

VÁLASZÚTON A PÉNZINTÉZETI SZABÁLYOZÁS ÉS FELÜGYELET

Könyvtárnyira bővült a nemzetközi pénzügyi rendszer – a Northern Rock brit pénzügyi intézet 2007. szeptemberi összeomlásával „előrengéssel jelzett”¹, majd a Lehman Brothers amerikai befektető-konglomerátum 2008. szeptemberi „bukásba engedésével” nyílttá is vált – válságának az okait, jelentőségét, tanulságait, illetve a reformjavaslatokat elemző írások száma. Ebben a rövid összefoglalásban egy jövőbeli (markáns) monográfia (egyik elképzelhető) vázlatán lehet eltöprengeni.

1. KÉRDÉS: KELL-E EGYÁLTALÁN (LÉNYEGESEN) VÁLTOZTATNI?

Az elmúlt két esztendő válságainak tárgyalása és értékelése folyamán egyre inkább „két² és fél” megközelítésmód (illetve narratíva) kezd kikristályosodni. A „normális öntisztulás” elképzelés (ma még írásban ritkán előbátorkodó) képviselői szerint igazából most sem történt semmi rendkívüli. Éppen ellenkezőleg: a tőkés piacgazdasági rend az állami konjunktúrapolitikák manipulációi hatására talán már túlzottan is sokáig szárnyalt, s ez elkényelmesítette az euró-atlanti civilizáció vállalkozóit, lakosságát, szellemi és politikai elitjét. A piaci versenyre, az állandó megújulásra épülő piacgazdasági rend globálissá válásával és a Wall Street-i „pénzügy-technológiai forradalom”³ eredményei miatt ugyanis egy időre elhalasztódott a kapitalizmus lényegéhez hozzátartozó schumpeteri „alkotó rombolás” .

A mai válság szokatlanul nagy mérete tehát csak azzal függ össze, hogy most sok kis, korábban elmaradt-elsimított válság egyszerre, együttesen robbant ki. Ezen nézet képviselői szerint tehát mindössze a piacgazdasági rend némileg ugyan elkésett, de normális, rendszeres öntisztulásával („menstruációjával”) van dolgunk. Ezt pedig alapvetően ésszerű (racionális), kedvező (pozitív) és szükséges jelenségnek

1 A pénzügyi világválság valójában a Northern Rock döbbenetelt keltő bukásával kezdődött. (Lord Turner, az FSA elnöke szerint azonban már 2006 vége és 2007 nyara között megjelentek az első „lokálizálható hitelkétségek”.) A korabeli értékrend alapján kimondottan sikeres, s az uralkodó paradigma alapján az angol felügyelet, az FSA által 2007 júniusában is még „BASEL II fejlett módszerére is érettnek” minősített bank összeomlása ugyanis már mindazon problémákat felvetette, amelyek később általánossá váltak: a bizalom megtörését, a bankközi piacok „kiszáradását”, a szektorálisan önszabályozó, illetve az állami válságkezelő intézmények felkészületlenségét, kapkodását, stb. Részletesen lásd House of Commons Treasury Committee [2008]; Asztalos [2008].

2 Mindkét értékrend magyar képviselőinek válsággal kapcsolatos álláspontját idézetekkel foglalja össze Kovács [2009].

3 A „Wall Street-i aranyláz” pénzügy-technológiai forradalmára, termékeire és jelentőségére vonatkozóan ld. a *Hitelintézet Szemle* 2008/5 számának alapos összeállítását, különös tekintettel: Király Júlia–Nagy Márton [2008]: *Jelzálogpiacok válságban* című cikkét (450–482. old). A „pénzügyi innovációk” tényleges amerikai működéséről ld. a New York-i Stern School of Business 33 szerzőjének részletekben menő 19 tanulmányát a sokatmondó című kötetben: *Restoring Financial Stability. How to Repair a Failed System* [Acharya–Richardson 2009]. Jelentőségükről ld. Marsi [2008] és Asztalos [2009a].

tartják. Ez ad ugyanis lehetőséget az állami mesterséges konjunktúratereemtéssel elkényelmesített vállalkozók és a jólétben elpuhult OECD-országokbeli munkavállalók keményebb teljesítményre való serkentésére, illetve a világgazdasági versenyben csak ballasztot jelentő gyengék, alkalmatlanok, felelőtlenkedők, stb. terhének a le- illetve elvetésére. A válságban „megacélozódó” túlélők pedig a jövőben még sikeresebben – igaz, kissé óvatosabban – fognak visszatérni a korábbi gyakorlatukhoz. S ezen felfogást a vezető tőzsdeindexek, a nagy piacot jelentő országok ingatlanárjai, a sztárgázsik, stb. lassú, részleges, de folyamatos visszaemelkedése már most is igazolja.⁴

E nézet szerint tehát egyáltalán nincs szükség a jelenlegi pénzügyi szabályozás és felügyelet ún. *modern* paradigmájának⁵ lényegi módosítására. Épp ellenkezőleg: a válságkezelésben átmenetileg igénybe vett mai „etatista” változtatásokat (pl. a pénzügyi államosítást, a vezetői jövedelmek korlátozását, a tőkemértékek növelését, a származtatott és az „értékpapírosított” pénzügyi eszközök felügyelet alá helyezését, a „paralel-banking” felszámolását stb.), mint az önszabályozó piaci rend természetes öntisztulását bénító mesterséges béklyókat, a lehető leggyorsabban le kell majd venni az újra száguldani akaró pénzügyi „paripákról”.

A másik, a „*kijózanító történelmi pofon*” nézetet vallók ezzel szemben úgy vélik, hogy valójában az euroatlanti, illetve ma már inkább „americo-európai” civilizáció⁶ egy kudarcot vallott korszakának a nyílt lezár(ul)ása vált tagadhatatlanná. A polgári demokrácia és a globális piacgazdaság évszázadok alatt kikristályosodott és ma is fontos értékei, alapelvei ugyanis az elmúlt 15–20 évében követett gyakorlat során oly mértékben torzultak el, hogy az már az OECD-országok számára is ön-, míg a világ többi része számára pedig kimondottan közveszélyessé vált.

A bizonyos körülmények között ésszerű és hasznos pénzügyi innovációkkal és trükkökkel – pl. a felügyelet alól kivett lakás- és befektetésfinanszírozókkal, a nem-felügyelt Különleges Szolgáltató Egységekkel (SPV), az „értékpapírosítással” és a származékos ügyletekkel stb. – való korlátlan visszaélés, illetve az egyre növekvő volumenű és felelőtlen globális pénzhelyettesítő-teremtés ugyanis teljesen tévútra vitte az elmúlt évek fejlett gazdaságait. Az állandóan növekvő fogyasztáson keresztül mesterséges (értsd: az adott ország, régió jövedelemtermelő képességével meg nem alapozott) kereslet- és konjunktúratereemtés ugyanis csak egyre növekvő „hitel-dózisokkal” működhetett, addig, ameddig mindenki bízott a négy nagy „inflációs gejzír” –

⁴ A subprime-válság talán legfontosabb mutatója alapján: 2009 júliusában először, de már növekedtek 1,6 százalékkal a 20 legnagyobb amerikai város ingatlanárjai. Igaz, ezek 32,6 százalékkal még mindig alacsonyabbak, mint a 2006. évi csúcsárak. (Financial Times, 2009. szeptember 30, 5. old.) Lásd még: The Economist „*After the storm. How to make the best of the recovery*” (2009. október 3–9, 81–88. old.),

⁵ A pénzügyi szabályozás és felügyelet paradigmáinak történelmi fejlődésére, az „eredeti”, a „*klaszszikus*”, a „*modern*” és a „*posztmodern*” paradigmák jellemzőire vonatkozóan lásd Asztalos [2007a], Asztalos [2009b], illetve az ott említett szakirodalmi hivatkozások.

⁶ Az euroatlanti, avagy ma már inkább „americo-európai” civilizáció fogalmán a közös, a hellén-zsidó-keresztény kultúra alaptételeit, a piacgazdaság és a demokratikus hatalomgyakorlás valamilyen formáját legalább célul kitűző észak-amerikai, ausztráliai és új-zélandi, a nyugat-, közép- és kelet-európai, illetve az I. Péter Oroszországa területén élő nemzetek, legfeljebb, ha 1 milliárd fő által elfogadott értéksorrendjét, stílusát és intézményrendszerét értem. Hajlamosak vagyunk azonban elfelejteni, hogy emellett még 5,6 milliárd fő – néha igen megdöbbentően vagy/és felháborodottan – tekint(ett) a mi értékrendünk nevében elkövetett cselekedetekre.

múkinccsek, projektfinanszírozást szolgáló sztárgázsik⁷, ingatlanok és tőzsdepiaci árfolyamok – további emelkedésében.⁸ Az országok, az egyének, az önkormányzatok, a vállalatok egy jó részének eladósodásán keresztül „konjunktúra-doppingolás” azonban az „aranylövés” mértékének elérése után szükségszerűen vezetett a világ pénzügyi vérkeringésének összeomlásához, az állami pénz-teremtés, illetve adófizetők most és jövőben elvont jövedelmeinek „infúziójára” való rászoruláshoz.

Ezen igen sokszínű – a pragmatikus, nyugodt és határozott gyakorlati korrekció szükségességét vallóktól⁹ az apokaliptikus világvégét, a „nemzetek elkerülhetetlen összezsugorodását” hirdetőikig terjedő – nézet képviselői szerint tehát elkerülhetetlen a mai pénzügyi szabályozás és felügyelet egész eddigi, s totális csődhez vezető paradigmájának alapvető megváltoztatása, kiegészítése, felváltása, stb. (Mint ahogy egy klimaxossá vált, öregedő szépfiúnak is el kell gondolkodnia az alapvető értékein, s komoly, már nem csak plasztikai műtéteket is vállalnia kell.)

