

A pénzügyi stabilitás fogalmának elméleti és jogi megjelenése*

Kálmán János

A gazdaság működésébe történő állami beavatkozás alapja szükségszerűen valamilyen közérdek, amely az egyénnel, illetve annak szabadságaival, jogaival szembeni korlátozó állami fellépés indokául szolgálhat. A pénzügyi stabilitás a közérdek egy megjelenési formájaként azonosítható a jogalkotásban, aminek okán a fogalom tartalmi meghatározásának igénye a jogalkotóval szemben elvárásnéként fogalmazódik meg, már csak azért is, mert jelentős közhatalmi típusú közigazgatási beavatkozás alapját képezi. Ezért a tanulmány elemzi a pénzügyi stabilitás fogalmának megjelenését a szakirodalomban, a jogalkotásban, valamint a jogalkalmazásban. A pénzügyi stabilitás fogalma ugyan erőteljesen megjelenik az elméleti irodalomban, sőt a jogalkotásban és a jogalkalmazásban is, tartalma azonban nehezen azonosítható, illetve folyamatosan változott. Mindezekre tekintettel a szerző javaslatot tesz a pénzügyi stabilitás általános jellegű jogi fogalmának meghatározására.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: K1, K20

Kulcsszavak: állami beavatkozás, közérdek, makroprudenciális politika, pénzügyi stabilitás

1. Bevezetés

Egy gazdasági, pénzügyi válság jelentős társadalmi problémák kiváltója lehet, ahogy azt a 2007-ben kirobbant globális pénzügyi válság is megmutatta, ami számos államban, illetve az Európai Unióban is komoly jogalkotási hullámot indított el. A középpontban a pénzügyi rendszer stabilitásának a helyreállításához, illetve fenntartásához szükséges jogi eszközök megteremtése és egyúttal az állami beavatkozás terjedelmének kiszélesítése állt. A felügyeleti hatóságok, vagyis a pénzügyi rendszer közhatalmi kontrollját ellátó közigazgatási szervek tekintetében *a válságjogalkotásnak egyik jelentős eredménye a makroprudenciális szabályozás és felügyelet eszközszerének kibővítése volt.*

* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Kálmán János: Széchenyi István Egyetem, tanársegéd. E-mail: kalman.janos@sze.hu

A tanulmány a Pallas Athéné Domus Meriti Alapítvány 37/2022. (05.23.) határozata alapján megítélt támogatás keretében készült.

A magyar nyelvű kézirat első változata 2023. január 16-án érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.25201/HSZ.22.2.54>

A makroprudenciális politika mint a gazdaság egyik ágazata, a pénzügyi közvetítőrendszer működésének közigazgatási típusú, rendszerszintű, átfogó beavatkozási eszközrendszere a pénzügyi stabilitás előmozdításában, fenntartásában, a veszélyek elhárításában, valamint részben a felmerült rendszerkockázatok kezelésében megjelenő közérdek érvényesítésében *ragadható meg*. Ebből is következik, hogy a makroprudenciális politika elsődlegesen – egyúttal elsődleges felelősséggel jellemezhető – *ex ante* természetű eszközrendszer, vagyis kiemelten a rendszerkockázatok kialakulásának, illetve károsá válásának megelőzésére fókuszál, a pénzügyi válságok megelőzésére, valamint a reálgazdasági veszteségek csökkentésére törekszik. A pénzügyi közvetítőrendszer egyensúlyvesztésének időszakában azonban, vagyis *ex post*, eszközrendszere kiegészítő szerepet tölt be a válságkezelés (*szanálás, végső hitelezés, állami mentőcsomagok, betétbiztosítás, befektetővédelem*) eszközeihez képest. A makroprudenciális politika, valamint a válságkezelés mint gazdasági igazgatási eszközrendszer akkor avatkozik tehát a gazdaság működésébe, ha a pénzügyi stabilitás veszélyeztetését „érezkeli”.

A globális pénzügyi válságot követő, erőteljes növekedést lehetővé tevő egy évtizednek azonban vége, és számos olyan kockázat azonosítható, amely a pénzügyi rendszer stabilitását is veszélyeztet/het/i. Ilyen kockázatként azonosítható a magas inflációs környezet problémái, az ukrajnai háború előre nem látható gazdasági következményei, a Covid19-járvány hatásai, a FinTech-vállalatok kockázatai vagy a kriptopénzek folyamatos térnyerése. A felgyülemelő kockázatok már olyan eseményeket is kiváltanak, mint az amerikai történelem második legnagyobb bankszűdjé, a Silicon Valley Bank esetében. A pénzügyi közvetítőrendszert körbevevő kockázatok azonosításához és kezeléséhez egy potens és jól működő közigazgatási eszközrendszer szükségességére irányítják a figyelmet.

A köz- és a magánérdek közötti kényes egyensúly megtalálása a jogrendszer feladata. Az erős közigazgatási eszközrendszerrel szemben a közigazgatás törvény alá vetettségének érvényesülése¹ és a társadalom tagjai jogvédelmének a biztosítása a legfontosabb elvárás. A törvény alá vetettség érvényesülésének és a jogvédelem biztosításának eszköze – egyúttal a jogalkotóval szembeni elvárás (*Kukorelli 2020:27*) – az állami beavatkozásra okot adó közérdek, így a jelen tanulmányban vizsgált pénzügyi stabilitás körülírása, tartalmi meghatározása. Ez a jogalkotóval szemben támasztott elvárás azonban csak annak elismerése mellett rögzíthető, hogy a jogalkalmazó szervek szerepe a fogalom értelmezésében szükségszerűen kiemelt.

A tanulmány célja, hogy megvizsgálja a pénzügyi stabilitás fogalmának elméleti és jogi megjelenését. Ehhez négy fő gondolati egységet képezve elemzi egyrészt a pénzügyi stabilitás fogalmának megjelenését a szakirodalomban, másrészt

¹ A közigazgatás törvényes működésének a követelménye a XIX. századtól egyre jobban felértékelődött, manapság a demokratikus jogállamiság elengedhetetlen feltétele (*Fábián 2021:51*).

a jogalkotásban, harmadrészt a jogalkalmazásban, végül a záró részben az állami beavatkozásra okot adó közérdek körülírása érdekében – a szakirodalmi, a jogalkotásban megjelenő fogalmi elemek, valamint a jogalkalmazó szervek meghatározásainak közös nevezőjét keresve – javaslatot tesz a pénzügyi stabilitás tartalmi újragondolására, meghatározására.

2. Szakirodalmi törekvések a pénzügyi stabilitás fogalmának meghatározására

A pénzügyi stabilitás a közpolitikai és tudományos érvelés egyik legtöbbet „használt”, ugyanakkor bizonytalan tartalmú fogalma. A fogalom az 1990-es években lezajló pénzügyi válságok hatásaként jelent meg a szakosodott pénzügyi intézményekben (BIS 1986) és azokon kívül zajló szakmai és tudományos – elsősorban gazdaságtudományi (Crockett 2000; Das et al. 2004; Horváth et al. 2002; Mérő 2003; Lublós 2004; Arner 2007) – diskurzusban.

A pénzügyi stabilitás fogalma, tartalma tekintetében nem alakult ki sem szakmai, sem tudományos közmegegyezés, a pénzügyi stabilitás fogalma a pénzügyi válságok hatásaként – időben is – folyamatosan változott. Befolyásolta a fogalom tartalmát a pénzügyi közvetítőrendszer felügyeleti hatásköreinek központi bankban vagy attól független közigazgatási szervben történő elhelyezkedésével kapcsolatos tudományos és közpolitikai vita is. (Oosterloo – de Haan 2004:257; Toniolo – White 2015:5)

A világgazdasági válság azonban a pénzügyi közvetítőrendszerre irányuló állami beavatkozás eszközrendszerét is átalakította, amelyre tekintettel a pénzügyi stabilitás fogalmának meghatározása érdekében a *Bank for International Settlements* (a továbbiakban: BIS) keretében 2011-ben egy kutatócsoportot állítottak fel, amely az ún. Ingves-jelentésben (BIS 2011) foglalta össze a fogalommal kapcsolatos alapvető kérdéseket. A jelentés a pénzügyi stabilitás fogalom meghatározásait öt csoportba sorolta. Az első csoportba tartoznak azok a fogalmak, amelyek a pénzügyi stabilitást a szükséges előfeltételek leírásával határozzák meg (Hunter et al. 2006:9). A második csoportba tartoznak azok, amelyek a pénzügyi stabilitás fogalmát negatív módon, a pénzügyi instabilitás fogalmának meghatározásával kísérik meg (Mishkin 1997:62; Mishkin 1999:6; Allen 2005). A harmadik csoportba tartoznak azok a fogalmak, amelyek már a pénzügyi stabilitás fogalmának pozitív meghatározására töreksenek. E csoport esetén a pénzügyi stabilitás alapvetően a pénzügyi rendszer zavartalan működésével írható le (Duisenberg 2001). A negyedik csoportba tartozó fogalmak szerint a pénzügyi stabilitás a gazdaság zavarokkal szembeni ellenálló képességében ragadható meg, abban, hogy a pénzügyi rendszer képes a fő funkcióit, így a közvetítést, a fizetési műveletek teljesítését, a kockázatok kezelését megvalósítani még stresszidőszakokban is (Padoa-Schioppa 2002; Phan et al. 2020). Az ötödik csoportot azok a fogalmak képezik, amelyek a pénzügyi stabilitás fenntartásával kapcsolatos

hatásköröket gyakorló nemzeti, illetve uniós hatóságok, központi bankok jogalkalmazói gyakorlatában jelennek meg. E fogalmak a pénzügyi stabilitás meghatározását a pénzügyi rendszer egyenletes működésében, valamint sokkokkal szembeni ellenálló-képességben ragadják meg.²

