

## A KÖZPONTI BANKOK ÉS A PÉNZÜGYI RENDSZER SZABÁLYOZÁSA

### *Szubjektív áttekintés*

BOD PÉTER ÁKOS

*Bod Péter Ákos tanszékvezető professzor, a Közgazdaságtudományi Intézet Igazgatója; a Magyar Nemzeti Bank korábbi elnöke.*

#### *Abstract*

A szerző röviden áttekinti a központi bankok makroprudenciális funkciói megerősödésének folyamatát, beillesztve azt a 2007-2010-es pénzügyi válság utáni újabb pénzügypolitikai irányzatokba. A fejlett országok központi bankjai nagyobb mértékben tértek el a korábbi szerepfelfogástól, mint a felemelkedő és tranzíciós országok jegybankjainak többsége. Minden országcsoportban érzékenyebb lett a központi bank és a másik monetáris hatóság (pénzügyminisztérium) közötti viszony. Gyakorlati tapasztalatok alapján a szerző óv a túlzott központi banki szerepvállalástól, noha – főleg az európai periférián és a felemelkedő országok csoportjában – komoly indokok szólnak a központi banki szerep korábbinál tágabb értelmezése mellett.

*Kulcsszavak:* Központi bank; monetáris hatóságok; pénzügyi politika; makroprudenciális tevékenység; tranzíciós országok; inflációs célkövetési rendszer; központi bankok intézményi túlterhelése.

\*

#### *A monetáris hatóságok funkcióváltozásairól*

A 2007 után kifejlődő nemzetközi pénzügyi turbulenciák számos fejlett ország pénzügyi rendszerében *likviditási* válságként jelentek meg, majd *szolvencia-bajok* formáját öltötték, sőt helyenként *rendszerkockázatok* léptek fel. Ez utóbbiak az állami költségvetés nagyfokú aktivizálódását idézték elő, mint legmarkánsabban az izlandi vagy az ír esetben, de kisebb arányban egy sor nyugat-európai országban is. Majd ismét formaváltozás következett be: 2010 után számos országban a *szuverén adósságok* megnövekedése okozott válságot, ami az euró-zóna néhány érintett tagországaról idővel az egész euróövezetre kiterjedt. Az egyszer már lezárulni látszó európai gazdasági krízis ismét elsőrendű világgazdasági üggyé vált.

A pénzügyi zavarok kifejlődése mögött nagyméretű és hosszabb időn keresztül akkumulálódó globális aránytalanságok (fizetésimérleg-hiányok és többletek) mutatkoztak már jóval 2008 előtt, valamint egy sor 'governance'-gyengeség és szabályozási defekt mutatkozott meg, így aztán a pénzügyi krízisek bekövetkezésének ténye nem okozhatna nagy meglepetést. Ám a megelőző időszak a fejlett világban és az ahhoz csatlakozó térségekben elszoktatta a nagyközönséget és a döntéshozókat a pénzügyi megrázkódtatásoktól. Így eshettek meg 2008 őszének európai meglepetései (hiszen az amerikai sub-prime válság minden előjel ellenére váratlanul érte a gazdasági szereplők nagy részét), majd pedig 2010 meglepetései következtek: az érzékelt szuverén kockázatok nagyfokú megugrása minden előrejelezhetősége ellenére mégis csak hirtelen áll elő annak az évnek a tavaszán, kezdve a görög üggyel.

Ám az is meglepő, hogy a *válságciklusok* milyen gyorsan váltogatták egymást: a 2008 szeptemberében beálló hitel-lefékeződés (sudden stop) következtében a világ számos nyitott gazdaságában hirtelen beállt a recesszió, de az rövid életű lett: 2009 végére, 2010 elejére hivatalosan is lezárult a recesszió a legtöbb érintett országban.

A gazdasági ciklus-szakaszok gyors váltakozásával gyors *gazdaságpolitikai irányváltozások* jártak együtt; azokat hol követték, hol pedig vezették. Hasonló módon a *monetáris politika* területén is egymást gyorsan váltó szakaszokat figyelhettünk meg rövid időszakokon belül. Azonban rögtön ki kell mondani, hogy nagy különbségek mutatkoztak országonként, csoportonként: más mintákat mutat a fejlett és gazdag világ ('centrum', gyakorlatilag az Egyesült Államok, Nyugat-Európa, Japán), és megint más sajátosságokat a térben és fejlettségben távolabb álló világ.

