
A pénzügyi stabilitás fogalma*

Kálmán János**

A pénzügyi stabilitás a közérdek egy megjelenési formájaként azonosítható a jogalkotásban, amely okán a jogalkotóval szembeni elvárásként fogalmazódik meg a fogalom tartalmi meghatározásának igénye, figyelembe véve, hogy jelentős közhatalmi típusú – ex ante és ex post – közigazgatási beavatkozás alapjául szolgál. A tanulmány célja mindezekre figyelemmel, hogy megvizsgálja a pénzügyi stabilitás fogalmának elméleti és jogi megjelenését. A tanulmány elemzés alá vonja egyrészt a pénzügyi stabilitás fogalmának megjelenését a szakirodalomban, másrészt a jogalkotásban, valamint harmadrészt a jogalkalmazásban. Annak ellenére, hogy a pénzügyi stabilitás fogalma erőteljesen megjelenik az elméleti irodalomban, sőt a jogalkotásban és a jogalkalmazásban is, határai nehezen azonosíthatóak. Mindezekre tekintettel a tanulmány kísérletet tesz a pénzügyi stabilitás munkafogalmának meghatározására.

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

Concept of financial stability

Financial stability can be identified as a form of public interest in legislation, which is why the need for a definition of the concept is expressed as an expectation on the part of the legislator, given that it serves as a basis for significant public intervention - ex ante and ex post. In view of all this, the study aims to examine the theoretical and legal appearance of the concept of financial stability. The study analyzes the emergence of the concept of financial stability in the literature, in legislation, and in the application of law. Despite the fact that the concept of financial stability appears strongly in the scientific literature, and even in legislation and law enforcement, its boundaries are difficult to identify. In view of all this, the study attempts to define the working concept of financial stability.

Key words: state intervention, macroprudential policy, financial stability, public interest

<https://doi.org/10.32980/MJSz.2021.5.1472>

1. Bevezetés

Egy gazdasági, pénzügyi válság jelentős társadalmi problémák (családok vagy egyének gazdasági ellehetetlenülése, munkanélküliség emelkedése, az állami bevételek csökkenésével párhuzamosan az államadósság növekedése) kiváltója lehet, ahogy azt a 2007-es világgazdasági válság is megmutatta. A világgazdasági

* Az Innovációs és Technológiai Minisztérium ÚNKP-21-4 kódszámú Új Nemzeti Kiválóság Programjának a Nemzeti Kutatási, Fejlesztési és Innovációs Alapból finanszírozott szakmai támogatásával készült

** Egyetemi tanársegéd, Széchenyi István Egyetem Deák Ferenc Állam- és Jogtudományi Kar Közigazgatási és Pénzügyi Jogi Taszék

válság számos államban, illetve az Európai Unióban is komoly jogalkotási hullámot indított el, amelyek középpontjában 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 közigazgatási típusú, közhatalmi kontrollját ellátó közigazgatási szervek tekintetében *a válságjogalkotásnak a legjelentősebb eredménye a makroprudenciális szabályozás és felügyelet eszközrendszerének kialakítása volt.*

A pénzügyi közvetítőrendszer makroprudenciális szabályozása és felügyelete, vagyis a *makroprudenciális politika*, mint a gazdaság – egyik ágazata – működésének közigazgatási típusú, rendszerszintű, átfogó beavatkozási eszközrendszere – célja felől értelmezve – 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 károssá válásának megelőzésére fókuszál. A pénzügyi közvetítőrendszer egyensúlyvesztésének időszakában, vagyis *ex post*, azonban 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”. *Mindebből következően a pénzügyi stabilitás a közérdek egy megjelenési formájaként azonosítható a jogalkotásban, amely okán a jogalkotóval szembeni elvárásként fogalmazódik meg a fogalom tartalmi meghatározásának igénye, figyelembe véve, hogy jelentős közhatalmi típusú – ex ante és ex post – közigazgatási beavatkozás alapjául szolgál.*

A tanulmány célja, hogy megvizsgálja a pénzügyi stabilitás fogalmának elméleti és jogi megjelenését, amelyre tekintettel a tanulmány négy fő gondolati egységre tagozódik. Elemzem egyrészt a pénzügyi stabilitás fogalmának megjelenését a szakirodalomban, másrészt a jogalkotásban, valamint harmadrészt a jogalkalmazásban. Annak ellenére, hogy a pénzügyi stabilitás fogalma – ahogy ezt a továbbiakban látni is fogjuk – erőteljesen megjelenik az elméleti irodalomban, sőt a jogalkotásban és a jogalkalmazásban is, határai nehezen azonosíthatóak. Mindezekre tekintettel a tanulmány záró – negyedik – részében kísérletet teszek a pénzügyi stabilitás munkafogalmának meghatározására.