7 Egyáltalán nem a pénzüket (nem mindig) megérő bankárok jövedelmének apológiája, hanem az igazságkeresés miatt kell rámutatni arra, hogy a globális kapitalizmus korszakában mindenfajta, személyhez kötött befektetési projekt esetében megfigyelhető a köznapiság, a tanítónői, gyári dolgozói, mezőgazdasági, stb. átlagjövedelmektől való irreális elszakadás. *Julia Roberts, M. Schumacher, Ronaldo* és társai horribilis vételára-gázsija – a bankárokhöz hasonlóan – a napra pontosan kiszámított megtérülési rátákon, a regionális értékesítési adatokon nyugvó kalkulációk, illetve egy-egy filmre, szezonra, szerződési időtartamra kialakított projektfinanszírozásnak a termékei. Ma már a színészek, sportsztárok és celebek és persze a bankárok ára is ugyanúgy kalkulálódik mint évszázadok óta egy-egy új gépsor beállítása: mikorra térül meg, s mennyi többletet hoz...

8 A kulcsvalutájú országok – lényegében az USA, az euro-zóna és Svájc – tartós és zavartalan pénzhelyettesítő-teremtésének ezen túlmenő globális korlátai is vannak: (1) a világgazdaság árutermelői és szállítói közé akár még az igen alacsony fajlagos bér- és egyéb költségszint mellett is belépni akaró újabb és újabb százmillióknak, (2) a nagy fizetésimérleg-többletekkel rendelkező országok magas megtakarítási hányadának, illetve (3) a megtakarításaikat kulcsvalutájú országok eszközeiben tartók léte, avagy hiánya.

9 Ezen sorok írója szerint napjaink válsága háromszintű, háromalanyú. Az *első szintet* az angolszász pénzügypolitika elmúlt 15 évének alapvető eltávolodása okozta, amely lényegében minden komoly közgazdasági, pénzügyi, felügyeleti, stb. (százéves) tankönyvbéli szakmai törvény szándékos, folytatólagos és súlyos megsértéséből adódott. A szakmai törvényekhez való visszakényszerülés hatására azonban a világ ezen a válságon gyorsan, egy-két éven belül túl lesz, illetve túl van. Jóval súlyosabb viszont a válság *második szintje*, amelyet az euróatlanti értékek – szabadság, egyenlőség, testvériség, szolidaritás, egyéni és közösségi felelősség, a civil szféra és a közhatalmi szervek kapcsolata, a nemzetek és regionális egységek viszonya stb. – elmúlt évtizedekben eltorzulásában vélek felfedezni. A „szavazz rám, mert akkor változatlanul, sőt egyre többet fogyasztatsz, s boldog leszel” – általánossá vált krédójának ugyanis minden egyes pontjáról kiderült, hogy nemcsak tévesek, hanem még finanszírozhatatlanok is. Az európai történelem azonban megtaníthatott minket arra, hogy ez a földrész képes volt – s remélhetőleg a jövőben is képes lesz – az ennél sokkalta nagyobb értékrendbeli eltávolodásokat is korrigálni, s néhány éven belül visszatérni az európai értékek eredeti értelmezéséhez. A mai válság *harmadik, s legnagyobb jelentőségű szintjét* azonban annak felismerése jelenti, hogy újból nyilvánvalóvá vált: az euróatlanti, illetve „americo-európai” civilizáció elmúlt évtizedekben (mind verbálisan, mind fegyverrel) igen erőteljesen propagált modellje biztosan nem lehet a világ (túlnyomó része) számára a fenntartható jövőt jelentő példa. (Ha pl. csak a BRIC-országok elkezdik lakosságuk fogyasztási szintjét a mai amerikai, illetve OECD-színvonalra emelni, akkor a világ természeti erőforrásainak a négyszereséért indul meg a kíméletlen küzdelem...) Ezen válságértelmezés miatt foglalok állást a globális válságban és totális csődben „tettesi felelősséggel” rendelkező pénzügyi szabályozási és felügyeleti világrendnek a hisztéria nélküli, ám paradigmakiegészítést jelentő komoly változtatási igénye mellett. Ld. *Hankiss Elemér* [2009] bölcs gondolatait, vagy egy korábbi írásunkat: Asztalos [2009c].

A két markánsan szembenálló nézet képviselői között helyezkednek el, illetve lavíroznak a fejlett világ pénzügyi rendszereit meghatározó szellemi és politikai elitjei. A kialakult helyzetért való felelősségtől menekülő, az azokért mindenki másban bűnbakot kereső, a válság mértékétől, összefüggéseitől és terjedési sebességétől megrettent, sőt időnként kimondottan pánikba került (európai) politikusok emiatt mindenütt az elkeseredett adófizetők és a vagyonszeresek dühtől áthatott érzelmeire játszanak rá. Ez az oka a roppant radikálisnak látszó, a „bűnös bankárokat”, a „felületes monetáris és felügyeleti szerveket”, a valamennyi megtakarító által üzött „hozamvadásban” megnyilvánuló emberi mohóságot stb. ostromozó kirohanásoknak, a „bűnös más nemzetekkel” szembeni patriotá, nacionalista, protekcionista kampányoknak, a „most jól megfegyveljük őket”-retorika és a „valamit csinálnunk kell”-típusú törvénykezési láz stb. általánossá válásának.

Ugyanezen politikusok persze pontosan tisztában vannak a pénzügyi rendszerek nemzetgazdaságaikban, a foglalkoztatásban, a jövedelemtermelésben és adózásban, a párt- és képviselő-finanszírozásban és a saját jövőbeli karrierjükben betöltött szerepével is. Így azután nem meglepő, hogy a pénzügyi rendszerek szabályozási és felügyeleti gyakorlatának, a totális csődért viselt szakmai és politikai felelősségnek¹⁰ részletes és alapos feltárására (a Northern Rock óta) „most nincs idő”. Így pedig az alapvető, az elvi, módszertani, cél-meghatározási, felelősségi viszonyok, stb. értékelése és a szükséges lényegi változtatások helyett egy sor látványos, ám – kínosan ügyelve – csak a felszín karistoló szervezeti és személyi változtatás gyakorlata került előtérbe. A „másfeles” nézet képviselői tehát a radikális retorika és – a politikai kényszerűséggel leplezett – gyakorlatbani felpuhulás dialektikus egységével próbálják meg áthidalni és elkerülni az egymást kizáró válságértelmezések közötti tényleges, felelősséggel és következményekkel fenyegető állásfoglalást.¹¹

2. KÉRDÉS: MELYEK A PÉNZINTÉZETI VÁLSÁG FEL (NEM) TÁRT OKAI?

Kezdjük a felismert okokkal, válogatva a fontosabb dokumentumok közül.

A *Lord Turner*, az FSA elnöke által vezetett bizottság időben első, s mind a mai napig sokra értékelt elemzése-jelentése¹² [FSA 2009] a „*Mi romlott el?*” című fejezetben legfőbb tényezőként

10 Napjainkban már pedzegetik, hogy az USA azon öt nagy befektetési bankja, amelyeket gyakorlatilag kivettek az állami felügyelet köréből, mind a két nagy párt legfontosabb kampánytámogatói között voltak [Engelen 2008]. S azt is tudjuk, hogy Wall Street pénzügyi intézetei 1998–2008 között közvetlenül 1,7 Mrd, a lobbistákra pedig 3,4 Mrd dollárt költöttek. (Igaz, minden egyes kongresszusi képviselőt átlagosan 5, azaz összesen 3000 lobbista próbálja meggyőzni a „köz érdekében szükséges” szabályozás részleteiről [Plender 2009].

11 Pontos *Theo Francis* és *Peter Coy* [2009] címben adott jellemzése: „Globális tehetetlenkedés. Gyökeres változás helyett csak félreformok várhatók a G-20 csúcstól, így a világ pénzügyi rendszeréből nem tűnnek el a kockázatok.” Példaértékű *Gordon Brown*, a brit miniszterelnök „How restore trust in financial institutions” című cikkében említett 4 alapelvnek (core principles) teljes általánossága és ellentmondásossága is [Brown 2009].

12 *Adair Turner* anyagának összefoglalója, szerkezetileg is példamutatóan, három nagy csoportba sorolta a problémákat: a makrogazdaság és a pénzügyi innovációk találkozása, a szabályozási gondok és az alapvető elméleti gondok.

- a nemzetközi pénzügyi egyensúlytalanságokat,
- a pénzügyi szektor kiugróan gyors fejlődését,
- az egyre komplexebb és áttekinthetlenebb termékeken keresztüli kockázatvállalás áttekinthetetlen növekedését,
- a hozzákapcsolódó, s fenntarthatatlan hitel-boomot,
- a pénzintézetek tömeges beszállását az értékpapír-kereskedelembé,
- sokakat csábító (szektorális) eszközinflációt,
- a nagymértékű eladósodásból is adódó profitnövekedési ütemet (high leverage ratio in multiple form),
- a lejárat transzformációk irreális mértékűvé válását, illetve
- az értékpapírosításon keresztüli, CDO- és CDS-támogatott „árnyékbankolás” (shadow banking) térhódítását,
- a vállalt aktivitástól és kockázatvállalástól elmaradó tőkebázist,
- erőteljes (pro)ciklikusságát,
- az eloszlási görbe extrém kockázatokat jelző „kövér farkának” (tail) rendszerűvé válását, majd a pánik kitörése után
- a teljes bizalmi összeomlást, az azt követő
- irracionális önmentő reakciókat, illetve
- a pénzügyi összeomlásnak a reálgazdaság rombolásában való visszahatását, továbbá
- a gazdasági visszaesésnek a bankrendszer helyzete további romlását hozó visszahatását

emelte ki. Mindezen veszélyes folyamatokat súlyosbította, hogy

- a nemzetközivé vált pénzügyeket nemzeti keretekben felügyelték – *Merwyn King*, a Bank of England kormányzójának szavaival: „*global banking institution are global in life, national in death*” – illetve hogy
- a *modern* felügyeleti paradigma alapját 20–30 év óta képező „hatékony és racionális piacok” elméletének mind a négy alapvető tételét mind az elméleti alap, mind a gyakorlat oldaláról erőteljes (extensive) kihívás érte: kiderült, hogy
 - a) a hatékony, sikeres piacok irracionálisak is lehetnek (lásd relatív előnyök felértékelődése, a „tüllövést” jelentő aktivitás, a reflexivitás – Soros György kifejezése –, a „csordamentális” és a pánikolás előtérbe kerülése),
 - b) az IMF által 2006 áprilisában is még propagált egyedi (mikroszintű) értékpapírosítás (a kockázatok banki mérlegen kívülivé tétele) nem csökkentette, hanem még növelte is a rendszer egészének (makroprudenciális) bizonytalanságait, illetve alig gyakorolt pozitív hatást a reálgazdaságra,
 - c) illuzórikusnak bizonyult a matematikai modellekre, mint a kockázatok felmérésének megfelelő módszerére való teljes ráhagyatkozás (például a túl rövid megfigyelési időszakok, a valóságban nem-normális eloszlások, a rendkívüli, externális tényezők rendszeressé válása, a kockázati tényezők közötti erős kölcsönhatás, interferencia,
 - d) a pénzügyi szereplők önfegyelme – ígéreteik ellenére – fellazult a globális verseny által kikényszerített hozamvadászatban, s hiányzott a növekvő kockázatvállalás felismerése, szigorú belső korlátozása.

