a társaságnak.

vezetett, illetve jelentős és azonnali állami tőkeinjekció fejében a bank államosításával járt.

**Egy másik kockázat az értékpapírosító bankok tőkeáttételének porciklikusságában rejlik.** A jelzáloghitelezés aranykorában a bankokon annyira elhatalmasodott a profitéhség, hogy boldognak boldogtalannak nyújtottak hitelt, sok esetben jóval a felkínált fedezet értéke felett. A válság elburjánzásával ezzel szemben erősen, sokszor alaptalanul is visszafogták a hitelkihelyezéseket. A válság rendkívüli volatilitást is hozott, a bankok hitelportfóliója természetesen követte a piaci mozgásokat. A piac azonnali árazó hatása pedig ebben a szélsőséges helyzetben rövid idő alatt jelentősen lecsökkentette a portfólió értékét, ami a hitelminőség romlása miatt azonnali tőkekövetelmény emelkedést, illetve értékvesztés képzést eredményezett. A portfólió csökkentése megoldást jelenthetett volna, de a piaci helyzet ezt nem tette lehetővé, vagy csak nagyon nyomott áron. A bankok ezért jelentős veszteségleírásokat voltak kénytelenek elkönyvelni, aminek előbb-utóbb tőkeemeléssel kellett járnia (8.ábra). **A bankok számos esetben nem voltak képesek saját maguk a tőkeemelésre, ekkor lépett be vagy az állam, vagy más jelentős tőkével bíró befektető csoportok (jellemzően szaúd-arábiaiak és kínaiak), ami a bank tulajdonosi szerkezetének megváltozásával járt együtt.**

A jelenlegi szabályozási környezetben a bankoknak egyéves időtávra kell tőkét képezniük a nem várt veszteségek mögé, nem azt alapul véve, hogy portfóliójuk értéke napok alatt akár a felét is elveszítheti. **A felügyeleteknek nem voltak kellő információi arról, hogy a bankok milyen mértékű jelzálogpiaci kitettséggel rendelkeznek, meg sem tudták becsülni, hogy mekkora a fertőzött állomány mértéke.** Sajnos a bázeli alapokon nyugvó tőkekövetelmény számítási iránymutatás csődöt mondott ebben a szélsőséges helyzetben, alkalmatlannak bizonyult a valós értékelés mentén kialakuló potenciális veszteségek fedezésére. A hagyományos banki kockázatkezelési gyakorlatok sem tudtak azonban kellő védelmet nyújtani, nem tudták biztosítani a prudens működést.

## 8. táblázat: A pénzügyi szektor veszteségleírásai és tőkeemelései:

Össze pénzintézet vesztesége / tőkeemelése	Összesen (Mrd \$)		2009. I. né. (02.18-ig)		2008. II. félév		2008. I. félév	
	veszteség	tőkeemelés	veszteség	tőkeemelés	veszteség	tőkeemelés	veszteség	tőkeemelés
Világviszonylatban	1096,3	995,2	0	101,4	424,5	527,9	388,8	280,3
Amerika	758,0	572,2	0	50,4	340,1	305,9	242,6	165,8
Európa	307,1	367,6	0	49,3	80,7	185,6	131,2	97,3
Ázsia	31,2	55,3	0	1,8	3,6	36,3	15,0	17,2
Ezen belül a bankok összes vesztesége	817,2	862,0	0	97,1	329,2	459,8	279,4	242,5
Ezen belül a biztosítók vesztesége	164,6	96,8	0	4,3	56,8	54,3	56,0	30,7

*Forrás: saját feldolgozás Bloomberg adatok alapján*

### A hazai felügyelet felkészültsége a válságra

A magyar bankszektort jellemzően a külföldi anyabankok hazai leányvállalatai uralják, de szerencsére egyiküknek sem volt számottevő jelzálogpiaci kitettsége. A hazai szabályozás és felügyelet az Európai Unió normáinak megfelelően működik. Hazánk EU-s csatlakozásakor teljesen integrálódott a nyugat-európai rendszerbe.

A hazai piac is, némi fáziskéséssel ugyan, de követni szokta a világ fejlett pénzügyi rendszereiben kialakuló trendeket, de ez a fertőző tevékenység közvetlenül valószínűleg sosem fogja elérni az országot.

A PSZÁF<sup>10</sup> 2008 nyarán a hazai pénzügyi szektornak és ügyfeleinek a figyelmét a következő kockázatokra hívta fel:

- egyre dráguló pénz- és kötvénypiaci források a visszatérő globális pénz- és tőkepiaci sokkok következtében
- csökkenő mértékben elérhető és magasabb hozamkötvényű banktőke
- az anyabankok változó helyzete és stratégiája, támogatásuk csökkenése

<sup>10</sup> PSZÁF: A felügyelt szektorok működése és kockázatai, 14-15. oldal

- fokozódó üzleti verseny, szűkülő kamat- és járulékmarzsok
- fokozódó regionális kockázat
- romló eredménykilátások, növekvő veszteségek
- a lakossági ügyfelek fokozódó eladósodottsága
- a vállalati ügyfelek romló üzleti kilátásai miatt csökkenő fizetési fegyelem
- romló hitelportfólió
- egyes működési kockázatok fokozódása, elsősorban a növekvő súlyú ügynöki értékesítésből származóan
- jelentős piaci kockázatok a bankmérleg növekvő devizatartalmával és ajenhitelezéssel, illetve a kedvezőtlen tőkepiaci helyzet miatt a bankok, biztosítók, befektetési vállalkozások kereskedési eredményeivel és átértékelési veszteségeivel, valamint az alapszerűen kezelt megtakarítási formák hozamteljesítményével kapcsolatban
- a befektetési vállalkozások esetében egyelőre nem ismert a CRD<sup>11</sup> bevezetésének a tőkemegfelelési mutatóra gyakorolt hatása.

A PSZÁF emellett a válság pozitív hozadékára is kitért:

- a magyar gazdaság egyensúlyi helyzete jelentősen javult, kilátásainak korábbi kedvezőtlen befektetői megítélése számottevően mérséklődött
- a hazai pénzügyi szolgáltatók jövedelmezősége még mindig magas”
- a felügyelet ekkor még a magyar gazdaság enyhe növekedését is pozitívként értékelte, de a gazdaság azóta már recesszióban van.

**A felügyeletnek nagyobb figyelmet kell szentelnie az intézmények által alkalmazott értékelési eljárásoknak és módszereknek, a VaR számítások megfelelőségének és a likviditási kockázatok kezelésének. Ezen kívül a felügyeletnek sokkal szigorúbban kell ellenőriznie az érvényben lévő szabályok betartását. Az értékelési módszerek, és a strukturált termékekkel kapcsolatos kitétségek folyamatos nyomon követésére is különösen fontos feladata kell hogy legyen a szabályozó hatóságnak.**

---

<sup>11</sup> Capital Requirements Directives – CRD (tőkekövetelmény-irányelvek): a Bázeli II. szabályozást az Európai Unió jogrendszerébe átültető, 2006/48/EK irányelv és a 2006/49/EK irányelv együttes elnevezése.

