

TERTÁK ELEMÉR

# EU-tagságunk tíz éve a pénzügyi szektor perspektívájából

„Európa válságokban alakul, és az ezen válságokra adott megoldások összege lesz.”

Monnet [1976]

A 2004-ben belépő kelet-közép-európai országok egy merőben más Európai Unióhoz csatlakoztak, mint amilyenbe a felvételüket kérték: többek között gyors ütemben előrehaladt a pénzügyi integráció, és néhány magországban bevezették az eurót. A csatlakozást megelőző és az azt követő években nagy tömegű tőke áramlott térségünk országai-  
ba, gyors ütemű gazdasági növekedést generálva. Ez a növekedés azonban – különösen a 2008–2009-es nemzetközi pénzügyi válság következtében – fenntarthatatlannak bizonyult. E tanulmány pénzügyi-szabályozási szemszögből azokat az intézkedéseket tekinti át, amelyeket az Európai Unió intézményei, illetve tagállamai hoztak a válság hatásainak elhárítására, és megvizsgálja, vajon az EU kialakulóban lévő új gazdaság-irányítási modellje, az újfajta *economic governance* képes lesz-e visszavezetni a tagállamokat a fenntartható növekedés pályájára. Mottóként az „Európa atyjaként” is emlegetett államférfitől származó olyan idézetet választott a szerző, amely egy mondatban fejt ki, hogy miként fejlődik az európai integráció. Jean Monnet gondolata frappáns válasz mindazok aggodalmára, akik a közelmúlt pénzügyi válsága, illetve néhány tagállam szuverén adósságválsága miatt túlzottan sötétben látják az Európai Unió jövőjét.\*  
Journal of Economic Literature (JEL) kód: F36.

## A kezdetektől a 2008–2009-es válságig

Amikor tíz esztendeje az Európai Unió tagjává vált Magyarország, akkor egy minőségileg más szervezethez csatlakozott, mint amelyikbe 1994-ben a felvételét kérte.<sup>1</sup> A tíz esztendő során ugyanis az EU kibővült Ausztriával, Svédországgal és Finnor-

\* A tanulmányban foglaltak kizárólag a szerző személyes nézeteit tükrözik, és nem tekinthetők az Európai Bizottság hivatalos állásfoglalásának.

<sup>1</sup> Az első körben csatlakozó tíz új országgal a tárgyalások a 2002. decemberi koppenhágai csúcstalálkozón zárultak le, amikor véglegesítették azokat a nyitott költségvetési vonzatú megállapodásokat, amelyek a legnagyobb vitákat okozták a tagállamok és a tagjelöltek között. A „Koppenhágától Koppenhágáig” jelszó végül sikeresnek bizonyult, mivel az Európai Tanács december 12–13-ai koppenhágai ülésén a tagfelvételi tárgyalások sikeresen befejeződtek.

2003. április 12-én Magyarországon népszavazást tartottak az EU-tagságról, amelyen a résztvevők 83,76 százaléka mondott igent az Európai Unióhoz való csatlakozásra. Az Országgyűlés ratifikálta a népszavazás eredményét, majd a 2003. április 16-ai athéni csúcsertekezleten Medgyessy Péter miniszterelnök a kilenc másik csatlakozó ország vezetőjével együtt aláírta a csatlakozási szerződést.

szággal; hatályba lépett a határok teljes lebontásáról szóló schengeni megállapodás és annak végrehajtási egyezménye, továbbá megkezdődött a belső piacnak a szolgáltatásokra és pénzpiacokra való kiterjesztése is. Ez utóbbinak fontos hajtóereje volt egyrészt az 1986. évi londoni pénzpiacra végbement „Big Bang” (dereguláció, elektronikus kereskedés bevezetése),<sup>2</sup> másrészt az 1989-re kikristályosodott washingtoni konszenzus is.<sup>3</sup> Az egységes piac 1992-ig történő megteremtésére az Európai Tanács 1985 júniusában – a Lord Cockfield belpiaci biztos által jegyzett fehér könyv nyomán – elfogadott egy programot, amelynek megvalósítása azonban a tervezettnél tovább tartott.

Az európai pénzügyi integráció fő állomásai a tőkemozgások liberalizációjáról szóló irányelv (1988), a második banki irányelv (1989) és a maastrichti szerződés (1992) voltak.

A tőkemozgások liberalizálásáról szóló irányelv 1990 júliusában vált hatályossá. A második banki irányelv 1993-ban lépett hatályba, és meghatározta a bankpiac integrációjának sarokköveit: a minimális harmonizációt, a kölcsönös elismerést és az anyaintézményi felügyelet (*home country supervision*) elvét. Ezek határozták meg az „egységes útlevelet”, amelynek alapján bármely EU-tagállamban engedélyezett bank szabadon nyithatott fiókokat bármelyik másik EU-országban, amelyek felett az anyaintézmény országa gyakorolja a felügyeletet. A maastrichti szerződés vetette meg az alapjait a közös valutának – amelyet 1999. január elsején vezettek be –, valamint az egységes bank- és pénzpiacnak. E politikai kezdeményezések eredményeként a tőke szabadon áramolhatott a határokon át, a pénzügyi szolgáltatók az Európai Unió minden tagállamában tevékenykedhettek, 11 tagállam pedig bevezette a közös valutát. A pénzügyi szolgáltatók 1999-ben elfogadott cselekvési terve (*Financial Sector Action Plan, FSAP*) újabb fontos állomást jelentett a pénzügyi szolgáltatások egységes piacának megteremtésében. A hat évre szóló program 42 intézkedés meghozatalát irányozta elő a pénzügyi szolgáltatások szabályozásának harmonizálására.