Az Európai Unió által 2008 októberében felkért, s a jelentését 2009. február végén már közzé is tevő, *Jaques de Larosiére-bizottság* riportjának bevezetője szerint „a

világ nagyon súlyos gazdasági és pénzügyi válsággal szembesül, s az Európai Unió is szenved. A pénzügyi szabályozás és felügyelet túl gyengének bizonyult, s rossz ösztönzést adott. A globális piacok felerősítették a kölcsönhatásokat, az áttekinthetlenség, a komplexitás pedig csak még rosszabbá tette a dolgokat. A rendszer kijavítása szükséges és sürgős, s lépéseket kell tenni minden szinten: globálisan európai és nemzeti keretekben és valamennyi pénzügyi szektorban.” [Report of the de Larosiere Group 2009: 3]¹³ „A pénzügyi válság okai” című fejezetben ők is egy hibalistát állítottak össze:

- a túlzott likviditás és az alacsony kamatlábak voltak a válság legfőbb tényezői, amelyek hatását azonban
- a pénzügyi innovációk megsokszorozták és felgyorsították,
- ez az USA-ban egy szélesen elterjedt lakásár-buborékhoz vezetett, amelyet
- a szabályozatlan, illetve rosszul szabályozott jelzálogpiaci hitelezés és
- a komplex „értékpapírosítási” technikák még fel is erősítettek. Ez pedig
- az amerikai lakosság szabad jövedelmének kimerítéséhez, majd eladósodásához, illetve
- óriási nemzetközi fizetési egyensúlytalanságokhoz vezetett, amelyekkel
- pl. Kína, Szaud Arábia, az Emirátusok még fenntartották, sőt tovább erősítették, a globális hozamvadászatot. Így
- a vállalt kockázatok árazása eltorzult (mis-priced),
- s egyre élesebb, romboló hatású versenyhez, illetve
- a pénzügyi intézetek áttételi rátájának 30-szorosra – alkalmanként 60-szorosra – való emelkedéséhez vezetett. Ez összekapcsolódott
- a kockázatkezelés „egészen fundamentális hibáival”,
- a pénzügyi intézetek kapacitásainak túlbecsülésével;
- a modelleken alapuló kockázatértékelések alábecsülték – részben éppen a CDO-piac sokemeletes komplexitása miatt – a piaci sokkok és az extrém helyzetek kockázatát,
- a stressz-tesztek túlzottan lágy, illetve rossz feltételezésekre épültek, sőt,
- kiépült egy olyan „árnyékbankolás”, ahol már alig volt a hitel felvevőjének valós helyére, a kockázat minőségére és mértékére vonatkozó ismeret. Kiderült:
- a Basel I. rendszer még bátorította is a bankon kívüli (off balance-sheets) kockázatvállalást, ahol
- a nem szervezett tőkepiacok (OTC) származékos hiteltermékeinek részpiaca nem mérsékelte, hanem még növelte is a robbanásszerű növekedést.
- A „keletkeztes (új kockázatsoportot) és oszd, porlaszd szét (a világban)!” (originate & distribute) modell „perverz ösztönzést” a szigorú hitelezési szabályok fellazulását, az amerikai piac drasztikus eltorzulását hozta magával. S mivel
- a likviditási kockázatok is alábecsülték, így a hitelpiacok „kiszáradásakor”
- az eredetileg attraktív üzleti modellek, technikák veszélyes csapdákká váltak.
- A hitelminősítő intézetek (CRA) a múltbeli adatokból extrapolálva súlyosan alábecsülték a hitelezési kockázatot, ami mögött azonban

13 A jelentés hivatalos összefoglalója hat csoportba sorolta a válság okait: makrogazdasági, kockázatkezelési, hitelminősítő intézeti, belső irányítási (corporate governance), szabályozói/felügyeleti és globális intézményi gyengeségek.

- a minősítettől való függésükből (issuer-pays model) adódó összeférhetetlenségi konfliktus csak tovább rontotta a helyzetet.
- Mivel sok igazgatóság és menedzsment sem ismerte, illetve értette meg a bonyolult új termékek összefüggéseit, így
- követett üzletpolitikájuk „rizikósságát” sem tudták megfelelően felmérni. A valós helyzet értékelését
- a fizetési (remuneration) és ösztönzési (incentive) rendszerük torzító hatása és
- a részvényesek erősödő nyomása tovább gyengítette.

A bizottság emellett egy sor szabályozási, felügyeleti és válságmenedzselési hibát is feltárt:

- a) A tőkekövetelmények túl alacsonyak voltak, s a szükséges mértékek megítélésakor a szabályozók és felügyeltek túlzottan megbíztak a menedzsmentekben és a hitelminősítőkben, különösen az ingatlanügyletek területén.
- b) Nem figyeltek eléggé a likviditási helyzet problémáira, illetve azok rendszerű kiéleződésére, s a válság kirobbanásakor a háromoldalú – pénzügyminisztérium, jegybank és felügyelet közötti – együttműködés és információcsere is „valós problémákkal” volt terhelt.
- c) A származékos piac kifejlődésével a mérlegen kívüli, nem-felügyelt tételekre vonatkozóan az európai felügyeltek nem vették észre a hitelnyújtási feltételek torzulását, fellazulását, s nem tudták megfelelően felmérni az európai pénzügyintézetek érintettségét sem.
- d) Az amerikai típusú, illetve az amerikai intézményeken keresztül „befektetői bankárokodás” (investment banking) helyes megítéléséhez az európai felügyelteknek hiányzott az időbeni és releváns információ, a megfelelő kapacitások és a szaktudás, az eltérő nemzeti rendszerek pedig csak súlyosbították a helyzetet.
- e) A politikusok és a szabályozók között kevés megértés adódott a válság súlyosságára vonatkozóan, s a kialakított „veszély-előrejelző rendszerek is gyengék, illetve hatástalanok voltak”.
- f) A világ pénzügyei felett nemzetközi felügyeletet gyakorló (multilateral surveillance) IMF sem működött hatékonyan, nem jelezte időben a nemzetközi egyensúlytalanságok és árfolyam-manipulációk miatt szükséges korrekciókat, illetve
- g) nem jelezte az amerikai sub-prime jelzáloghitel-buborék szétpattanásából adódó, szétterjedő kedvezőtlen hatásokat.
- h) Kiderült: a válságintézkedések jelentős mértékben prociklikusak, illetve
- i) az „aktuális piaci értéken” (market-to market principle) való értékelés rákényszerít a veszteséget növelő kényszerértékesítésre (fire-sales), ami csak
- j) dominószzerűen fokozza az egyik pénzügyintézetnek a másik által okozott nehézségeit. Így
- k) a kockázatalapú tőkekövetelmények az eredetileg csak likviditási gondokat gyorsan súlyos szavatolótőke-problémává növelték.
- l) A piaci áttekinthetőség hiánya, összekapcsolódva a hitelminősítők lejáratódásával, s a Lehman Brothers amerikai kormánydöntéssel való „összeomlani hagyása” súlyos és a világon szétterjedő likviditási, majd pedig mind a mai napig megoldatlan bizalmi válsághoz vezetett. S az is kiderült, hogy
- m) a jelenlegi európai pénzügyintézeti válságkezelő infrastruktúra – mind a nemzeti felügyeltek, mind az egyéb közintézmények között – nem voltak megfelelően

koordináltak, s ezzel még csak fokozták a „más országokban adódó kedvezőtlen hatásokat” (negative spill-over effects).