A következő évek egyik legfontosabb feladata lesz, hogy a jelenleginél hatékonyabb pénzügyi szabályozó rendszert építsenek ki, amely megfelelően tudja kezelni a tőkeáttételes pénzügyi termékek, és az ezzel foglalkozó pénzügyi szervezetek kockázatát.

### **7.3.1 Az EU válságra adott válaszai**

Az Európai Unió döntéshozó szervei a válság megoldására a felügyelet és a szabályozás területén több változtatási javaslattal álltak elő.

#### **PCA - Prompt Corrective Actions, azaz a felügyelet korai beavatkozási lehetőségei**

A válság egyre jobban ráirányította a figyelmet a PCE – azaz azonnali korrekciós intézkedés – válságkezelési rendszerre. Ezt a rendszert a 90-es évek elején vezették be Amerikában, miután ott a 80-as években rengeteg pénzintézet ment csődbe, hatalmas veszteséget okozva az államnak, illetve amerikai szövetségi betétbiztosítónak. A PCA létrehozásának célja, hogy a pénzintézetek problémáit még a válság bekövetkezése előtt jelezze a különleges jogokkal bíró hatóságoknak, akik feladata rövid idő alatt a legkevésbé költséges megoldás megtalálása és alkalmazása. A rendszer amerikai bevezetése úgy tűnt, elérte a kívánt hatást, miután a bankcsődök száma tizedére esett. De ez eredmény nem csak a PCA hatása, hiszen az amerikai konjunktúra ebben az időszakban fellendülőben volt, valamint az M&A aktivitása is számottevő volt, ami fokozta a pénzügyi rendszer stabilitását.

A rendszert több ország is átvette (pl: Kanada, Japán), de Európában csak Svájcban és Norvégiában működik hasonló. Ezek azonban csak körvonalaikban hasonlítanak egymásra.

A rendszer általánosan alkalmazott jellemzői a következők:

- normativitás: az előre meghatározott feltételek teljesítésekor bizonyos intézkedések kötelezően végrehajtandóak
- tulajdonosi jogot érintő intézkedések: ilyen lehet például a menedzsment lecserélése tulajdonosi ellenállás ellenére is

- gyorsított felszámolás: a következő három pont akár pozitív tőkeszint, vagy akár tulajdonosi ellenállás esetén is végrehajtható a folyamatos működés érdekében
- gyorsított eladás
- kényszerállamosítás
- hídbank: ebben az esetben az állam a bankot transzferálja egy külön erre a célra létrehozott pénzügyintézetbe, ahol általában 1-3 év alatt végrehajtják a szükséges reorganizációs lépéseket. A cél a bank eladása, de ha ez nem valósul meg, akkor vagy felszámolják, vagy ténylegesen államosítják azt.

A válság azonban bebizonyította, hogy a rendszer nem érzékeny a bizalmi, illetve az ebből eredő likviditási problémák kezelésére. **A jelenleg még tartó pénz- és tőkepiaci válság tapasztalatai alapján átformált PCA viszont a jövő felügyeleti rendszereinek egyik meghatározó bástyája lehet.**

### **Felügyeleti közöti együttműködés válsághelyzetben**

A gyakorlati tapasztalatok szerint a felügyeleti munkáját elsősorban a válságmegelőző tevékenység adja. A válságkezelésre csak ritkán, egyedi esetekben kerül sor, az is általában kimerül egy felügyeleti biztos kirendelésével, illetve a már kiadott engedély felülvizsgálatával. A következőkben azok a tényezők kerülnek bemutatásra, amelyek a válságkezeléskor központi szerepet kapnak:

1. Egyéb szereplők integrálása a válságkezelésbe: a felügyelet önmagában kevés ahhoz, hogy a mostanihoz hasonló globális pénzügyi válságot kezeljen. A jegybank szerepe kulcsfontosságú, ezért bevonására mindenképpen szükség van – ha a felügyeletet nem ő látja el -, hiszen mint végső hitelezőnek kell döntenie a források kihelyezéséről. Természetesen a pénzügyminisztérium sem hagyható ki, miután ha nemzetgazdasági, vagy egyéb okok miatt egy intézmény nem mehet csődbe, akkor a költségvetés forrásait kell erre a célra felhasználni. A válságkezelő tevékenységből nem hagyható ki a betétvédelmi alap sem, hiszen egy bank felszámolása esetén ők térítik meg a betétesek veszteségeit, előre fel kell mérni, hogy mekkora teher is hárul az alapra. Ha egy nemzetközi pénzügyi

csoport kerül csődközeli helyzetbe, akkor több ország intézményeinek, felügyeleteinek kell összedolgozniuk az elérni kívánt cél érdekében.

2. Kulcsfontosságú tényező az idő: a döntéseket a lehető legrövidebb idő alatt kell meghozni, miután egy bajban lévő pénzügyi intézmény esetében nem zárható ki, hogy a tulajdonosok, illetve a menedzsment minden mindegy alapon visszaélésbe, pénzkimenekítésbe vagy akár csalásokba kezd.
3. Nincs előre megírt forgatókönyv: miután nincs két egyforma válság, illetve intézmény, ezért egy előre megírt forgatókönyv szerint nem lehet a kialakult helyzetet kezelni, mindig az adott helyzethez kell alakítani a válságkezelés stratégiáját.
4. A válságkezelést nem elég csak tanulni: sok esetben más szaktudást és képességeket igényel a válság menedzselése, ezért különösen fontos, hogy olyan emberek foglalkozzanak a válságkezeléssel, akik birtokában vannak a speciális szakértelemnek.
5. Nemzeti érdekek védelme: egy pénzügyi csoport felszámolása okozhat akár nemzeti ellentéteket is, hiszen érthető módon mindenki saját érdekét próbálja védeni, ami ahhoz vezethet, hogy az addig kiválóan együttműködő hatóságok egymást kezdik okolni a kialakult helyzetért. A hitelintézetek felszámolására, illetve reorganizációjára ugyan létezik EU direktíva, de ez elsősorban azt szabályozza, hogy a betéteseket milyen módon kell értesíteni. Magyarországon ezen felül létezik az eszközfenntartási mutató, amelynek célja az, hogy az EU-n kívüli országból érkező hitelintézeti fiók hazánkban tartott eszközeinek értéke mindig meg kell haladja a gyűjtött források értékét.