A hazai szakirodalomban szinte valamennyi fogalomalkotási mód megjelenik. *Nagy (2010:68)* szerint a gazdaság normális működésének előfeltétele a pénzügyi rendszer stabilitása. *Ábel és Kóbor (2009:33)* szerint az árstabilitás fontos eleme a pénzügyi stabilitásnak. *Mérő* egy fontos részkérdést emel ki a pénzügyi stabilitás összetevői közül, méghozzá azt, hogy ha a bankok tömegesen és nagymértékben növekedni kezdenek, akkor a *túl nagy a csődhöz* elv pénzügyi stabilitást támogató szerepe megfordul. Már nem a pénzügyi rendszer stabilitását támogatja, hanem annak instabilitásához járul hozzá azáltal, hogy a nagyon nagyra nőtt bankok megmentésének feladata kiemelkedően magas, esetenként elviselhetetlen terheket jelentene az egyes országok számára (*Mérő 2013:55*). *Székely (2012:232)* álláspontja szerint a rendszerkockázatok mérése és nyomon követése kulcsfontosságú a pénzügyi stabilitás szempontjából. *Holló* a pénzügyi stressz fogalmát használja a pénzügyi stabilitás leírására. Eszerint a pénzügyi stressz tág értelemben olyan helyzetet jelent, amikor a pénzügyi rendszer zavarai a pénzügyi termékek árát és forgalmát nem várt módon befolyásolják, ami akár rendszerkockázati jelentőségű pénzügyi intézmények csődjével, a pénzügyi rendszer forrásallokációs képességének teljes összeomlásával is járhat, súlyos reálgazdasági visszaesést okozva (*Holló 2013:256*), számos szerző pedig átveszi és használja a Magyar Nemzeti Bank (a továbbiakban: MNB) által megalkotott fogalmat (*Magas 2011:211; Bethlendi – Vértesy 2020:33; Lentner 2018:6*).

A pénzügyi stabilitás szakirodalmi meghatározásában tehát nincs közmegegyezés. A meghatározására tett kísérletek számos szempontból eltérnek egymástól, különböző nézőpontból közelítik meg a fogalomalkotást, a pénzügyi stabilitás különböző elemeire helyezik a hangsúlyt, nem meghatározott tartalmú fogalmi elemekkel kísérlik meg a fogalomalkotást. Mindezek ellenére több közös elem is azonosítható a fogalom meghatározhatósága, illetve a fogalom kialakítása érdekében. *Egyrészt* a pénzügyi stabilitás fogalmának meghatározására tett kísérletek jelentős részében hivatkoznak a szerzők a pénzügyi rendszer funkcióira, azon belül is elsődlegesen a megtakarítások beruházókhoz történő allokálására, vagy a gazdaság fizetési rendszerének működtetésére. *Másrészt* közös elemként jelenik meg az a felismerés, hogy az instabilitás az endogén sokkok mellett gyakran a pénzügyi rendszert érő, előre nem látható, külső sokkok hatására alakul ki. *Harmadrészt* számos meghatározás expliciten is elismeri a pénzügyi instabilitásnak a reálgazdaságra irányuló potenciális negatív hatását (*Kálmán 2021:276–277*).

² A külföldi szakirodalmi fogalomalkotásról ld. bővebben *Kálmán (2021)*.

3. Meghatározza-e a jog a pénzügyi stabilitás fogalmát?

A világgazdasági válság hatására a pénzügyi stabilitás fogalma – rugalmasságának és az adott helyzetekhez adaptálhatóságának eredményeként – a közpolitika alakításának, az állami beavatkozási mechanizmusok bevezetésének indokává vált. A fogalom ennek a folyamatnak az eredményeként a tudományos keretből kiemelkedve jogszabályokban megjelenő *jogi fogalom*má vált. A pénzügyi stabilitás fogalmának jogiasodása maga után vonja azt az igényt, hogy kijelöljük a fogalom pontos határait, és feltárjuk tartalmát is. A pénzügyi stabilitásnak már önmagában a veszélyeztetése is hatósági eszközök alkalmazását, állami beavatkozást legitimál a piaci szereplők viszonyaiba. Az állami beavatkozást megalapozó okok – így a pénzügyi stabilitás – tartalmának meghatározása létfontosságú a jogszabályok igazságos és következetes alkalmazása, a közigazgatás törvény alá vetettségének érvényesülése és a jogvédelem biztosításának szempontjából.

A fentiekre figyelemmel a tanulmány elemzi a pénzügyi stabilitás fogalmának megjelenését a nemzetközi, az európai uniós, valamint a tagállami, illetve egyes – pénzügyi jogi szabályozás szempontjából – kiemelt jelentőségű országok jogalkotásában.

3.1. A pénzügyi stabilitás fogalma a nemzetközi pénzügyi jogi szabályozásban

A pénzügyi stabilitás nemzetközi előmozdítására (Pardavi 2022:171) létrehozott legfontosabb tematizáló szervezet a Pénzügyi Stabilitási Tanács (*Financial Stability Board*, a továbbiakban: FSB). Az FSB folyamatosan frissíti és figyelemmel kíséri azokat az ún. kulcsszabványokat (*key standards*), amelyek kiemelt fontosságúak a pénzügyi rendszerek szilárd, stabil működése szempontjából. Ezek a kulcsszabványok széles körben elfogadottak, mint a bevált gyakorlatokra vonatkozó minimumkövetelmények, amelyek teljesítésére vagy túllépésére ösztönzik az országokat. A pénzügyi stabilitás szabályozásban megjelenő fogalom meghatározását a tanulmány a kulcsszabványok elemzésén keresztül vizsgálja.

Az FSB Statútuma szerint az FSB célja azon sebezhető pontok azonosítása, amelyek veszélyeztetik a globális pénzügyi stabilitást, a tagjai pedig *elkötelezettek* a pénzügyi stabilitás fenntartása iránt (FSB 2012). A szanálási rendszer alapjellemzőire vonatkozó szabvány a pénzügyi stabilitást számos alkalommal mint a szanálás során figyelembe veendő szempontot rögzíti (FSB 2014). Ennek ellenére a *Statútum és a szabvány nem tesz kísérletet a pénzügyi stabilitás fogalmának, tartalmának meghatározására*.

Az Értékpapír-felügyelet Nemzetközi Szervezete (*International Organization of Securities Commissions*, a továbbiakban: IOSCO) Alapszabálya egyáltalán nem tartalmaz a pénzügyi stabilitás fogalmához kapcsolódó szabályozást (IOSCO 1996), ahogy az IOSCO által kidolgozott, az értékpapírok szabályozásának céljait és alapelveit összefoglalót legfontosabb szabvány sem (IOSCO 2017a; IOSCO 2017b).

A Biztosításfelügyelet Nemzetközi Szervezete (*International Association of Insurance Supervisors*, a továbbiakban: IAIS) Alapszabálya (*IAIS 2018*) rögzíti, hogy a szervezet célja a globális pénzügyi stabilitáshoz való hozzájárulás,³ valamint feladata a pénzügyi stabilitáshoz, rendszerkockázatokhoz és a makroprudenciális felügyelethez kapcsolódó ajánlások, szabványok, iránymutatások és egyéb dokumentumok kidolgozása.⁴ A biztosítási szektor alapelveit összefoglaló legfontosabb IAIS-szabvány (*IAIS 2019*) szintén számos helyen rögzíti⁵ a rendszerszintű pénzügyi stabilitás előmozdításához kapcsolódó hatósági feladatokat. A Betétbiztosítók Nemzetközi Szövetségének (*International Association of Deposit Insurers*, a továbbiakban: IADI) a hatékony betétbiztosítás alapelveit összefoglaló szabványa a betétbiztosítási rendszer egyik közpolitikai céljaként rögzíti a pénzügyi stabilitáshoz való hozzájárulást (*IADI 2014*). A Nemzetközi Könyvvizsgálati és Bizonyosságot Nyújtó Szolgáltatási Standardok Testület (*International Auditing and Assurance Standards Board*, a továbbiakban: IAASB) által kidolgozott nemzetközi minőségellenőrzési, könyvvizsgálati, átvilágítási, egyéb bizonyosságot nyújtó és kapcsolódó szolgáltatásokra vonatkozó szabvány (*IAASB 2015*) a pénzügyi stabilitásra leselkedő fenyegetéseket azonosítja. Az Iszlám Pénzügyi Szolgáltatási Tanács (*Islamic Financial Services Board*, a továbbiakban: IFSB) kulcsfontosságú szabványa a pénzügyi stabilitási (köz)politika kialakításának jól meghatározott rendszerét a hatékony bankfelügyelet előfeltételeként rögzíti (*IFSB 2015*). A *pénzügyi stabilitás fogalmának meghatározását* azonban *egyik szabályozás sem rögzíti*.