2000 márciusában a lisszaboni csúcstalálkozón – a globalizáció és az idősödő társadalom jelentette kihívásokra adandó válaszként – a tagállamok kormányfői elkötelezték magukat arra, hogy az Európai Uniót 2010-re a „világ legversenyképesebb és legdinamikusabb tudásalapú gazdaságává” teszik. A 28 fő célkitűzést tartalmazó és 120 köztes célt meghatározó stratégia egyik kulcseleme az európai egységes tőkepiac megteremtése volt. Ezzel a beruházásokat és a növekedést kívánták serkenteni abból a célból, hogy az európai vállalatok versenyképes feltételekkel juthassanak tőkéhez,

<sup>2</sup> Nigel Lawson, a Thatcher-kormány pénzügyminisztere 2010-ben a BBC egyik elemző műsorában kifejtette, hogy a 2007–2012 közötti globális pénzügyi válság nem szándékolt következménye volt a Big Bangnek. Azt mondta, hogy az Egyesült Királyság befektetési bankjai, amelyek korábban nagyon óvatosan bántak a rájuk bízott pénzzel, egyesültek a New York-i főutca (*high street*) bankjaival, és elkezdték követni a vezető amerikai bankok példáját, amivel a betétesek pénzeit komoly veszélynek tették ki. 2011-ben Gordon Brown korábbi kormányfő pedig elismerte, hogy a bankszektor deregulációja révén a konzervatívokat leváltó munkáspárti kormány is hozzájárult a válság „megalapozásához” azzal, hogy nem vette észre, milyen szoros kölcsönös függésbe kerültek a bankok.

<sup>3</sup> A *washingtoni konszenzus* kifejezést John Williamson alkotta, eredetileg csak Latin-Amerikára vonatkoztatva. Később e feladatlistát más feltörekvő országok kapcsán is alkalmazták. „Hírhedt” azért vált, mert tíz pontja között a dereguláció és a liberalizáció jelentős szerepet kapott (*Naím* [2002], *Williamson* [2003], *Birdsall-de la Torre-Caicedo* [2010], *Fischer* [2012]).

és olyan befektetési lehetőségek teremődjenek az egész kontinensen, amelyek jobban megfelelnek az európai befektetők igényeinek.

A „magintegráció” előrehaladásának hátszelétől hajtva, s a délkelet-ázsiai, az oroszországi, majd a dotcom válságot gyorsan kiheverve, az európai pénzpiac dinamikus növekedésnek indult. Ennek köszönhetően már a csatlakozási folyamat során – megelőlegezve a felvételt – a kelet-közép-európai országokba, köztük Magyarországra nagy volumenű működőtőke áramlott részben privatizáció, részben zöldmezős beruházások révén. Mindezt serkentette a munkaerő kvalifikáltsága, a bérek szintjében fennálló jelentős különbség, a kulturális hasonlóságok, valamint a földrajzi közelség. A jelentős befektetések révén ezek az országok is bekapcsolódtak a globális ellátási láncokba (*IMF* [2013]). Ebben a folyamatban főleg a német és az amerikai vállalatoknak volt meghatározó szerepük, ugyanakkor a pénzügyi szektorban osztrák, olasz és belga bankok dominanciája alakult ki; a német és az amerikai bankok szerepvállalása viszont mérsékelt volt. (Francia bankok is érzékelhető jelenlétre, de nem vezető szerepre tettek szert, viszont a brit pénzügyintézetek – a befektetési banki üzletágot kivéve – nem is szereztek érdekeltséget. A Baltikumban svéd bankok szerepe volt meghatározó. Az úgynevezett perifériáról spanyol és portugál pénzügyintézetek Lengyelországban jelentek meg, míg a görög, majd később a ciprusi bankok a 2007-ben csatlakozó Romániában és Bulgáriában terjeszkedtek.)

A pénzpiacok erőteljes kelet-közép-európai aktivitását az úgynevezett haloeffektus serkentette,<sup>4</sup> ugyanis a kilátásokat a pénzpiaci szereplők gyakran jóval kedvezőbben ítélték meg annál, mint ami a fundamentumokból következett volna. Így például Magyarország hosszú lejáratú adósságainak hitelminősítése 2000-ben érte el eddigi legkedvezőbb szintjét, és azt 2003 közepéig megőrizte, holott az ország költségvetése 2002-ben közel 10 százalékos hiányt mutatott.<sup>5</sup> A tőke szabad áramlására vonatkozó OECD-kódex ajánlásait elfogadva, és a vonatkozó uniós irányelvet átvéve Magyarországon 2002. január elsejétől megszűnt a kötött devizagazdálkodás minden „maradványa”, és széles körben – köztük a lakosság számára is – lehetővé vált a devizahitelek felvétele. Minthogy Magyarországon és a legtöbb kelet-közép-európai országban az infláció üteme érzékelhetően magasabb volt az euróövezeti átlagnál (amit Magyarországon a magas költségvetési hiány még feljebb hajtott), a hitelkereslet pedig meghaladta a belföldi megtakarításokat, a nemzeti valutáknak magasabb volt a kamatlába. Ugyanakkor – részben a Balassa–Samuelson-hatás következtében is – a gyorsan növekvő export és a tetemes tőkebeáramlás hatására az euró árfolyama meglehetősen stabilan alakult. Így aligha meglepő, hogy több országban is nagy keletje lett az alacsony nominális kamatlábú devizákban felvehető hiteleknek, hiszen a látszólag „eltűnt” árfolyamkockázat mellett és az euró remélt viszonylag gyors bevezetése<sup>6</sup> miatt látszólagosan – de mindenképpen megtapasztalhatóan – vonzóvá tette

<sup>4</sup> A haloeffektus, vagyis a holdudvarthatás a szociálpszichológiából jól ismert jelenség, ami az elharmarkodott, egyoldalú ítéletalkotást írja le. Lényege: sokan felszínes benyomások alapján vonnak le következtetéseket egy adott személyre vagy jelenségre (általában tévesen). A szembetűnő tulajdonság holdudvarként homályosít el minden más tulajdonságot.

<sup>5</sup> Lásd: <http://www.akk.hu/object.298cc528-75b3-4738-91c0-0e2f2c978101.ivy>.

<sup>6</sup> „Az MNB 2001-ben a Magyar Köztársaság kormányával egyetértésben azt a célt tűzte ki, hogy 2006-ra felkészültté kell tenni a magyar gazdaságot az euró bevezetésére, azaz teljesíteni kell az úgynevezett koppenhágai és maastrichti kritériumokat.” (*MNB* [2007] 7. o.).

a devizában történő hosszú lejáratú eladósodást lakásvásárlás, spekulatív ingatlanbefektetések, sőt tartós fogyasztási javak vásárlása céljából is.<sup>7</sup>

Az olcsó külső finanszírozási lehetőségek hatására tehát nem csupán az államháztartás hiánya szaladt jóval a maastrichti kritériumok által szabott korlát (a GDP 3 százaléka) fölé – s növekedett meg emiatt az államadósság mértéke –, hanem jócskán megnőtt a magánháztartások hitelállománya is.<sup>8</sup> Ennek ellenére sem a költségvetési, sem a lakossági szektor adósságállománya nem haladta meg az EU átlagát (sőt a magánháztartásoké jóval elmaradt az uniós átlagtól), de a fizetési mérleg hiánya a gyors ütemű eladósodás miatt egyre nagyobb méretet öltött.<sup>9</sup>

A kelet-közép-európai országok bankjainak a hitelezésből és betétszerzésből származó bevételei 2000 és 2007 között évente átlagosan több mint 14 százalékkal nőttek, ami több mint háromszorosa volt a 4 százalék körüli világátlagnak. Néhány termék különösen jövedelmezőnek bizonyult: például a jelzáloghitelezésből eredő bevételek évente 50 és 100 százalék közötti mértékben emelkedtek, és így a tőkearányos jövedelem közel 100 százalékot ért el.

