

Kecskés András

Az amerikai jegybank tevékenységének szerepe a 2007-2009-es gazdasági válság kialakulásában¹

A pénzügyi rendszer stabilitása szempontjából fontos, hogy a monetáris hatóságok megfelelően éljenek a rendelkezésre álló jogi keretekkel, a jogalkotó pedig biztosítsa számukra az ehhez szükséges mozgásteret. Ezen a területen kiemelt szerepet kap az Egyesült Államok jegybankja, a FED bank, a cikkben szereplő tanulmány célja a FED szerepének áttekintése, amely az Egyesült Államokban kialakult árnyékbankrendszer további térnyeréséhez vezetett.

BEVEZETÉS

A naprakész szabályozás kiemelkedően fontos e területen, hogy lépést tudjon tartani az *árnyékbankrendszer* dinamikus pénzügyi innováción alapuló eszközrendszerével. Az *Amerikai Egyesült Államok* az *árnyékbankrendszer* bölcsője. De nemcsak az *árnyékbankrendszer* kialakulása, hanem annak megerősödése is sajátosan amerikai jelenség. A *2007-2009-es pénzügyi válság* hátterében ugyanis jelentős *árnyékbankrendszeri* aktivitás húzódott. A pénzügyi válság megmutatta, hogy e jelenség a jogrendszer számára is alkalmazható definiálására elengedhetetlen szükség van a hatékony beavatkozás érdekében. Az *árnyékbankrendszeri* működés felismerése az átfogó válságok megelőzését segítheti azzal, hogy átláthatóbbá válhat bankrendszer működése és csökkenhetnek a rendszerszintű kockázatok a piacon. Nagyban megnehezíti e jelenség definiálását azonban, hogy az *árnyékbankrendszer atipikus* jellege mellett *amorf* struktúrával is rendelkezik. Egy olyan folyamatosan változó alrendszerrel van szó, amelynek egyes formái elszigetelten és rendszerszinten egyaránt működőképesek, illetve a háttérben meghúzódó *mikro- és makroszinten* azonosítható érdekek függvényében változnak. Amennyiben a szabályozási környezet nem képes követni az *árnyékbankrendszer* által indukált kockázatokat, akkor a jogalkotóval szemben több irányból is jelentős elvárások jelentkezhetnek a szabályozás korszerűsítése érdekében (Lentner, 2013). Az állam részvétele a gazdasági folyamatok alakításában meglehetősen összetett tevékenységi kört foglal magába, amely kiterjedhet a szűkebb értelemben vett monetáris politikán kívüli szereplőkre is, például az állami beavatkozás segíthet a jogalanyoknak a fogyasztóvédelmi megfontolások hatékonyabb érvényesítésében, vagy a befektetők védelmében (Bencsik, 2012:27)

A tanulmány célja a FED szerepének áttekintése, amely az Egyesült Államokban kialakult *árnyékbankrendszer* további térnyeréséhez vezetett.²

A FED SZEREPTÉVESZTÉSE – A FED PUT

Az *Egyesült Államok jegybankjának* (*Federal Reserve Board – FED*) számos esetben nyújtott segítséget nagy pénzügyi konglomerátumoknak akár közvetlen, akár közvetett formában. Ehhez legfőbb eszközei a monetáris szabályozás³ által lehetővé tett kamatsökkentési és eszközvásárlási programok voltak. Abban az esetben, ha a likviditás csökkenése már a rendszer működését veszélyeztette, a FED megsegítette a pénzügyi intézményeket. Ebből következően a piacon az a felfogás terjedt el, hogy a FED a pénzügyi intézmények legnagyobbjait mindig kimentti a bajból. A magabiztosság alapját képező plasztikus angol „*too big to fail*” megjelölés, kiválóan tükrözte e nézőpontot, hiszen a szó szerinti jelentése a következő: túl nagy a bukáshoz.