A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság (*Basel Committee on Banking Supervision*, a továbbiakban: BCBS) Statútuma (*BCBS 2018*) is – hasonlóan az FSB-jéhez – a szervezet céljaként fogalmazza meg a pénzügyi stabilitás növelését, a szabályozás, a felügyelet és a banki működés erősítésén keresztül.⁶ A Statútum rögzíti továbbá, hogy a BCBS tagjai elkötelezettek a pénzügyi stabilitás – sőt elsődlegesen a *globális pénzügyi stabilitás* – előmozdításában.⁷ A Statútum azonban szintén *nem határozza meg a pénzügyi stabilitás* mint a BCBS számára meghatározott, előmozdítandó cél *tartalmát, jelentését, alapvető ismérveit*. A BCBS által kidolgozott, hatékony bankfelügyelet alapelveit összefoglaló szabvány (*BCBS 2012*) a pénzügyi stabilitási (köz)politika kialakításának jól meghatározott rendszerét a hatékony bankfelügyelet előfeltételeként rögzíti.⁸ A hatékony bankfelügyeleti rendszerben egyértelműen meghatározottak azok a hatóságok, amelyek a pénzügyi rendszer rendszerkockázatának azonosításáért felelősek, a felhalmozódásukhoz vezető piaci és egyéb pénzügyi és gazdasági tényezők nyomon követése és elemzése által. A rendszerkockázatok azonosítása – amely az érintett hatóságok közötti hatékony együttműködést és kommunikációt

³ Ld. *IAIS 2018* 2. cikk (1) bek. b) pont.

⁴ Ld. *IAIS 2018* 14. cikk (3) bek. b) pont.

⁵ Ld. *IAIS 2019* 1.2. pont, 1.4.1. pont, 24.0.2. pont, 24.4.2. pont, 25.7.1. pont.

⁶ *BCBS 2018* 1. pont.

⁷ *BCBS 2018* 5. pont a) és g) alpont.

⁸ *BCBS 2012* 47. pont.

feltételezi – jelenti a *megfelelő közpolitikai, hatósági intézkedések kialakításának* és végrehajtásának alapját.⁹

Fontos azonban kiemelni, hogy a pénzügyi stabilitási keretrendszer csak az alapelvek 2012-es felülvizsgálata során – a makroprudenciális szempont előtérbe kerülésével párhuzamosan – került a hatékony bankfelügyelet előfeltételei közé, azonban a szabvány a fogalmi meghatározással adós maradt. A fentiek mellett említhető a pénzügyi piaci infrastruktúra alapelveit rögzítő szabvány is, amely számos esetben rögzíti annak a pénzügyi stabilitásban betöltött szerepét anélkül, hogy a fogalmat meghatározná.¹⁰ A BCBS által kidolgozott *Bázel III ajánlás* azonban már legalább közvetetten érinti a pénzügyi stabilitás fogalmának tartalmát. Az ajánlás szerint a globális tőke- és likviditási szabályozási reform célja, hogy *javítsa a bankrendszer pénzügyi és gazdasági stresszből származó sokkok elnyelésének képességét*, függetlenül annak forrásától, így *csökkentve annak kockázatát, hogy a továbbgyűrűző hatásnak köszönhetően a pénzügyi szektor negatív hatást gyakoroljon a reálgazdaságra*. Annak ellenére, hogy a fenti megfogalmazás már iránymutatásul szolgálhat a pénzügyi stabilitás fogalmának meghatározása során, hiszen azonosíthatóak fogalmi elemek, mint a sokkokkal szembeni ellenálló-képesség növelése, valamint a reálgazdaságra irányuló negatív externális hatások elkerülésének előirányozása, *explicit és pontos fogalom-meghatározásnak* azonban *nem tekinthető*. A fentiek mellett fontos kiemelni, hogy a Bázel III partikuláris ajánlás, alkalmazási körére tekintettel, mivel kizárólag a bankszektor szabályozására irányul, így a pénzügyi stabilitás teljes pénzügyi rendszerre vonatkozó fogalmának meghatározásakor sem tekinthető elégségesnek.

A Nemzetközi Valutaalapot (*International Monetary Fund*, a továbbiakban: IMF) létrehozó nemzetközi szerződés rögzíti, hogy a fő cél azon feltételek fejlesztésének folytatása, amelyek szükségesek a pénzügyi és a gazdasági stabilitás eléréséhez,¹¹ azonban szintén nem fejt ki a fenti fogalmak jelentését. Az IMF által kibocsátott, a pénzügyi rendszer megbízható működését biztosító kulcsfontosságú szabványok (*IMF 2017; IMF 2015; IMF 2000; IMF 1998; IMF 1996*) sem határozzák meg a pénzügyi stabilitás fogalmát. A Világbankot (*World Bank*, a továbbiakban: WB) létrehozó megállapodás (*WB 1989*) és a WB által kidolgozott fizetéseptelenségi rendszerek alapelveit tartalmazó szabvány (*WB 2011*) pedig – az IOSCO-hoz hasonlóan – egyáltalán nem tartalmaz a pénzügyi stabilitás fogalmához kapcsolódó szabályozást.

A pénzügyi stabilitás fogalma tehát megjelenik a nemzetközi pénzügyi szabályozásban, szabványokban, azonban meghatározására, fogalmi elemeinek feltérképezésére egyik nemzetközi dokumentum sem tesz kísérletet. Ezért tovább kell vizsgálni a pénzügyi stabilitásra irányuló szabályozás regionális, illetve nemzeti szintjét.

⁹ BCBS 2012 49. pont.

¹⁰ BIS 2012 1.15. pont, 1.17. pont, 3.2.2. pont.

¹¹ IMF 2016 4. cikk.

3.2. A pénzügyi stabilitás fogalma az uniós jogi szabályozásban

Az Európai Unió alapszerződesei¹² csupán két utalást tartalmaznak a pénzügyi stabilitás vonatkozásában. Egyrészt az EUMSZ. 127. cikk (5) bekezdése kimondja, hogy a Központi Bankok Európai Rendszere (a továbbiakban: KBER) *támogatja* a hatáskörrel rendelkező hatóságokat a hitelintézetek prudenciális felügyeletére és *a pénzügyi rendszer stabilitására vonatkozó politikáik zavartalan megvalósításában*. Másrészt az EUMSZ. 136. cikk (3) bekezdése rögzíti, hogy azon tagállamok, amelyek pénzneme az euro, stabilizációs mechanizmust hozhatnak létre, amelyet akkor hoznak működésbe, ha ez *nélkülözhetetlen az euroövezet egésze stabilitásának megőrzéséhez*. Az alapszerződések tehát a pénzügyi stabilitási célt az KBER hatáskörrel rendelkező hatóságokat támogató szerepéhez kapcsolják, valamint az Európai Stabilitási Mechanizmus létrehozásának jogalapjául tételezik, fogalmi meghatározást azonban nem tartalmaznak, aminek okán szükséges a másodlagos uniós jogot is vizsgálat alá vonni.¹³

Az Európai Unió makroprudenciális figyelmeztető rendszerét, az Európai Rendszerkockázati Testületet (*European Systemic Risk Board*, a továbbiakban: ERKT) létrehozó rendelet¹⁴ nem határozza meg *explicit módon* a pénzügyi stabilitás fogalmát, de számos utalást, illetve iránymutatást tartalmaz a tartalmi összetevők tekintetében. Az ERKT-rendelet rögzíti, hogy a pénzügyi stabilitás előfeltétele annak, hogy a reálgazdaság munkahelyeket, hitelt és növekedést teremtsen.¹⁵ Kimondja, hogy az ERKT-nak hozzá kell járulnia a pénzügyi stabilitás biztosításához, és enyhítenie kell a belső piacot és a reálgazdaságot sújtó negatív hatásokat.¹⁶ A fentiek mellett az ERKT-nek nyomon kell követnie és értékelnie kell a folyamatokból eredő, a pénzügyi stabilitást veszélyeztető azon kockázatokat, amelyek ágazati szinten vagy a pénzügyi rendszer egészének szintjén fejthetnek ki hatásokat, továbbá hozzá kell járulnia a belső piac további pénzügyi integrációjához szükséges pénzügyi stabilitáshoz azáltal, hogy nyomon követi a rendszerszintű kockázatokat, és szükség esetén figyelmeztetéseket és ajánlásokat ad ki.¹⁷ *A pénzügyi stabilitás normatív fogalmi meghatározása az uniós jogban tehát a rendszerkockázatok fogalma felől közelíthető meg.* A rendszerkockázat a pénzügyi rendszer leállásának veszélye, amely jelentős

¹² Az Európai Unióról szóló Szerződés (a továbbiakban: EUSz.) és az Európai Unió Működéséről szóló Szerződés (a továbbiakban: EUMSZ). Lásd az Európai Unióról szóló szerződés és az Európai Unió működéséről szóló szerződés egységes szerkezetbe foglalt változatát (2016/C 202/1).

¹³ Fontos kiemelni, hogy az elsődleges uniós jogban megjelenő jogalpok azt mutatják, hogy a pénzügyi stabilitásnak mint a központi bankok árstabilitási mandátumának teljesítését elősegítő tényezőnek a jelentőségét már a világgazdasági válság előtt is általánosan elismerték (*Zilioli 2020:143–145*).