2. A pénzügyi stabilitás fogalma a szakirodalomban

A világgazdasági válság hatására *a pénzügyi stabilitás fogalma* a közpolitika alakításának, egyúttal a robbanásszerű válságjogalkotás fejlődésének is központi fogalmává, hívószavává vált, amely következtében elengedhetlenné vált a fogalom pontos határainak kijelölése, valamint tartalmának feltárása. Ennek hiányában –

jogállami keretek között – ugyanis a közigazgatási típusú állami beavatkozás legalitása viszonyítási pont nélkül marad, amely következtében fellazul a közigazgatás döntéseikért való felelőssége és elszámoltathatósága is. A *pénzügyi stabilitás biztosítására hivatott eszközrendszer* (végső hitelezői funkció, szabályozás és felügyelet, válságmenedzsment, fiskális támogatások stb.) *heterogenitása* azonban előrevetíti a fogalom komplexitását, illetve tartalmi bizonytalanságát, amely eredményeként számos, szemléletében eltérő fogalom jelent meg a szakirodalomban.

A BIS keretében *Stefan Ingves*, a svéd jegybank kormányzójának vezetésével felállítottra került kutatócsoport, amely 2011-ben az ún. *Ingves jelentésben*¹ (a továbbiakban: jelentés) foglalta össze a pénzügyi stabilitás fogalmával kapcsolatos alapvető kérdéseket. A jelentés, amellyel a BIS-nek az volt a célja, hogy megalkosson egy *(munka)fogalmat* a pénzügyi stabilitásra, a Bázeli III keretében kialakítandó makroprudenciális keretrendszer implementációja érdekében, a legátfogóbb munka a pénzügyi stabilitás fogalmának meghatározásával kapcsolatban. A jelentés a pénzügyi stabilitás fogalom-meghatározásait öt csoportba sorolta, amelyeket további szerzőkkel kiegészítve az alábbiak szerint foglalhatunk össze.²

Az *első csoportba* tartoznak azok a fogalmak, amelyek a *pénzügyi stabilitást az előfeltételek* és nem a következmények *oldaláról közelítik meg*. *Orr és szerzőtársai* szerint a pénzügyi stabilitás előfeltételei akkor teljesülnek, ha a pénzügyi rendszerben felmerülő valamennyi kockázat megfelelően azonosított, elkülönített, beárazott és kezelt.³ Amennyiben ezek az előfeltételek teljesülnek, akkor a pénzügyi rendszer zavartalanul képes működni és a pénzügyi veszteségek kezelése is a rendszeren belül valósítható meg.⁴ *Foot* szerint akkor beszélhetünk pénzügyi stabilitásról, amennyiben van: a) monetáris stabilitás, b) a foglalkoztatás szintje közel áll a gazdaság természetes mértékéhez, c) a gazdaság kulcsfontosságú pénzügyi intézményeiben és a piacokban általános a bizalom és d) ahol nincsenek olyan relatív ármozgások a reál gazdasági vagy pénzügyi eszközök árában, amely alááshatja a korábbi pontban foglaltakat.⁵ A fenti fogalom-meghatározási módok a világgazdasági válság előtt sem voltak elterjedtek tekinthetők,⁶ azonban a világgazdasági válság rámutatott, hogy a rendszerkockázatok figyelemmel követése és megértése – *ex ante* – rendkívül bonyolult feladatot jelentett és az intézményrendszer csak az események után – *ex post* – volt alkalmas a pénzügyi stabilitás megítélésére. A gazdasági fundamentumok vizsgálata önmagában nem elégséges a pénzügyi stabilitás értékelésére.

¹ BIS: *Central bank governance and financial stability*, 2011.

² Az ötödik csoportba tartozó fogalmakat a tanulmány a jogalkalmazásban megjelenő fogalmak közé sorolja, amelyre figyelemmel a 4. fejezetben kerülnek bemutatásra.

³ Hunter, Leni – Orr, Adrian – White, Bruce: *Towards a framework for promoting financial stability*, *New Zealand, in Reserve Bank of New Zealand: Bulletin*, 69 (2006) 1., 9. o.

⁴ Uo. 12. o.

⁵ Foot, Michael: *What is “financial stability” and How do we get it?*, *The Roy Bridge Memorial Lecture*, 2003, Financial Services Authority.

⁶ Ld. Beyani, Mankolo – Kasonde, Raphael: *Financial innovation and the importance of modern risk management systems – a case of Zambia*, *IFC Bulletin*, (2009) 31., 289. o.