## **Az Európai Unióban módosítás alatt álló jogszabályok**

### **A CRD tervezett módosítása**

Az Európai Bizottság 2008. október 1-jén megjelentette a hitelintézetek és befektetési vállalkozások törvényes szabályozását (CRD) tartalmazó 2006/48/EK, és 2006/49/EK irányelvek módosítására vonatkozó tervezetét, melyeket döntéshozatalra terjesztett be az Európai Tanács és az Európai Parlament felé. A Bizottság tervei szerint a módosító javaslatokat a Tanács és a Parlament 2009



áprilisáig elfogadja, melyet 2010. január 31-ig kell a tagállamoknak átültetni és 2010. március 31-től kell a hitelintézeteknek és befektetési vállalkozásoknak alkalmazni.

A Bizottság módosító javaslatai az alábbi kérdésköröket érintik:

- a) A felügyeleti tevékenység együttműködési kereteinek módosítása (így többek között a home felügyeleti jogkörök erősítése a többlet tőkekövetelmény előírás, és az adatszolgáltatás területén).
- b) Hibrid instrumentumok alapvető tőkeelemként történő elismerése.
- c) Nagykockázat-vállalási szabályok módosítása.
- d) Likviditási kockázat kezelésének megerősítése.
- e) Értékpapírosítási pozíciók tőkekövetelménye, és kockázatkezelési követelményei.
- f) Kollektív befektetési értékpapírban fennálló kitettségek kockázati súlyozása.
- g) Szövetkezeti hitelintézeti együttműködési formák felmentése meghatározott prudenciális előírások alól.
- h) A tőkekövetelmény előírások alkalmazásához kapcsolódó részletszabály módosítások.

Nem tartalmazza ez a javaslat a nemzeti diszkréciók számának csökkentésére irányuló munkálatok eredményeként elkészült módosítási csomagot, amely várhatóan jövő év végén kerül majd elfogadásra. A legutóbbi EGPR ülésen bejelentésre került továbbá, hogy az Európai Bizottság komolyan fontolgatja egy leverage típusú minimum követelményrendszer kidolgozását, és annak a CRD-be való beillesztését. Ennek részleteiről azonban csak jövő év elején várható szakmai koncepció megjelentetése.

### **Hitelminősítők működésének európai szabályozása**

**A hitelminősítők nem működtek kellő hatékonysággal a válság előrejelzésében, többször késve hoztak döntéseket.** A hitelminősítő intézetek magántársaságok, melyek működése még nem szabályozott, mindössze egy magatartási kódexben foglaltak szerint járnak el. A minősítő ügynökségek fontos szerepet játszanak a

pénzügyi piacok stabilitása szempontjából, véleményük nagymértékben befolyásolja a hitelhez jutást és a hitelek árát, ezért vált szükségessé, hogy működésüket hatósági ellenőrzés alá vonják. **Az amerikai ingatlanpiaci konjunktúra idején a hitelminősítő intézetek alábecsülték az olyan összetett befektetési portfóliók kialakításával járó kockázatot, melyek magas kamatozású lakáshiteleket, azaz ún. másodlagos jelzáloghiteleket is tartalmazznak.** Ennek hatására sokakban fenntartások merültek fel hozzáértésükkel kapcsolatban is.

2007 októberében az EU pénzügyminiszterei kialakították a válságra vonatkozó közös álláspontjukat, amelyben többek között javaslatot tettek a hitelminősítő intézetek szerepének értékelésére és valamennyi, a válság kapcsán felmerült hiányosság kezelésére. A 2008. június 20-i és október 16-i Európai Tanács kulcskérdésként kezelte a piaci bizalomnak és a pénzügyi ágazat megfelelő működésének a helyreállítását, ennek megfelelően a hitelminősítő intézetekre vonatkozó szabályok szigorítását és az EU-szintű ellenőrzésük szorosabbra fűzését célzó javaslat elfogadását szorgalmazta.

Az új szabályok kialakításának célja az volt, hogy lehetővé tegyék jó minőségű hitelminősítések biztosítását, amelyekben nem tükröződnek a minősítési üzletágra jellemző érdeklentétek.

Néhány új szabály:

- a hitelminősítő intézetek nem végezhetnek tanácsadási tevékenységet;
- nem végezhetik el egy adott pénzügyi eszköz minősítését, ha nem rendelkeznek a minősítéshez szükséges mennyiségű megbízható adattal;
- tájékoztatást kell nyújtaniuk a minősítések elkészítésekor használt modellekről, módszerekről és alapfeltételezésekről;
- évente átláthatósági jelentést kell közzétenniük;
- belső felülvizsgálati feladatkört kell létrehozniuk az elkészített minősítések ellenőrzésére.

## 8. EREDMÉNYEK

**1. tézis: A globalizáció korlátlan térnyerése a világgazdaság drámai visszaeséséhez vezetett.**

A Washingtoni Konszenzus, és ezáltal az erőteljes amerikai támogatást élvező globalizáció az elmúlt két évtizedben úgy tűnt, hogy a világgazdaságot tartós növekedési pályára állította. Az kétségtelen, hogy ez rengeteg előnnyel is járt, az egyik legfőbb fogyatékosága viszont, hogy nem számolt az emberi telhetetlenséggel. A folyamatos profithajhászás és a nemzetek érdekeit semmibe vevő lobbizás rossz útra térítette a világgazdaságot. A világ gazdaságait elhúzódozó, mély recesszióba taszító másodlagos jelzálogpiaci válság gyors szétterjedése viszont egyértelműen a globalizáció számlájára írható. Miután a határokon átnyúló pénzügyi multiintézmények könnyűszerrel fertőzhették meg a világ szinte bármelyik pontját káros termékeikkel.

**2. tézis: A szabályozás a prudens működés fenntartása helyett túlzottan a piaci verseny fokozására irányult.**

Az előbbieken már említett profithajhászás, és a rengetek piaci szereplő megjelenése együttesen vezetett oda, hogy a prudens működés kárára egyre nagyobb teret nyert a pénzügyi termékek és rendszerek innovációja, ami egyrészt a termékek (pl. új pénzügyi eszközök), másrészt a folyamatok (pl. kockázatkezelési módszerek) terén jelentkezett. A szabályozók is felismerték, hogy a hatékonyabb erőforrás-allokáció hozzájárul a gazdasági növekedéshez, de azt nem minden esetben, hogy ez milyen veszélyekkel járhat. A piaci versenyt korlátok közé kell szorítani, semmilyen körülmények között sem állhat a prudens működés felett.