¹⁴ Az Európai Parlament és a Tanács 1092/2010/EU rendelete (2010. november 24.) a pénzügyi rendszer európai uniós makroprudenciális felügyeletéről és az Európai Rendszerkockázati Testület létrehozásáról (a továbbiakban: ERKT-rendelet).

¹⁵ ERKT-rendelet (1) preambulumbekzdés

¹⁶ ERKT-rendelet (10) preambulumbekzdés

¹⁷ ERKT-rendelet (30)–(31) preambulumbekzdés. Ugyanakkor az ERKT-rendelet 2. cikk c) pontja meghatározza a rendszerkockázat fogalmát. Ez alapján a rendszerkockázat a pénzügyi rendszer leállásának veszélye, amely jelentős negatív következménnyel járhat a belső piacra és a reálgazdaságra nézve. A rendszer szempontjából bizonyos mértékben valamennyi pénzügyi közvetítő, piac és infrastruktúra jelentős lehet.

negatív következményekkel járhat a belső piacra és a reálgazdaságra nézve.¹⁸ A Bázel III-hoz hasonlóan a CRD IV/CRR¹⁹ számos alkalommal használja a pénzügyi stabilitás fogalmát, és azt az általános szabályokhoz képest szigorúbb előírások alkalmazásának jogalapjául jelöli meg a prudenciális hatóságok számára.²⁰ A pénzügyi stabilitás fogalmát – *expressis verbis* – azonban egyik uniós jogi aktus sem határozza meg, az ERKT-rendelet és a CRD IV²¹ csak a rendszerkockázat fogalmát határozza meg, amelyből csak közvetetten lehet következtetni a pénzügyi stabilitás fogalmára, tartalmára, jellemzőire.

Az uniós szabályozásban tehát a pénzügyi stabilitás fogalma ismert, azonban meg nem határozott. Ennek ellenére több – lehetséges – fogalmi elem a normatív szabályozásban megjelenik. Az uniós szabályozásban megmutatkozó definiálatlanságból következően szükséges a pénzügyi stabilitás fogalmának megvizsgálása a nemzeti jogalkotásban.

3.3. A pénzügyi stabilitás fogalma a nemzeti jogi szabályozásban

A tanulmány – a jogrendszerek, a szabályozási környezet hasonlóságára tekintettel – kizárólag az Európai Unió legnagyobb pénzügyi piacainak – Franciaország, Németország és Hollandia²² – szabályozását vizsgálja, valamint kitér – a brexit után már az Európai Unió kívüli – legnagyobb európai – globálisan az ötödik – pénzügyi piac, az Egyesült Királyság szabályozására, és áttekinti továbbá az Amerikai Egyesült Államok és Magyarország szabályozását is.

Franciaország esetében – normatív módon²³ – a pénzügyi stabilitási cél 2013-ban került a Banque de France (a továbbiakban: BDF) felelősségi körébe. A 2013-as módosítást követően a *Code monétaire et financier*²⁴ kimondja, hogy a pénzügyi rendszer stabilitásáért – az újonnan létrehozott – *Le Haut Conseil de stabilité financière*-rel közösen a BDF felelős.²⁵ A *Le Haut Conseil de stabilité financière* a pénzügyi

¹⁸ ERKT-rendelet 2. cikk c) pont

¹⁹ Ld. az Európai Parlament és a Tanács 575/2013/EU rendelete (2013. június 26.) a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről és a 648/2012/EU rendelet módosításáról (EGT-vonatkozású szöveg, a továbbiakban: CRR); Az Európai Parlament és a Tanács 2013/36/EU irányelve (2013. június 26.) a hitelintézetek tevékenységéhez való hozzáférésről és a hitelintézetek és befektetési vállalkozások prudenciális felügyeletéről, a 2002/87/EK irányelv módosításáról, a 2006/48/EK és a 2006/49/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről (EGT-vonatkozású szöveg, a továbbiakban: CRD IV).

²⁰ Ld. CRR 124. cikk (2) bek., 164. cikk (5) bek.

²¹ A CRD IV 3. cikk (1) bek. 10. pontja alapján a rendszerkockázat a pénzügyi rendszer olyan zavarának veszélye, amely potenciálisan súlyosan negatív következményekkel járhat a pénzügyi rendszerre és a reálgazdaságra nézve.

²² A WB statisztikai adatai szerint az Európai Unió három legnagyobb piaci kapitalizációval rendelkező tagállama Franciaország (globálisan 9.), Németország (globálisan 10.) és Hollandia (globálisan 15.). Felhasznált adatok elérhetők: https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?end=2020&most_recent_value_desc=true&start=1975 (2022. november 30.).

²³ Fontos kiemelni, hogy a pénzügyi stabilitási cél jellemzően a világgazdasági válságot követően került *expressis verbis* is szabályozásra központi banki, vagy egyéb hatósági felelősségként, azonban a világgazdasági válságot megelőzően a központi bankok jellemzően az árstabilitás mellett a pénzügyi stabilitás elemzését is az érdekeltségi körükbe tartozónak tekintették.

²⁴ Ld. *Code monétaire et financier 1999*, módosította a LOI n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires.

²⁵ Ld. *Code monétaire et financier 1999*, Art. 141-5-1.

rendszer egésze felett gyakorol ellenőrzést, annak érdekében, hogy megőrizze a pénzügyi rendszer stabilitását és biztosítsa hozzájárulását a fenntartható gazdasági növekedéshez.²⁶ A pénzügyi stabilitási cél tehát a francia szabályozásban megjelent 2013-ban, azonban ahogyan arra *Christian Noyer (2014:8)*, a BDF kormányzója is felhívta a figyelmet, fogalmi alapjait tekintve a pénzügyi stabilitás rendkívül nehezen definiálható és számszerűsíthető, ezért összetett és sokrétű célként értelmezhető.

A pénzügyi stabilitás fenntartásáért a felelősséget Németországban a *Gesetz zur Überwachung der Finanzstabilität*²⁷ elsődlegesen a *Deutsche Bundesbank*ra (a továbbiakban: DBB) telepítette azzal, hogy az nem veszélyeztetheti a DBB-t elsődleges céljának, az árstabilitásnak a megvalósításában.²⁸ Az ún. Banktörvény – *Gesetz über das Kreditwesen*²⁹ – rögzíti, hogy a szövetségi felügyeleti hatóság – a *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* – felügyeleti feladatainak ellátása során figyelembe veszi, hogy a döntései milyen hatással vannak a hazai és az uniós pénzügyi rendszer stabilitására. Erre tekintettel a felügyeleti döntések meghozatala során a mérlegelés egyik szempontjaként jelenik meg a pénzügyi stabilitásra való hatásgyakorlás.³⁰ A pénzügyi stabilitás fogalmát azonban egyik idézett törvény sem határozza meg.

A pénzügyi rendszer stabilitásának előmozdítása Hollandiában a központi banknak (*De Nederlandsche Bank*) – az előzőektől eltérően – nem célja, hanem csupán egyik feladata, amelynek teljesítése nem veszélyeztetheti az elsődleges cél, az árstabilitás fenntartását.³¹ A pénzügyi stabilitási cél a monetáris politikai felelősséggel bíró központi bank szabályozása mellett megjelenik a holland felügyeleti szabályozásban is. A pénzügyi közvetítőrendszer felügyeletéről szóló törvény (*Wet op het financieel toezicht*) rögzíti, hogy a prudenciális felügyelet, amelyet az *Autoriteit Financiële Markten* lát el, a pénzügyi szervezetek megbízhatóságára és a pénzügyi rendszer stabilitására összpontosít.³² Az üzletvitel felügyelete ezzel szemben az *Authority for Consumers and Markets* feladata, és – részben a pénzügyi rendszer stabilitása érdekében – a rendezett és átlátható pénzügyi piaci folyamatokra, a piaci felek közötti tiszta kapcsolatokra és az ügyfelekkel való gondos bánásmódra irányul.³³ A pénzügyi rendszer stabilitásának fogalmát azonban egyik jogszabály sem határozza meg.

Az Európa legnagyobb pénzügyi piacával rendelkező *Egyesült Királyság* esetében a pénzügyi stabilitás mint elérendő cél a világgazdasági válság hatására került – normatív módon szabályozva – a Bank of England (a továbbiakban: BoE)

²⁶ Ld. *Code monétaire et financier 1999*, Art. 631-2-1.

²⁷ Ld. *Finanzstabilitätsgesetz vom 28. November 2012* (BGBl. I S. 2369) 1. §.

²⁸ Ld. *Gesetz über die Deutsche Bundesbank vom 22. Oktober 1992* (BGBl. I, S. 1782) 3. §.

²⁹ Ld. *Gesetz über das Kreditwesen*, 1998.

³⁰ Ld. *Gesetz über das Kreditwesen*, 1998, 6. § (4) bek.

³¹ Ld. *Bankwet 1998*, Art. 4. 1. bek. c) pont.

³² Ld. *Wet op het financieel toezicht 2006*. Art. 1:24.