Egyrészt a globális makroprudenciális, másrészt az amerikai bank-üzemgazdaságtani jelentősége miatt érdemes a new yorki *University Stern School of Business* neves szerzőinek elemzését is átfutni [Acharya et al 2009]. Ők a globális válságot kirobbantó válság kiindulópontját már 2006 végére, 2007 áprilisára teszik, amikor is két jelentős jelzálog- (subprime-) hitelező csődbe jutott. Álláspontjuk szerint a legfontosabb tényezők

- a hitelezési boom, amelyben a FED iránymutató kamata túl alacsony volt, s túl hosszú ideig,
- a tőkepiaci eszközök súlyosan rossz árazása (fundamental mispricing),
- a kockázati prémiumok túl alacsonyan történt megállapítása,
- a rövid távú eszközár-ingadozások nagyjából változatlan szórásának, illetve
- a hosszú távú ingadozások (volatilitás) stabilitásának feltételezése,
- a hitelfelvevők érékelésének fellazulása,
- a NINJA – „No Income, No Job or Assets” – hitelfelvevők jelzáloghitelezésbe engedése,
- az eladósodás lakásértékhez viszonyított mértékének 1985 és 2008 közötti 56 százalékról 89 százalékra emelkedése, mindenekelőtt a jóval 100 százalék feletti (Loan-to Value) arányú új kibocsátások térnyerésével,¹⁴
- a lakossági eladósodáson belül a lakás zálogba adásán keresztül hitelfelvétel arányának megugrása,
- amely hitelminőség-romlást a hitelek értékpapírosításának megugrása tette lehetővé és ösztönzővé, illetve
- eltérően a már említett O&D-modell banki kockázatot tőkepiacivá transzformáló elméletétől, a valóságban – épp a bankok „kölcsonös szívességvállalásán” keresztül – a jelzálog-hitelezési kockázatok átlagosan a 47 százalék – kisebb bankoknál a 67 százalék – bennmaradt, s még koncentráldott is az amerikai bankrendszerben,
- amely kockázatvállalást a normális hitelezés átlagos sávjának (marge) két-háromszorosát kitevő „subprime-hitelezés” (ABX-index) mozgatott, s így
- a lakossági és vállalati eladósodás növekedésével finanszírozott nyereségesség megugrása,
- a rendszer olyan fokú áttekinthetlensége, hogy az AIG akár 500 milliárd dollárért is adhatott ki (szinte bármire) AAA-minősítésű CDO-t,

¹⁴ A klasszikus pénz- és tőke-elméletek, s mindenekelőtt az életciklus-elmélet továbbfejlesztését veti fel a chicagói Booth School of Business tanárainak, *Atif Miannak* és *Amir Sufinak* [2009] az írása. 70 ezer amerikai lakáshitelt felvevő adatát elemezve ugyanis többek között arra jutottak, hogy 2002–2006 között a lakásárak minden 1 dolláros emelkedése nem a korábban megszokott 3–5 centtel, hanem közel a tízszeresével, 20–30 centtel emelte meg a hitelállományt. Ennek pedig az volt az oka, hogy főleg a leggazdagabb és a legfiatalabb „felső tizedek” vettek fel hiteleket egyrészt (a hitelképességüket tovább fokozó) luxuslakások (prime residential) megszerzése, másrészt egyéb spekulációs cél végett (lásd: *The Economist*, 2009. szeptember 5; 80–81. old.). A globális pénzügyek kialakulása tehát lehet, hogy újragondolást kíván a *F. Modigliani* [1988] által kidolgozott, s alapvető jelentőségű megtakarítási életciklus-elméletre vonatkozóan.

- olyan pénzpiaci koncentráció, hogy például a legnagyobb pénzpiaci alap, a Reserve Primary Fund, egymagában is 700 millió dollár értékben tarthatott a Lehman Brothers rövid távú papírjaiból,
- az árnyékbanki szektor – mindazon pénzintézetek előtérbe kerülése, amelyek „nagyjából úgy néznek ki, mint a bankok” – térhódítása,
- a gyenge kockázatbírálási (underwriting) gyakorlat,
- az egyre bonyolultabb strukturált, kombinált termékek térhódítása, illetve
- a de facto mérleget érintő tételeknek a de jure mérlegen kívüli tétellé varázslása,
- a romló minőségű hiteleknek is az ABCP (Off-balance-sheet Asset Backed Commercial Paper) és SIV (Structured Investment Vehicle) technológián keresztül AAA-minőségre való látszólagos „feljavítása”, 3 ezer milliárd dolláros mértékben, továbbá
- az értékpapír-spekulációt szolgáló eszközök (például LBO) rövidlejáratú hitel-felvétellel való refinanszírozása, miközben
- a betét-állomány biztosítottsága 70 százalék körüli maradt, azaz a bankok megrohanása gyorsan tovább terjedhetett stb.

Az amerikai elemzők szerint az amerikai értékpapírtörvény 2004. évi belső, a gyakorlatban a nagy befektetési- és brókercégeknek komoly tőkemegtakarítást hozó módosítása, illetve az azt megalapozó belső modellek engedése több szempontból is hiba volt. A bankrendszer „erkölcsi hazárdírozását” (moral hazard) erősítette, hogy

- a) a modern banktulajdonlási és bankvezetési szerkezet nem a hosszú távú érdekeltséget kikényszerítő, hanem a gyors jövedelemszerzést lehetővé, ösztönzővé tevő. A klasszikus ügynök-problémának megfelelően a vállalat tulajdonosi érték-növekedéséhez (shareholder value, *Rappaport* kifejezésével¹⁵) kötött érdekelt-ségi rendszerek ugyanis „gyors kiszedésen keresztüli szerencsejátékra” („gambling for redemption” játékra) ösztönöznek, sőt kényszerítenek.
- b) A nyílt (explicit) és a burkolt (implicit) állami garanciák – lásd például a nagy, komplex pénzügyi intézményeknél (LCFI) feltételezett, „túl nagy ahhoz, hogy hagyják elbukni” (TBTF) állítás megint bebizonyosodott igazságát – hasonlóképpen erősítették a felelőtlen hitelezést.
- c) A pénzügyi szerződések elnagyoltsága, a gyors, az éleződő verseny miatt elkapkodott termékfejlesztések miatti hiányosságok (incompleteness) – a tömeges pénzügyi szakmai képzések „technológusivá” (business-school) válásával és a laikusoknak áttekinthetetlen, nem-szabályozott (OTC) tőkepiacokon való kereskedéssel együtt – nem tették lehetővé, hogy a pénzügyi cégek vezetésében tudatosuljon (internalize), felismerésre kerüljön a saját maguk által ténylegesen vállalt „kockázati étvágy” (risk profile). (A kockázati túlvállalás társadalmi, externális költségeit különben az amerikai GDP 10 százalékára tették.)
- d) A monetáris és a felügyeleti vezetők a szabályaikkal egyszerűen képtelenek voltak arra, hogy felismerjék a szabályozott-ellenőrzött, egyes elszigetelt mikroszin-

15 Kevesen vették még észre, hogy az *Alfred Rappaport* [2002] által kidolgozott „tulajdonosi érték” (shareholder value) módszer uralkodóvá válása a részvénytársasági formában működő cégeknél, s különösen a pénzintézeti területen, milyen döntő mértékben járult hozzá a rövid távú hozamváadászathoz globálissá válásához.

tű kockázatok összekapcsolódásának a makroszintű, illetve a tovagyrúzó hatását, s az egész (globális) pénzügyi rendszert fenyegető veszéllyé (systematic risk) válását. Ebből adódott a pénzügyi közvetítők (Managed Funds) jó nagy csoportjának a szabályozáson és felügyeleten kívül engedése, hagyása is.

További felsorolások nélkül¹⁶ is látható, hogy a különböző bizottságok szinte felsorolhatatlanul sok problémát vetettek fel. Annál meglepőbb tehát, hogy az igazán komoly, alapvető jelentőségű (paradigma jellegű) problémák zömét ezek a bizottságok nem (igazán) tudták/akarták/merték feltárni.

A pénzügyi szabályozási és felügyeleti rendszerek történelmi, illetve logikai fejlődése alapján az *eredeti* (angolszász) modelltől kifejlődött *klasszikus* (kontinentális) modellt az 1980-as évektől felváltotta a *modern* (önszabályozó) pénzügyi paradigmata.¹⁷ Az ennek alapját képező feltételezésekről azonban már kezdetől fogva világos volt, hogy elméletileg elavultak; most azonban már az is bebizonyosodott, hogy a gyakorlatban is tévesek. A „piac önszabályozó” szabályozási modell ugyanis abból indult ki, hogy minden pénzügyi területen egy-egy pénzügyi tulajdonosainak és menedzsereinek kizárólagos és elidegeníthetetlen „*emberi (alkotmányos) joga*” bármilyen termék „piacra vitele”¹⁸ előzetes minőségellenőrzés nélkül, mivel...

„*Axióma 1.*”: ők a saját pénzüket és presztízstüket tették az üzletbe, s ők tudják, hogy a hosszú távú fennmaradásért mi a helyes (racionális), mi a helytelen (ellentétben az egész szektor valamennyi cégének viszonyait a részletekbe menően, illetve még az összefüggéseikben is „hivatalból” ismerő, „könyökvédős bürokratákkal”). S ha mégis tévednének valamiben, akkor sincs baj, mert

„*Axióma 2.*”: felelősen vállalták, hogy a rossz döntéseikkel okozott veszteségeket vagy keresztfinanszírozással, vagy tőkevisszapótlással rendezik, kifizetik.

Az elmúlt két év tényei keserűen igazolták, hogy a „modern” paradigma ezen két alappillére teljességgel elavult, téves.¹⁹ Meghatározott feltételek között a pénzügyi

16 Lásd még FSB: *Work underway in FSF and member bodies on the G-20 Action Plan* (Revised; Basel, 16 January 2009); FSB: *Improving Financial Regulation* (Report by the FSB to G-20 Leaders; Brussels, 24 August 2009); *G20 Working Group on Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency* (Final Report, March 5, 2009), *Improving Financial Regulation* (Report of FSB to G20 Leaders; 25 September 2009), FSB: *Principles for Sound Compensation Practices* (25 September 2009.)

17 A különböző felügyeleti paradigmák tartalmi összefüggései kapcsán lásd például Asztalos [2007a; 2009]. Történelmi kifejlődésükről pedig Asztalos [1981; 2007b], illetve magyar vonatkozásban Asztalos [2005].

18 A „modern” paradigma ezen irracionálisára vonatkozóan képzeljünk el egy olyan világot, amelyben az élet (bármely) más területén – pl. a gyógyszereknél, az elektromos eszközöknél, a gépjárműveknél, gyerekjátékoknál, az élelmiszereknél, stb. – megtiltanák, hogy egy közérdeket védő (állami, vagy civil) szervezet előzetesen megvizsgálja a termékek minőségét abból a szempontból, hogy azok nem mérgezők, romboló hatásúak, tömegpusztítók stb. S tennék ezt arra hivatkozva, hogy „hiszen a vásárló elolvashatja a termék-leírást, s a kapcsolódó szerződési feltételeket?”.