Szintén ezt a nézőpontot erősítette a *Greenspan-put*⁴ néven elhíresült biztonsági háló. A gyakorlatban a FED mindig beavatkozott a pénzügyi piacok recesszív időszakában, így csökkentve a veszteségeket. Ebben az időszakban az Egyesült Államok pénzügyi rendszere privatizálta a profitokat és a társadalmat terhelte a veszteségekkel. A nyereség ugyanis minden esetben a pénzügyi vállalkozásokat gazdagította, a veszteségeket pedig a monetáris politika végső finanszírozói, az adófizetők állták. Amikor a veszteségek mértéke meghaladta a pénzügyi vállalkozások fedezetét, akkor lépett közbe a *jegybank* (Lentner et al, 2015) és megvásárolta *toxikus*⁵ *eszközöket*, ha ez sem segített, ahogy 2009-ben sem, a költségvetés újra feltőkésítette a pénzügyi intézményeket, ami nem igényelt előzetes tőkeemelés a tulajdonosaik részéről. Következésképpen a sikeres ügyletek nyeresége a befektetési és kereskedelmi bankokat illette, ugyanakkor a jelentős veszteségeket okozó válságok költségei közvetve az adófizetőket terhelte. Így történt ez az Egyesült Államok *takarékszövetkezeti válsága* (*Savings and loans crisis* 1986-89), az *Öböl-háború* (1990-91), a *Mexikói-válság* (*Tequila-válság néven is közismert valutaválság* 1994), a *Dél-kelet ázsiai valutaválság* (1997-1998), a *dot-com krízis* (2000-2001) és a *másodlagos jelzáloghitelpiaci válság* (2007-2008), valamint az azt

követő globális pénzügyi válság során is. Valamennyi esetben az állam és/vagy a jegybank közvetlenül lépett közbe a bizalom helyreállítása érdekében.

A FED elnökének, *Alan Greenspan*nek a piac működéséről alkotott elképzelése meghatározó volt az *árnyékbankrendszer* és a *hagyományos bankrendszer* viszonyában is. Álláspontja az volt, hogy a piaci szereplők egyre nagyobb mértékben képesek az önszabályozó feladatok ellátására, így a *dereguláció* célja egyértelműen az önszabályozás felgyorsítása volt (FCIC, 2011:56). Greenspan nézőpontja szerint az önszabályozás megfelelő választ kínált az *árnyékbankrendszer* kihívásaira is. *Mikroszinten* tehát a megfelelő tőkeerővel rendelkező és prudens vezetők által irányított nagy kereskedelmi bankok a szabályozás fellazítása ellenére is képesek teljes körűen kezelni az *árnyékbankrendszerben* felmerülő problémákat. A gyakorlat azonban ennek ellenkezőjét igazolta. Például a *pénzügyi intézmények* vezetői még a 2007-2009-es globális pénzügyi válságot sem saját forrásokkal és hatékony intézkedésekkel próbálták meg kezelni, hanem felelőtlenül bíztak a FED korlátlan pénzteremtő képességében és hajlandóságában. A bankrendszer-szintű problémák megoldása tehát *Greenspan* várakozásaival szemben nem *mikro-*, hanem *makroszinten* került megoldásra a FED hatékony beavatkozásának köszönhetően.

A FED és a piaci szereplők másik nagy tévedése az volt, hogy úgy gondolták, az *árnyékbankrendszerből* eredő kockázatok elhatárolhatók a pénzügyi rendszer más – rendszerszintű – kockázataitól. Emiatt a *befektetési bankok* bátrabban kockáztatták tőkéjüket bízva abban, hogy a FED szükség esetén megsegíti őket, vagy erre ösztönöz más piaci szereplőket.⁶ Az Egyesült Államok öt nagy befektetési bankja közül kettőnek, a *Bear Stearns* bukása⁷ és a *Lehmann Brothers* csődje⁸ majd későbbi felvásárlása is a FED egyetértésével, illetve koordinálásával történt, bár ezek a tranzakciók jellemzően nem a monetáris politika részei, hanem tőkepiaci tranzakciók voltak valójában.⁹