A második csoportba tartoznak azok a fogalmak, amelyek már a kimenet oldaláról határozzák meg a pénzügyi stabilitás fogalmát, azonban nem a pénzügyi stabilitás pozitív fogalmának megalkotására tesznek kísérletet, hanem *negatív meghatározást adnak*. Mishkin meghatározása szerint a pénzügyi instabilitás akkor lép fel, amikor a pénzügyi rendszerben kialakuló sokkok zavarják a rendszeren belüli információáramlást, melynek eredményeként a pénzügyi rendszer nem képes a funkcióját betölteni, vagyis nem képes a forrásokat a produktív beruházási lehetőségek felé közvetíteni.⁷ Crockett szerint a pénzügyi stabilitás a pénzügyi instabilitás hiányában ragadható meg. A pénzügyi instabilitás pedig egy olyan helyzet, ahol a gazdaság teljesítményét a pénzügyi eszközök árfolyamának fluktuációja, vagy a pénzügyi közvetítők szerződéses kötelezettségeinek teljesítéséből fakadó problémák hátrányosan befolyásolnak.⁸ A fenti fogalom egyes aspektusaival kapcsolatban – ahogy ezt Crockett is jelzi – azonban bővebb kifejtés szükséges. Egyrészt az instabilitásnak a gazdasági teljesítményre jelentős – negatív – hatást kell gyakorolnia, hiszen az eszközárak kisebb fluktuációja, egyes pénzügyi közvetítők nehézségei a versengő piacok normális működésének részét képezik. Másrészt a pénzügyi rendszer instabilitása a gazdaság összeomlásának potenciális, *ex ante*, nem a tényleges, *ex post* állapota. Harmadrészt a pénzügyi instabilitás megnyilvánulhat mind a pénzügyi közvetítők sérülékenységében, mind a pénzügyi eszközök árának túlzott volatilitásában. Végezetül a pénzügyi instabilitás nem egyenlő a válsaggal.⁹ *Das és szerzőtársai*, valamint *Lastra* is a fentiekhez hasonlóan a jelentős pénzügyi válságok hiányaként határozza meg a pénzügyi stabilitás fogalmát.¹⁰

A harmadik csoportba tartoznak azok a fogalmak, amelyek szintén a kimenet oldaláról határozzák meg a pénzügyi stabilitás fogalmát, azonban már a pénzügyi stabilitás fogalmának *pozitív meghatározására törekszenek*. E csoport esetén a pénzügyi stabilitás alapvetően a pénzügyi rendszer zavartalan működésével írható le. *Duisenberg* szerint a pénzügyi stabilitás a pénzügyi rendszer kulcselemeinek egyenletes működését jelenti.¹¹ *Duisenberghez* hasonlóan *Reddy* szerint a pénzügyi stabilitás a pénzügyi piacok és intézmények egyenletes működését, de nem a krízisek teljes hiányát, vagy figyelmen kívül hagyását jelenti, azzal, hogy olyan feltételek állnak fenn, amelyek lehetővé teszik a pénzügyi rendszer hatékony működését,

⁷ Mishkin, Frederic S.: Global Financial Instability: Framework, Events, Issues, *Journal of Economic Perspectives*, 13. (1999) 4., 6. o.

⁸ Crockett, Andrew D.: The Theory and Practice of Financial Stability, *Essays in International Finance*, (1997) 203., 2. o.

⁹ Uo. 2-3. o.

¹⁰ Das, Udaibir S. – Quintyn, Marc – Chenard, Kina: Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability? An Empirical Analysis, *IMF Working Papers*, (2004) 89. 6. o.; Lastra, Rosa M.: Systemic Risk and Macro-prudential Supervision, *The Oxford Handbook of Financial Regulation* (szerk.: Moloney, Niamh – Ferran, Eilís – Payne, Jennifer), Oxford, Oxford University Press, 2015, 313. o.

¹¹ *Duisenberg Wim F.*: The contribution of the euro to financial stability, *Globalisation of financial markets and financial stability: challenges for Europe* (szerk.: Randzio-plath, Christa), Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden, 2001.

anélkül, hogy azt súlyosabb zavarok akadályoznák.¹² A fenti meghatározások azonban annyira tágan értelmezhető tartalmat adnak a pénzügyi stabilitás fogalmának, hogy nem jelentenek megfelelő alapot közpolitikai, illetve makroprudenciális igazgatási döntések meghozatalához. Nagy hiányossága továbbá a fenti meghatározásoknak, hogy nem fordítanak elegendő figyelmet a pénzügyi stabilitás időbeli jellemzőjére, tekintettel arra, hogy a kockázatok felgyülemelésének folyamatában nagyon valószínű, hogy a pénzügyi piac egyébként egyenletesen működik.

A *negyedik csoportba* tartozó fogalmak arra a felismerésre épülnek, hogy a sokkok a pénzügyi rendszerek természetes velejárói, így a teljes védekezés velük szemben káros lenne a pénzügyi rendszer működésére nézve, mivel azt jelentősen költségesebbé tenné. Ezért a pénzügyi stabilitás *a gazdaság zavarokkal szembeni ellenálló képességében, rugalmasságában, hatékony alkalmazkodóképességében* ragadható meg, abban, hogy a pénzügyi rendszer képes a fő funkcióit, így a közvetítést, a fizetési műveletek teljesítést, a kockázatok kezelését megvalósítani még stressz időszakokban is. *Padoa-Schioppa* a pénzügyi stabilitást úgy határozta meg, mint egy olyan állapotot, amelyben a pénzügyi rendszer képes a sokkoknak ellenállni, anélkül, hogy utat engedne olyan kumulatív folyamatoknak, amelyek károsak a megtakarítások befektetési lehetőségek közötti allokálására és a fizetési műveletek teljesítésére.¹³