Az utóbbi országcsoportból itt most elsősorban az *európai periférián* levő, más szempontból pedig felemelkedőnek nevezhető országok (PE-EM) gyakorlatát és tapasztalatait emelem ki. Megjegyzendő, hogy a centrum ('core') és a perem ('periphery') igen relatív fogalom, és az egyes országok besorolása mindig vitatható. Spanyolország vagy Írország a világ számos ténylegesen perifériális helyzetű országából nézve a centrumhoz tartozik; itt mégis a spanyol, ír helyzetet bizonyos sajátos jegyek alapján az új EU-tagországokkal együtt vizsgáljuk.

Amikor a monetáris politikai gyakorlat újabb időben megfigyelhető alakulását vizsgáljuk, fontos felidézni azt az időként elfelejtett evidenciát, hogy egy ország pénzügypolitikáját a *monetáris hatóságok* alakítják: a többes szám arra utal, hogy a felelősség és hatáskör nem szűkíthető le egyetlen intézményre, nevezetesen a központi bankra (jegybankra): ugyanúgy monetáris hatóságként működik a pénzügyminisztérium (vagy: kincstárügyi minisztérium, Treasury, stb). A funkciómegosztás országonként változhat, de vannak szokásos közös jegyek is, például az, hogy ez a két hatóság együttesen képviseli az adott országot a nemzetközi szervezetekben (a kormány rendszerint a Világbankban, a központi bank a Valutaalapban), közös felelősséget viselnek az árfolyamrezsim megválasztásában, és – ez az itteni téma szempontjából a leglényegesebb – a pénzügyi rendszerkockázat kezelésében.

A monetáris politika alakítása és a központi banki tevékenység között tehát nem tehető egyenlőségjel, ám mégis van oka annak, hogy a pénzügyi, gazdaságpolitikai diskurzusban ezt a hibát sűrűn elkövetik. Valójában eléggé természetes volt a két intézmény összemosása a „nagy mérsékeltség /great moderation/” időszakában, amely egybeesett a legtöbb fejlett országban a zavartalan jegybanki függetlenség esztendőivel. Ebben az időszakban valóban a központi bankok (nemzeti szinten a nemzeti bankok, illetve az eurózónában az ECB) jelenítették meg a nyilvánosság előtt a pénzügypolitikát. Azt is mondhatni, hogy ez volt a *jegybanki működés aranykora*, mind az intézmény társadalmi presztízse, mind az alacsony kamatok és a féken tartott infláció adatain mért sikeresség alapján.

Sokáig másodhegedűs szerep jutott a másik monetáris hatóságnak, azaz az illető ország pénzügyminisztériumának (kincstárának) a pénzügyi politika intézése, és főleg külső megjelenítése terén. Holott a kormány a költségvetési politika alakítása révén, főleg az államadósság és a költségvetési hiány formálásával erőteljes hatást fejt ki a pénzügyi folyamatokra. Különösen jelentős a kormány pénzügyi súlya, amikor *szuverén adósként* jelenik meg bel-és külföldön, vagy ami a fejlett világban ritkább: *szuverén alap tulajdonosaként* lép fel a piacokon.

Márpedig az 1970-es évek óta az vált a meghatározó irányzattá, hogy a kormány az államot közvetlenül, nem pedig a központi bankon keresztül finanszírozza, azaz egyben a hazai és a nemzetközi pénzügyi piacok közvetlen résztvevője. Ugyancsak az állam nevében fellépő pénzügyi kormányzat azt, amelyik a *betétbiztosítási* intézményrendszert egyedül vagy az érintett pénzintézetekkel együtt működteti (bár sok országban e feladatban részt vesz a központi bank is). A kormány a stratégiaileg fontos pénzügyi intézetek (bankok, biztosítók) reorganizálása, megmentése terén időnként főszereplővé válik; a központi bankok már jó ideje nem töltik be a „*bank-kórház*” szerepét. Ami a *bankfelügyeleti* funkciót illeti, az esetek egy részében a kormányzat, máshol a központi bank végzi azt, néha pedig valamely hibrid megoldás működik.

A monetáris politikai feladatmegosztás részleteiben sok a nemzeti sajátosság, függően a politikai rendszertől, a korábbi gyakorlattól, az intézményi és személyes viszonyoktól. Ugyanakkor ezen a téren is létezik a nemzetközi pénzügyi szervezetek által közvetített 'best practice', más szóval kordívát. A monetáris politikai feladatok országon belüli szeparálása azonban sosem végleges, és sosem ellentétek nélküli. Azonban éppen a „nagy mérsékeltség” viszonyai között a két monetáris intézmény közötti ellentmondások is mérsékeltek maradtak, az általános és politikai közvélemény előtt az intézmények közötti ellentétek és összhang-hiányok kevésbé mutatkoztak meg.