NÖVEKVŐ MORÁLIS KOCKÁZATOK

2006 és 2014 között *Ben Bernanke* töltötte be a FED elnöki tisztségét. A pénzügyi szakirodalom, amely a *Greenspan put* jelenségkörével kapcsolatban *erkölcsi kockázatról*¹⁰ (*moral hazard*) beszélt, *Bernanke* FED elnöksége idején már *Bernanke put* elnevezést is használt a jelenség megnevezésére. Ez a kockázat abban az esetben jelentkezett, amikor az eszközárak olyan szintre emelkedtek, melyet csak a *FED* beavatkozása által biztosított *kockázati prémium*¹¹ magyarázhatott. Ebben az esetben a befektetők arra számítanak, hogy a *FED* közbelépése vissza fogja terelni az eszközárakat a „normális” mederbe, vagyis egy olyan szintre, ahol már nem okoz pénzügyi válságot az alacsony eszközérték és azok kényszerértékesítése (Miller et al, 2001:2). Ebben a szerepkörben tehát már egészen új, a hagyományostól eltérő eszközöket is használt a FED mint ezt megelőzően első alkalommal tette a japán jegybank is 2001-ben. 2008-tól az amerikai jegybank a kamatcsökkentések mellett *mennyiségi lazításokkal* (*Quantitative Easing – QE*)¹² és *minőségi lazításokkal* (*Qualitative Easing*)¹³ is élt az eszközárak normalizálása érdekében. A problémát az okozza e rendkívüli monetáris eszközök (ún. lazítások) alkalmazása során, hogy a *FED* a jogszabályok által meghatározott¹⁴ klasszikus sze-


repét túllépi, vagyis nem azt biztosítja, hogy a piac kellő likviditás mellett működjön – szükség szerint akár az esetleges veszteségek leírása mellett is (Poole, 2008:72). Ellenkezőleg, a közreműködése útján támogatja a magasabb árszintek kialakítását és megvédi a kockázatos ügyletek *alanyait* (*originator*)¹⁵, *értékesítőit* és *újraértékesítőit* is a veszteségektől. Az erkölcsi kockázat végül így válik társadalmi veszteséggé, melyet a pénzügyi rendszer megmentése során kell megfizetni. Pontosan ez történt a *Fannie Mae* és *Freddie Mac* és az *AIG* számára nyújtott segítség folyósításakor is 2008-ban.

A *FED* védőháló szerepe első ízben 1998-ban domborodott ki, amikor a *LTCM hedge fund*¹⁶ számára szervezte meg az új források folyósítását. Ebben az esetben még nem került sor állami költségvetési források bevonására, de a veszteségeket nem is a magánbefektetők fedezték, hanem olyan pénztintézetek, melyeket a *FED* erre felkért. Bár az *LTCM fedezeti alap* tulajdonosai korábbi befektetéseik viszonylatában veszteségeket szenvedtek el e tranzakció során, a csődöt mégis sikerült elkerülniük. A jegybank szerepét betöltő *FED* lépése más szempontból is úttörő volt az *LTCM* megmentése során: nem a hagyományos bankrendszer egyik pénzügyi intézményét, hanem egy *fedezeti alapot* (*hedge fund*) mentett meg az összeomlástól. Ezzel közvetve az *árnyékbankrendszer* intézményeinek működését is legitímálta.¹⁷ E merész lépés megítélése 1998-ban már igen ellentmondásos volt, tekintettel arra, hogy a szabályozó és felügyeleti rendszerek eszközeinek gyengeségei az *orosz tőkepiaci válság* eseményei kapcsán akkor már felszínre buktak. Sőt, pontosan az *LTCM* bukást eredményező *orosz tőkepiaci válság* idején kezdtek kirajzolódni a később az *árnyékbankrendszer* néven ismertté vált transzformációs és befektetési modellnek a körvonalai.