Mindennek fényében meglepőnek tűnhet, de a kedvező üzleti konjunktúra és a nagy befektetői optimizmus ellenére is csak néhány bankcsoport tudott kézzelfogható előnyöket elérni a térségben végrehajtott terjeszkedéssel. Elemzések szerint 2004 és 2007 között az átlagos értékteremtés<sup>10</sup> a régió vezető bankjainál mindössze 0,2 százalékot ért el, s 2009-re negatívvá vált. Ez az átlag azonban jelentős szórást tartalmaz: míg a legjobb eredményt elérő leánybankok 2004 és 2009 között évente 3,5 százalékos új értéket teremtettek, addig a legrosszabbul teljesítők évente 11,2 százalékos értékvesztést szenvedtek el. Ez a teljesítményparadoxon – gyors növekedés és vaskos árrés alacsony jövedelmezőséggel párosulva – nagyrészt annak a költséges működési modellnek tudható be, amelyet a bankok e régióban megvalósítottak.

Az értékesítési modellek többnyire a Nyugat-Európában kialakulthoz hasonlítottak ugyan, ám az ügyfelenkénti üzleti volumen Kelet-Közép-Európában töredék-

<sup>7</sup> A térség nemzeti valutáinak az euróhoz való erős „kötődése” ellenére a devizakölcsönökön belül néhány országban a svájcifrank-hitelek igen nagy részesedésre tettek szert. Külön meglepő, hogy Magyarországon a devizahitelek 56 százalékát svájci frankban denominálták, s az eurózonán kívül Magyarországon helyezték ki a legtöbb ilyen hitelt; ezek összege 2007 végén közel 10 százalékkal volt több, mint a jóval nagyobb Lengyelországban (*Brown és szerzőtársai* [2009]).

<sup>8</sup> Az euróövezet peremén – köztük a kelet-közép-európai országokban is – a gazdasági növekedés és a reálkamatok esése hatottak elsősorban a folyó fizetési mérleg alakulására. Ez a két tényező magyarázza ezekben az országokban a folyó fizetési mérleg változásának 36, illetőleg 47 százalékát, míg a magországi országokban mindössze 14 százalékát. Ezek a számok is azt támasztják alá, hogy az euróövezet perifériáján a növekvő külső egyensúlytalanságot 2008–2009-ig döntően a belföldi kereslet felfutása váltotta ki, amit az erősebb pénzügyi integráció és az általa lehetővé tett gyors ütemű külső forrásbevonás táplált. Az egyensúly megbomlásában a peremországok versenyképességének romlása csak kisebb szerepet játszott (*Sanchez-Varoudakis* [2014]).

<sup>9</sup> A be- és kiáramló jövedelmek egyenlege Magyarországon (a jövedelmek és a nem adóssággeneráló finanszírozás különbözete) 1996 és 1999 között pozitív volt, tehát több tőke áramlott be, mint amennyit kivittek az országból. 2000-ben és 2001-ben kismértékű pozitív és negatív egyenleg is előfordult, majd ezt követően az irányzat a visszájára fordult: a kiáramló jövedelmek minden évben meghaladták a beáramló jövedelmeket. 2003-ban rekordmértékű (több mint 4 milliárd eurós) deficit jött létre, s 2004-ben is valamivel több, mint 1,5 milliárd euró volt az ebből fakadó hiány.

<sup>10</sup> A befektetett tőke hozama csökkentve a tőkeköltséggel (*weighted average cost of capital, WACC*).

ke volt a nyugat-európai szintnek, a rendelkezésre álló jövedelmek pedig csak az egyötödét érték el. A legtöbb bank ráadásul országonként eltérő belépési stratégiát követett, gyakran alulméretezett és töredékes működéssel. Az anyabankok és a menedzsment figyelme elsősorban a helyi teljesítményre irányult, ami a potenciális szinergiáknak csak a korlátozott kiaknázását tette lehetővé. Mindemelllett a régió gazdasági konvergenciájával kapcsolatos várakozások túl optimistának bizonyultak. A 2008–2009-es pénzügyi válság pedig felszínre hozta az addig rejtve maradt teljesítményproblémákat, s rávilágított a bankok addig követett üzleti modelljének sebezhetőségére (*Dietz és szerzőtársai [2012]*).

A hitelezési volumen gyors felfutásával a dél-európai és kelet-közép-európai országok többségében „csendben” buborékok alakultak ki – mindenekelőtt az ingatlanpiacon. Ezért ezek az országok nem csupán „véttlen áldozatai” voltak a 2007-ben az Egyesült Államokban kibontakozott és 2008 szeptemberében a Lehman befektetési bankház bukása után az EU egészére is teljes erővel lesújtó gazdasági válságnak, hanem annak „tettetársaivá” is váltak. A 2004-ben csatlakozott tíz ország GDP-jének 3,6 százalékos éves, aggregált csökkenése 2009-ben alig tért el ugyan a fejlettebb EU-15-höz tartó országok 4 százalékos teljesítményromlásától, ám a több éven át tartó lendületes felzárkózási szakasz után ez a visszaesés sokkal fájóbb volt. (Emellett az összesített adat annyiban félrevezető, hogy azt a globális válságot meglehetősen jól átvészelő Lengyelország súlya felfelé „torzítja”.) Csehország az EU átlagával megegyező, Magyarország, Románia, Szlovákia és Szlovénia viszont annál mélyebb recesszióba sodródott. A legsúlyosabbnak a balti államok helyzetromlása bizonyult; ők az EU átlagához viszonyítva mintegy négyszeres-ötszörös csökkenést szenvedtek el. A súlyos gazdasági visszaesést nem csupán a hitelcsapok hirtelen elzáródása okozta, hanem a kivitel erőteljes csökkenése is, mivel ezen országok fő exportcikkei iránt gyorsabban csökkent a kereslet, mint a régi tagországok kivitele iránt. A kialakult súlyos helyzetben a régió vonzereje jócskán megcsappant még az erőteljes jelenlétet kiépített külföldi bankok körében is, ezért ezek is szűkíteni kezdték az addig ide helyezett forrásokat.