**3. tézis: A pénzügyi szektorban hatalmas vagyonok felett rendelkező alapok kezelői sok esetben nem rendelkeztek kellő szaktudással, ezért döntéseikkel tovább fokozták a veszteségek mértékét.**

A válság okozta pánikot, illetve károkat tovább fokozta, hogy az alapkezelők, illetve kereskedők (pl: értékpapír, deviza) egy része szakmai háttérük miatt nem voltak képesek felmérni a helyzet súlyosságát. Döntéseikkel, nyilatkozataikkal tovább mélyítették a pénzpiaci turbulenciát, ami a reálgazdasági folyamatokban is

súlyos károkat okozott. A jövőben sokkal nagyobb hangsúlyt kell fektetni az oktatásra, illetve arra, hogy csak kellő szakmai tapasztalattal és tudással rendelkezők tölthessék be a pozíciót. Bizonyos kezelt volumen felett be kell vezetni a vagyoni felelősségre vonást is, és szükség szerint szigorúan alkalmazni is kell.

**4. tézis: A Lehman Brother's csődje megmutatta, hogy egy bizonyos üzemméret felett a bank megmentése jóval kevesebb kárt okoz, mint annak csődje. A „too big to fail” elv semmilyen körülmények között sem hagyható figyelmen kívül.**

A befektetési bank 2008. szeptember 15.-i összeomlása indította el a pénzügyi válság idáig tapasztalt legpusztítóbb hullámát. Az amerikai kormány nem nyújtott védelmet a banknak, ami így darabjaira hullott. Az, hogy mi lehetett a háttérben, még pontosan nem tudni, de hogy mennyire nem bizonyult jó döntésnek, azt a piaci folyamatok igazolták.

**5. tézis: Az állami szerepvállalás nem szorítható háttérbe, hiszen a krízis megmutatta, hogy egyedül az egyes kormányzatok, államok képesek megfelelő mértékű segítséget nyújtani.**

Az előbbi tézis egyenes következménye, hogy az állam szerepe – szemben a deregulációs és liberalizációs törekvésekkel – nem építhető le. A pénzügyi szektor stabil működéséhez szükség van a megfelelő szintű állami kontrollra. De fontos a megfelelő egyensúly megtalálása, hiszen a túlzott állami szerepvállalás sem egészséges. A válság ismét felszínre hozta Keynes A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete című művében megfogalmazottakat, melyek az állami befolyás szükségességét hangsúlyozzák. A keynesi gazdaságpolitikai Észak-Amerikában és Nyugat-Európában reneszánszát éli.

**6. tézis: A kormányoknak a recesszió elkerülésére, illetve annak lerövidítésére minél előbb átfogó intézkedéscsomagot kell bejelenteni.**

Az államok túl sokáig hezitáltak, nem hoztak kellő időben érdemi döntést. Több kormány gondolta azt, hogy a problémákat meg lehet állítani a határon. Miután ez nem sikerült rohamtempóban próbáltak különféle csomagokat létrehozni a válság menedzselésére. Ezek hatékonysága azonban változó, de többnyire gyenge

intenzitású volt. Egy ilyen mértékű krízis reálgazdasági következményeit kizárólag időben meghozott, összehangolt intézkedéscsomagokkal lehet tompítani.

**7. tézis: A modern jegybankok jelenlegi monetáris eszköztára nem tudta hatékonyan kezelni a pénzügyi válságot.**

A válság jegybanki műveletekkel történő kezelésének tapasztalatai dilemmát okoznak, melyek a jegybankok pénzügyi rendszerben betöltött szerepére vonatkoznak. Ha a bankok bankjától és azok eszköztárától azt is elvárjuk, hogy a jelenlegihez hasonló bizalomvesztéses pénzügyi piaci pánikok esetén a hitelfelárakat is befolyásolják, és kordában tartásuk, akkor a jelenlegi eszközök elégtelenségét be kell ismerni. Ez egyszerűen azért van így, mert a jegybankok eszköztárát nem erre a funkcióra tervezték, hanem arra, hogy normál időszakokban hatékonyan és stabilan, ugyanakkor a piac funkcióit megőrizve elérjék a rövid bankközi hozamra vonatkozó operatív céljukat. A válság megmutatta, hogy a jegybanki eszköztárak rendkívüli körülmények között mire is képesek. Attól, hogy egy jegybank ideiglenesen emeli a nyílt piaci műveletek allokált jegybankpénzmenyiségét partnerei számára, megváltoztatva a kötelező tartalék teljesítésének lefutását, önmagában semmit sem old meg a strukturális hitelpiaci problémák közül. A jegybankoknak jelenleg nincs eszközük arra, hogy a kockázatvállalási hajlandóságot, vagy a hitelfelárakat közvetlenül, műveleteken keresztül befolyásolják.

## **Új és újszerű javaslatok, eredmények**

**1. tézis: A piacok nem képesek szabályozni önmagukat, nem lehet őket állami felügyelet nélkül hagyni.**

A világ pénzpiacait uraló és meghatározó nézet, mely szerint a piacok képesek szabályozni magukat, megbukott. Erre jó példa, hogy az elhatalmasodó pénzügyi- és bizalmi válságban az értékpapírosítással üzletelő bankok számára az erős inszolvenca miatt senki nem hitelezett. Ami számos esetben a bank csődjéhez vezetett, illetve vezetett volna, ha az állam – mint végső segélynyújtó - nem biztosít jelentős és azonnali tőkeinjekciót a banknak. Ennek végül meg is fizették az árát,

hiszen ez a legtöbb esetben a kölcsön fejében a bank meghatározó, többségi tulajdonosa az állam lett.

**2. tézis: A felügyeletek nem ismerték fel időben a másodlagos jelzálogpiaci válság veszélyeit.**

A válság kezdeti jelei 2006-ban már megmutatkoztak az Egyesült Államokban, miután az „ingatlanlufi” kidurranása nyomán kezdtek felszínre kerülni a másodrendű jelzálogpiaci problémák. A lakásárak növekedésének jelentős visszaesése mellett a megemelkedett kamatszint is hozzájárult a törlesztési problémák növekedéséhez. A deregulációnak köszönhetően az államok és a felügyeletek sok esetben kiszolgáltatott helyzetből voltak kénytelenek szemlélni az eseményeket. Az azonban megállapítható, hogy ettől függetlenül a felügyeleteknek fel kellett volna ismerni a helyzetet és legalább ajánlások közzétételével felhívni a nem mindennapi veszélyekre a figyelmet. Ez azonban elmaradt. Szakmai felelősség is terheli a felügyeleteket, hiszen az új „innovatív” pénzügyi termékek háttéréről, struktúrájáról nem rendelkeztek kellő információval, így nem tudták felmérni, hogy mekkora veszélyt is jelentenek a pénzügyi stabilitásra. Érdekes, hogy ez idáig szinte semmit nem lehetett hallani a felügyeletek felelőségéről.