A pénzügyi stabilitás meghatározására tett kísérletek számos szempontból eltérnek egymástól, más elemekre helyezik a hangsúlyt, ennek ellenére azonban néhány közös elem is azonosítható a fogalom meghatározhatósága, illetve a munkafogalom 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 gyakran – az endogén sokkok mellett – a pénzügyi rendszert érő, előre nem látható külső – exogén – sokkok hatására alakul ki.¹⁴ *Harmadrészt* számos meghatározás explicit is elismeri a pénzügyi instabilitásnak a reálgazdaságra irányuló potenciális negatív hatását. *A pénzügyi stabilitás* fogalmával kapcsolatban – egyes, közösnek tekinthető fogalmi elemek ellenére – azonban megalapozottan állíthatjuk, hogy *tartalma, egyes fogalmi elemei egzakt, széles körben elfogadott módon nem állapíthatóak meg, rendkívül heterogén módon jelennek meg* – elsődlegesen a gazdaságtudományi – *a szakirodalomban*.¹⁵ A munkafogalom meghatározása előtt azonban, tekintettel arra,

¹² Ld. Reddy, Venugopal Y.: *Financial sector reform and financial stability*. Speech by Dr Y V Reddy, Governor of the Reserve Bank of India, at the 8th Global Conference of Actuaries, Mumbai, 10 March 2006.

¹³ Padoa-Schioppa, Tommaso: *Central Banks and Financial Stability. Exploring a Land in Between', Policy Panel Introductory Paper*, (2012).

¹⁴ Az exogén sokkra tökéletes példa a COVID-19 vírus miatt kialakuló világgjárvány.

¹⁵ A fenti fogalom-meghatározások mellett, hazai jogtudományi érintettsége okán kiemelésre érdemes Glavanits meghatározása, aki szerint „*a pénzügyi stabilitás elérése érdekében a jogalkotó és jogalkalmazó szervek, a pénzügyi intézmények és a pénzpiac egyéb szereplői meghatározott magatartások tanúsítására kötelesek, valamint kötelesek egyes más magatartásoktól tartózkodni,*

hogy a pénzügyi stabilitásban megjelenő közérdek, közigazgatási típusú gazdasági igazgatási beavatkozás indokául, alapjául szolgál, szükséges vizsgálni, hogy a fogalom miképp jelenik meg a jogalkotásban, valamint a jogalkalmazásban.

3. A pénzügyi stabilitás fogalma a jogalkotásban és a jogalkalmazásban

A pénzügyi stabilitás meghatározásával kapcsolatos jogalkotási tevékenység nemzetközi keretek között, az Európai Unió tagállamai esetében regionális meghatározottság mellett – tekintettel a nemzetközi szabványok uniós jogba történő átültetésére –, a nemzeti jogalkotás vizsgálatával ítéhető meg. A tanulmány nem foglalkozik a nemzetközi pénzügy szabályozást kialakító intézmények alapszabályaiban, sztenderdjeiben megjelenő fogalmakkal, fogalmi elemekkel. A tanulmány kizárólag a fogalom uniós jogi aktusokban, valamint a hazai jogalkotási aktusokban való megjelenését vizsgálja.

Az Európai Unió alapszerződéséi¹⁶ csupán két utalást tartalmaznak a pénzügyi stabilitás vonatkozásában. Egyrészt az EUMSZ. 127. cikk (5) bekezdése kimondja, hogy a Központi Bankok Európai Rendszere *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 – amely 2013. január 1. napján lépett hatályba¹⁷ – rögzíti, hogy azon tagállamok, amelyek pénzneme az euro, stabilizációs mechanizmust hozhatnak létre, amelyet akkor hoznak működésbe, ha ez *nélkülözhetetlen az euroövezet egésze stabilitásának megőrzése érdekében*. Az alapszerződések tehát a pénzügyi stabilitási célt az EKB hatáskörrel rendelkező hatóságokat támogató szerepéhez kapcsolják, valamint az Európai Stabilitási Mechanizmus létrehozásának jogalapjául tételezik, fogalmi meghatározást azonban nem tartalmaznak, amelyek okán szükséges a másodlagos uniós jogot is vizsgálat alá vonni.

A makroprudenciális feladatokat ellátó Európai Rendszerkockázati Testületet (*European Systemic Risk Council*, a továbbiakban: ESRB) létrehozó ESRB rendelet¹⁸ sem határozza meg *explicit* a pénzügyi stabilitás fogalmát, számos utalást, illetve iránymutatást tartalmaz a tartalmi összetevők tekintetében. Az ESRB rendelet rögzíti, hogy a pénzügyi stabilitás előfeltétele annak, hogy a reálgazdaság munkahelyeket, hitelt és növekedést teremtsen.¹⁹ Kimondja, hogy az ESRB-nak hozzá kell járulnia a

egymással együttműködve eljárni a jóhíszeműség és tisztesség alapelveinek megfelelően'. Ld. Glavanits Judit: A pénzügyi piac szabályozásának és felügyeletének új irányai, *A pénzügyi piac szabályozásának és felügyeletének aktuális kérdései* (Kálmán János szerk.), Győr, Batthyány Lajos Szakkollégiumért Alapítvány, 2015, 84. o.

¹⁶ 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 változata (2016/C 202/1).

¹⁷ Ld. az Európai Unió Működéséről szóló szerződés 136. cikkének módosításáról szóló európai tanácsi határozat (2011/199/EU) kihirdetéséről szóló 2012. évi IX. törvényt.