Az *inflációs célkövetési* (IC) monetáris politikai rendszer gyors elterjedése szintén az intézmények közötti összhang kultúráját erősítette, hiszen az inflációs pályáról egy hangon kell szólnia a kormányzatnak és a jegybanknak: ez a monetáris szisztéma nagymértékben a „várakozások menedzselésén” nyugszik. Amint és ahol azonban nem az infláció, hanem a pénzügyi rendszer működőképessége válik elsőrendű problémává, a korábbi (lászólagos vagy tényleges) ellentmondásmentes viszony megváltozik. A központi bank ragaszkodhat ugyan a kialakult fősodor szerinti alaprendeltetéséhez (nevezetesen: a pénz értékállóságának megőrzéséhez), de a krízis során már nem az infláció az igazi gond. Ekkor aktivizálódik a kormányzat, és csendes monetáris társból erőteljes aktorrá válhat. Ilyenkor tehát a pénzügypolitikának a központi bankokkal való azonosítása semmiképp sem állhatta meg a helyét, sőt a valóságban ki is éleződtek a különféle intézmények közötti ellentmondások.

Az alábbiakban a rendszerkockázattal kapcsolatos jegybanki szerepvállalást tesszük vizsgálat tárgyává, amihez explicit módon ki kell térni a különféle monetáris hatóságok között együttműködési kérdésekre, a funkcióelhatárolásra, a lehetséges konfliktus-helyzetekre, és az ezeket illető tapasztalatokra.

### *Újabb fejlemények a monetáris politika terén*

Számos országban a válságjelenségek úgymond *nem ortodox*, vagy más néven *nem szokványos* gazdaságpolitikai válaszokat hívtak életre. Azonban, amint látni fogjuk, az „új” megoldások annyiban tekinthetők újak, hogy régóta ismert, de már jó ideje nem alkalmazott megoldások kerültek elő ismét. A monetáris politika művelői is szembetalálták magukat a válság előtti békés időszakban megszokottól eltérő (gyakran rég elfeledett) gondokkal, és érthetően vissza is kellett nyúlniuk korábbi megoldásokhoz.

A nem-szokványos jelző azért is pontatlan, mert a pénzügyi zavarok láttán a fejlett világ gazdaságpolitikusi gyakran nagyon is szokásos, tankönyvi (mármint keynesiánus vagy neo-keynesiánus tankönyv szerinti) módon *költségvetési stimulálással* (adó mérsékléssel, kiadásnöveléssel) reagáltak. A jegybankok pedig az *irányadó kamatok mérséklésével* válaszoltak a hitelpiacok befagyására. Majd amikor a 'credit crunch' feloldására tett lépések elégtelennek bizonyultak, és a monetáris kondíciók enyhítésének szokásos eszközei kezdtek kimerülni a jegybanki kamatok zéró felé közeledésével, a központi banki mérlegfőösszegek ugrásszerű növelésével járó „nem konvencionális” megoldásokkal éltek a 2008 őszen előálló likviditás- (és bizalom-) hiányos helyzetben.

Ilyen megoldás például a korábban elutasított fedezetek elfogadása leszámítolási műveleteknél, közvetlen hitelnyújtás gazdasági szereplőknek. Azonban jól látni, hogy például vállalati kötvények leszámítolásra való elfogadása vagy állami intézmények hiteligényének jegybanki megfinanszírozása sok mindennek mondható, csak újak nem. Legfeljebb csupán abban az értelemben, hogy a válságot megelőző másfél-két évtizedben ilyen műveleteket a fejlett világ jegybankjaiban és az ő gyakorlatukat követő egyéb központi bankokban nem volt szokás végezni.

A lényeg mindenesetre abban áll, hogy akár a „főirány” által elfogadott, akár szokatlanak számító eszközökkel élt az érintett fejlett ország jegybankja, a törekvés minden esetben arra irányult, hogy ha már a bizalmat közvetlenül nem lehet növelni a pénzügyi közvetítő rendszer szereplői között, legalább a likviditásbőség helyreállításával kúrálják a hirtelen hitel-hiány (*credit crunch*) miatti bajokat.