**3. tézis: A Bázel II. alkalmatlannak bizonyult arra, hogy a pénzügyi válságot előre jelezze és kezelje. A még „tervező asztalon” lévő Szolvencia II. rendszert pedig újra kell gondolni és szükséges módon össze kell hangolni a minden bizonnyal megváltozó banki szabályozással.**

A válság leginkább sújtotta szektor a bankszektor lett. A mai bankfelügyelet központi kérdése, hogy a bank elegendő tőkével rendelkezik-e kockázatainak fedezésére. A szabályozás és a felügyelet során a legfőbb cél a betétes pénzének megóvása, hiszen a bankbetét szinte kockázatmentes befektetésnek számít. A lakossági jelzálogalapú finanszírozás térnyerésével egyre nagyobb szerepet kapott az értékpapírosítás intézménye. Ekkor a hitelnyújtás kockázatát részben vagy teljes egészében a tőkepiaci befektetőkre transzferálják.

A ma alkalmazott felügyeleti módszerek nem bizonyultak alkalmasnak a kockázatok kezelésére, illetve a szabályok betartására. A bankok a prudens működéstől egyre távolabb kerültek, a szabályozás és a felügyelet nem követte a robbanásszerű fejlődésen áteső pénzügyi termékeket. A prudenciális szabályozás

központi eleme a tőkeszabályozás, melynek lényege, hogy olyan tőkeszintet írjon elő, hogy a bank által vállalt kockázatok csak a tulajdonos pénzét veszélyeztessék. A klasszikus bankmodellben is bevett gyakorlat volt, hogy értékpapírosítva adta el a bankrendszeren kívülre hitelkockázatának egy részét, de ez akkor még nem tartozott a bank alaptevékenységei közé. Az idő múlásával jelentős „fejlődésen” esett át ez a fajta tevékenység és hatalma, súlya jóval felülmúlt minden elképzelést.

A Bázeli II. 2006-os bevezetése sajnos nem hozott újat a szabályozásba ebből a szempontból, hiszen a speciális kockázatok felismerése és szabályozása ezúttal is elmaradt. A Bázeli II. alkalmatlan tehát a valós értékelés mentén kialakuló potenciális veszteségek fedezésére, ezért a Bázeli Bizottságnak újra kell gondolnia ajánlását. De hozzá kell tenni, hogy a hagyományos banki kockázatkezelési gyakorlatok sem tudtak kellő védelmet nyújtani és nem tudták biztosítani a prudens működést.

Elvárt követelményként fogalmazódik meg, hogy a teljes pénzügyi szektor konzisztenciája érdekében a Szolvencia II. rendszert a szükséges mértékben össze kell hangolni a banki területen alkalmazott szabályokkal. A hasonló kockázatokat tartalmazó termékeket elvben azonos módon kellene felügyelni, és azonos tőke- vagy szolvencia követelményeknek kellene vonatkozni rájuk. Ha az új szabályozás implementálásra kerül a hazai jogszabályokba, akkor az megoldja az egyik legjelentősebb felügyeleti hiányosságot, hogy egy bank és biztosító fúziója számvitelileg és tőkekövetelmény szempontjából nem megoldott.

**4. tézis: A pénzügyi intézmények szabályozására, illetve felügyeletére bevezetett szabályok betartatására sokkal nagyobb hangsúlyt kell fektetni. Erre egy érdekektől, és a piaci szereplők befolyásától mentes, független világfelügyelet bevezetése jelenthetné a megoldást.**

A pénzügyi stabilitás fenntarthatósága érdekében az egyik legfontosabb lépés lenne a meglévő szabályozási elemek szigorú betartatása. A következetesen alkalmazott felügyeleti és pénzügyi stabilitást elősegítő intézkedések jelentősen enyhíteni tudták volna a válság veszteségeit. Az országhatárok már nem jelentenek megálljt a pénzügyi intézmények, illetve pénzügyi termékek terjedésének. Az egyébként elvileg fejlett és korszerű felügyeletet ezért a hatékonyság növelése érdekében érdemes lenne egy újonnan létrejövő világfelügyelet ellenőrzése alá

vonni. Ezzel globális szinten tökéletesen egységesíteni lehetne a szabályozást és a felügyeleti eljárásokat. A technikai és jogszabályi feltételrendszer, tehát adott volt, de a jogkörök betartatása elmaradt. A prudens működés ismét biztosítható lenne egy, az országok felügyeletei felett álló, azokat összefogó világfelügyelet létrehozásával.



## 9. KIVONAT

A szerző a disszertációban arra kereste a választ, hogy a pénzügyi válságot milyen körülmények okozták, illetve a bekövetkezett krízis milyen változásokat idézhet elő a globális pénz- és tőkepiaci rendszerekben.

A szerző álláspontja szerint a pénzpiac szereplőinek túlzott nyereségvágya és a másodlagos jelzálogpiaci válság gyors szétterjedése a globalizáció negatív hatásaként értékelhető. A prudens működés kárára egyre nagyobb teret nyert a pénzügyi termékek és rendszerek innovációja. A felügyelet későn ismerték fel az ebben rejlő veszélyt, és a piaci verseny korlátozásának szükségességét.

A disszertáció egy másik fontos megállapítása, hogy a jövőben sokkal nagyobb hangsúlyt kell fektetni a pénzügyi szektorban nagy vagyonok felett rendelkezők továbbképzésére, illetve arra, hogy csak kellő szakmai tapasztalattal és tudással rendelkezők tölthessenek be irányító pozíciókat. Komoly hiányosság, hogy a pénzügyi intézmények szabályozására, illetve felügyeletére bevezetett szabályok betartására nem fektettek kellő hangsúlyt. Az elvileg fejlett és korszerű felügyeletet ezért a hatékonyság növelése érdekében célszerű egy újonnan létrejövő világfelügyelet ellenőrzése alá vonni. Ezzel globális szinten tökéletesen egységesíteni lehet a szabályozást és a felügyeleti eljárásokat.

A válság egyik fontos felismerése, hogy ismét felértékelődött az állam szerepe, miután bebizonyosodott, hogy egyedül az egyes kormányzatok, illetve államok képesek megfelelő mértékű segítséget nyújtani, bár ezek kizárólagosságát a szerző óvatosan kezeli.

A ma alkalmazott felügyeleti módszerek nem bizonyultak megfelelőnek a kockázatok kezelésére, illetve a szabályok betartására. A bankok egyre távolabb kerültek a prudens működéstől, a szabályozás és a felügyelet nem követte a robbanásszerű fejlődésen áteső pénzügyi termékeket. A közelmúltban implementált Bazel II sem tudta a pénzügyi válságot előre jelezni, valamint kezelni, hiszen a speciális kockázatok felismerése és szabályozása ezúttal is elmaradt.