Mindazonáltal külső (IMF és EU) segítségre először csak két ország szorult: Lettország és Magyarország. Mindkét ország esetében a folyó fizetési mérleg akut állapota tette szükségessé már 2008-ban a segítség igénybevételét, ám míg Magyarország esetében döntően a költségvetés helyzete, addig Lettországban a nagyarányú lakossági eladósodottság és egy nagy nemzeti tulajdonú bank bukása volt a fő kiváltó ok. 2009-ben Románia is kénytelen volt segítségért folyamodni a gazdaság korábbi túlfűtöttsége miatt (*IMF [2009]*). A válság által kikényszerített kiigazításban jelentős különbségek voltak kitapinthatók az új tagországok között. Ennek egyik meghatározó tényezője az árfolyamrendszer jellege volt. E tekintetben a balti országok (az eurócsatlakozást megelőzően) és Bulgária rögzített árfolyamrendszert működtettek, ami az alkalmazkodáshoz belső leértékelést tett szükségessé (például a keresetek és szociális juttatások erőteljes lefaragását). A többiek az árfolyamlebegtetés valamilyen formáját alkalmazták. Ez utóbbiaknál a devizában fennálló tartozások – a nemzeti valuta árfolyamának leértékelődésétől és volatilitásától függően – folyamatosan átértékelődtek és váltak egyre terhesebbé. Az árfolyam

változékonysága a válságot követően jócskán megnőtt – nem meglepő módon az egyes országok vélt vagy valós kockázatától függően.<sup>11</sup>

A pénzügyi válság következményeire reagálva, a hiteláramlás hirtelen elapadásának mérséklése céljából jött létre 2009 januárjában az Európai Bankkordinációs (Bécsi) Kezdeményezés (*The European Bank Coordination “Vienna” Initiative, EBCI*), amelynek egyik fő törekvése a dél-európai és kelet-közép-európai régió fenntartható növekedési pályára való visszaállítása volt. A térségben legjelentősebb szerepet játszó 17 anyabank finanszírozási elkötelezettségének megerősítése mellett a kezdeményezés kezelni igyekezett olyan más kihívásokat is, mint például a külső forrásoktól való túlzott függőséget, az alacsony hitelnövekedést és a nagy devizaalapú kitétséget. Az EBCI munkájában részt vettek a nagy bankcsoportok anyországi és fogadó országbeli hatóságai, a Nemzetközi Valutaalap (IMF), az Európai Bizottság, az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank (EBRD), az Európai Beruházási Bank (EIB), a Világbank-csoport és az egyes érintett bankcsoportok képviselői, megfigyelőként pedig az Európai Központi Bank (*De Haas és szerzőtársai* [2012]). A nemzetközi fejlesztési intézetek 2009 szeptemberében ígéretet tettek 24,5 milliárd euró folyósításra a közép-európai országok számára (mely összeget később végül 8 milliárd euróval „megfejeltek”) azzal a kikötéssel, hogy a részt vevő kereskedelmi bankok fenntartják térségi kintlévőségük szintjét.

Az uniós csatlakozás során érzett felzárkózási remények és a valóság közötti jelentős különbségek, valamint a válság következtében az új tagországokat sújtó recesszió jórészt a túlzottan fogyasztásnövelésre koncentráló, ám a fejlődés hosszú távú egyensúlyi feltételeit figyelmen kívül hagyó elosztáspolitikának voltak a következményei. Az uniós csatlakozást megelőző három és azt követő három évben a külföldről beáramló és a külföldre kiáramló jövedelmek közötti különbség jelentősen megnőtt. Ez azonban nem jelenti azt, hogy a külföldi tőke behozatala önmagában előnytelen lett volna az országok számára, hiszen ez tette lehetővé a múlt század kilencvenes évtizedében azt az uniós összehasonlításban kiemelkedő üteműnek számító gazdasági növekedést, amelynek révén a felzárkózó országok élvonalába kerülhettek. A gondot igazából az okozta, hogy a bevont tőke nagy része improduktív tevékenységekbe áramlott. Ugyanakkor a kedvezőtlen hatásokat jócskán tompították azok a jelentős összegű vissza nem térítendő pénzügyi támogatások, amelyekhez a csatlakozást követően juthattak hozzá a kelet-közép-európai országok az Európai Unió különböző felzárkóztatási és mezőgazdasági alapjaiból.

## A válság következményei

A Lehman bankház csődjével paradigmák dőltek meg („hatékony piac”, „a piaci értékelés hatékonysága”, a nagy bankokat hallgatólagosan védő „állami mentőöv” stb.). Hirtelen fény derült arra, hogy a piacok nem mindig szolgálnak megbízható infor-

<sup>11</sup> A volatilitás „inkább közvetítője volt a monetáris és pénzügyi sokkoknak, semmint a reálgazdasági sokkok hasznos tompítója” (*Borghijs–Kuijs* [2004]).



mációkkal, az egyensúly hirtelen megbomlása idején elvész az árak orientáló jellege. Az is világossá vált, hogy súlyos válság esetén az államok teljes pénzügyi ereje sem elégséges a nagy pénzintézeteknél fennálló követelések megmentésére (Izland), vagy ehhez nincs meg a kellő politikai akarat, illetve támogatás (Egyesült Államok). Kezdetben még maga az EU is arra készítette ugyan az ingatlanbuborék kipukkanását elszenvedő tagállamokat (Írország, Spanyolország), hogy a fertőzés tovaterjedésének megelőzésére álljanak helyt a bankjaik (külföldi) tartozásaiért, de amikor két ciprusi nagybank is a csőd szélére került, világossá vált, hogy a helytállás akár olyan mértékű adósságba is sodorhat egy országot, amelyet az már reálistan nem lesz képes visszafizetni. Sokan felvetették, hogy – legalábbis az euróövezeten belül – az állami „helytállás” közösségi szinten valósuljon meg; ám ennek jelenleg sem jogi alapja,<sup>12</sup> sem politikai realitása nincs. A növekvő kockázatérzet miatt a külföldi befektetők elkezdtek pénzüket kimenekíteni főleg azokból az országokból, amelyek kiváltképp a külső forrásokra támaszkodtak, s tették ezt néha még akkor is, ha a saját országukat is válság sújtotta (például Egyesült Államok). A néha szinte pánikszervé vált tőkeviszony viszont az összeomlás szélére sodort több feltörekvő országot, kiváltképp azokat, amelyeknél a külső eladósodás nagyon elszaladt (lásd a balti köztársaságokról, Magyarországról és Romániáról korábban mondottakat).