¹⁸ 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: ESRB rendelet).

¹⁹ ESRB rendelet (1) preambulumbekkezdés.

pénzügyi stabilitás biztosításához, és enyhítenie kell a belső piacot és a reálgazdaságot sújtó negatív hatásokat.²⁰ A fentiek mellett az ESRB-nak 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.²¹ Az ESRB rendelet alapján tehát *a pénzügyi stabilitás normatív fogalmi meghatározása a rendszerkockázatok fogalma felől közelíthető meg*. A rendszerkockázat – az ESRB rendelet alapján – a pénzügyi rendszer leállásának veszélye, amely jelentős negatív következményekkel járhat a belső piacra és a reálgazdaságra nézve. A rendszer szempontjából bizonyos mértékben valamennyi pénzügyi közvetítő, piac és infrastruktúra jelentős lehet.²² A rendszerkockázat fogalma mellett, annak értelmezhetősége érdekében, az ESRB rendelet a pénzügyi rendszer fogalmát is rögzíti, amely a pénzügyi intézményeket, a pénzügyi piacokat, termékeket és a piaci infrastruktúrákat foglalja magában.²³

A regionális jogi kereteket jelentő Európai Unió jogi szabályozás tehát adós marad a pénzügyi stabilitás fogalmának meghatározásával, annak ellenére, hogy több – lehetséges – fogalmi elem a normatív szabályozásban is megjelenik. Az uniós jogi szabályozás hiányosságaiból fakadóan felértékelődik a nemzeti jogalkotás a pénzügyi stabilitás fogalmának meghatározásával kapcsolatban. E tanulmány kizárólag Európa legnagyobb pénzügyi piacainak – Nagy-Britannia, Franciaország, Németország – szabályozását vizsgálja meg, valamint kitér a hazai, illetve kitekint az Amerikai Egyesült Államok szabályozására.

A hazai tételes jog kiemeli a pénzügyi stabilitás több fogalmi elemét. A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény (a továbbiakban: MNB tv.) kimondja, hogy az MNB alakítja ki *a pénzügyi közvetítőrendszer egészének stabilitására* vonatkozó makroprudenciális politikát. 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, a túlzott hitelkiáramlás esetén annak visszafogásával járul hozzá a közvetítőrendszer gazdaságfinanszírozó funkciójának kiegyensúlyozott megvalósulásához.²⁴ *Az MNB tv. a pénzügyi stabilitás megvalósítása egyik – ex ante – pillérének részeként* – a mikroprudenciális politika mellett – *határozza meg a*

²⁰ ESRB rendelet (10) preambulumbekkezdés.

²¹ ESRB rendelet (30)-(31) preambulumbekkezdés.

²² ESRB rendelet 2. cikk c) pont.

²³ ESRB rendelet 2. cikk b) pont.

²⁴ MNB tv. 4. § (7) bek.

*makroprudenciális politikát, amelynek tartalmaként pedig a pénzügyi közvetítőrendszer ellenálló-képességének növelésére irányuló és a pénzügyi közvetítőrendszernek a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítását szolgáló intézkedéseket jelöli meg.*²⁵ Az MNB tv. tehát áttételesen, a makroprudenciális politika tartalmaként utal több olyan elemre, amely a pénzügyi stabilitás biztosításához szükséges, és amelyek többnyire az állami beavatkozáshoz jogalapot biztosítanak. A hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvény (a továbbiakban: Hpt.) viszont anélkül használja a pénzügyi stabilitás fogalmát, hogy meghatározná annak tartalmát.²⁶

A fentiek alapján megállapítható, hogy az európai uniós, illetve a hazai jogalkotás is alkalmazza a pénzügyi stabilitás fogalmát, jellemzően a pénzügyi közvetítőrendszer működésébe való állami, közigazgatási beavatkozás indokaként, 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, a beavatkozás alapjaként megjelenő pénzügyi stabilitás fogalmi meghatározásával a jogalkotás adós maradt. A közigazgatási típusú, gazdasági igazgatási eszközök alkalmazása szempontjából ennek jelentősége azonban elvitathatatlan, hiszen hagyományosan a közigazgatás közhatalom birtokában végzett tevékenységei esetében a jogszabályok szorosan kijelölik a közigazgatási beavatkozás módját, mértékét és terjedelmét, ennek érdekében rögzítik – természetesen az esetek döntő többségében jogilag szabályozott mérlegelési jogkörön belül – a beavatkozás feltételeit. *A pénzügyi stabilitás normatív meghatározásának hiányában a jogalkalmazónak kell tartalommal kitöltenie a fogalmat.* A továbbiakban a tanulmány áttekinti a pénzügyi stabilitás fogalmának megjelenését az európai uniós, valamint a tagállami makroprudenciális hatóságainak, nemzeti bankjainak gyakorlatában.