19 Talán az első amerikaiként hasonló véleményre jutott a Biztosítá felügyelők Nemzetközi Szövetségének (IAIS) 2009. évi októberi közgyűlésén tartott előadásában K. McCarty, a floridai felügyelet vezetője is. Megfogalmazása szerint a „rule based” felügyeletről a „principle based” felügyeletre való áttéréskor alapul vett három elv közül: (1) a menedzserek hosszú távú felelősség és szaktudás alapján döntenek, (2) a felügyelők tudják, hogy mi van a piacon, (3) az állami szervek mindenfajta válságot tudnak már kezelni – ma már egyik sem érvényesül. Ezt a felismerést a felügyeleti világban elsőként, s talán a legtisztábban eddig egy kivüállói milánói professzor, Marco Onado [2008] fejtette ki.

zeti vezetők egyik része – pl. a kontinentális Európában a túlnyomó többsége – talán így viselkedik, mások azonban, más körülmények között – pl. az USA és London pénz- és tőkepiacain tevékenykedők – másképp viselkednek. Egészen más volt a világ a magánbankok és magánbiztosítók idején, amikor még mind a tulajdonosok, mind a menedzserek egész életüket ugyanabban bankban vagy biztosítóban akarták eltölteni, s azt még a következő generációknak is tovább akarták adni. A részvénytársaságok mai, a globális tőzsdéken meghatározott „*megtestesült érték*” (embodied value) növekedésére alapított értékrendjében azonban végérvényesen kiderült, hogy a rövid távú profitmaximalizálás, a tőzsdei árfolyamok „szépítgetése”, az eladásra felkészített vállalat piaci értékének (bennfentes, illetve manipulatív) megemlése, a felelős politikai pozíció után „levezetesként” kapott igazgatósági és felügyelő bizottsági tagság, a bármekkora kockázat vállalására ösztönző, „van akkora” bónuszok beígérése, a közeledő nyugdíj előtti utolsó nagy „bespájzolás”, a konkurens céghez való átigazolás előkészítése stb. legalább annyira érvényes viselkedési ösztönzők („érdekelt-ségi centrumok”), mint a tankönyvek mikrogazdasági hasznokat optimalizáló papírfiguráinak „hosszú távú döntési görbéi”.²⁰ A dollár-ezermilliárdokra tehető pénzügyi „mérgeztettség-bevásárlások” utáni vizsgálatok pedig tényszerűen igazolták: még a világ legnevesebb pénzügyi vezetésének és minősített tulajdonosainak is sajnosan túlzottan sokszor fogalmuk sem volt arról, hogy ők, avagy a nevükben mások, mekkora összegű kockázatokat és veszteséglehetőségeket vállaltak-vállalnak be.²¹

A pénzügyi vezetők „sejtik és merik”, de még inkább a „nem tudják – de teszik” alapelveken nyugvó, önbizalommal teli döntései ugyanakkor az „értékpapírosítási (securitisation) technikán” keresztül, az ún. kettős, illetve árnyék-pénzügyi rendszer (parallel banking) kiépülésével párhuzamosan, a visszafizethetlenségig növelték meg a felelőtlen döntésekkel kockáztatott (névleges CDO, CDS, illetve mindenfajta származékos, alapszerű eszközértékek stb.) összegeket. A 2008. év eleji csúcsponton a 700 ezer milliárd dollárra becsült mértékű derivatív piac és a kb. 28–30 ezer milliárd dollárra tett CDO- és CDS-piac azt jelezte, hogy a legnagyobb pénzügyi vezetők és tulajdonosai már olyan összegű kötelezettségeket vállaltak, amelyeket akkor se tudnának kifizetni, ha valamennyien életük végéig az adósok börtönében dolgoznának, s legalább három műszakban...

A „modern” felügyeleti paradigma két elavult és már közveszélyesen tévessé vált alapelvéből adódó következtetés pedig még nagyobb – mert globális – veszélyt hozott: tudniillik, hogy az utoljára az 1970-es évek válsága idején modernizált, széttagolt, egyenetlen és koordinálatlan, a „felügyeleti arbitrage” tankönyvszerű példáival

20 Világosan fogalmazta meg a jelenlegi szabályozási modellek egyik alap-problémáját a(z illúzióktól azért még nem mentes) Marsi [2008: 489]: „A sors iróniája: (...) a modellek csak normál üzletmenet esetén adnak megfelelő eredményt a tőkére; modellekkel extrém helyzeteket nem lehet kezelni márpedig itt valami hasonlóval állunk szemben”.

21 A számtalan elemzés közül különösen érdemes lenne a világnak megismernie *Paul Mossnak*, a Lloyds' egyik szindikátusának a sub-prime válsággal összefüggő 950 „menedzser és tulajdonos”-biztosítással (D & O) kapcsolatos kártérítési ügy tanulságait elemző előadását és írását [Moss 2009]. Hasonlóképpen fontos lenne, ha minden tankönyvszerző megismerné *Carolyn Mercernek*, a kártérítési keresetek miatt szintén érintett Münchener Rück képviselőjének ott elhangzott „The Madoff Investment Scandal” című elemzését [Mercer 2009].

(AIG, Madoff, Enron) szolgáltató amerikai felügyeleti rendszer hatálya alól lényegében kivették a származékos, illetve az értékpapírosított termékeket. A senki által nem felügyelt, a világkereskedelem nyolc-tízszeresét elérő „vonal alatti”, a pénzintézeti mérlegeken kívüli (balance off) tételek így tovább tudták fertőzni más országok pénzügyi, illetve felügyeleti rendszereit is.

A világszerte megfigyelhető jogszabályalkotói, illetve populista politikai hibákhoz sajnálatos módon sok helyen még a felelőtlen költségvetési és monetáris politika is társult. S ezen túl egy sor „modern”, önszabályozó” szabályozási és felügyeleti módszertanról is sajnos kiderült, hogy érvényessége csak a pénzintézetek racionális viselkedésének (egyre többször nem reális) feltételezése mellett helytálló. Így például kiderült, hogy

- utólagos tőkeemeléssel már nem lehet az előzetesen bevállalt óriási kockázatoknak „utánafutni”;
- a felügyelet a hozzá csak a kockázatok vállalását követően benyújtott (auditált, monitoringozott, ratingelt, agyonellenőrzött stb., helyes vagy hamisított) pénzügyi beszámolók alapján már csak „az eső után köpönyeg” helyzetgyakorlatát végezheti el;
- nem lehet csak a pénzintézet általános, általában vett belső irányításával és kockázatkezelésével foglalkozni, mert nem lehet mellőzni legalább a nagy veszteséget okozni tudó főbb termékek általános szerződési feltételeinek és díj-, költség-, eredménykalkulációinak, illetve kockázatkezelésének, -porlasztásának elemzését;
- nem szabad egy-egy pénzintézet és az ügyfelei biztonságát csak egyetlen dimenzióra, a majd „ esetleg, valamikor, valamilyen forrásból” bekövetkező tőkeemelésre rábízni, s várni emiatt a határozott, megelőző felügyeleti intézkedések meghozatalával;
- egy sor kockázat (például a 70 évente bekövetkező likviditási válság, illetve a teljesen megszokottá, szokványossá vált belső irányítási ellenőrzési, nyilvántartási trehányságok stb.) mértékét pedig egyszerűen nem lehet tőkeemelési előírásokra lefordítani, sem számszerűen, sem pedig perdöntő jogi meggyőző erővel.

Talán ezen rövid elemzés után is belátható: a korábban példaként emlegetett fejlett világ elmúlt évtizedekben felhalmozódott globális és – némi túlzással – totális pénzügyi szabályozási és felügyeleti csődjének minden felszíni jele megjelent már a közgondolkodásban. A kérdés most már *csak* az: tényleg hozzá akarunk-e nyúlni az alapvető, a lényegi problémák orvoslásához is, avagy megelégszünk a felszín „karistolásával”?!

3. KÉRDÉS: MIT (NEM) KELL AKKOR VÁLTOZTATNI?

Valószínűleg senkit sem lep meg, ha kiderül: az első kérdésre adott stratégiai választól függően itt is legalább „két és fél megoldás” adódik.

A mai válságban a tőkés piacgazdaság mindössze csak egy – a sokféle állami konjunktúramanipulációval három évtizeden keresztül elfojtott, s ezért most a szokásosnál is nagyobb erővel kitörő – „normális öntisztulást” felfedezni vélők szerint: *a lehető legkevesebbet szabad módosítani*. Szerintük az előző évtizedek globális világgaz-

daságának tényleges életszínvonal-növekedése, illetve a gazdaság és a tőzsde szárnyalása egyértelműen mutatja, hogy megéri a korábbi pénzügy, illetve pénzügy-politika ezen „járulékos terheinek” átmeneti vállalása. Érvelésüket erősíti, hogy már az amerikai, majd nem sokára az európai gazdaság is növekedésnek indul(t), a részvény- és egyéb eszközértékek (pl. Dow Jones, FTSE-100, NASDAQ, BUX, arany) újbóli emelkedése lélektani határokat, illetve a nem is olyan régen még csak vágyott mértékeket lépik át, azaz, lassan, de „lényegében minden visszazökken a korábbi mederbe”.