Fel kellett azt is ismerni, hogy a globális pénzpiac gyors ütemű terjeszkedése súlyos ellentmondásokkal járt; az egyes államoknak nem álltak rendelkezésükre hatásos eszközök a határaikon túli egyensúlytalanság kezelésére, a nemzeti felügyeletük pedig nem láttak bele a határokon kívül kialakult helyzetbe, de hatáskörük sem volt a határokon túl keletkezett nehézségekkel megküzdeni.<sup>13</sup> E helyzet tarthatatlanságának felismerését tükrözte a G20 országok állam- és kormányfőinek 2008. novemberi, páratlan gyorsasággal (a Lehman-csődöt követő két hónap leforgása alatt) tető alá hozott csúcstalálkozója. A csúcstalálkozó egyfelől meg kívánta szüntetni a globális bankok–nemzeti felügyeletük dichotómiáját, másfelől elejét próbálta venni annak, hogy megismétlődjön az 1930-as évek nagy gazdasági világválságát kiváltó deflációs politika és a protekcionizmus azt követő széles körű elterjedése. (Nem azért, mintha a protekcionizmusnak nem lenne csábereje, hanem azért, mert a globális ellátási láncok léte miatt a protekcionizmus könnyen visszafelé sülni el. Mindazonáltal egyes becslések szerint 2011-ben így is a világkereskedelem több mint 2

<sup>12</sup> Bár az Európai Unió Működéséről Szóló Szerződés 125. cikk 1. bekezdése egyértelműen tartalmaz egy kiségitést tiltó (*no bail-out*) klauzulát, a válság előtt a piacok elképzelhetetlennek tartották, hogy ha valamely részt vevő ország kormánya fizetéképtelenné válik, akkor a közösség ne mentse ki. A szerződés hivatkozott helye szerint azonban egyértelmű a helyzet: „Az Unió nem felel a tagállamok központi kormányzatának, regionális vagy helyi közigazgatási szerveinek, közjogi testületeinek, egyéb közintézményeinek vagy közvállalkozásainak kötelezettségeiért, és nem vállalja át azokat; ez nem sértheti a valamely meghatározott projekt közös megvalósítására vonatkozó kölcsönös pénzügyi garanciákat. A tagállamok nem felelnek egy másik tagállam központi kormányzatának, regionális vagy helyi közigazgatási szerveinek, közjogi testületeinek, egyéb közintézményeinek vagy közvállalkozásainak kötelezettségeiért, és nem vállalják át azokat; ez nem sértheti a valamely meghatározott projekt közös megvalósítására vonatkozó kölcsönös pénzügyi garanciákat.”

<sup>13</sup> Mint azt Mervyn King, a Bank of England korábbi kormányzója találon jegyezte meg ezzel az ellentmondással kapcsolatban: „Banks are global in life and national in death”, ami nyersfordításban annyit tesz, hogy „a bankok életükben globálisak, de bukásukban nemzetiek”.

százalékát érintették azok a korlátozó intézkedések, amelyeket a pénzügyi-gazdasági válság kitörése óta léptettek életbe a G20-hoz tartozó országok.)

Azt is fel kellett ismerni, hogy megbukott az önszabályozás, a korlátlan liberalizmus és a teljes dereguláció hatásosságába vetett hit. A csúcstalálkozón elfogadott nyilatkozat szerint a kialakult helyzet fő kiváltó tényezője – egyebek mellett – a gazdaságpolitikák következetlen és nem kellően összehangolt jellege, valamint a szükséges strukturális reformok elmaradása volt, ami nem fenntartható, globális makrogazdasági következményekhez vezetett (G20 [2008]). A nyilatkozat részét alkotó cselekvési terv 47 rövid és középtávú feladattal bízta meg a pénzügyminisztereket és a szakértőket. Ezek az átláthatóság és elszámoltathatóság erősítésére, a szabályozás és a felügyeleti tevékenység hatékonyságának javítására és nemzetközi összehangolására, valamint a nemzetközi pénzügyi intézmények (IMF, Világbank, Pénzügyi Stabilitási Fórum) megerősítésére irányultak.

A 2009. évi londoni és a pittsburghi csúcstalálkozók tovább szélesítették, pontosították és részletezték az elvégzendő feladatokat.<sup>14</sup> A fenntartható és kiegyensúlyozott növekedés melletti elkötelezettség nyomán a nagyarányú – magánháztartási és államháztartási – eladósodás problémái szintén a figyelem homlokterébe kerültek.

## Fejlemények az euróválság óta

Még nem tért teljesen magához a Lehman-sokkból az Egyesült Államok, az EU és a világ többi országa, amikor 2009 októberében az EU-n belül újabb válságot váltott ki Görögország államcsődje. Ekkor végképp megdőlt az a hiedelem is, hogy az EU feltétel nélkül nyújt segítséget a súlyosan bajba jutott tagjainak. 2010 novemberében Írország, 2011 májusában Portugália, 2012 júniusában pedig Spanyolország és Ciprus kényszerült az Európai Stabilitási Mechanizmus feltételekhez kötött segítségért folyamodni. Olaszországnak és Szlovéniának ezt sikerült ugyan elkerülnie, ám a válság így is megtépázta a pénzügyi piacoknak e két ország iránti bizalmát, s ezért számukra is jócskán megdrágult a forrásszerzés.