Elvárt követelményként fogalmazódik meg, hogy a teljes pénzügyi szektor konzisztenciája érdekében a még tervező asztalon lévő Szolvencia II. rendszert a

szükséges mértékben össze kell hangolni a banki területen alkalmazott szabályokkal. A hasonló kockázatokat tartalmazó termékeket elvben azonos módon indokolt felügyelni, és azonos tőke- vagy szolvencia követelményeknek kellene vonatkoztatni rájuk.

A szerző álláspontja szerint a jegybankok jelenlegi monetáris eszköztára nem tudta hatékonyan kezelni a pénzpiaci turbulenciákat, azok csak normális piaci körülmények között hatásosak.

A szerző kutatásaival igazolja, hogy a világ pénz- és tőkepiacain hatalmas átrendeződés, szabályozás korrekció indult meg, aminek végkimenetele még kérdéses. Prognózisa szerint alapjaiban fog megváltozni a pénzügyi szervezetek felügyelete. A pénzpiacok szabályozásának újragondolása, megerősítése nemzeti és nemzetközi szintereken egyaránt szükséges, amelyre lehetséges irányokat fogalmaz meg a jelölt doktori értekezésében.

## **10. SUMMARY**

In his dissertation the author searched for the answer what circumstances caused the financial crisis and what changes the existing crisis could trigger in the global financial and capital market systems.

He analyses why the current regulatory and supervisory systems of financial and capital markets and monetary policy tools of central banks could not stop and efficiently handle financial turbulences.

His research proves that huge changes and regulatory corrections have started to take place in global financial and capital markets, the outcome of which is uncertain. He predicts that the supervision of financial institutions will change fundamentally.

The regulation of financial markets should be reconsidered and strengthened both at national and international level, for which the candidate drafts possible directions in his dissertation.

## 11. Irodalomjegyzék

1996. évi CXII. (1996): 1996. évi CXII. törvény a hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról.
1999. évi CXXIV.(1999): 1999. évi CXXIV törvény a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletéről.
2001. évi LIII (2001): 2001. évi LIII. törvény a Magyar Nemzeti Bankról.
- Adam, J. (1995): A piacgazdasági átmenet kelet-közép európai tükrében. Közgazdasági Szemle, XLII. évf., 6. sz.
- Báger Gusztáv (2002): A nemzetközi pénzügyi intézmények befolyása a gazdaságpolitikára. Társadalom és Gazdaság, Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Báger Gusztáv (2003): Az IMF és a Világbank új prioritásai. Európai Tükör, Miniszterelnöki Hivatal, Budapest.
- Banküzemtan (1998): Egyetemi tankönyv, Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, Pénzügyi Intézet, Budapest.
- Berger, A.N. (2000): The Integration of the Financial Services Industry: Where are the Efficiencies?, North American Actuarial Journal, Vol.4, Number 3, [pp.25-52.].
- Berger, Allen N.-Demesetz, Rebecca S.-Strahan, Philip E. (1999): The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences and Implications for the Future, Kézirat FED.
- Bernanke, B. (1995): The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach. Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 27, No.1.
- Bernanke, B. [2006]: Modern risk management and banking supervision. BIS Review, 52.
- Bloomberg információs rendszer
- Boros Anita – Lentner Csaba (2008): Kihívások a pénzügyi stabilitás területén, Jogelméleti Szemle, 2008. 4. szám.

Boros Anita – Lentner Csaba (2008): Mit várunk a magyar pénzügypolitikától?, Polgári Szemle, 2008. október 4.évfolyam 4. szám.

Dr. Novoszáth Péter (2008): Globalizáció, nemzeti fejlődés, stratégiai vállalatok, Polgári Szemle, 2008. december, 4. évfolyam 5. szám.

ECB (2005): The new Basel Capital Accord: Main Features and Implications. Monthly Bulletin, January, Economics Research. Helsinki.

Erdős Mihály – Mérő Katalin (2008): A subprime válság és a pénzügyi szervezetek felügyelése, Hitelintézeti Szemle, 2008. hetedik évfolyam 5. szám, [pp.:491-519].

Fischer Éva – Kóczán Gergely (2008): Rendkívüli hatósági intézkedések és tanulságaik a jelzálogpiaci válság kapcsán, MNB Tanulmányok (72.).

Fisher, I. (1933): The Debt-Deflation Theories of Great Depressions. *Econometrica*

Friedman, M. – Schwartz, A. J. (1963): A Monetary History of the United States 1867-1960. Princeton University Press, Princeton 215.

Friedman, M. (1986): Infláció, munkanélküliség, monetarizmus. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.

FSI (Financial Stability Institute) (2004): Implementation of the New Capital Adequacy Framework in Non-Basel Committee Member Countries. Occasional paper 4, BIS.

Gál Péter (1998): A bankrendszer átrendeződése és az euró, Közgazdasági Szemle, XLV.évf., 1998 december, 5. szám.

Gáspár Pál – Várhegyi Éva (1999): Az euró bevezetésének hatásai az EMU és Magyarország gazdaságára, Közgazdasági Szemle, XLVI. évf., 1999. június, [pp.: 548-563.].

Haas, R. de – Lelyveld, I. van (2006): Foreign banks and credit stability in Central and Eastern Europe. A panel data analysis. *Journal of Banking and Finance*, 30.

Hoós János (2002.): A közösségi döntési rendszer, AULA.

Hoós János (2006): Global Governance, Akadémiai Kiadó.

Horváth Á. – Zsámboki B. (1997): Félúton. Az EU direktívák átültetése a magyar gyakorlatba. Bankszemle, XLI. évfolyam 7. szám.

Horváth, E. - Szombati, A. (2002): A pénzügyi csoportok és konglomerátumok kockázatai és szabályozásuk. MNB Műhelytanulmányok (25).

Husztai Ernő (1992): A hazai hitelélet változásai, Bankszemle, 6. szám, [pp.12-16.].

Husztai Ernő (1994): Reformkori törekvések a hazai bankrendszer és hitelügy megteremtésére, Ezredvég 4. évfolyam, 3. szám, [pp.50-56.].

Husztai Ernő (2001): Korszerű pénzügyi fiókhálózat, Bankszemle, 6. szám, [pp.25-32.].

Husztai Ernő (2002): Banktan, második átdolgozott és bővített kiadás, Kiadó: Tas 11 Kft.

Jelentés a pénzügyi stabilitásról, MNB 2008. október.

Keynes, John M. (1965): A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.

Király Júlia – Nagy Márton – Szabó E. Viktor (2008): Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei, Közgazdasági Szemle, LV. évfolyam, 4. szám, [pp.: 573-621.].

Kiss Hubert János - Lublós Ágnes (2004): A magyar bankszektor prudenciális szabályozása, Kézirat.

Kóbor Ádám (2003): A piaci kockázatmérési eszközök alkalmazási lehetőségei a pénzügyi stabilitás elemzésében, Ph.D. értekezés, BKAE.