ÖSSZEZÉS

A kormányok a jövőben kerülni fogják az olyan megoldásokat, amelyek a piaci alapon működő pénzügyi intézményeket fizetéképtelenségük esetén, akár csak átmeneti jelleggel is, az adófizetők pénzéből tőkésítik újra. Ezzel párhuzamosan a jegybankok is visszavonulót fújnak, eltávolodva a *Greenspan put* korábban uralkodó szellemiségétől.¹⁸

LÁBJEGYZET

-  AZ EMBERI ERŐFORRÁSOK MINISZTERIUMA ÚNKP-17-4-IV KÓDSZÁMÚ ÚJ NEMZETI KIVÁLÓSÁG PROGRAMJÁNAK TÁMOGATÁSÁVAL KÉSZÜLT
- A *dereguláció* során az állam jogalkotóként csökkenti a szabályozás intenzitását és így a jogalkalmazói szerepben is kisebb lesz a beavatkozási lehetőség az adott iparágban. A cél ezzel a *verseny intenzitásának* növelése, hiszen ezzel feltételezhetően csökkennek a *dereguláció* hatására az iparágba történő belépés és a folyamatos működés járulékos költségei. Ezzel több versenytárs léphet fel az adott iparágban kialakítva ár- vagy költség vagy szolgáltatási színvonal versenyt. A pénzügyi szektor mellett a légi közlekedés, a telefonos szolgáltatások, valamint az energiaszolgáltatók terén volt jelentős *dereguláció* a XX. században az Egyesült Államokban.