Az eurózónán kívüli (perifériális) és az európai maghoz képest feltörekvőnek tekinthető (együttesen: PE-EM) országok többségében a monetáris politikai reakció eltért ettől. Amint a megfigyelők meglepetéssel észlelték, a korábban sérülékenynek bizonyuló feltörekvő valamint tranzíciós ország nagy többsége viszonylagos biztonsággal jutott túl a válság első, heves szakaszán, egyebek mellett a pufferként szolgáló nemzetközi devizatartalékaik magas szintje miatt. Ebben az országcsoportban a központi bankok mérlegfőösszege nem nőtt meg olyan kiemelkedő mértékben, mint a FED vagy a Bank of England esetében, hiszen a pénzmennyiség-növelés különféle technikáit ('quantitative easing') sokkal kevesbé alkalmazták.

Mivel a legtöbb PE-EM országban a válságig nem következett be az aktívák olyan mértékű emelkedése, mint mondjuk az USA, Spanyolország vagy Írország esetében, valamint a költségvetési adósság viszonylatos (GDP-hez mért) aránya sem volt túl magas, sok országban alkalmazhatták (volna) az aggregált kereslet növelésének fiskális és monetáris ösztönzőit, mint ahogy Kína ezt meg is tette 2008 végén. Ugyanakkor éppen a reálgazdaság viszonylag jó állapota és a költségvetési pozíciók megfelelő alakulása odahatott, hogy a PE-EM országcsoport többségében nem volt szükség sem a hagyományos monetáris politikai eszközök végletekig hajtott alkalmazására, sem a nem-konvencionális monetáris eszközök masszív bevetésére. Néhány országban a vállalati kötvények leszámítolásának felújítása vagy az állampapírok közvetlen felvásárlása, a kereskedelmi banki tartalékráta levitele, helyenként a nemzetközi devizatartalék terhére végrehajtott árfolyamvédő intervenció előfordult, ám mégis elmondható, hogy a nem-szokásos intézkedések intenzitása elmaradva attól, ami a fejlett világban történt.

A legfejlettebb térségeken kívüli országok központi bankjai okkal tartózkodtak a szektorok, vállalatok szelektív finanszírozásától: az ilyen gazdaságélénkítő, mikroválság-kezelő teendőket inkább a kormányokra hagyták. Egyfelől talán azért, mert úgy érezték: nem támaszkodhattak akkora *intézményi hitelességre*, mint a fejlett világ régebbi, elismert központi bankjai, amelyek éppen megszerzett tekintélyük birtokában vállalták, hogy kevésbé transzparens monetáris politikai eszközökkel is éljenek, Továbbá a periférián a jegybankok nem kívánták nehezen megszerzett *intézményi függetlenségüket* kockára tenni, szakmai elkülönültségüket önként mérsékelni; márpedig a nem szokványos gazdaságpolitikai döntések a kormány és a jegybank közötti szoros együttműködés mellett működőképeseek.

### *A központi bank mint intézmény újragondolása?*

Fontos gyakorlati – de a szakirodalomban keveset tárgyalt – szempont az, hogy valójában mekkora feladattömeget képes ellátni jó színvonalon és kifele hitelesen a központi bank anélkül, hogy *intézményi túlterhelés* következne be, azaz túlságosan sok teendőt venne magára (az úgynevezett 'overload problem'). Érthető a dilemma: ha egy intézmény (esetünkben a központi bank) túl sok gazdasági funkciót vállal magára, akkor az emberi erőforrások korlátjaiba és menedzsment-korlátokba ütközhet. Ugyanakkor éppen a jegybanknak a kormányzati rendszertől való távolsága, ami a jegybank monetáris függetlenségének előfeltétele, olyan intézményi presztizst adhat, amely miatt alkalmasabb a központi bank egy sor fontos feladat ellátására, mint bármely más szervezet az adott országban.