Központi Statisztikai Hivatal jelentései

Lámfalussy Sándor (2002): Gondolatok az európai értékpapírpiacok szabályozásáról, Közgazdasági Szemle, XLIX. évfolyam, 2002. márciusi szám, [pp.:181-192].

Lányi Kamilla (1997): A globális konvergencia változatai: Washington és Maastricht I., Külgazdaság, 1997. novemberi szám, [pp.5-29.].

Lányi Kamilla (2000): Válság táplálta globalizáció I-II., *Külgazdaság*, XLIV. évfolyam, 2000. áprilisi szám [pp.4-23.], májusi szám [pp.4-34.].

Lentner Csaba – Polyák Imre – Tóth Gergely (2005): A bankfúziók gazdaságélénkítő hatása Magyarországon; *Gazdaság és Társadalom*, 2005. 2. szám, [pp. 64-77].

Lentner Csaba – Polyák Imre – Tóth Gergely (2005): Bankfúziók hatása Közép-Európa gazdasági felzárkózására, *Átalakulási folyamatok Közép-Európában* című konferencia kiadványa, Széchenyi István Egyetem, Győr, 2005. december, [pp.43-52].

Lentner Csaba – Polyák Imre – Tóth Gergely (2007): The Positive Effects of Financial Innovation on the Hungarian Economy; *International Conference Brochure*, Baja, 2007. 03., [pp. 126-130].

Lentner Csaba – Tóth Gergely (2007): A magyar bankrendszer jövőképe az új konvergenciaprogram tükrében; *Gazdaság és Társadalom*, 2007. 2. szám, [pp. 16-27].

Lentner Csaba – Tóth Gergely (2007): Prospect of the Hungarian Banking System in the Mirror of the New Convergence-program, *International Conference Brochure*, Babes-Bolyai University, Cluj-Napoca, Romania, 2007. 10. 25-27. [pp.39-53].

Lentner Csaba (2005): *Rendszerváltás és pénzügypolitika*, Akadémiai Kiadó.

Lentner Csaba (2006): *Pénzpiacok szabályozása Magyarországon*, Akadémiai Kiadó.

Lentner Csaba (szerk) (2006): *Pénzügypolitikai stratégiák a XXI. század elején*, Dr. Huszti Ernő 75. születésnapja alkalmából, Akadémiai Kiadó.

Ligeti, Zsombor (2002): *Gazdasági növekedés és felzárkózás*, Ph.D. értekezés, BKAÉ.

Losoncz Miklós (2008): Az amerikai hitelválság és világgazdasági következményei, *Pénzügyi Szemle* LIII évfolyam, 2. szám, [pp.248-264.].

Lőrincné Istvánffy Hajnal (2000): *Pénzügyi integráció Európában*, KJK Kiadó, 2000.

Lublóy Ágnes (2003): Rendszerkockázat a bankszektorban. Hitelintézeti szemle, II. évfolyam, 4. szám.

Lublóy Ágnes (2005): Magyarországi bankfúziók és a bankszektor jövője, Vezetéstudomány: XXXVI. évfolyam, 3. szám.

Luttenberger, Z. (1995): Bankbiztosítás. Garancia Biztosító Rt. Műhelytanulmányok I.

Luttenberger, Z. (2000): Bankbiztosítás. A bankbiztosítás fogalomrendszere, szabályozása, nemzetközi stratégiái és magyarországi fejlődési fázisai az 1990-es években. Ph.D.disszertáció, Miskolci Egyetem.

Mérő K. – Zsámboki B. (2003): A Bázeli II. tőkeegyezmény és a prociklikusság egyes összefüggései. Tanulmányok az új bázeli tőkeegyezmény várható hatásairól, MNB Műhelytanulmányok (27).

MNB (2008): Jelentés a pénzügyi stabilitásról.

MNB [2006a]: Jelentés a pénzügyi stabilitásról.

MNB [2006b]: Hitelezési felmérés.

Nagy Márton – Szabó E. Viktor (2008): Az amerikai másodrendű jelzálogpiaci válság és hatásai a magyar bankrendszerre, MNB Szemle, 2008 április [pp.34-44.].

OECD (2004): Convergence in the Financial Sector: Where are we coming from and where are we going? Financial Market Trends, No. 87.

OECD (2006): The financial policy landscape: a conceptual overview. Financial Market Trends, No. 90.

Palánkai Tibor (2004): Pénzügyi integráció az Európai Unióban, In: Blahó András (szerk.): Európai Integrációs alapismeretek, negyedik átdolgozott, bővített kiadás, Aula, 2004.

Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (2004): Éves jelentés

PSZÁF (2006): Results of QIS 5 in Hungary. [http://www.pszaf.hu/bazel2/41-02\\_country-study.pdf](http://www.pszaf.hu/bazel2/41-02_country-study.pdf).



- PSZÁF (2007): A felügyelt szektorok 2007. évi működése. Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete
- PSZÁF (2008): A felügyelt szektorok 2008. I. félévi működése. Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete
- Scheuer Gyula – Scheuer Tamás Gergely (2008): A pénzügyi válság háttere, Polgári Szemle, 2008. december 4. évfolyam 5. szám.
- Sipos Ágnes (2003): Jegybanki függetlenség és bankfelügyelet az Európai Unióban. Bankfelügyelet, 4. évfolyam 2. szám.
- Soros György (1999): A globális kapitalizmus válsága, Scolar Kiadó, Budapest.
- Stiglitz J.E.-Weiss A. (1981): Credit rationing in markets with imperfect information. American Economic Review, Vol.71. [pp. 393-410].
- Stiglitz, Joseph E. (1998): More Instruments Washington Consensus. United
- Stiglitz, Joseph E. (2003): A globalizáció és visszasságai, Napvilág Kiadó.
- Streissler, Eric W. (2001): Globalizáció, tőkepiacok és az állam szerepe, Közgazdasági Szemle, XLVIII. évf., 2001. január, [pp.: 1-17.]
- Szokolczai György (2005): A washingtoni konszenzus és ami utána következik, Külgazdaság, XLIX évfolyam, 2005 október, [pp.26-39.].
- Szelényi, E. – Ursprung, J. (1998): A kétszintű bankrendszer tíz éve Magyarországon. MNB Kézirat.
- Szepes Márton (2005): Az EU kapcsolata a nemzetközi pénzügyi, különös tekintettel a szervezeti kérdésekre, EU Working Papers, 2005/3 [pp.81-105.].
- Szolvencia II. hatásvizsgálati összefoglaló, Európai Közösségek Bizottsága, Brüsszel, 2007.
- Szombati, A. (2006): Amit Bázeli II-ről feltétlenül tudni kell, MNB kézirat.
- Szüle B. (2004): Diverzifikáció és kockázat a pénzügyi konglomerátumokban. Ph.D. értekezés, BKAE.
- Szüle B.(2004): Biztosítók és pénzügyi konglomerátumok az Európai Unióban. Biztosítási Szemle, L. évfolyam, 5. szám, [pp.:14-24.].