³³ Ld. *Wet op het financieel toezicht 2006*. Art. 1:25.

célrendszerébe.³⁴ 2009-ben a *Banking Act*³⁵ módosította a *Bank of England Act*,³⁶ amely szerint a BoE célja hozzájárulni az Egyesült Királyság (United Kingdom, UK) pénzügyi rendszere stabilitásának védelméhez és erősítéséhez.³⁷ A fenti célmeghatározást 2012-ben a *Financial Services Act*³⁸ módosította, aminek következtében a BoE célja már nem csupán hozzájárulás az UK pénzügyi rendszere stabilitásának védelméhez és erősítéséhez, hanem magának a stabilitásnak a *megvalósítása*.³⁹ A pénzügyi stabilitási cél és egyúttal felelősség tehát *explicit* módon is pontosan lehatárolásra került a jogalkotásban. A felelősségi körök pontos lehatárolása mellett azonban a Bank of England Act sem határozza meg a pénzügyi stabilitás fogalmát, ugyanakkor, hasonlóan az ERKT-re vonatkozó szabályozáshoz, a pénzügyi stabilitás meghatározása tekintetében több utalást, illetve iránymutatást is tartalmaz a tartalmi összetevők tekintetében. A Bank of England Act *feladatként* rögzíti, hogy a pénzügyi stabilitási cél elérése elsődlegesen magában foglalja a rendszerkockázatok feltárását és figyelemmel kísérését, valamint a megszüntetésükre, illetve csökkentésükre irányuló intézkedéseket az UK pénzügyi rendszerének ellenálló képessége védelmére és növelésére.⁴⁰ A Bank of England Act a fentiek mellett meghatározza a rendszerkockázat fogalmát is, amikor kimondja, hogy a rendszerkockázatok közé tartoznak a) a pénzügyi piac *strukturális jellemzőiből fakadó kockázatok*, mint amilyen például a pénzügyi intézmények közötti kapcsolatokból származó kockázatok, b) a rendszerkockázatok *megosztása* a pénzügyi szektoron belül, és c) a *nem fenntartható mértékű* tőkeáttétel, adósságállomány- és hitelnövekedés.⁴¹

Az Amerikai Egyesült Államokban a világgazdasági válság hatására 2010-ben fogadta el a törvényhozás az Amerikai Egyesült Államok történetének eddigi, a pénzügyi szektort érintő, egyik legteljesebb (*Székely 2012:232*) szabályozását, a *Dodd-Frank Act*.⁴² A Dodd-Frank Act preambulumban megfogalmazott célja „az Egyesült Államok pénzügyi stabilitásának megerősítése a pénzügyi rendszer számonkérhetőségének és átláthatóságának javításával; a 'túl nagy ahhoz, hogy megbukjon' (*too big to fail*) rendszer megszüntetése; az amerikai adófizetők megvédése az állami mentőakciók lezárásával; a fogyasztók megóvása a tisztességtelen pénzügyi szolgáltatói magatartással szemben; illetve további célok megvalósítása.” A pénzügyi stabilitás megteremtése iránti igény tehát már a Dodd-Frank Act céljának meghatározásában

³⁴ A pénzügyi stabilitásért való felelősség korábban megosztott a Pénzügyminisztérium (HM Treasury), a Pénzügyi Szolgáltatások Hatósága (*Financial Services Authority*) és a Bank of England között.

³⁵ Ld. *Banking Act 2009*, Part 7.

³⁶ Ld. *Bank of England Act 1998*.

³⁷ Eredeti nyelven ld. *Bank of England Act 1998*, Section 2A (1): An objective of the Bank shall be to contribute to protecting and enhancing the stability of the financial systems of the United Kingdom (the “Financial Stability Objective”).

³⁸ Ld. *Financial Services Act 2012*, Part 1.

³⁹ Eredeti nyelven ld. *Bank of England Act 1998*, Section 2A (1): An objective of the Bank shall be to protect and enhance the stability of the financial system of the United Kingdom (the “Financial Stability Objective”).

⁴⁰ Ld. *Bank of England Act 1998*, Section 9C (2): (...) the Financial Stability Objective relates primarily to the identification of, monitoring of, and taking of action to remove or reduce, systemic risks with a view to protecting and enhancing the resilience of the UK financial system.

⁴¹ Ld. *Bank of England Act 1998*, Section 9C (3).

⁴² Ld. *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 2010.

is kiemelésre kerül, de az európai jogalkotáshoz hasonlóan, a fogalom számos alkalmazása ellenére, normatív meghatározását a jogalkotó nem végezte el.

A fenti európai jogalkotáshoz illeszkedik hazánk szabályozása is azzal, hogy *expressis verbis* nem határozza meg a pénzügyi stabilitás fogalmát, eltér azonban abban a tekintetben, hogy a pénzügyi stabilitás fogalmának számos eleme megjelenik a normatív szabályozásban. A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény (a továbbiakban: MNB tv.) kimondja ugyanis, hogy *a pénzügyi közvetítőrendszer egészének stabilitására* vonatkozó makroprudenciális politikát az MNB alakítja ki.⁴³ A törvény e tekintetben rögzíti, hogy *a makroprudenciális politika célja kettős*, egyrészt a pénzügyi közvetítőrendszer ellenálló képességének növelésére irányul, másrészt a pénzügyi közvetítőrendszernek a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítását szolgálja. Az MNB e kettős célkitűzés elérése érdekében, törvényben meghatározott keretek között feltárja a pénzügyi közvetítőrendszer egészét fenyegető üzleti és gazdasági kockázatokat, elősegíti *a rendszerszintű kockázatok* kialakulásának megelőzését, valamint a már kialakult rendszerszintű kockázatok csökkentését vagy megszüntetését, továbbá hitelpiaci zavar esetén a hitelezés ösztönzésével, túlzott hitelkiáramlás esetén pedig annak visszafogásával járul hozzá a közvetítőrendszer gazdaságfinanszírozó funkciójának kiegyensúlyozott megvalósulásához.⁴⁴ Az MNB tv. *a pénzügyi stabilitás megvalósítása egyik ex ante pillérének* részeként a mikroprudenciális politika mellett *meghatározza a makroprudenciális politikát, amelynek tartalmaként pedig megjelöli a pénzügyi közvetítőrendszer ellenálló képességének növelésére irányuló és a pénzügyi közvetítőrendszernek a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítását szolgáló intézkedéseket.*⁴⁵ Az MNB tv. nem definiálja a pénzügyi stabilitás fogalmát, de rögzíti a fogalom egyes tartalmi elemeit, és állami beavatkozásra alapot jelentő állapotként jeleníti meg a szabályozásban.⁴⁶

4. A pénzügyi stabilitás fogalma a jogalkalmazó hatóságok gyakorlatában

A fentiek alapján megállapítható, hogy a nemzetközi, az európai uniós, illetve a tagállami jogalkotás is alkalmazza a pénzügyi stabilitás fogalmát, jellemzően a pénzügyi közvetítőrendszer működésébe történő állami, közigazgatási beavatkozás okaként, illetve céljaként. Annak ellenére, hogy a jogalkotás a pénzügyi stabilitás fenntartása, valamint helyreállítása érdekében jelentős közigazgatási beavatkozási eszközöket épít, illetve épített ki a makroprudenciális politikai eszköztár formájában,

⁴³ Részletesebben lásd: <https://www.mnb.hu/penzugyi-stabilitas/makroprudencialis-politika>

⁴⁴ MNB tv. 4. § (7) bek.

⁴⁵ A bevezetésben foglaltakra utalva szükséges jelezni, hogy a pénzügyi stabilitás *ex ante* politikái nem kizárólagosan felelősek a pénzügyi stabilitás megvalósításáért, szükségszerűen kiegészülnek az *ex post* politikákkal.

⁴⁶ Ld. MNB tv. 32. § (3) bek. b) pont, 33. § (4) bek., 36. §, 44. § (4) bek., ugyanakkor a pénzügyi stabilitásról és annak fogalmáról az MNB tájékoztatást nyújt honlapján: <https://www.mnb.hu/web/penzugyi-stabilitas>

a beavatkozás alapjaként megjelenő pénzügyi stabilitás fogalmi meghatározásával – egyes fogalmi elemek kiemelésén kívül – adós maradt.

A pénzügyi stabilitás normatív fogalmi meghatározásának hiánya arra vezethető vissza, hogy a pénzügyi stabilitás összetett és sokrétű fogalom, amely egy adott állam céljaitól függően változhat. A pénzügyi stabilitás jogi eszközben való meghatározása korlátozhatja annak értelmezését egy adott kontextusra, és akadályozhatja a változó pénzügyi kockázatok kezelésének rugalmasságát. A pénzügyi rendszer és a kockázatok folyamatosan fejlődnek a technológiai előrehaladás, a gazdasági változások és az új pénzügyi eszközök megjelenése miatt. Nehéz jogalkotói feladat olyan fogalmat alkotni, amely a joghoz kötöttség mellett biztosítja a jogalkalmazás számára is a szükséges értelmezési dinamikát.

A pénzügyi stabilitás normatív meghatározásának hiányában a jogalkalmazó hatóságok – makroprudenciális hatóságok és központi bankok – szabadon tölthetik és töltik is ki tartalommal a fogalmat. A tanulmány ugyanazon országok központi bankjainak, valamint az Európai Központi Bank (a továbbiakban: EKB) jogalkalmazói gyakorlatát vizsgálja, mint a jogi szabályozás esetén.