A görög válság által kiváltott turbulencia felszínre hozta a monetáris unió (euróövezet) konstrukciós hibáit. Az euróövezet gyengeségei részben a meglévő keretek között elkövetett gazdaságpolitikai hibákra vezethetők vissza, ám a fennálló intézményi keretek is elégteleneknek, az azokat megalapozó elvek pedig helyteleneknek bizonyultak. A felszínre került magatartási és intézményi hiányosságok azonban annyiban mindenképpen újszerűek voltak, hogy többnyire nem azok a veszélyek következtek be, amelyeket a válság előtti vitákban a legtöbb kritikus megjósolt, noha erre is volt példa (például Görögország a költségvetési fejelem, Portugália a versenyképesség miatt került bajba).

Az elkövetett hibák közül talán az volt a legsúlyosabb, hogy több ország is megszegte a konvergenciakritériumokat. Görögország költségvetési területen,

<sup>14</sup> A két csúcstalálkozó zárónyilatkozatai a torontói egyetem G20-as Információs Központjának weblapján érhetők el: <http://www.g20.utoronto.ca/summits/index.html>.



Olaszország, Spanyolország és Portugália pedig az inflációs kritériumok teljesítésében maradt el.

A költségvetési hiány/adósság mindazonáltal a monetáris unión belül 2008-ig számos országban jelentősen mérséklődött. A válság következtében megváltozott gazdasági környezetben azonban több ország államadóssága ugrásszerűen megnőtt, s annak fenntarthatósága is megkérdőjeleződött. Emellett a versenyképességbeli különbségek ollójának kinyílását az integrált belső piac sem tudta megakadályozni. Az árak és a bérek rugalmatlansága ugyan mérséklődött valamelyest a monetáris unió létrejötte előtti helyzethez képest, ám teljességgel nem szűnt meg. Bár ezek a különbségek nem voltak nagyobbak annál, mint amik például az Egyesült Államok tagállamai között is észlelhetők, viszont az alkalmazkodási képesség jócskán elmarad az amerikaihoz képest. Míg az euróövezet szintjén megvalósult az árstabilitás, a piaci verseny nem biztosított hatékony fegyelmező erőt a regionális inflációs különbségek kiküszöböléséhez. A tartós inflációs különbségek miatt a legkevésbé stabil, tehát magasabb inflációt produkáló országok esetében a reálkamat túlzottan alacsonnyá vált, ami súlyos pénzügyi egyensúlytalanság kialakulásához vezetett (például Írország és Spanyolország esetében). Emiatt, valamint a már vázolt globális folyamatok következtében a magánszektor (bankok, háztartások, építőipar/ingatlanszektor) eladósodottsága minden korábbi szintet túlszárnyalt, amit sem a gazdaságpolitika, sem a felügyelet beavatkozása nem tudott megfékezni. Tetézte a problémákat, hogy a monetáris politika az infláció mérésénél a válság kitöréséig nem vette kellően figyelembe az egyes országok ingatlanszektorában végbement tetemes áremelkedést.<sup>15</sup>

A gazdasági és monetáris unió tervezési és intézményi rendszerének hiányosságai között első helyen említendő, hogy még azokon a területeken is, ahol volt koordináció, az nem volt kellően mély, a szankciók pedig erőtlenekek voltak, s több ízben nem is alkalmazták őket. Erre példa a stabilitási és növekedési egyezmény (*Stability and Growth Pact, SGP*) költségvetési korai figyelmeztető rendszere (*early warning system*), valamint a gazdaságpolitikai programok egyeztetése (integrált gazdaságpolitikai irányelvek, a költségvetés-politikai tervezés eljárásai).

A kelet-közép-európai országokat az euróövezet válsága eltérően érintette: közvetlenebbül azokat, amelyek addigra már tagjai voltak az övezetnek [Szlovénia (2007), Szlovákia (2009), Észtország (2011)]. Emellett az adott országok gazdaságában fontos szerepet játszó globális ellátási láncok (például személygépkocsi-gyártás) végső piacain mutatkozó kereslet zuhanásszerű csökkenése is jelentős hatást gyakorolt. Ezt mutatják

<sup>15</sup> Pedig erre lett volna jócskán okuk: 2006-ban 18 (fejlett) OECD-ország közül nyolcban a lakásárak emelkedése folyó áron meghaladta a 10 százalékot. Összehasonlításképpen öt országban haladta meg az áremelkedés a 10 százalékot. Japán volt az egyetlen, ahol 2006-ban a lakásárak folyó és összehasonlítható áron egyaránt csökkentek, ott ugyanis az ingatlan- és tőzsdei buborék 1991. évi kipukkanása óta a lakásárak már folyamatosan csökkentek (*OECD* [2007] 281. o.). De nem volt ez másként a kelet-közép-európai térségben sem: Horvátországban, Csehországban, Magyarországon és Szlovéniában a lakásárak 2002 és 2006 között folyó áron évente 9–12 százalékkal növekedtek, ami meghaladta a legtöbb ipari országban ebben az időszakban mért áremelkedést. Bulgáriában és a balti államokban a lakásárak folyó áras emelkedése 2002 és 2006 között éves átlagban pedig 24 és 36 százalék között alakult, ami egyenesen „világcsúcsnak” számít (*Égert–Mihaljek* [2007]).

a CDS-felárak adatai is: az euróövezeti periféria válságának közvetlen tovagyrúzó hatása ezúttal nem volt olyan meghatározó tényező, ami erőteljesen befolyásolta volna a dél-európai és kelet-közép-európai országok CDS-felárait.

Ez persze nem jelenti azt, hogy ezeket az országokat ne sújtották volna a következmények, de az elsősorban az euróövezeti válságnak a globális kockázatvállalási hajlandóságra gyakorolt hatásán keresztül történt, s nem a befektetőknek az euróövezeti perifériához fűződő közvetlen gazdasági kapcsolatok miatti vagy a sebezhetőségek hasonlóságával kapcsolatban érzett aggodalmából fakadt. A globális befektetői hangulat mellett a legfontosabb tényezők, amelyek az utóbbi időkben meghatározták a dél-európai és kelet-közép-európai országok CDS-felárait, a saját gazdasági fundamentumaik állapota és a globális CDS-piac likviditási helyzete volt. A felárak szintjében – időben és országonként egyaránt – tapasztalható jelentős különbségek is főként a makrogazdasági fundamentumok megítélésével magyarázhatók. Meghatározó tényezők a növekedési kilátások és az előretekintő költségvetési mutatók alakulása volt. Ezenkívül a folyó fizetési mérlegre vonatkozó előrejelzések játszottak szerepet, de jóval kisebbet, mint a költségvetési és a növekedési kilátások. A fundamentumok szerepe különösen azon országok esetében volt számottevő, ahol szerény növekedési kilátások magas államadóssággal párosultak; emellett a kedvezőtlen rövid távú költségvetési kilátásoknak külön felhajtó hatása van a CDS-felárakra (*Heinz-Sun [2014]*).