Tekintsük például a *bankfelügyeleti funkciót*. Ez a fontos felügyeleti (mikro-prudenciális) feladatkör telepíthető kormány szervhez (mint mondjuk Németország esetében), de tartozhat a jegybankhoz is (mint az olasz esetben, vagy egy sor feltörekvő piacon). A megelőző évtizedekből fakadó hagyományok a jegybank általi bankfelügyelet mellett szólnak, és inkább az 1980-as évek óta terjed a központi banki függetlenség erősítése és a monetáris politika célrendszerének tisztítása jegyében az a megoldás, amely szerint a bankok (valamint a biztosítók, brókercégek, egyéb pénzügyi vállalkozások) felügyelete kormány szerv feladata. Azonban elméleti és praktikus szempontok alapján kimondható: olyan országban lehet sikerrel ellátni kormányzati intézménynél az ellenőrzés feladatait, ahol a közszolgálat szakmai és etikai szintje magas, a kormányzati fizetések kellően vonzóak a pénzügyekben jártas szakemberek megtartásához, a felügyeleti munkát nem szövik át napi politikai szempontok. Sok fejlődő országban, volt tervgazdaságban, de a fejlett világ számos országában is könnyebb volt megteremteni a bankfelügyeleti munkához szükséges szakmai, ismereti és bérezési előfeltételeket a központi banknál, amely rendszerint nagyobb presztizsű intézmény volt, mint a napi politikának jobban kitett pénzügyminisztériumnál illetve egyéb kormány szervnél.

Hasonló indokok alapján azonban a *devizasabályozásnak* is jobb a helye a központi banknál (már ameddig és amilyen mértékben fennmarad a folyó- és tőke műveletek hatósági ellenőrzése és szabályozása), amint ez így is volt számos európai és Európán kívüli államban. De hasonló érvek szólnak a *pénzforgalom* lebonyolítása, ellenőrzése ügyében is a központi bank szerepvállalása mellett (holott a pénzforgalom intézése és ellenőrzése egy másik logika alapján történhet az államkincstár keretein belül is). A bankok és az állami intézmények *számlavezetése* szintén hasonló terület: sok szakmai érv szól a központi bank feladatvállalása mellett. Ami *pénzügyi statisztika* gyűjtését és feldolgozását, a *makrogazdasági elemzést és kutatást* illeti, a központi bankok ideális helynek számíthatnak az adatok rendelkezésre állása, a nemzetközi kapcsolatrendszer gazdagsága, a pártpolitikától való távolság, és nem utolsó sorban a vonzó keresetek miatt.

Amint látható a megelőző példálózó felsorolásból, nagyon sok olyan lényeges társadalmi feladat adódik, amelynek ellátására a központi bank alkalmasabb intézménynek látszik, mint akár az államigazgatás, akár az üzleti banki szektor, vagy a nem-kormányzati szektor. Együttvéve azonban nyilvánvalóan túl sok lehet a feladatokból a központi banknál; innen is eredeztethető a törekvés maguktól az érintett központi bankoktól, és nyilván a kormányzati oldal részéről is, a jegybanki profilok tisztítására.

A jegybanki státusz felértékelődését hozhatja a politikai bizonytalanságok megnövekedése, és az államok pénzügyi zavarainak kiéleződése. Még kiforrott demokráciákban, de különösen a volt tervgazdaságokban („tranzíciós” országokban), valamint a fiatal demokráciákban, illetve kevésbé stabil politikai intézményi viszonyok közepette bárhol, a központi bank és annak felső vezetése – átmeneti jelleggel – *politikai tényezővé* válhat. Olyan országokban, amelyeknek a (párt-)politikai elitje nem élvez stabil társadalmi támogatást, vagy ahol a belső politikai dinamika a pártok kölcsönös blokkolásához vezet, feltűnő gyakorisággal fordul a figyelem a nemzeti bank elnökéhez, felső vezetőihez. Központi banki elnöki, felső vezetői háttér jó ajánlólevél a magas politikába való belépéshez Olaszországban, de Európában máshol is: volt arra példa az 1990-es évtizedben Csehországban, Romániában, Észtországban, hogy a hivatalban levő vagy korábbi jegybankelnök ügyvezető, átmeneti vagy tartós miniszterelnöki megbízást nyerjen.

A központi bankár mint felső szintű politikus – ez természetesen kivételes és egyéni körülményektől függő jelenség, de viszonylagos gyakorisága azzal kapcsolatos, hogy olyan *nemzeti intézményről* van szó, amely szorosan kapcsolódik a kormányzati folyamatokhoz, anélkül azonban, hogy - ha a jegybanki függetlenség bizonyos minimuma a valóságban érvényesül – belesüllyedne a napi politika zavaros viszonyaiba. Pénzügyileg válságos időkben pedig különösen felértékelődik a gazdasági, pénzügyi szaktudás.