Az EKB a pénzügyi stabilitás fogalmának meghatározására az első kísérletet 2004-ben tette. Az akkori meghatározás szerint a pénzügyi stabilitás olyan állapot, amikor a pénzügyi rendszer képes jól végrehajtani minden általános feladatát, és amikor ezeket várhatóan a belátható jövőben is képes teljesíteni (EKB 2004:8). A fogalom folyamatos pontosítása és változtatása után (EKB 2006:7; EKB 2015:4; EKB 2016:4) végül az EKB jelenleg is alkalmazott meghatározása szerint a *pénzügyi stabilitás olyan állapot, amelyben a pénzügyi közvetítőket, piacokat és piaci infrastruktúrákat magában foglaló pénzügyi rendszer képes ellenállni a sokkoknak, és képes felszámolni a pénzügyi egyensúlytalanságokat. Ezzel a képességgel pedig csökkenthető a rendszerszintű pénzügyi közvetítési folyamatban megjelenő visszaesések, amelyek elég súlyosak ahhoz, hogy a reálgazdasági tevékenység lényeges visszaesését idézzék elő* (EKB 2018:4).

A *Banque de France* a pénzügyi stabilitás fogalmát önmagában összetett terminusként fogja fel (Noyer 2014:8). Olyan helyzetként határozza meg, amelyben a pénzügyi rendszer különböző intézményei – a pénzügyi piac, a fizetési és kiegyenlítési rendszer, az elszámolási rendszer és a pénzügyi intézmények – zökkenőmentesen működnek úgy, hogy a rendszer valamennyi összetevője teljesen ellenálló a lehetséges sokkokkal szemben (BDF 2007:3).

Kezdetben a *Deutsche Bundesbank* értelmezésében a pénzügyi stabilitás a pénzügyi rendszer zökkenőmentes működését jelentette (DBB 2009:7), majd részletesebb meghatározást adva rögzítette, hogy a pénzügyi stabilitás a pénzügyi rendszer azon tulajdonsága, hogy mindenkor zökkenőmentesen képes betölteni a gazdasági

kulcsfunkcióit, úgymint a pénzügyi források és kockázatok hatékony szétosztását és a pénzügyi infrastruktúra jó működésének biztosítását még válságidőszakokban és strukturális zavarok idején is (DBB 2010:7; BB 2011:7). Szintén több módosítást követően (DBB 2012:5; DBB 2013:5; DBB 2014: 5; DBB 2015:5; DBB 2016:5) a legutóbbi éves jelentéseiben a DBB már egyszerűen úgy fogalmazza meg a pénzügyi stabilitás fogalmát, mint ami *a pénzügyi rendszer azon állapota, amelyben mindenkor képes teljesítenie a funkcióit* (DBB 2020:5).

A *De Nederlandsche Bank* szerint egy stabil pénzügyi rendszer képes az erőforrások hatékonyallokációjára és a sokkhatások elnyelésére úgy, hogy azok ne legyenek romboló hatással a reálgazdaságra (DNB 2022:90).

A világgazdasági válság kitörését követően a *Bank of England* a pénzügyi stabilitás fogalmának meghatározásakor cél felőli értelmezést adott, rávilágítva a gazdasági rendszer rugalmasságának, működésének és eredményeinek összefüggéseire. A *BoE* szerint a pénzügyi stabilitási cél a pénzügyi rendszer ellenálló képességének biztosítása annak érdekében, hogy a hitelciklus során a pénzügyi szolgáltatások (fizetési szolgáltatások, hitelkínálat, kockázatok elleni biztosítás) a gazdaság egésze számára tartósan és folyamatosan rendelkezésre álljanak (*BoE 2009:9*). Vagyis akkor lehet stabil pénzügyi rendszerről beszélni, amikor az a háztartások és a vállalkozások számára az alapvető szolgáltatásokat jó és rossz gazdasági körülmények között egyaránt képes biztosítani. A *Bank of England Act* módosítását követően azonban a *BoE* már nem közvetlenül határozza meg a pénzügyi stabilitás fogalmát, hanem azokat a cselekvéseket rögzíti, amelyek a pénzügyi stabilitási cél megvalósításához szükségesek. Így a pénzügyi stabilitási cél megvalósítása érdekében a *BoE* feltárja és figyelemmel kíséri a rendszerszintű kockázatokat, és a rendszerkockázatok megszüntetésére vagy csökkentésére irányuló intézkedéseket hoz az Egyesült Királyság pénzügyi rendszere ellenálló képességének védelme és fokozása érdekében (*BoE 2013:3; BoE 2022:3*).

Az Amerikai Egyesült Államok központi bankjának szerepét betöltő *Federal Reserve System* fogalom meghatározása szerint a pénzügyi rendszer akkor tekinthető stabilnak, ha a bankok, más hitelezők és pénzügyi piacok képesek ellátni a háztartásokat, az önkormányzatokat és a vállalkozásokat befektetési, növekedési és a gazdaság működésében való részvételhez szükséges finanszírozással, még akkor is, amikor a gazdaságot nemkívánatos események vagy „sokkok” érik (*Fed 2022:V*).

A hazai jogszabályi környezet, hasonlóan a korábban áttekintett országokéhoz, szükségessé tette, hogy normatív szabályozás hiányában a *Magyar Nemzeti Bank* alkotson olyan fogalmat, amely jogszabályok által meghatározott feladatainak ellátása során kijelöli a tevékenysége kereteit. Ennek eredményeként az *MNB* meghatározása szerint *a pénzügyi stabilitás olyan állapot, amelyben a pénzügyi rendszer, azaz a kulcsfontosságú pénzügyi piacok és a pénzügyi intézményrendszer ellenálló*

*a gazdasági sokkokkal szemben, és képes zökkenőmentesen ellátni alapvető funkcióit: a pénzügyi források közvetítését, a kockázatok kezelését és a fizetési forgalom lebonyolítását.*⁴⁷ A fenti definíció először 2005 áprilisában jelent meg (MNB 2005:3), és a mai napig is az MNB pénzügyi stabilitással kapcsolatos értelmezési kereteként szolgál (MNB 2022:5).

A jogalkalmazó hatóságok gyakorlatában megjelenő számos fogalommeghatározás közös pontjaként rögzíthető, hogy a jogalkalmazó szervek többsége a pénzügyi stabilitás és nem az instabilitás fogalmának meghatározására, ezáltal a fogalom pozitív tartalmú maghatározására törekszik. A fogalom-meghatározásokban továbbá alapvetően megjelenik a pénzügyi rendszer funkcióinak ellátására, illetve a sokkokkal szembeni ellenálló képességre való hivatkozás.

5. A pénzügyi stabilitás fogalma és a fogalom egyes elemei

A tanulmány részletes elemzés alá vonta a pénzügyi stabilitás fogalmi megjelenését, amely alapján megállapítható, hogy sem a szakirodalmi munkákban, sem a jogalkotásban, illetve a jogalkalmazásban nem alakult ki konszenzus a fogalom tartalma tekintetében. A jogalkotás általában a közigazgatási típusú, közhatalmi, gazdasági beavatkozási eszközök bővítésének indokaként vagy céljaként hivatkozik a pénzügyi stabilitásra, de magát a fogalmat nem definiálja. A fogalom szükségszerű meghatározása éppen ezért a jogalkalmazó hatóságokra hárul, amelyek időben és tartalmukban is folyamatosan változó fogalmakat határoznak meg.

A pénzügyi stabilitás közös fogalmának meghatározása ugyanakkor mégis több okból előnyös. A közös meghatározás egyértelműséget biztosít, és biztosítja a közös megértést a döntéshozók, a szabályozók, a pénzügyi intézmények és a piaci szereplők között. Közös nyelvet hoz létre, amely megkönnyíti a kommunikációt és a koordinációt a pénzügyi stabilitási aggályok kezelésében. A pénzügyi stabilitás világos és általánosan elfogadott meghatározása lehetővé teszi a jogalkotó számára, hogy hatékony stabilitási közpolitikákat dolgozzon ki. Keretet biztosít a kockázatok azonosításához és értékeléséhez, a megfelelő jogállami biztosítékok kialakításához és a pénzügyi rendszerek stabilitásának megőrzését szolgáló intézkedések végrehajtásához. A közös meghatározás jobb koordinációt és együttműködést tesz lehetővé az országok, nemzetközi szervezetek és szabályozó testületek között. A pénzügyi stabilitás szorosan összefügg a befektetői bizalommal és a piaci hatékonysággal. Ha konszenzus van abban, hogy mi számít pénzügyi stabilitásnak, a befektetők megalapozott döntéseket hozhatnak, a piaci szereplők pedig jobban fel tudják mérni a kockázatokat és hatékonyan oszthatják el az erőforrásokat. Ez elősegíti a bizalmat és a stabilitást a pénzügyi piacon. A pénzügyi stabilitás közös definíciója segít a rendszerszintű

⁴⁷ További részletek található az MNB honlapján: <https://www.mnb.hu/web/penzugyi-stabilitas>

kockázatok azonosításában és megelőzésében. Lehetővé teszi a hatóságok számára a kulcsfontosságú mutatók figyelését, a sebezhetőségek észlelését, és időben történő intézkedések megtételét a lehetséges fenyegetések mérséklésére. Ezenkívül pénzügyi válság esetén a közös meghatározás alapot biztosít az összehangolt válságkezeléshez és helyreállításhoz szükséges döntések meghozatalához.