- ³ A monetáris politika gyakorlati végrehajtásához használt széles körű lehetőségeket összefoglalóan *monetáris eszköztárnak* nevezzük. Az eszköztár két részből áll attól függően, hogy mennyiben építenek a bankközi piacok működésére. A *direkt eszközök közvetlen szabályozási beavatkozással hatnak* a betéti és hitelkamatokra. E beavatkozás módja lehet a legkisebb betéti és a legmagasabb hitel kamat meghatározása. Az *indirekt eszközök* alkalmazására a jegybank piaci szereplőként történő beavatkozásával kerül sor. Ehhez hatékonyan működő pénzügyi piacokra van szükség. Az indirekt eszközök közé tartoznak a nyílt piaci műveletek, a különböző értékpapírok vásárlása vagy eladása (végleges ügylet, csere- vagy repoügylet), a rendszeresen kiírt betéti tendereke és kötvény aukciók és a kötelező tartalékráta szabályozása. Az eszköztár elemei a rövid futamidejű kamatokra hatnak és céljuk az árstabilitás biztosítása. 2017-ben (Portfolio, 2016).
- ⁴ A *put* egy eladási opció, amely lehetőséget biztosít arra, hogy áresés esetén korlátozza a további veszteséget azzal, hogy a tulajdonosának joga van egy előre rögzített áron értékesíteni a szerződés tárgyát képező terméket. Mivel a *put* (eladási) opciónak veszteség mérséklő szerepe van, a piac mint metaforát használta *Greenspan* beavatkozásaira, noha azok ténylegesen sem opciók, sem konkrét pénzügyi eszközök nem voltak, hanem csak a monetáris politika útján fejtették ki hatásukat.
- ⁵ *Toxikus vagy mérgező pénzügyi eszköz* egy olyan befektetés, mely az adott portfólió értékét jelentősen csökkentette azzal, hogy nagyon alacsony megtérülést és jelentős tőkevesztést hordozott magában. Mivel a pénzügyi eszközöket a piaci értékükön kell jellemzően nyilvántartaniuk a befektetési szolgáltatóknak, egy ilyen eszköz nagy mennyiségű birtoklása a szolgáltató teljes tőkéjét is felémésztheti.
- ⁶ Utóbbira példa az *LTCM hedge fund* 1998-as, a *FED* által koordinált megmentése.
- ⁷ A New Yorki *FED* 2008 március 13-án csütörtökön 12,9 milliárd USD hitelt nyújtott a JP Morgannek, a Bear Stearns letétkezelőjének az átmeneti likviditási nehézségeinek csökkentésére és a repo piac likviditásának fenntartására. Pénteken március 14-én a *FED* közölte a Bear Stearns első számú vezetőjével Alan Schwartz-cal, hogy a hétvégét követően már nem áll a JP Morgan rendelkezésre a 12,9 milliárd USD hitel. Ezt követően tett ajánlatot a JP Morgan 2 USD árfolyamon a pénteken még 30 USD árfolyamon jegyzett Bear Stearns részvényeire. (FCIC, 2011:289-290).
- ⁸ Ben Bernanke *Fed* elnök és Henry M. Paulson Jr. pénzügyminiszter a Bear Stearns menedzselte csődje és a Fannie Mae és Freddie Mac állami jelzáloghitelintézetek megmentése után a Lehmann Brothers esetében már nem akarta az adófizetők további pénzét kockáztatni, hiszen már ezekben a napokban (2008. szeptember 14.) egyértelművé vált, hogy az AIG (American Insurance Group) a legnagyobb amerikai biztosítótársaság megmentésére is hamarosan sor fog kerülni – ismételt állami beavatkozással (Sorkin, 2008).
- ⁹ Ebből a szempontból érdekes, hogy 2008 őszén a tőzsdék összeomlása nem a *Bear Stearns* bukása után történt, hanem annak hatására, amikor az *Egyesült Államok pénzügyi vezetői* – élükön a pénzügyminiszterrel és a *FED* elnökével – bejelentették, hogy *nem számítottak arra, hogy a jelzálogválság ilyen hatású és mélysgű lesz* és ennek következményeként nem is készültek fel annak kezelésére.
- ¹⁰ Az *erkölcsi kockázat* (*moral hazard*) az a kockázat, mely úgy valószínűsül meg, hogy a felek már a szerződést is rosszhiszemű szándékkal kötötték meg vagy a szerződéshez szükséges információk közül nem megfelelő vagy félrevezető információval látták el a másik felet és a szerződés aláírását követően a szerződésben tartalmától eltérően viselkednek. A leggyakrabban a hitelszerződések esetében fordul elő az *erkölcsi kockázat*. A közgazdaságtanban az *erkölcsi kockázat* azt jelenti, hogy az egyik fél a másik fél terhére vállal túlzott kockázatot. Ez úgy is megvalósulhat, ha az egyik fél tevékenységeinek hatására a másik fél pénzügyi pozíciója gyengül egy tranzakciót követően.
- ¹¹ A *kockázati prémium* az a százalékos mérték, amennyivel a befektető a vállalt magasabb kockázatért magasabb hozamot vár el az adott pénzügyi eszközbe történő investíció során. E *kockázati prémium* a kockázatmentes hozamhoz viszonyítva kerül meghatározásra. A kockázatmentes hozam a három hónapos diszkontkincstárjegy évesített hozama. Amennyiben a három hónapos diszkontkincstárjegy hozama egy százalék, akkor egy 1,5 %-os hozamú vállalati kötvény 0,5 % kockázati prémiumot tartalmaz.
- ¹² A *mennyiségi lazítás* (*Quantitative Easing – QE*) egy olyan nem konvencionális monetáris eszköz, amit egy jegybank akkor alkalmaz, amikor zéróhoz közeli jegybanki alapkamatszint mellett a gazdaságnak további stimulációra van szüksége. Ezt úgy tudja elérni az adott *monetáris hatóság*, hogy államkötvényeket vagy vállalati kötvényeket vásárol a kereskedelmi bankok portfóliójából vagy az értékpapírpiacra, ezzel tőkeinjekciót biztosít a bankok vagy eladók számára arra ösztönözve őket, hogy növeljék a hitelkihelyezéseiket. A rendelkezésre álló olcsó hitelek így a vállalkozások számára biztosítanak többletforrást, ami egyúttal az új munkahelyek megteremtésével hatással lehet a fogyasztás növelésére. A *Japán jegybank* alkalmazta először ezt az eszközt a 2001 márciusában. A 2007-2008-as pénzügyi válságot követően 2008 novemberében már elindította a *FED* az első mennyiségi lazító programot. Ezt követően az angol jegybank 2009 márciusában majd az *Európai Központi Bank* 2009 májusában indította el az eszközt alkalmazását. Japán 2014-ben már a negyedik eszközvásárlási programját kezdte meg. A *FED* 2012-ben már harmadszor alkalmazta ezt a monetáris eszközt. 2015-ben az *Európai Központi Bank* újabb mennyiségi lazításban kezdett.
- ¹³ A *minőségi lazítás* során a monetáris hatóság a hagyományos állampapír vásárlások mellett *minőségében kockázatosabb* vállalati és az egyéb, például jelzálogfedezetű értékpapírok vagy részvények vásárlását is megvalósítja monetáris politikai eszköztárából. Az Egyesült Államok jegybankja a *FED* jelzálogfedezetű értékpapírokat vásárolt a 2007-2009-es pénzügyi válságot követően, míg a *Japán* és a *Kínai jegybank* részvényvásárlásokat eszközölt az állampapír vásárlások mellett a válságból történő kilábalás érdekében.
- ¹⁴ 12 USC 225a. Lásd még <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section2a.htm> (2017.03.06)