Álláspontjuk szerint²² ezért a „modern” pénzügyi paradigma alapjait tulajdonképpen változatlanul kell fenntartani, illetve némi, a pénzügyi szektor számára ésszerű (értsd: hasznos) finomítás azért talán még elfogadható. Így például:

- a korábbi Basel II univerzális bank-, illetve a regionális Solvency II, RBC, SST biztosítás-szabályozási modelleket fenn kell tartani és kissé talán szabad még tovább is fejleszteni, illetve
- világméretben elterjeszteni, kötelező világsztenderddé tenni, beleértve a két- és sokoldalú „elfogadási megállapodásokat” (Memorandum of Understanding);
- veszélyhelyzetekben a felügyeletek közötti információcserét – az érintettek előzetes tájékoztatása mellett (!) – ki lehet szélesíteni, s mentesíteni lehet a túlzott (pl. adatvédelmi) „bürokratáskodástól”;
- egységesíthetők és összehangolhatók a válságkezelési és a „kimentési” (bail out) mechanizmusok;
- az OTC-, illetve különösképpen a származékos ügyletek valamiféle összeurópai, illetve észak-amerikai központosított nyilvántartásáról is szó lehet;
- a CDO- és CDS-termékek közül a „smart” változatot – azaz, hogy csak a saját portfólióból származó hiteleket „csomagolják össze” – változatlanul lehessen terjeszteni, esetleg némileg megemelkedett tőkesúlyozás mellett;
- a fedezeti alapok (hedge fund) szabályozásánál nem a felügyelet, hanem a fogyasztóvédelmi hatóságok (!) kapjanak felhatalmazást a megfelelő tájékoztatás megadása végett (C. Dodd-javaslat);
- a hosszú lejáratú kihelyezések (egészen) rövid lejáratú pénzekkel való finanszírozását (lásd a Northern Rock tipikus lejáratú „mismatch”-jét) kissé lehet szigorítani, korlátozni;
- lehet tanácsokat, irányelveket adni a likviditás fokozottabb ellenőrzésére (lásd a CEBS 2007. évi „Technikai Tanácsát”, illetve a PSZÁF 2008. évi meghirdetett prioritásait);
- engedélyeztetésre lehet kényszeríteni a korábbi időszakban lejáratódott hitelminősítő intézeteket, illetve
- szabályozni lehet a(z) önszabályozó) „viselkedési kódexeket” (lásd az értékpapír-felügyelet nemzetközi szervezetének, a IOSCO-nak a mintát jelentő *Code of Conduct*-jét);
- új, reálisabb módon lehet értékelni az értékpapírosított pénzügyi eszközök statisztikai besorolását, illetve minősítési szimbolikáját (lásd a SEC-nek az amerikai statisztikai minősítő szervezetre, az NRSRO-ra vonatkozó reformjavaslatát);

22 A rengetegféle javaslat leírására lásd Király-Nagy [2008]; Marsi [2008]; Erdős-Mérő [2008]; Móra [2008]; PSZÁF [2009]; Financial Stability Forum [2009]; Joint Forum [2009]; IMF [2009].

- jobban szét lehet választani a hitelminősítők minősített termékkel, intézményekkel kapcsolatos tevékenységeit,
- valamelyest növelni lehet az ügyfelek tájékoztatását, a kötelezően nyilvánosságra hozandó, illetve ügyfélhez eljuttatandó információk körét; sőt,
- ma már kezd számukra elfogadhatóvá válni a közvetítők (ügynökök, brókerek) jutalékának nyilvánosságra hozatali kötelezettsége is;
- most már szó lehet a pénzügyintézetek esetleges bukása esetén fizető garanciaalapok felállításáról, illetve az azokba való (utólagos vagy esetleg megelőző, alapgyűjtő) befizetésekről;
- most már fel lehet, sőt időlegesen fel is kellett függeszteni az eszközök „piaci értéken” való értékelésére vonatkozó szabványokat, illetve az azonnali átértékelési kötelezettséget (IRFS 7.);
- támogatják az adócsökkentéssel járó, s a „jó” évek nyereségéből feltölthető „dinamikus tartalékolás” bevezetését,
- egyszerűsíteni és a mérlegekkel összekapcsolhatóvá lehet tenni a mindenfajta pénzügyi eszközökre vonatkozó beszámolási normákat (IRFS 39),
- létre lehet hozni bármifajta, tisztázatlan mandátumú és felelősségű, „makroprudenciális” elemző tanácsot, bizottságot, intézetet, stb.;
- az állami segítséget kapott pénzügyintézeteknél átmenetileg lehet ugyan korlátozni a prémiumok – persze nem az összjövedelem (!) – mértékét, illetve
- tárgyalni lehet a vezetői juttatások hosszabb távú mutatókhoz kötéséről is, valamint
- az egy vezető által betölthető posztok számának némi korlátozásáról,
- szó lehet a tőkekövetelmények differenciált, kockázatoknak megfelelő enyhé emeléséről is – figyelembe véve természetesen „a nemzetgazdaságilag fontos/nagy cégek sajátos érdekeit”..., stb.

Mindezeket azonban csak úgy, csak annak alárendelten szabad megvalósítani, hogy az még véletlenül se fenyegetse a londoni Citynek, illetve a new yorki Wall Streetnek a globális pénzügyi rendszerben kialakult vezető szerepét.²³ Mindezek az intézkedések véletlenül sem engednék meg a pénzügyintézeti kockázatvállalás terjedelmének valós korlátozását, hanem csak a felügyeletet (kissé) javuló áttekintését, (valamivel) hatékonyabb fellépését szolgálják.

Ezzel szemben a mai válságban a tőkés piacgazdaság „utolsó figyelmeztetését”, illetve korszakváltását látó „pénzügyintézeti géprombolók” igen heterogén – az alapelvek újragondolását akaróktól az apokaliptikus világvégét, a nemzetek összecsapását és az „Új Róma bukását” stb. feltételezőkig terjedő – csoportja számára a pénzügyintézeteknek a világ- és a nemzetgazdaságban betöltött szerepe és szervezete az igazi kérdés. A legszélsőségesebb változatot képviselők szerint az 1980-as évek pénzügytechnológiai forradalma után kialakult globális pénzügyintézeti rendszer olyan „elrákosodást” jelent a modern társadalmakban, amely a világ 6,5 milliárdos lakossága, illetve a természettel való együttélés szempontjából teljesen szükségtelen, haszonta-

²³ A tét nagy: a válság előtt, 2006 végén, például a világ biztosítói mintegy 18,5 Mrd USD eszközt kezeltek, ami a világ pénzügyintézeti eszközeinek 11 százalékát tette ki. Ehhez jön még a nyugdíjalapok (21,6 Mrd USD) és a befektetési alapok (19,3 Mrd USD) mértéke is [Liedtke 2009].

lan, sőt káros szolgáltatásokat²⁴ „termelve”, egyszerűen túlzottan is sok szellemi és anyagi erőforrást kötnek le.²⁵ A „túlfejlett” pénzügyi rendszer ugyanis olyan termékpalettát hozott létre pénzügyi műveleteknek álcázva, amelyek lényegükben és jogilag sokkal inkább (sorsolásos vagy fogadásos) szerencsejátéknak felelnek meg.²⁶ S tovább fokozta a pénzügyi világ „rombolási hatékonyságát” az a kialakult multinacionális szolgáltató-szerkezet, amelyben a Financial Stability Board által összeállított 35 (igazán) nagy multinacionális pénzügyi konglomerátum pénzügyi ereje külön-külön is meghaladta a legtöbb nemzetállam kormányzati és felügyeleti testületei rendelkezésre álló szellemi és anyagi erőforrásokat. S az elmúlt időszakban az is kiderült, hogy a lobbizásukra komoly összegeket költő multinacionális cégek nem is haboznak élni a rendelkezésükre álló lehetőségekkel.

A „szép, új pénzügyi világot” nem akarók ezért a pénzügyi élet visszafejlesztését, a burkolt (illegális) szerencsejáték-szervezéstől való megfosztásukat, azaz lényegében a hagyományos pénzügyi (banki, biztosítói, értékpapír stb.) tevékenységre való „visszaszorításukat” kívánják.²⁷ Ennek következtében nyílt vagy burkolt eszközökkel korlátozni akarják, vagy legalábbis közvetve ellehetetleníteni a klasszikus pénzügyi műveleteken túlmenő „innovatív” termékeknek az engedéllyel rendelkező, felügyelt pénzügyi intézetek által történő „termelését”, forgalmazását. (Alapelvük: az engedéllyel rendelkező kaszinók mellett és helyett is megjelennek persze az engedély nélküliek, de ettől még minden szerencsejátékos tudja, hogy melyik intézménynél mire számíthat.) Így például:

- az „értékpapírosított” hitel meghatározott része (például 10 vagy 20 százaléka) mindenkor maradjon a kezdeményező pénzügyi portfoliójában;

24 Világunk ésszerűtlen globális árazására talán a közismert dubai példák a jellemzőek. A mesterséges pálmászigeteknél ugyanis kiszámították, hogy a tengeri áramlatok évente mennyi homokot sodornak el, azaz mennyit kell újból kiásni a tengerből, majd visszatölteni, hogy azután az egész kezdődjön előről. Hasonlóképpen, mikroszintű projektfinanszírozás szempontjából „bombaüzletet” jelent a sivatagba telepített mesterséges sípálya is. Ugyanakkor makroszinten, illetve globális nézőpontból a világ erőforrásainak kevés haszontalanabb elpocsékolását ismerjük.

25 Legmegdöbbentőbb érvüket az jelenti, hogy valahol a világ elveszítette, illetve nem is alakította ki a termékek és szolgáltatások árazásának globálisan racionális értékrendjét és módszertanát. (Lásd az 1970-es évekből „Észak-Dél” tanácskozásokat, a WTO dohai fordulójának megrekedését, illetve a kiotói, majd koppenhágai egyezmény körüli tárgyalásokat.) A FAO 2008. évre vonatkozó jelentése szerint az 1 milliárd éhező számára végleges megoldást (!) jelentő mezőgazdasági beruházások összege 83 milliárd USD-t igényelne, amely azonban a jelenlegi agrárárakban nem realizálható, illetve monetáris, avagy költségvetési eszközökkel nem pótolható. Ezzel szemben a pénzügyi intézetek „mérgezett eszközeinek” részleges megmentése, illetve az életszínvonal-csökkenést megakadályozó konjunktúraösztönzés eddig ismert és elfogadott nemzeti programjaira van és lesz a megtakarítóknak és az adófizetőknek közel 8000 milliárd USD-ja?!

26 Valóban kevesen gondolkodtak el még azon, hogy a nem garantált hozamú és tőkegarancia nélküli pénzügyi termékek definíciószerűen nem pénzügyi, hanem szerencsejáték-szerződéseknek minősítendőek, azaz nem is a pénzügyi, hanem igazából a szerencsejáték-felügyeletek által lennének felügyelendőek...