A szakirodalom eredményeire, a jogalkotásban és a jogalkalmazásban megjelenő fogalmi elemekre, fogalom-meghatározási kísérletekre figyelemmel a pénzügyi stabilitás közös – normatív szabályozásra is alkalmas – szintetizált fogalmát az alábbiak szerint határozhatjuk meg:

A pénzügyi stabilitás a pénzügyi rendszer azon állapota, amelyben:

- a) a pénzügyi rendszer képes a funkcióinak teljesítésével fenntartható módon hozzájárulni a gazdasági fejlődéshez,*
- b) nincs olyan rendszerkockázat a pénzügyi rendszerben, amely a pénzügyi rendszer funkciói teljesítésének zavarásával jelentős károkat okozna azoknak, akik nem ügyfelei, illetve szerződő felei a pénzügyi intézményeknek, valamint*
- c) a pénzügyi rendszer szereplői rugalmasan képesek ellenállni az endogén és exogén gazdasági sokkoknak.*

Az egyes fogalmi elemek részletezése előtt szükséges ráirányítani a figyelmet arra, hogy a pénzügyi stabilitás fogalmának, illetve fogalmi elemeinek meghatározása *nem öncélúan történik*. A pénzügyi stabilitás definiálásának szükségszerűsége, gyakorlati haszna abban áll, hogy már egyetlen fogalmi elem megvalósulásának a veszélye is biztosítja az állam *közigazgatási – azon belül közhatalmi – típusú beavatkozásának jogalapját*.

A pénzügyi rendszer fogalma alatt, az ERKT-rendeletnek megfelelően a pénzügyi intézmények, a pénzügyi piacok, termékek és a piaci infrastruktúrák összességét érti a tanulmány, amelyre tekintettel e fogalmi elem részletezése szükségtelen.

Az *első fogalmi elem* alapján a pénzügyi stabilitás állapotában a pénzügyi rendszer képes a funkcióinak teljesítésével fenntartható módon hozzájárulni a fejlődéshez. A pénzügyi rendszer tehát képes biztosítani a gazdaság pénzellátását, likviditását, megfelelően kielégíti hitelszükségletét, fenntartja és működteti a gazdaság fizetési rendszereit, képes a megtakarításokat hatékonyanallokálni a befektetőkhez, valamint kezeli a bizonytalanságokat és a mikroszintű kockázatokat. Mindezen funkciók megvalósításával a pénzügyi rendszer hozzájárul a fenntartható fejlődéséhez, vagyis a gazdaság hullámvászásának tompításához, a fenntartható gazdasági növekedéshez, a magas foglalkoztatáshoz, az alacsony inflációhoz, a külső és belső pénzügyi egyensúly és versenyképesség biztosításának kormányzati feladataihoz bizonyos kormányzati feladatok nemzetek feletti koordinációja mellett.

A *második fogalmi elem* alapján nincs olyan rendszerkockázat a pénzügyi rendszerben, amely a pénzügyi rendszer funkciói teljesítésének zavarásával jelentős károkat okozna azoknak, akik nem ügyfelei, illetve szerződő felei a pénzügyi intézményeknek. E fogalmi elem egyrészt hangsúlyozza, hogy a pénzügyi stabilitás mint az egész pénzügyi rendszer jellemzője szükségszerűen makroszintű szemléletet igényel, vagyis az egyedi, intézményi kockázatok helyett a rendszerszintű vagy rendszerkockázatokra reagál. A rendszerkockázat fogalma álláspontom szerint – az ERKT-rendelet meghatározását alapul véve – úgy definiálható, mint a pénzügyi rendszer egészének vagy egy részének gyengülése következtében, a pénzügyi szolgáltatások ellátásának visszaesése, mégpedig úgy, hogy ennek a visszaesésnek komoly negatív hatásai lehetnek a reálgazdaságra. A rendszerkockázat fogalmi elemén keresztül tehát a pénzügyi stabilitás fogalmának elemeként jelenik meg egyrészt a reálgazdaságra irányuló negatív hatás, másrészt ennek a negatív hatásnak a jelentős mértéke, hiszen a rendszerkockázat fogalma nem terjed ki az eszközárak kisebb fluktuációjára, egyes pénzügyi közvetítők intézményi nehézségeire, amelyek a versengő piacok normális működésének részét képezik. A rendszerkockázatok fogalmán keresztül már megjelenik a reálgazdaságra irányuló negatív hatás, azonban a fogalmi elemben hangsúlyozásra kerül, hogy a rendszerkockázatok nemcsak a reálgazdaságra, hanem általánosan a társadalom tagjaira is jelentős negatív hatást gyakorolnak, gyakorolhatnak, és amely rendszerkockázatoknak *externális hatásból, prociklikusságból* következően társadalmi költségei is vannak. Mindezek mellett a rendszerkockázat fogalmi elemként való rögzítése időbeli dimenziót, ilyen módon dinamikát biztosít a fogalomnak, hiszen a rendszerkockázatok és így a pénzügyi stabilitás sem egy adott statikus időállapotot jellemez, hanem időbeli perspektívával, egyúttal lefutással rendelkezik.

Végül a *harmadik fogalmi elem* alapján a pénzügyi stabilitás állapotában a pénzügyi rendszer szereplői rugalmasan képesek ellenállni az endogén és exogén gazdasági sokkoknak, vagyis a pénzügyi rendszer saját maga, külső, állami beavatkozás nélkül is képes kezelni a felmerülő kockázatokat, függetlenül azok pénzügyi rendszeren belüli, vagy arra külső hatást gyakorló jellegétől. Az ellenálló képesség fejlesztése a rendszerkockázatok jelentős negatív hatásainak elkerülését, illetve kezelését szolgálja.

Összefoglalásként rögzíthető, hogy sem a pénzügyi rendszer, sem a pénzügyi rendszer zavarainak társadalmi költségei nem ismernek államhatárokat, aminek következményeként a pénzügyi stabilitás szabályozása szükségképpen nemzetközi feladatnak vagy *globális közjóságnak tekinthető*. Annak ellenére, hogy a tanulmányban részletesen bemutatásra került, hogy a pénzügyi stabilitás fogalmának meghatározása a szakirodalomban, a jogalkotásban és a jogalkalmazásban rendkívül heterogénnek tekinthető, mégis azonosíthatók olyan fogalmi elemek, amelyek alkalmasak egy általános jellegű fogalom megalkotására.

Felhasznált irodalom

- Ábel István – Kóbor Ádám (2009): *Monetáris politika, árfolyam és stabilitás*. Pénzügyi Szemle, 54(1): 33–48.
- Allen, F. (2005): *Modelling Financial Instability*. National Institute Economic Review, 192(1): 57–67. <https://doi.org/10.1177/002795010519200107>
- Arner, D.W. (2007): *Financial Stability, Economic Growth, and the Role of Law*. Cambridge University Press, New York. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511511431>
- BCBS (2012): *Core principles for effective banking supervision*. <https://www.bis.org/publ/bcb230.htm>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- BCBS (2018): *Basel Committee on Banking Supervision Charter*. <https://www.bis.org/bcb230/charter.htm>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- BDF (2007): *Annual Report 2006*. https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/annual-report-banque-de-france_2006.pdf. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- Bethlendi András – Vértessy László (2020): *Makrogazdasági pénzügyek*. Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem Gazdaság- és Társadalomtudományi Kara, Pénzügyek tanszék, Budapest.
- BIS (1986): *Recent innovations in international banking (Cross Report)*. CGFS Publications. No. 1. <https://www.bis.org/publ/ecsc01.htm>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- BIS (2011): *Central bank governance and financial stability*. <https://www.bis.org/publ/othp14.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- BIS (2012): *Principles for financial market infrastructures*. <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- BoE (2009): *The role of macroprudential policy. A Discussion Paper*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/paper/2009/the-role-of-macroprudential-policy.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- BoE (2013): *Financial Stability Report*. Június. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-stability-report/2013/june-2013.pdf?la=en&hash=B6FF8E6BD760F7184914F622630F65CFC4DF87B5>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- BoE (2022): *Financial Stability Report*. December. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-stability-report/2022/financial-stability-report-december-2022.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.

- Crockett, A.D. (2000): *Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability*. BIS Speech, Basel. <https://www.bis.org/speeches/sp000921.htm>. Letöltés ideje: 2022. szeptember 16.
- Das, U.S. – Quintyn, M. – Chenard, K. (2004): *Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability? An Empirical Analysis*. IMF Working Paper, WP/04/89. <https://doi.org/10.5089/9781451851311.001>
- DBB (2009): *Financial Stability Review*. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/626158/a393b7e5fa94e5f9370487504091b291/mL/2009-finanzstabilitaetsbericht-data.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- DBB (2010): *Financial Stability Review*. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/665906/f06d0cf1b5414d01073b3ac1bd6cc618/mL/2010-finanzstabilitaetsbericht-data.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- DBB (2011): *Financial Stability Review*. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/666238/4d12912826e2d1a311f91830db1296f3/mL/2011-finanzstabilitaetsbericht-data.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- DBB (2012): *Financial Stability Review*. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/666016/8934e4f8558c83e9f8eaef465f6c0811/mL/2012-finanzstabilitaetsbericht-data.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- DBB (2013): *Financial Stability Review*. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/654260/fe96f1e8092d9438ae5e190c23e20b8e/mL/2013-finanzstabilitaetsbericht-data.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- DBB (2014): *Financial Stability Review*. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/666664/41825d5b3af86c1a1df703544041d1e7/mL/2014-finanzstabilitaetsbericht-data.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- DBB (2015): *Financial Stability Review*. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/666964/bac3168b79ef24d514842ee291aa7c6e/mL/2015-finanzstabilitaetsbericht-data.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- DBB (2016): *Financial Stability Review*. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/667246/5e320b6dc52c2c79994b9a986b1cb05b/mL/2016-finanzstabilitaetsbericht-data.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- DBB (2020): *Financial Stability Review*. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/847248/36cb058e4c06d08de803607eeea46ae5/mL/2020-finanzstabilitaetsbericht-data.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.