A központi bank vázolt státuszából és intézményi viszonyaiból fakadóan teljesen érthető, hogy a *makroprudenciális feladatok* ellátásában minden országban valamiképpen ki kell vennie a szerepét. A válság előtti európai gyakorlat alapvetően a *pénzügyi stabilitás* fogalma alá vonta a jegybank ilyen irányú tennivalóit; a pénzügyi stabilitásért viselt felelősség megjelenik a központi bankok statútumaiban, a központi bankok ez irányú tevékenységét tükrözi a 'stabilitási jelentés' címen kiadott rendszeres kiadvány.

Azonban itt nyilvánvaló érdekkonfliktus is felléphet, hiszen zavar esetén a pénzügyi rendszer védelme érdekében fellépő központi bankot hirtelen választás elé állíthatja az élet: makroprudenciális szerepvállalása keretében olyan mértékű likviditást kellene teremtenie, amely ellentmond az árstabilitás fenntartására vonatkozó elsődleges feladatának. Ha rendszerkockázatot hordoz egy vagy több kereskedelmi bank illiquiditása vagy különösen inszolvenciája, akkor az állam (a társadalom nevében, attól nyert felhatalmazás birtokában, vagy azzal szembeni elszámolási kötelezettsége keretében) beavatkozhat, áthárítva az intervenció költségeit az adófizetőkre vagy/és a következő generációra, ám egy ilyen döntést a központi bank nem hozhat meg a saját jogi státuszában. Ez a példa jelzi a központi banki makroprudenciális feladatvállalás határait.

Mivel a központi bank kimaradni sem tud a pénzügyi rendszerkockázatot hordozó döntések meghozatalából, de a fentiek értelmében át sem vállalhatja az állami intervenció felelősségét és költségeit, csak a konstruktív együttműködői szerep marad. Ezt fejezik ki az európai szinten és a tagállamok szintjén ám igen eltérő konkrét intézményi formában megvalósuló funkciómegosztások. *Következésképpen a következő évek egyik nagy gyakorlati pénzügyi kérdése az lesz, hogy miként teremthető meg a fenntartható és világos egyensúly a központi bank elsődleges szakmai rendeltetése (nevezetesen: árstabilitás) és másodlagos (társfelelősségi) makroprudenciális szerepvállalása között.* A nemzetközi ajánlások jelzik az új normát; azonban a monetáris politikai gyakorlat megelőző évtizedei megmutatták, hogy hosszú idő szükséges az intézményi rend kialakulásához és a szükséges reputáció megszerzéséhez.

### *Hivatkozások*

- Brunnmeier, Marcus, Andrew Crocket, Charles Goodhart, Avinash Persaud, and Hyun Shin (2009): The Fundamental Principles of Financial Regulation. *Geneva Reports on the World Economy*. 11. CEPR
- Committee on the Global Financial System (2010): Macroprudential Instruments and Frameworks: a Stocktaking of Issues and Experience. *CGFS Publications* No. 38.
- Gerlach, Stefan, Alberto Giovannini, Cédric Tille, and José Viñals (2009): “Are the Golden Years of Central Banking Over? Voxeu.org. See: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3776>
- González-Páramo, José Manuel (2011): The banking sector towards the „new normal” – some considerations. BIS central bankers’ speeches
- IMF (2010): Central Banking Lessons from the Crisis
- IMF Independent Evaluation Office (2011): IMF Performance in the Run-up to the Financial and Economic Crisis: IMF Surveillance in 2004-07.
- Mohanty, Deepak (2011): Lessons for monetary policy from the global financial crisis – an emerging market perspectives. BIS central bankers’ speeches
- Moody’s Investors Service (2008): Sovereign Bond Ratings.
- Moreno, Ramon (2011): Policymaking from a „macroprudential” perspective in emerging market economies, *BIS Working Papers* No 336
- Nier, Erlend (2009): Financial Stability Framework and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. *IMF Working Paper*, 09/70

\*

dke@southeast-europe.org  
www.southeast-europe.org

© DKE 2011.

Figyelem! Kedves kutató! Ha erre a tanulmányunkra hivatkozik, vagy idézi annak egy részét, kérjük, küldjön erről egy email-t a főszerkesztő részére a dke@southeast-europe.org címre. A tanulmányt a következőképpen idézze: Bod Péter Ákos: A központi bankok és a pénzügyi rendszer szabályozása - szubjektív áttekintés. *Délkelet-Európa – South-East Europe International Relations Quarterly*, Vol. 2. No. 7. (2011 őszi) pp 1-5.

Együttműködését köszönöm. A főszerkesztő