27 A legradikálisabbak úgy fogalmazzák, hogy az emberiség keserű tapasztalatok árán már belátta, hogy a vegyi- és gázfegyverekkel, az atombombával, az emberi klónozással, stb. való kísérletezést be kell tiltani, mert azok utólagos ellenőrzésével, felügyeletével sajnos már nem lehet kontrollálni az esetleg elszabaduló, ön- és közveszélyes folyamatokat. Álláspontjuk szerint ezért az olyan új pénzügyi tömegpusztító fegyvereket (Warren Buffett kifejezése), mint a származékos ügyletek, a fedezeti alapok, az „értékpapírosítás”, a komplex termékek stb. ugyanezen ok miatt be kell tiltani.

- kötelező legyen a saját portfólióban tartani a „strukturált hitelek” portfóliójának legrosszabb minősítésű szegmensét (equity tranche);
- a hitelkihelyezések mögé 100 százalékban betéteket, illetve likvid forrásokat kell állítani,
- teljesen meg kell tiltani a lejáratú idő átalakítását (mismatch);
- az innovatív termékek után büntető jellegű tartalékolási szabályok lépjenek életbe;
- a tőkekövetelményeket általánosan és nagymértékben meg kell emelni, illetve
- a kockázattól független, a „nagyságtól” és a „beágyazottságtól” függően erősen progresszív (?!), magas tőkekövetelmények kellene; kellenek;
- a „profit-sharing” után be kell vezetni a „loss-sharinget” is, azaz minimálisan 80 százalékos tőkegaranciát kellene nyújtani minden engedélyezett pénzügyi termékére, azaz
- az ügyfélnek 20 százaléknál nagyobb veszteséget okozó eszközöket vagy saját portfólióba kellene venni vagy pedig a piacra dobni,
- a pénzügyi intézetek veszteségei esetén a minősített tulajdonosokat a pénzügyi intézeti tulajdonlásuk 20 százalékáig és
- a menedzsereket az előző évi jövedelmük 200 százalékáig automatikus utólagos befizetési kötelezettség sújtaná,
- a tőzsdei árfolyamok esésére spekuláló opciós ügyleteket (shortolás) be kell tiltani;
- a pénzügyi intézeti szolgáltatások közvetítőinek díjait, a kérhető kamatokat korlátozni („plafonozni”) kellene;
- a pénzügyi intézeti vezetők bérét, prémiumát, egyéb juttatásait tételesen és összességében is korlátozni és mérsékelni akarnák;
- a hibázó pénzügyi intézeti vezetők és kulcsemberek „büntetési kódex” alapján adódó „fekete pontjait” listáznák, ami az előre meghatározott mérték után automatikus, időleges eltiltással járna;
- a pénzügyi intézetek nyereségét *rendkívüli profitadóval* (windfall tax) és
- a rövid-lejáratú nemzetközi tőke-műveletekre kivetett *Tobin-adóval* kell az átlag-profitok szintjére visszaszorítani,
- a hitelminősítők számára meg kell tiltani a tanácsadói, illetve a tőzsdei kereskedői szerepet stb.

Mindezek a brutális, a „modern” paradigma alapjait is megkérdőjelező megoldások lényegében már a bankok által vállalható kockázatok, szolgáltatások és termékek körében a radikális beszűkítést szolgálják. Náluk már szó sincs arról, hogy a lényegében változatlan, vagy éppen még megújuló-bővülő pénzügyi intézeti kockázatkezelést majd (utólag, vagy preventív módon) a felügyelők próbálják meg pótlólagos tartalékolással ki- és megszüntetni.

A fejlett országok szellemi, gazdasági és politikai vezetői azonban pontosan tudják, hogy a jelenlegi pénzügyi rendszer, s annak lényegében változatlan továbbműködése mit is jelent a nemzetgazdaság, illetve az ő egyéni, későbbi egzisztenciájuk szempontjából. Tudják, hogy a napjainkban becslések szerint 1 millió terméket (?) előállító – amelyek közül kb. százezer terméket naponta újraáraznak a számítógépes programok – „szolgáltatás” napjainkban már a világ-GDP jelentős hányadát kitevő gazdasági erő, milliók megélhetését szolgálja közvetlenül, s még inkább köz-

vetve (lásd oktatás-képzés, jogszabályelőkészítés, elemzés-értékelés, érdekvédelmi szervek, konferenciaturizmus, illetve luxusiparágak, ingatlanpiac stb.) Nagyjából érzik-értik a pénzüintézeteknek a megtakarítások, a nagy ellátó-rendszerek (egészségügy, nyugdíj, oktatás, kultúra stb.), beruházási-befektetési projektek, a K+F stb. finanszírozásában kialakult, s megkerülhetetlen szerepét is. Így azután nincs abban semmi meglepő, hogy a világ vezető hatalmait tömörítő G-20, illetve a számukra a döntéselőkészítő anyagokat készítő Financial Stability Forum, (majd pedig később Board, FSB), illetve a szektorális felügyelőket tömörítő szervezetek, a BCBS, az IAIS és a IOSCO javaslatait összehangoló Joint Forum csak olyan javaslatokat tett és tesz, amelyek jól hangzanak, „nagyot durrannak”, ám azért lényegében nem fenyegetik a globális pénzüintézeti rendszer további működését. Tudják ugyanis, hogy a pénzüintézetek burkoltserencsejáték-szervezésétől való eltiltása után a pénzüintézeti termékek háromnegyede automatikusan eltűnne a piacról (önként visszavonnák az értékesítésüket), a pénzüintézeti szféra, százezreket elbocsátva, a harmadára-negyedére zsugorodna, a legtöbben a jövőben meggondolnák, hogy akarnak-e egyáltalán „minősített tulajdonosok”, avagy pénzüintézeti menedzserek, kulcsemberek, igazgatósági, avagy felügyelő bizottsági tagok lenni, illetve ezen pozíciójukban mernének-e (most már nemcsak az ügyfél kockázatát jelentő) újfajta termékeket a piacra vinni... Ez azonban maga után vonná a pénzüintézetek, s dolgozóit kiszolgáló más nemzetgazdasági ágak súlyos visszaesését, a kockázati tőkefinanszírozás, valamint a pénzüintézeti igazgatóságokba és bizottságokba sokak számára kívánatos bejutás lehetőségének megszűnését is. Mindezek alapján érthető tehát, hogy például a G-20 is egy köztes, „másfeles” reformban látta-látja a világ – s mindenekelőtt az amerikai, az európai és a BRIC-országok – pénzüintézeti szabályozásában és felügyeletében ésszerű és reálisan megvalósítható változtatás útját:

- a származékos piaci műveletek, a CDO-k, CDS-ek, a hedge fundok stb. „felügyeletlensége” (a „paralel banking”) elvileg megszűnik²⁸, mert
- azokat be kell építeni a pénzüintézeti kockázatkezelésbe, illetve éves mérlegekbe, havi beszámolóikba, bár
- valószínűleg csak regisztrációs, s nem engedélyezési kötelezettség kapcsolódik hozzá (lásd Depository Trust Clearing Corporation's Trade Information Warehouse);
- külön is figyelni kell az ún. strukturált komplex termékek terjesztését (anélkül, hogy a díjkalkulációt, avagy az általános szerződési feltételeket megismerhetnék),
- létrehozzák a makroprudenciális kockázatokat *regionálisan* (például European Systemic Risk Board, ESRB) és *globálisan* (IMF) előrejelző modelleket és felelős intézményeket,

28 Kérdéses viszont, hogy vajon a 2009 novemberéig becikkelyezett, ám az Európai Unióban nem-banki műveleteknek (!) minősített, „e-pénzteremtő intézeteknél” nem jön-e villámgyorsan megint létre egy olyan pénzhelyettesítő-teremtési buborék, amelynek rendezése – az e-pénzek „klikkelés-gyors” szétáramlása miatt – még a mai válságnál is nehezebb lesz?! Lásd az EU-nak az elektronikuspénz-kibocsátó intézmények tevékenységének megkezdéséről, folytatásáról és prudenciális felügyeletéről rendelkező irányelvét (COM (2008) 0626 – C6-0350/2008 – 2008/0190 (COD)).

- külön szabályozást és felügyeleti kultúrát („futópályát”) hoznak létre a „rendszeresen fontos intézmények” (Systematically Important Institution) számára (?!),
- új (a klasszikus bank-üzemgazdasági szabályoknak megfelelő), a BCBS által kidolgozott likviditási és eladósodási mértékeket (LTV, DTI) foglalnak jogszabályokba, s követelnek majd meg,
- minden szektorban és világszerte elterjeszhetőnek látszanak a Joint Forum kockázatkezelésre vonatkozó minimális standardjai (Minimum Risk Management Regulatory Standards)
- szélesítik az ügyfelekkel szembeni tájékoztatási kötelezettségeket, beleértve a közép- és hosszú lejáratú ügyleteket kötelezően megelőző „szükségletfelmérést”;
- összehasonlíthatóvá és közzé kell tenni a különböző pénzügyi szolgáltató szektorokban közvetítők jutalékait,
- erősítik mindenütt a kölcsönös elismerésre és információcserére vonatkozó megállapodásokat (MMoU) és
- a határon átnyúló együttműködést (college), illetve válságkezelést (crisis management),
- fokozzák a világszerte (BIS, IAIS, Világbank, FIS stb.) aktív elterjesztését, a minimálisan megkövetelendő (binding) normák elfogadtatását a fejlődő világgal;
- mindenütt átszervezik a felügyeleket,²⁹ (mert az a bünbakképzés remek lehetősége és egyben a határozott cselekvés látszatát is megadja)
- gyakoribbak, nemzetközileg harmonizáltak és rendszeresek lesznek a stressztesztetek,
- időleges (például 120 napos) jogosultságot kapnak a felügyeletek (csak a veszélyhelyzetben megtehető) pótlólagos beszámoltatási, illetve megelőző intézkedésekre,
- két vezérigazgatóságra és öt FB-tagságra korlátozzák az egy-egy fő által a saját konglomerátumon kívül betölthető vezetői posztok számát (mintha ennyi helyen már el tudna valaki látni egyszerre is felelős ellenőrzést...),
- mindenütt komolyabban veszik a nem-fizető pénzügyi intézetek helyett helytálló garanciaalapok létrehozását, stb.