Az ESRB értelmezésében a pénzügyi rendszer egésze stabilitásának megőrzéséhez való hozzájáruláson a pénzügyi rendszer ellenálló-képességének növelésén és a rendszerszintű kockázatok felgyülemelésének csökkentésén keresztül történő hozzájárulást kell érteni.²⁷ Az ESRB-nek szoros a kapcsolata az EKB-vel, amelyből következően a pénzügyi stabilitás fogalmának meghatározásához is irányadónak tekinthető az EKB munkája.

Az EKB a pénzügyi stabilitás fogalmának meghatározására az első kísérletet 2004-ben tette. Az akkori meghatározás szerint a pénzügyi stabilitás egy olyan állapot, ahol a pénzügyi rendszer jól képes végrehajtani minden általános feladatát és ahol ezeket várhatóan a belátható jövőben is képes teljesíteni.²⁸ A fogalom-meghatározást pontosítva a pénzügyi stabilitást később az EKB olyan állapotként írta le, amelyben a pénzügyi rendszer – amely magában foglalja a pénzügyi közvetítőket, a piacokat és a piaci infrastruktúrát is – képes a sokkoknak és a kibontakozó pénzügyi

²⁵ 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.

²⁶ Ld. Hpt. 77. § (2) bek., 108. § (9) bek., 159. § (6) bek. b) pont, 199. § (5) bek.

²⁷ Az Európai Rendszerkockázati Testület Ajánlása (2011. december 22.) a nemzeti hatóságok makroprudenciális felhatalmazásáról (ERKT/2011/3), 1. szakasz, 1. pont.

²⁸ EKB (2004): *Financial Stability Review*, December, 8. o.

egyensúlyhiánynak ellenállni, ezzel csökkentve a pénzügyi közvetítési folyamatában megjelenő zavarok valószínűségét, amelyek elég súlyosak lennének ahhoz, hogy jelentősen lerontsák a megtakarítások jövedelmező befektetési lehetőségek irányába történő elosztását.²⁹ A fenti meghatározást 2015-ben módosítva az EKB a pénzügyi stabilitást olyan állapotként értelmezte, amelyben a pénzügyi rendszer – amely magában foglalja a pénzügyi közvetítőket, a piacokat és a piaci infrastruktúrát is – képes ellenállni a sokkoknak a pénzügyi közvetítésben és a pénzügyi szolgáltatások ellátásában bekövetkező jelentős zavarok nélkül.³⁰ Az EKB 2016-tól azonban – a rendszerkockázatok fogalmára alapozva³¹ – ismételten változtatott a meghatározáson, amely szerint a pénzügyi stabilitás az az állapot, amelyben a rendszerkockázatok felépülésétől megakadályozták.³² Végül 2018-ban ismét változtatott az EKB a pénzügyi stabilitás fogalmának meghatározásán. E legutóbbi definíció alapján a *pénzügyi stabilitás olyan állapot, amelyben a pénzügyi rendszer – amely magában foglalja a pénzügyi közvetítőket, piacokat és piaci infrastruktúrákat – képes ellenállni a sokkoknak és feloldani a pénzügyi egyensúlytalanságokat. Ezzel a képességgel pedig csökkenthetők a rendszerszintű pénzügyi közvetítési folyamatban megjelenő visszaesések, amelyek elég súlyosak ahhoz, hogy a reálgazdasági tevékenység lényeges visszaesését idézzék elő.*³³

A *Banque de France* a pénzügyi stabilitás fogalmát önmagában összetett terminusként fogja fel.³⁴ 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.³⁵ A fogalmi bizonytalanságra figyelemmel a *Banque of France* is kiemelni, hogy a fentiekkel szemben könnyebb és talán még természetesebb is a pénzügyi stabilitást akként meghatározni, mint a rendszerszintű zavaroktól – ide értve az eszközár buborékok felépülését és „kidurranását”, az eszközárak túlzott változékonyságát (volatilitás), egyes piaci szegmensek likviditásának szokatlan kiszáradását, a fizetési rendszerek működésének akadózását, a túlzott hitelkiáramlást, vagy a pénzügyi intézmény csődjét – mentes állapot. A fenti jelenségek súlyosan torzítják a tőke allokációját és megzavarják azokat az információkat, amelyekre a gazdasági szereplők döntéseiket alapozhatják.

Kezdetben a *Bundesbank* értelmezésében a pénzügyi stabilitás a pénzügyi rendszer zökkenőmentes működését jelentette,³⁶ 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, valamint a pénzügyi infrastruktúra jó működésének biztosítását – még a válságidőszakokban és

²⁹ EKB (2006): *Financial Stability Review*, December, 7. o.

³⁰ EKB (2015): *Financial Stability Review*, November, 4. o.

³¹ ESRB rendelet 2. cikk c) pont.

³² EKB (2016): *Financial Stability Review*, Május, 4. o.

³³ EKB (2018): *Financial Stability Review*, November, 4. o.

³⁴ Noyer: i. m. 8. o.