Az euróövezet válsága tehát nem hagyta érintetlenül a dél-európai és kelet-közép-európai országokat s azok bankrendszerét. A pénzügyi válság kitörése után a korábban gyorsan elmélyülő pénzpiaci integráció iránya megfordult. A piac fokozódó töredezettségét mindenekelőtt a TARGET2 (transzeurópai automatizált valós idejű bruttó elszámolású rendszer) megnövekedett egyenlegei tükrözték, vagy például az, hogy a magországok bankjainak mérlegfőösszegében a külföldi követelések aránya 2012 közepére a 2006. év végi szinthez képest számottevően csökkent.<sup>16</sup> A bankközi piacon visszaesett a határokon átnyúló ügyletek részesedése, és az Európai Központi Bankkal lebonyolított refinanszírozási műveletekben is egyre inkább hazai eszközöket használtak biztosítéskül. A határokon átnyúló banki tranzakciók során alkalmazott kamatfelárak megemelkedtek, a vállalkozói hitelek kamatlábának szintje pedig az euróövezeti tagállamok között erőteljes szóródást mutat (*Financial markets...* [2013]).

A piac növekvő töredezettsége az európai pénzpiacokon eluralkodott mély bizalmi válság kifejeződése volt. De voltak más tényezők is, amelyek fokozták a töredezettséget. A magországok nemzeti felügyeletei például több ízben is szorgalmazták, hogy az általuk felügyelt bankok nagyobb figyelmet fordítsanak a saját piacukra, s esetenként informális nyomást is gyakoroltak rájuk azért, hogy a külföldi kihelyezések ne menjenek úgymond a belföldi hitelezés rovására (*FT [2014]*). Ezen túlmenően az Európai Bizottság állami támogatást jóváhagyó határozatai gyakran szabták feltételül a megsegített bankoknak, hogy csökkentsék külpiazi aktivitásukat. Végül,

<sup>16</sup> Ezt jól mutatják az Európai Központi Bank adatai is: a 2009 és 2012 közötti időszakban a külföldi források részaránya jelentősen csökkent Görögországban, Írországban, Portugáliában, Spanyolországban és Cipruson (vagys az úgynevezett programországokban – *ECB [2013]*).

de nem utolsósorban az új nemzetközi bankszabályozás (Bázel–III) által szabott magasabb tőkekövetelmények és likviditási előírások teljesítését sok bank csak a tőkeáttétel csökkentésével látta biztosíthatónak, ami óhatatlanul – igaz, országonként differenciált mértékű – forráskivonáshoz vezetett.

Erősen kétséges azonban, hogy az integráció visszafogása elősegíti a piacok stabilizálását. Kevésbé összefonódott piacokon ugyan kétségtelenül kisebb annak a kockázata, hogy rendszerszintű válság sújtson egy bankot. Ám ha a határokon átnyúló bankközi kapcsolatoknak a szövedéke megritkul, akkor a bankok kevésbé lesznek képesek diverzifikálni az országspecifikus kockázatokat. Sőt az árhatások és az egyéb piaci információk révén a bankok közötti közvetlen szerződéses kapcsolatok nélkül is megnőhet a határon átterjedő fertőzés veszélye.

A magországi bankjai – köztük a térségben jelentős szerepet játszó nagy anyabankok – az említett tényezők hatására tőkeáttételük csökkentésébe fogtak, és selektívebbé tették a kihelyezési gyakorlatukat. Ez kedvezőtlenül érintette a térséget is: 2010 végétől ismét felerősödött a nyugati bankok forráskivonása Kelet-Közép- és Délkelet-Európából. A forráskivonás mértéke a régióban 2011 közepére kumuláltan már elérte a GDP 4 százalékát, ám ennek országonkénti nagysága – a helyi körülményektől függően – jócskán eltért. Részben a forráskivonás következtében megtorpant a hitelfolyósítás növekedése, ám ebben közrejátszott a hitelkereslet mérséklődése is. A forráskivonás annak ellenére következett be, hogy azok a nyugat-európai bankok, amelyeknek a leányvállalatai jelentős szerepet játszanak a térség országainak bankrendszerében, ezúttal kedvezőbb forráshelyzetben voltak, mint 2008–2009-ben. Ez közvetetten igazolja egy olyan törekvés érvényesülését, amely a leánybankok működését döntően a helyi forrásokra kívánja korlátozni.

A tőkeáttétel-csökkenés kelet-közép-európai országokban tapasztalt mérsékeltebb ütemének egyik fő magyarázó tényezője, hogy az osztrák bankok, amelyek szinte uralják a régió finanszírozását, a forrásszerzésben kevésbé támaszkodnak a londoni pénzpiacra (amelyet leginkább jellemzett a tőkeáttétel erőteljesebb leépítése), továbbá az, hogy gazdasági kapcsolataik nem voltak nagyon szorosak az euróövezet periferiális országaival. Egy további magyarázó tényező, hogy a térség országainak államadóssága – Magyarország kivételével – az EU átlagánál alacsonyabb. Emiatt és azért, mert a bankszektor súlya is kisebb a gazdaságban, a kelet-közép-európai országokban az államadósság és a bankszektor kapcsolatában nem alakult ki az az ördögi kör, ami a programországokat (például Görögországot és Spanyolországot) jellemezte.

2012-ben a kelet-közép-európai országok nettó külső finanszírozási igénye a Lehman-csőd előtti időszakban elértnek a felére csökkent, a működőtőke-befektetések és a nettó EU-transzferek pedig (Románia kivételével) lefedték a folyó fizetési mérleg hiányát. Ezért a tőkebeáramlás lelassulása ezúttal nem veszélyeztette ezen országok gazdasági és pénzügyi stabilitását oly mértékben, mint 2008–2009-ben.