- ¹⁵ Az originator magyarul leginkább a kezdeményezőként fordítható le. Azonban jelentése ennél jóval szélesebb körű: egy hitel vagy értékpapír ügylet előkészítésében vesz részt a felek összeismertetésétől az ügylet aláírásáig és a hitel folyósításáig vagy az értékpapírügylet lebonyolításáig bezárólag. A hitelek esetében Magyarországon ilyen szerepet töltenek be hitelközvetítő ügynökök, míg a nemzetközi gyakorlatban az értékpapírkibocsátások során pedig a befektetési bankok. A hitelközvetítők jutaléka a folyósítás összegének meghatározott része vagy az ügyfél által fizetett jutalék. A befektetési bank a kibocsátás szervezéséért a jegyzési garanciáért jutalékot kap, a jegyzés során számukra opciós szerződés alapján allokkált vagy a jegyzési garancia lehívása során a befektetési bank tulajdonába került értékpapírok árfolyamnyeresége pedig tovább növelheti a bevételét. A subprime hitelek esetében a hitelek folyósítását követően az originátor, amely ekkor számos esetben befektetési bank volt, az Egyesült Államokban értékpapírosította az így létrejött jelzáloghitel-portfóliót és azonnal a piacon értékesítette is azt a már előre egyeztetett intézményi befektetői körben.
- ¹⁶ A *hedge fundok* történetének legemblematikusabb és egyben legjelentősebb eseménye a *Long-Term Capital Management L.P. (LTCM)* elnevezésű alapkezelő által kezelt Long-Term Capital Portfolio L.P bukása. Ezt a *hedge fundot* Nobel-díjas matematikus közgazdászok (Robert Cox Merton (1944 -) Harvard University és Myron Samuel Scholes (1941-) Stanford University professzorai alapították 1993-ban. A két közgazdász professzor 1997-ben közgazdasági Nobel-díjat kapott a származékos ügyletek értékének meghatározó modell kidolgozásáért. Egy olyan stratégiát kívántak megvalósítani, amivel nagyon kis árfolyam-különbség mellett meghatározott arbitrázs lehetőségeket is ki tudták volna használni. Ezt az elgondolást más szóval kvantitatív stratégiának is nevezük. Az alap az *Európai Unióban* a különböző tagállamok által kibocsátott kötvények kamatkülönbözeteit használta ki a matematikai *konvergencia elmélet* alapján. Azonban ez a stratégia két alapfeltételezésre épült, mégpedig a tartósan alacsony *volatilitás* és *magas likviditás* tételeire. Azonban kis kamatkülönbözetek mellett csak magas tőkeáttétel biztosíthatnak nagy hozamtömeget. Ezért a *hedge fund* a saját 4,8 milliárd USD tőkéjével 120 milliárd USD összegű hitelt is felvett, azaz a saját eszközök huszonötszörösét tette ki a befektetési volumen, ami a külső források szokatlanul magas arányára utalt. Mivel azonban a társaság ezt a befektetési tőkét tőkeáttétel alkalmazásával megnövelte, az alap *névéleges kitétsége* 1200 milliárd USD-re rúgott. Ez a gazdasági modell az 1998-as orosz tőkepiaci válság kirobbanásáig bizonyult életképesnek.
- ¹⁷ 1998 őszén, az *LTCM hedge fundnak* az orosz tőzsdeválság hatásaként a hitelező bankok felé esedékes 120 milliárd USD összegű hitelét kellett volna visszafizetnie. Ahhoz, hogy a meglévő pozíciók mégse kerüljenek kényszer-értékesítésre és így a pénzügyi rendszer likviditása ne kerüljön veszélybe, 1998. szeptember 19-20-án, – hétvégén – a FED tizennégy *pénzügyi bevonásával* likviditási hitelt szervezett az *LTCM* részére.