³⁵ BF (2007): *Annual Report*, 3. o.

a strukturális zavarok idején is.³⁷ 2012-től a Bundesbank meghatározása szerint a pénzügyi stabilitás a pénzügyi rendszer azon tulajdonságát jelenti, hogy mindenkor, még sokkok és zavarok esetén is, képes zökkenőmentesen teljesíteni a makrogazdasági kulcsfunkcióit. Ezek a funkciók magukban foglalják a pénzügyi források és kockázatok hatékony szétosztásának képességét és a megbízható pénzügyi infrastruktúra működtetését.³⁸ A fentiekhez 2014-ben hozzátette a Bundesbank, hogy a pénzügyi stabilitási politika célja a pénzügy rendszer ellenálló-képességének növelése.³⁹ 2015-től ismételten módosított a Bundesbank a pénzügyi stabilitás meghatározását, amely szerint a pénzügyi stabilitás a pénzügyi rendszer azon tulajdonsága, hogy képes betölteni a makrogazdasági kulcsfunkcióit – úgymint a pénzügyi források és kockázatok hatékony szétosztását, valamint a fizetési műveletek kiegyenlítésének hatékony biztosítását – különösen nem várt események esetén, a sokkidőszakokban és a strukturális korrekciók idején is. A makroprudenciális politika és a pénzügyi stabilitás összekapcsolásával rögzíti továbbá, hogy a rendszerkockázatok azonosítása jelentős szerepet játszik a pénzügyi stabilitás biztosítása során.⁴⁰ A legutóbbi éves jelentéseiben a Bundesbank azonban már egyszerűen úgy fogalmazza meg a pénzügyi stabilitás fogalmát, mint *a pénzügyi rendszer azon állapota, amelyben mindenkor képes teljesíteni a funkcióit*.⁴¹

A hazai jogszabályi környezet, hasonlóan a korábban áttekintett országokéhoz, szükségessé tette, hogy normatív szabályozás hiányában a *Magyar Nemzeti Bank* alkosson 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*. A fenti definíció először 2005 áprilisában jelent meg,⁴² és a mai napig is az MNB pénzügyi stabilitással kapcsolatos értelmezési kereteként szolgál.⁴³

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

³⁷ BB: *Financial Stability Review*, (2010), 7. o., továbbá BB (2011): *Financial Stability Review*, 7. o.

³⁸ BB (2012): *Financial Stability Review*, 5. o.

³⁹ BB (2014): *Financial Stability Review*, 5. o.

⁴⁰ BB (2015): *Financial Stability Review*, 5. o.; BB (2016): *Financial Stability Review*, 5. o.

⁴¹ BB (2020): *Financial Stability Review*, 5. o.

⁴² MNB (2005): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, Április, 3. o.

⁴³ MNB (2021): *Pénzügyi Stabilitási Jelentés*, November, 5. o.

4. A pénzügyi stabilitás fogalmának meghatározása

A tanulmányban részletes elemzés alá vontam 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, amelyhez kapcsolódik a Bíróság joggyakorlata is, az európai uniós jogi aktusok, illetve a hazai jogszabályok megengedhetőségének vizsgálata tekintetében. Fentiekből következően fontos feltennünk a kérdést, hogy *szükséges-e egyáltalán a pénzügyi stabilitás fogalmának meghatározása?* Álláspontom szerint a kérdésre határozott igennel kell felelni. Ennek legfontosabb oka, hogy normatív meghatározás hiányában a közhatalmi beavatkozási eszközök alkalmazása, vagyis a pénzügyi stabilitás fogalmában megjelenő közérdek tartalmának meghatározása és ezzel párhuzamosan a gazdaság közigazgatási típusú kontrollja a jogalkalmazó szervek (központi bankok, makroprudenciális hatóságok) széleskörű mérlegelési – jogszabályban rögzített hozzámérési pontok hiányában diszkrecionális – jogkörébe kerülne. A jogállamiság szempontjából ennek jelentős negatív hatásai lehetnek, hiszen *a jogalkotónak a jogalkotásban megjelenő közérdeket tartalmilag is körül kell írnia.* Önmagában a nem választott tisztségviselőkből álló szervek közhatalom gyakorlása nem jelent jogi problémát a demokratikus államokban, tekintettel arra, hogy a közhatalom gyakorlása legitim, ha annak forrása végső soron a nép, azaz a közhatalom gyakorlása – akár közvetetten a választások és kinevezések láncolatán keresztül – visszavezethető rá. *A közhatalmat gyakorló szervek felelőssége az elszámoltathatósági mechanizmusokon keresztül teremthető meg, amelyekhez azonban a közhatalmi beavatkozás megvalósításának okát, célját a jogalkotó által szükséges definiálni, ellenkező esetben az elszámoltathatósági mechanizmusok értelmüket veszítik.*

A szakirodalom eredményeire, a jogalkotásban és a jogalkalmazásban megjelenő fogalmi elemekre, fogalom-meghatározási kísérletekre figyelemmel a pénzügyi stabilitás álláspontom szerint az alábbi *munkafogalommal* határozható 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 a személyeknek, amelyek nem ügyfelei, illetve szerződő felei a pénzügyi intézményeknek, valamint*
- c) *a pénzügyi rendszer szereplői rugalmasan képesek ellenállni az endogén és az exogén gazdasági sokkoknak.*

Az egyes fogalmi elemek részletezése előtt szükséges ráirányítani a figyelmet arra, hogy a pénzügyi stabilitás fogalmának, illetve fogalmi elemeinek meghatározása *nem öncélú módon történik.* A pénzügyi stabilitás definiálásának szükségszerűsége, gyakorlati haszna abban áll, hogy már bármelyik fogalmi elem megvalósulásának a

veszélye is biztosítja az állam *közigazgatási – azon belül közhatalmi – típusú beavatkozásának jogalapját*. Mindezek mellett a pénzügyi stabilitás fogalmi meghatározása a *közigazgatási döntések legalitásának megítéléséhez, a közigazgatási döntésekért való felelősség megállapíthatóságához és a közhatalom birtokában eljáró közigazgatási szerv elszámoltathatóságához is jogalapot biztosít*.