Tagadhatatlan azonban, hogy napjainkban még a globális politikai kompromisszumok kialakításának útjában is komoly akadályok vannak, amelyek közül a legfontosabbak talán a következők:

1. Elvileg minden fejlett ország egyetért abban, hogy egységes, globális világszerte kellenének. A gyakorlatban azonban mindenki fontosnak tartja hangsú-

²⁹ Az USA-ban a Volcker-, a Paulson- és a Geithner-féle pénzügyminiszteri tervek romjain, a kongresszusi alkuban alakul ki a hatféle banki, négyféle értékpapír-, az államonként különböző minőségű amerikai biztosítás-felügyelet valamiféle jobb koordinációja, illetve az USA-ra jellemző „több-dimenziós felügyeleti arbitrage” kívánatos csökkenése. (Ezek részletes elemzését ld. a *Financial Regulator* szaklap elmúlt két évi számtalan cikkében, illetve Geitner [2009]). Az Európai Unió az átalakulás első szakaszában – várhatóan 2013-ig – a pénzügyi szektoroknak megfelelően hozza létre a három új „European Supervisory Authority”: a CEIOPS-ból kialakuló összeurópai biztosítási, a CEBS-ből kialakuló banki és a CESR-ből létrejövő értékpapír-felügyeletet.

- lyozni a nemzeti-regionális érdekek szenvedélyes „patrióta védelmét”, illetve kizárólag a saját (USA-, illetve nagy nehezen kiformalódó „európai”) megoldásokat tudja világnormaként elképzelni.
2. Hasonlóképpen kétarcú minden szabályozó és felügyelő hatóság annak függvényében, hogy a nemzetközi pénzügyi csoport legfontosabb anyavállalatai vajon nála vannak-e („home”) vagy csak valamelyik leányvállalat, részleg, fiók található ott („host”), illetve milyen is a kétféle kötelezettség „nettó értéke”. Az inkább „home-országok” emiatt nagyban támogatják a pénzügyi csoport szintjén központosított összetartálékolást, s a csoport(on belüli esetleges tőke-)támogatást, továbbá az arra vonatkozó „home-döntés” jogát, míg az inkább „host-országok” nagyobb súlyt helyeznek a minden egyes pénzügyi egység megfelelő feltőkésítésére, illetve az ezzel kapcsolatos lokális döntési jogosítványok megőrzésére.
 3. Komoly viták várhatók az új, nemzetközi felügyelő intézmények feladat- és jogkör-elhatárolásainál, a finanszírozásukkor, s különösen a válságkezeléskor adódó jogosítványaik és felelősségük megoszlása területén.
 4. Nagyon komoly bizalmi viszony szükséges ahhoz, hogy a nemzetközi szabályozás fehér és szürke foltjai (például off-shore, tax-haven) ellen egységesen, s ne egymást kijátszva lépjenek fel a legfontosabb szereplők. Elegendő ugyanis néhány „szabályozási lyuk” a rendszerben ahhoz, hogy a felügyeleti arbitrage világméretűvé váljon, illetve az egymás iránti bizalom nagymértékben leromboldjon.
 5. Végül – de egyáltalán nem elhanyagolható mértékben – mindenkor figyelembe kell venni a legfontosabb pénzügyi szervezetekkel rendelkező országok (sok pénzt fialó, avagy elvesztegető) presztízsharcától és az épp aktuális belpolitikai fejleményektől is (lásd például az obamai egészségügyi reform, a gazdaságélénkítési tervek, stb. sikerét, a lisszaboni szerződést követően felálló új Európai Unió „kormány” összehangolásának nehézségét, stb.) függő érveket, kényszerhelyzeteket is.

ÖSSZEFOGLALÁS HELYETT

Talán nem megalapozatlan, ha azt feltételezzük: a világ pénzügyi szektorának súlya az elkövetkező időszakban nem fog sem túlzottan gyorsan bővülni, sem pedig radikálisan szűkülni. A pénzügyi szabályozása és felügyelete terén is ezért inkább a stagnálás, az apróbb, a nem lényegi módosítások, illetve a túlzottan liberális, eddig ún. modern, „light touch” paradigma fokozatos, lépésenkénti, nem-nyilvános, hanem csak burkolt, leplezett (hidden) kiegészítése lesz majd a jellemző. Reálisan nézve a pénzügyi tulajdonosok és menedzserek jogosítványainak és privilégiumainak némi korlátozása várható, ám a pénzügyi világméretű hatalmának megtörése az illúziók birodalmába tartozik.

IRODALOM

- Acharya, Viral V.–Richardson, Matthew, szerk [2009]: *Restoring Financial Stability. How to Repair a Failed System*. Hoboken, New Jersey: J. Wiley& Sons
- Acharya Viral V. et al [2009]: „The Financial Crisis of 2007–2008: Causes and Remedies.” In: Acharya -Richardson: i.m., 1–99. old.
- Asztalos László György [1981]: „A tőkés bankrendszerek fejlődésének kettőssége” *Pénzügyi Szemle*, 1981/4
- Asztalos László György [2005]: „Kilencven éve alapították a magyar pénzügyi felügyeletet” *Pénzügyi Szemle*; 2005/1; 71–90. old.
- Asztalos László György [2007a]: „Biztosításügy és felügyelet – hármas ”szorításban” (A felügyelet-szabályozási normák újkori fejlődéstörténetének vázlatja)” *Biztosítási Szemle* 2007/9; 3–40. old.
- Asztalos László György [2007b]: „A ”világi felügyelet” avagy a ”felügyelt világ” kialakulása”. In: Lentner Csaba (szerk) *Pénzügypolitikai stratégiák a XXI. század elején*; Budapest: Akadémia Kiadó, Budapest, 443–462. old.
- Asztalos László György [2008]: „A ”Northern Rock”-bukás és parlamenti vizsgálatának tanulságai” *PSZÁF FT iratok* 015/2008
- Asztalos László György [2009a]: „A globális pénzteremtés kettős körforgása (A ”paralel banking” pénz- és infláció-elméleti alapjai)” *Hitelintézetési Szemle*, 2009/5, megjelenés alatt
- Asztalos László György [2009b]: „Vissza a ló hátára (A pénzügyi szabályozás és felügyelés válsága miatti paradigma-kiegészítésről)” *Hitelintézetési Szemle* 2009/4, 292–307. old.)
- Asztalos László György [2009c]: „A pénz(ügyesek) felelőssége a mai válságokban” *Mozgó Világ*, 2009/9.
- Brown, Gordon [2009] „How to restore trust in financial institutions” *Financial Times*, 2009. november 9., 11. old.
- Engelen, Klaus [2008]: „News Analysis” *Financial Regulator* 13(3): 16–22.
- Erdős Mihály–Mérő Katalin [2008]: „A subprime válság és a pénzügyi szervezetek felügyelése” *Hitelintézetési Szemle*, 2008/5
- Financial Stability Forum [2009]: *FSF: Principles for Sound Compensation Practices*. Basel
- Francis, Theo–Coy, Peter [2009]: „Globális tehetetlenkedés. Gyökeres változás helyett csak félreformok várhatók a G–20 csúcstól, így a világ pénzügyi rendszeréből nem tűnnek el a kockázatok.” *Figyelő*, 2009. szeptember 24–30; 60–61. old.
- FSA [2009]: *The Turner Report. A regulatory response to the global crisis*. London
- Geithner, Timothy F. [2009]: *Statement of Timothy F. Geithner before the Committee on Financial Services*; US. House of Representatives; March 26, 2009.
- Hankiss Elemér [2009]: „Világvége vagy reformkor” *Napi Gazdaság* 2009.04.30
- House of Commons Treasury Committee [2008]: *The run on the Rock*.
www.parliament.gov.uk/trescom
- IMF [2009]: *Global Financial Stability Report. Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk*. Washington, DC: IMF

- Joint Forum [2009]: *Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation*. Basel
- Király Júlia–Nagy Márton [2008]: „Jelzálogpiacok válságban: kockázatalapú verseny és tanulságok” *Hitelintézeti Szemle*, 2008/5, 450–482. old.
- Kovács János Máttyás [2009]: „Ex occidente flux Vita a makroökonómia hasznáról és a közgazdaságtan felelősségéről” *Közgazdasági Szemle*, 2009. október; 881–912. old.
- Liedtke, P. M. [2009]: „It is time to restore the lost confidence” *Cadernos de Seguro*, Setembro 2009, 73–85 old.
- Marsi Erika [2008]: „Elmélkedés a subprime egyes jelenségeiről” *Hitelintézeti Szemle*, 2008/5, 483–490. old.
- Mercer, Carolyn [2009]: „The Madoff Investment Scandal” *AIDA Europe Confence: Insurance and Reinsurance in Europe: the Future Challenges*, Zurich, 22/23 October 2009
- Mian, Atif – Sufi, Amir [2009]: „House Prices, Home Equity-Based Borrowing and the US Household leverage Crisis” *Chicago Booth Research Paper No. 09–20*
- Modigliani, Franco [1988]: *Pénz, megtakarítás, stabilizáció*. Budapest: KJK
- Móra Mária [2008]: „Mi a teendő? – Kiútkeresés a másodrendű jelzálogpiaci válság nyomán” *Hitelintézeti Szemle*, 2008/5
- Moss, Paul [2009]: „Sub Prime Litigation” *AIDA Europe Confence: Insurance and Reinsurance in Europe: the Future Challenges*, Zurich, 22/23 October 2009
- Onado, Marco [2008]: „Regulation after ”the Big One”. *Financial Regulator* 13(2): 53–59.
- Plender, John [2009]: „How to tame the animal spirits” *Financial Times*, 2009. szeptember 30, 7. old.
- PSZÁF [2009]: *A pénzügyi válság tanulságaival kapcsolatban készített anyagok összefoglalója*. Kézirat, Budapest
- Rappaport, Alfred [2002]: *A tulajdonosi érték* (2., javított kiadás) Budapest: Alinea Kiadó
- Report of the de Larosiere Group [2009]: *Report of the High Level Group on Financial Supervision*. Brussels, 25/02/2009