- DNB (2022): *Striking a new balance. 2021 Annual Report*. De Nederlandsche Bank N.V. <https://www.dnb.nl/media/4kobi4vf/dnb-annual-report-2021.pdf>. Letöltés ideje: 2022. szeptember 16.
- Duisenberg, W.F. (2001): *The contribution of the euro to financial stability*. In: Randzio-Plath, Ch. (ed.): *Globalisation of Financial Markets and Financial Stability: Challenges for Europe*. Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden, pp. 37–51.
- EKB (2004): *Financial Stability Review*. December. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview200412en.pdf?eec3264a09f1bd7c1299c7c3a94818a1>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- EKB (2006): *Financial Stability Review*. December. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview200612en.pdf?eeb9342332f4cd3127e55b523c51c9ff>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- EKB (2015): *Financial Stability Review*. November. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/financialstabilityreview201511.en.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- EKB (2016): *Financial Stability Review*. Május. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview201605.en.pdf?e1a2bef79ed901d8ceae004f2fcecdd>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- EKB (2018): *Financial Stability Review*. November. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr201811.en.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- Fed (2022): *Financial Stability Report*. Federal Reserve System. November. <https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-20221104.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- Fábián Adrián (2021): *Gondolatok a magyar közigazgatási jogról*. *Közigazgatás-Tudomány*, 1(1): 50–57. <https://doi.org/10.54200/kt.v1i1.5>
- FSB (2012): *Charter of the Financial Stability Board*. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-Charter-with-revised-Annex-FINAL.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- FSB (2014): *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*. https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141015.pdf. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- Holló Dániel (2013): *Rendszerszintű stresszindex a magyar pénzügyi rendszerre*. *Hitelintézeti Szemle*, (12)4: 253–284. <https://www.bankszovetseg.hu/Content/Hitelintezeti/253-284-Hollo-Daniel.pdf>
- Horváth Edit – Mérő Katalin – Zsámboki Balázs (2002): *Tanulmányok a bankszektor tevékenységének prociklikusságáról*. MNB Műhelytanulmányok 23, Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/mt23.pdf>

- Hunter, L. – Orr, A. – White, B. (2006): *Towards a framework for promoting financial stability*. Reserve Bank of New Zealand: Bulletin, 69(1): 5–17.
- IAASB (2015): *Handbook of International Quality Control, Auditing, Review, Other Assurance, and Related Services Pronouncements Volume I-II*. <https://www.iaasb.org/publications/2015-handbook-international-quality-control-auditing-review-other-assurance-and-related-services-0>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- IADI (2014): *Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems*. <https://www.iadi.org/en/assets/File/Core%20Principles/cprevised2014nov.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- IAIS (2018): *By-laws of International Association of Insurance Supervisors*. <https://www.iaisweb.org/uploads/2022/01/181207-2018-By-Law-Amendments-8-November-2018.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- IAIS (2019): *Insurance Core Principles and Common Framework for the Supervision of Internationally Active Insurance Groups*. <https://www.iaisweb.org/uploads/2022/01/191115-IAIS-ICPs-and-ComFrame-adopted-in-November-2019.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- IFSB (2015): *Core Principles for Islamic Finance Regulation (Banking Segment)*. <https://www.ifsb.org/download.php?id=4373&lang=English&pg=/index.php>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- IMF (1996): *The Special Data Dissemination Standard*. <https://dsbb.imf.org/content/pdfs/sddsplus15.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- IMF (1998): *Key Aspects of a Framework for a Sound Financial System*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wefs/toward/pdf/file03.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- IMF (2000): *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles*. <https://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/index.htm>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- IMF (2015): *Dissemination Standards Bulletin Board*. <https://dsbb.imf.org/>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- IMF (2016): *Articles of Agreement of the International Monetary Fund*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- IMF (2017): *The Fiscal Transparency Code*. <https://www.imf.org/external/np/fad/trans/Code2019.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- IOSCO (1996): *By-laws of International Organization of Securities Commissions*. https://www.iosco.org/library/by_laws/pdf/IOSCO-By-Laws-Section-1-English.pdf. Letöltés ideje: 2022. november 30.

- IOSCO (2017a): *Objectives and Principles of Securities Regulation*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- IOSCO (2017b): *Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- Kálmán János (2021): *A pénzügyi stabilitás fogalma*. Miskolci Jogi Szemle, (14)5: 272–285. <https://doi.org/10.32980/MJSz.2021.5.1472>
- Kukorelli István (2020): *Fejezetek a gazdasági alkotmányosság (gazdasági jogalkotás) témaköréből*. Dialóg Campus, Budapest.
- Lentner Csaba (2018): *A jegybanki szabályozás tanulságai a 2008–2015-ös időszakból – nemzetközi összehasonlító elemzés*. Gazdaság és Jog, 26(3): 6–11.
- Lublóy Ágnes (2004): *A magyar bankközi piac rendszerkockázati vonatkozásai*. MNB Füzetek, 2004/10. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/mf2004-10.pdf>
- Magas István (2011): *Pénzügyi liberalizáció – a nemzeti alkalmazkodás dilemmái*. Pénzügyi Szemle, 56(2): 211–237.
- Mérő Katalin (2003): *A gazdasági növekedés és a pénzügyi közvetítés mélysége*. Közgazdasági Szemle, 50(7): 590–607.
- Mérő Katalin (2013): *Egy paradigma születése és bukása. A „túl nagy a csődhöz” elv értelmezésének és alkalmazásának változásai*. In: Valentiny Pál – Kiss Ferenc László – Nagy Csongor István (szerk.): *Verseny és szabályozás*, 2012. MTA KRTK Közgazdaság-tudományi Intézet, Budapest, pp. 32–57.
- Mishkin, F.S. (1997): *The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers*. In: *Maintaining Financial Stability in a Global Economy, Symposium Proceedings*, Federal Reserve Bank of Kansas City, August 28–30, pp. 55–96. <https://www.kansascityfed.org/Jackson%20Hole/documents/3591/pdf-s97Mishk.pdf>
- Mishkin, F.S. (1999): *Global Financial Instability: Framework, Events, Issues*. *Journal of Economic Perspectives* 13(4): 3–20. <https://doi.org/10.1257/jep.13.4.3>
- MNB (2005): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*. Április. <https://www.mnb.hu/letoltes/stab-jel-20050425-hu.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- MNB (2022): *Pénzügyi Stabilitási Jelentés*. November. <https://www.mnb.hu/letoltes/penzugyi-stabilitasi-jelentes-2022-november.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- Nagy I. Gyula (2010): *A globális pénzügyi válság néhány szabályozórendszerbeli összefüggése*. *Külgazdaság*, 54(3–4): 63–80.

- Noyer, C. (2014): *Macroprudential policy: from theory to implementation*. Financial Stability Review, 18: 7–12.
- Oosterloo, S. – de Haan, J. (2004): *Central banks and financial stability: a survey*. Journal of Financial Stability, 1(2): 257–273. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2004.09.002>
- Padoa-Schioppa, T. (2002): *Central Banks and Financial Stability. Exploring a Land in Between*. Policy Panel Introductory Paper, Second ECB Central Banking Conference, “The transformation of the European financial system”, 24 and 25 October 2002. <http://central.banktunnel.eu/events/pdf/conferences/tps.pdf>. Letöltés ideje: 2022. szeptember 16.
- Pardavi László (2022): *Nemzetközi pénzügyi jog*. Universitas-Győr, Győr.
- Phan, D.H.B. – Iyke, B.N. – Sharma, S.S. – Affandi, Y. (2020): *Economic policy uncertainty and financial stability – Is there a relation?* Economic Modelling, 94(January): 1–12. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.02.042>
- Székely Anita (2012): *A válságra tett szabályozói válaszlépések az Egyesült Államokban*. Hitelintézeti Szemle, 11(3): 230–253. <https://www.bankszovetseg.hu/Content/Hitelintezeti/230-253-szekely1.pdf>
- Toniolo, G. – White, E.N. (2015): *The evolution of the financial stability mandate: from its origins to the present day*. NBER Working Paper Series, WP 20844. <https://doi.org/10.3386/w20844>
- WB (1989): *International Bank for Reconstruction and Development Articles of Agreement*. <https://www.worldbank.org/en/about/articles-of-agreement/ibrd-articles-of-agreement>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- WB (2011): *Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regimes*. <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/538701606927038819-0130022020/original/ICRStandardJan2011withC1617.pdf>. Letöltés ideje: 2022. november 30.
- Zilioli, Ch. (2020): *New Tasks for the European Central Bank: Between Separation, Synergies, and the Preservation of Independence*. In: Law & Financial Stability, International Monetary Fund, pp. 143–156. <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781513523002/ch009.xml>