Tárnok Ilona (2005): Gondolatok az államháztartás hiányáról és a PPP-ről, SZE Gazdaság és Társadalomtudományi Intézet, Győr, [pp.:252-257].

Tobin J. (1984): Pénz és gazdasági növekedés. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.

Tóth Gergely: A pénzügyi csoportok működésének sajátos kockázatai és ezek kezelése a szabályozás és a felügyelet során; I. Kheops Tudományos Konferencia Kiadványa, Mór 2005. május, [pp.:324-331].

Vígh-Mikle Szabolcs (2002): Változások a pénzügyi közvetítés struktúrájában, MNB Műhelytanulmányok (38).

Williamson, John (1990): What Washington Means by Policy Reform. Latin American Adjustment: How Much Has Happened? Institute for International Economics, Washington, D.C.

Williamson, John (1993): Democracy and the Washington Consensus. World Development Vol. 21 No 8.

Williamson, John (2003): Overview. An Agenda for Restarting Growth and Reform. In: Kuczynski – Williamson

Zicchino, L. (2005): A model of bank capital, lending and the macroeconomy: Basel I versus Basel II. Bank of England, Working paper no. 270.

Zsámboki B. (2002a): A prudenciális szabályozás hatása a bankok prociklikus viselkedésére, MNB Műhelytanulmányok (23).

Zsámboki B. (2002b): A bankrendszer szabályozásának kihívásai. Tanulmányok a bankszektor középtávú fejlődési irányairól. MNB Műhelytanulmányok (26).

Zsámboki Balázs Árpád (2006): Az EU-csatlakozás hatása a magyar bankrendszerre. Szabályozáspolitikai megfontolások, Ph.D. értekezés, BKAE.

[www.akk.hu](http://www.akk.hu)

[www.bis.org](http://www.bis.org)

[www.complex.hu](http://www.complex.hu)

[www.ecb.int](http://www.ecb.int)

[www.imf.org](http://www.imf.org)

[www.portfolio.hu](http://www.portfolio.hu)

[www.pszaf.hu](http://www.pszaf.hu)

[www.ustreas.gov](http://www.ustreas.gov)

[www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

## 12. Rövidítések jegyzéke

**ABS:** Asset-backed securities

**AIG:** American International Group

**ÁKK:** Államadósság Kezelő Központ

**BÉT:** Budapesti Értéktőzsde

**BIS:** Bank for International Settlements, Nemzetközi Fizetések Bankja

**Bit.:** Biztosítási törvény

**BoE:** Bank of England

**BoJ:** Bank of Japan

**BUX:** Budapesti Értéktőzsde mutatója

**CAR:** capital adequacy ratio, tőkemegfelelési mutató

**CDO:** Collateralized debt obligations

**CDS:** credit default swap, hitelnemfizetési swap, a hitelkockázat transzferálását lehetővé tevő származékos ügylet

**CEBS:** Committee of European Banking Supervisors, Európai Bankfelügyelők Bizottsága

**CEIOPS:** Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors

**CESR:** Committee of European Securities Regulators, Európai Tőkepiaci Szabályozók Bizottsága

**CRD:** Capital Requirements Directives

**DKJ:** diszkontkincstárjegy

**EBC:** European Banking Committee,

**ECB:** European Central Bank, Európai Központi Bank

**EFCC:** European Financial Conglomerates Committee

**EGPR:** Expert Group on Prudential Regulation, Prudencionalis Szabályozás Munkacsoport (a CEBS egyik fő munkacsoportja)

**EIOPC:** European Insurance and Occupational Pensions Committee

**ERM II:** European Exchange Rate Mechanism, Európai Árfolyam Mechanizmus

**ESC:** European Securities Committee

**Fed:** Federal Reserve Board

**Fx swap:** forex swap

**GDP:** Gross Domestic Product

**Hpt.:** Hitelintézeti törvény

**IMF:** International Monetary Found, Nemzetközi Valutaalap

**M&A:** Mergers and Aqizition

**MNB:** Magyar Nemzeti Bank

**PCA:** Prompt Corrective Actions, a felügyelet korai beavatkozásai lehetőségei

**Pit.:** Pénzintézeti törvény

**PSZÁF:** Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

**SIV:** Structured Investment Vehicle

**SPV:** Special Purpose Vehicle

**TAF:** Term Auction Facility

**VaR:** Value at Risk

## NYILATKOZAT

Alulírott **Tóth Gergely** jelen nyilatkozat aláírásával kijelentem, hogy a **Pénz és tőkepiacok prudenciális szabályozásának változása Magyarországon** című

### PhD értekezésem

önálló munkám, az értekezés készítése során betartottam *a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. tv.* szabályait, valamint a Széchenyi István Gazdasági folyamatok elmélete és gyakorlata Doktori Iskola által előírt, a doktori értekezés készítésére vonatkozó szabályokat, különösen a hivatkozások és idézések tekintetében.<sup>12</sup>

Kijelentem továbbá, hogy az értekezés készítése során az önálló kutatómunka kitétel tekintetében a programvezetőt illetve a témavezetőt nem tévesztettem meg.

Jelen nyilatkozat aláírásával tudomásul veszem, hogy amennyiben bizonyítható, hogy az értekezést nem magam készítettem, vagy az értekezéssel kapcsolatban szerzői jogsértés ténye merül fel, a Nyugat-magyarországi Egyetem megtagadja az értekezés befogadását.

Az értekezés befogadásának megtagadása nem érinti a szerzői jogsértés miatti egyéb (polgári jogi, szabálysértési jogi, büntetőjogi) jogkövetkezményeket.

Sopron, 2009. 04. 30.

.....  
doktorjelölt

---

<sup>12</sup>1999. ÉVI LXXVI. TV. 34. § (1) A MŰ RÉSZLETÉT – AZ ÁTVEVŐ MŰ JELLEGE ÉS CÉLJA ÁLTAL INDOKOLT TERJEDELEMBEN ÉS AZ EREDETIHEZ HÍVEN – A FORRÁS, VALAMINT AZ OTT MEGJELÖLT SZERZŐ MEGNEVEZÉSÉVEL BÁRKI IDÉZHETI.

36. § (1) nyilvánosan tartott előadások és más hasonló művek részletei, valamint politikai beszédek tájékoztatás céljára – a cél által indokolt terjedelemben – szabadon felhasználhatók. Ilyen felhasználás esetén a forrást – a szerző nevével együtt – fel kell tüntetni, hacsak ez lehetetlennek nem bizonyul.