- ¹⁸ Ezek a megállapítások a nem befektetési szolgáltató pénzügyi intézetekre helytállóak. Az *Egyesült Államokban* 1970. évi törvény az értékpapír befektetők védelméről szóló (Securities Investor Protection Act of 1970) 9. szakaszának (a) bekezdése ugyanis 500.000 USD összegig biztosítja az ügyfeleket, azoknál a befektetési szolgáltatóknál, akik tőzsdetagok és az Egyesült Államok Értékpapír és Tőzsd felügyeleténél (SEC) regisztráltatták magukat. *Európában* a befektető-védelmi rendszer a betétbiztosításhoz hasonlóan minimum 30.000 és maximum 100.000 EUR-nak megfelelő összeghatárig védelmet nyújt az értékpapírokat jegyző (vagy vásárló) ügyfelek részére. Abban az esetben, ha ehhez nem áll megfelelő nagyságú tőke a befektető-védelmi rendszer rendelkezésre, akkor a költségvetés és így közvetve az adófizetők fizetik a felmerülő költségeket. Mint ahogy az a 2015-ös magyarországi brókerbotrányok kárpótlása során is történt két kibocsátó bróker cég esetében és 2016. január elsejétől egységesen minden befektetési szolgáltatóra vonatkozóan 100.000 EUR-nak megfelelő HUF összeg erejéig.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- BENCSIK András (2012): A versenyjog szerepe a fogyasztói érdekek védelmében. JURA 2012. 2. sz. 27. old.
<https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section2a.htm> (2017.03.06)
- KILBORN, Peter T. (1988): 'Fresh Water' Economists Gain <http://www.nytimes.com/1988/07/23/business/fresh-water-economists-gain.html?pagewanted=all> (2017.03.02.).
- LENTNER Csaba (2013): A bankszabályozás tudományos rendszertana és fejlődéstörténete. In.: Lentner Csaba (szerk.) Bankmenedzsment: Bankszabályozás – pénzügyi fogyasztóvédelem. Budapest, Nemzeti Közszolgálati és Tankönyv Kiadó Zrt., 2013. 27-86. old.
- LENTNER Csaba – SZEGEDI Krisztina – TATAY Tibor (2015): A központi bankok társadalmi felelőssége Vezetéstudomány 46. évf. 2015. évi 9-10. szám 35-47. old.
- MILLER, Marcus; WELLER, Paul; ZHANG, Lei: *Moral Hazard And The U.S. Stock Market: Analyzing The "Greenspan Put"?* www.iie.com/publications/wp/02-1.pdf letöltve: 2017. 01.24) 2. old
- POOLE, William (2008): *Market bailouts and the FED* Federal Reserve Bank of St. Louis Review, March/April 2008, 90 (2), 72 old.
- PORTFOLIO.HU (2016): Valami újat talált ki a japán jegybank, de mire lesz ez elég? [Portfolio.hu](http://www.portfolio.hu/gazdasag/valami_ujat_talalt_ki_a_japan_jegybank_de_mire_lesz_ez_eleg.237622.html), 2016- 09. 21. http://www.portfolio.hu/gazdasag/valami_ujat_talalt_ki_a_japan_jegybank_de_mire_lesz_ez_eleg.237622.html (2017.03.06.)
- SORKIN, Andrew Ross (2008): Lehman Files for Bankruptcy; Merrill Is Sold, The New York Times, 2008. 09. 14. <http://www.nytimes.com/2008/09/15/business/15lehman.html> (2017.03.08.)
- THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION of the United States of America (2011): *The Final Report on the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* The Financial Crisis Inquiry Report, Official Government Edition Submitted by the Financial Crisis Inquiry Commission Pursuant to Public Law III-21 January 2011 56. oldal