A pénzügyi rendszer fogalma alatt, az ESRB rendeletnek megfelelően, a pénzügyi intézmények, a pénzügyi piacok, termékek és a piaci infrastruktúrák összességét értem, amelyre tekintettel e fogalmi elem részletezése szükségtelen.⁴⁴

Az *első fogalmi elem* alapján a pénzügyi stabilitás állapotában a pénzügyi rendszer képes a funkcióinak teljesítésével fenntartható módon hozzájárulni a gazdasági fejlődéshez. A pénzügyi rendszer tehát képes biztosítani a gazdaság pénzellátását, likviditását, fenntartja és működteti a gazdaság fizetési rendszereit, képes a megtakarításokat hatékonyanallokálni a befektetők felé, valamint kezeli a bizonytalanságokat és a mikro szintű kockázatokat. Mindezen funkciók megvalósításával a pénzügyi rendszer hozzájárul a fenntartható fejlődéséhez, vagyis a gazdaság hullámmzásának 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 a személyeknek, amelyek nem ügyfelei, illetve szerződő felei a pénzügyi intézményeknek. E fogalmi elem egyrészt hangsúlyozza, hogy a pénzügyi stabilitás, mint az egész pénzügyi rendszer jellemzője szükségszerűen makro szintű szemléletet igényel, vagyis az egyedi, intézményi kockázatok helyett, a rendszerszintű, vagy rendszerkockázatokra reagál. A rendszerkockázat fogalma álláspontom szerint – az ESRB 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.⁴⁵ 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 nem csak a reálgazdaságra, hanem általánosan a társadalom tagjaira is jelentős negatív hatást gyakorolnak, gyakorolhatnak, amely *externális hatásból, prociklikusságból* következően a rendszerkockázatoknak társadalmi költségei is vannak. Mindezek mellett a rendszerkockázat fogalmi elemként való rögzítése időbeli dimenziót, ilyen módon dinamikát biztosít a fogalomnak, hiszen a

⁴⁴ ESRB rendelet 2. cikk b) pont.

⁴⁵ ESRB rendelet 2. cikk c) pont.

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 az 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 ellenállóképesség 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, amelyek 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 munkafogalom megalkotására.

Irodalomjegyzék

- Beyani, Mankolo – Kasonde, Raphael: Financial innovation and the importance of modern risk management systems – a case of Zambia, IFC Bulletin, (2009) 31.
- Crockett, Andrew D.: The Theory and Practice of Financial Stability, Essays in International Finance, (1997) 203.
- Das, Udaibir S. – Quintyn, Marc – Chenard, Kina: Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability? An Empirical Analysis, IMF Working Papers, (2004) 89.
- Duisenberg Wim F.: The contribution of the euro to financial stability, Globalisation of financial markets and financial stability: challenges for Europe (szerk.: Randzio-plath, Christa), Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden, 2001.
- Foot, Michael: What is “financial stability” and How do we get it?, The Roy Bridge Memorial Lecture, 2003, Financial Services Authority.
- Glavanits Judit: A pénzügyi piac szabályozásának és felügyeletének új irányjai, A pénzügyi piac szabályozásának és felügyeletének aktuális kérdései (Kálmán János szerk.), Győr, Batthyány Lajos Szakkollégiumért Alapítvány, 2015.
- Hunter, Leni – Orr, Adrian – White, Bruce: Towards a framework for promoting financial stability, New Zealand, in Reserve Bank of New Zealand: Bulletin, 69 (2006) 1.
- Lastra, Rosa M.: Systemic Risk and Macro-prudential Supervision, The Oxford Handbook of Financial Regulation (szerk.: Moloney, Niamh – Ferran, Eilís – Payne, Jennifer), Oxford, Oxford University Press, 2015.

-
- Mishkin, Frederic S.: Global Financial Instability: Framework, Events, Issues, *Journal of Economic Perspectives*, 13. (1999) 4.
 - Noyer, Christian: Macroprudential policy: from theory to implementation, *Financial Stability Review*, (2014) 18.
 - Padoa-Schioppa, Tommaso: Central Banks and Financial Stability. Exploring a Land in Between', Policy Panel Introductory Paper, (2012).
 - Reddy, Venugopal Y.: Financial sector reform and financial stability. Speech by Dr Y V Reddy, Governor of the Reserve Bank of India, at the 8th Global Conference of Actuaries, Mumbai, 10 March 2006.
-
-