Ha azonban a kelet-közép-európai leánybankoknak teljes mértékben a helyi forrásokból kellene finanszírozniuk magukat, akkor ez hosszú időre vetné vissza a hitelállomány bővülését, minthogy a helyi megtakarítások potenciálisan mérsékelt gyarapodása csak részben tudná ellensúlyozni a külföldi források csökkenését, a helyi

tőkepiacok pedig többnyire nem elég erősek ahhoz, hogy pótolják a kiesést. Ezért a nagybankok szelektívebbé váló piaci stratégiája komoly kihívást jelentett a térség egyes országai számára, amire komolyan figyelni kellett. Ezért fontos előfeltétele a hatékony gazdaságpolitikai válaszok kidolgozásának a lassú hitelállomány-növekedés okainak országokénti elemzése.

Az előzőekben vázolt folyamat vezetett 2012 januárjában az Európai Bankkordinációs Kezdeményezés megújítására. A 2. bécsi (*Vienna-2*) kezdeményezésben a hangsúly – az előző forráskivonástól minőségileg különböző helyzetben – ezúttal a székhely- és a fogadó országok felügyeleti tevékenységének szorosabb összehangolására helyeződött, valamint arra, hogy elejét vegyék a tőkeáttételek határokon átnyúló műveletek révén végbemenő rendezetlen csökkentésének. Ám a nehézségek nem csak az anyabankok által végrehajtott forráskivonásból fakadtak. A bécsi kezdeményezés egyik munkacsoportja feltárta azokat az okokat is, amelyek nehezítik az egyre nyomasztóbbá váló problémás hitelek kezelését a régióban (*Working Group on NPLs* [2012]).

A bankok és a felügyeleti összehangolt erőfeszítésére van szükség a hitelezés újbóli élénkítéséhez, az alacsony növekedés és a nem teljesítő hitelek állományának magas szintje között kialakult ördögi kör megtöréséhez, illetve az ehhez szükséges ösztönzők megteremtéséhez. A súlyos recessziót követően felszínre kerültek az addig homályban maradt problémák, ideértve a bankok könyveiben megbúvó rossz hiteleket is. A hitelállomány 2003 és 2008 közötti gyors növekedésének és az azt követő válságnak az utóhatásaként ugyanis a térség országaiiban jócskán megnőtt a nem teljesítő hitelek aránya: a régió átlagában ez az érték 2011 végén mintegy 11 százalék volt. Ám nem meglepő, hogy a nem teljesítő hitelek különösen azokban az országokban váltak égető problémává, ahol a válság előtti hitelezési fellendülés a legszélsőségesebb, illetve a gazdasági visszaesés a legsúlyosabb volt, mint például Lettorszában, ahol részesedésük az összes hitelkövetelés 20 százalékát is elérte. Néhány országban azonban az idevágó adatok hiányosak, a rossz hitelek homályban maradása pedig azt jelentheti, hogy a probléma súlya nagyobb annál, mint amit a hivatalos statisztikák feltártak.

A problémás hitelek megfelelő kezelését a térségben a megoldatlan jogi, igazságügyi, adózási és szabályozási kérdések egész sora nehezíti. A nemzetközi intézmények és a régióban működő nagybankok közös felmérése számos akadályt tárt fel, amelyek persze nem mind jellemzők egy-egy országban. Ilyen nehézségek például a következők.

- Egyes országokban a biztosítékok végrehajtása nagyon hosszú időt vesz igénybe, és sokszor kényszerít ki nehézkes bírósági eljárásokat. Az előírt minimális áron gyakran több árverést is kell tartani, az adósok jogi kifogásokkal gördíthetnek akadályt a biztosíték végrehajtásának menetébe, nemegyszer nehéz megállapítani a biztosíték tényleges tulajdoni helyzetét, a biztosítékkal rendelkező hitelezők jogait esetenként veszélyeztetheti az adósok visszamenőleges csődnnyilatkozata vagy az, hogy a végrehajtási eljárás során lehetőség van fedezet értékesítésére.

- A csődeljárások kereteinek fejletlensége miatt életképes cégek sorsa végül hozszadalmias felszámolásba torkollik, ezért a kölcsönök megtérülési aránya kicsi. Ily módon pedig a gazdasági szerkezet és a foglalkoztatás védelmét szolgáló intézkedések hatástalanok maradtak.

– A peren (bírószágon) kívüli megegyezés – mint az adósságrendezés gyors és költséghatékony eszköze – hiányzik, vagy számtalanszor kiaknázatlan marad.

– Sok dél-európai és kelet-közép-európai ország még nem vezette be a magáncsőd intézményét. Emiatt még felelősségteljes személyeknek sem adható meg az „újrakezés” esélye, az adósság pedig bennragad a bankok könyveiben. Ilyen körülmények közepette egyes országok néha olyan nem piacconform adminisztratív eljárásokat vesznek igénybe, mint például a jelzálog-moratórium.

– A bíróságok nem kellő felkészültsége és a nem hatékony intézményi keretek ugyancsak késleltetik a nem teljesítő hitelek rendezését. Sok országban a bíróságok túlterheltek, a bírósági eljárások hosszadalmasak és költségesek, emellett a bírósági ítéletek nemegyszer kiszámíthatatlanok vagy következtelenek.

– Az adózási szabályok ugyancsak többféle módon nehezítik az adósságrendezést. A hitelezési veszteségeknek az adóalapból vagy az adóból való levonhatósága gyakran behatárolt, korlátozások nehezítik a veszteség időben történő elhatárolását, az adósságrendezések során előfordulhat, hogy az elengedett tartozás megnöveli az adós adóalapját, a fedezetek értékesítése vagy átruházása pedig olyan forgalmiadó-kötelezettséggel járhat, amelyet a hitelező pénzügyintézet nem tud érvényesíteni. Emellett az adóhatóságok – bár többnyire maguk is jelentős hitelezői a bajba jutott cégeknek – ritkán vannak abban a helyzetben, hogy részt vegyenek a tartozás átalakításában. Ez a korlát esetenként az állami tulajdonú bankokra is vonatkozik.

– A szabályozási területen a laza bankfelügyeleti gyakorlat is hátráltatja a problémás követelések rendezését. Ha ugyanis nem lehet kikényszeríteni a reális hitelminősítést és értékvesztés elszámolását, akkor a veszteség csak akkor tárul fel, amikor már késő, amit csak súlyosbít, hogy a bankok megpróbálják elodázní az igazság pillanatát. Ezen túlmenően egyes országokban jogszabály korlátozhatja a bankokat – különösen a külföldi tulajdonúakat – abban, hogy vállalkozások, ingatlanok tulajdonosai vagy üzemeltetői lehessenek. Mindez megnehezíti a biztosítékok kikötését, illetve a problémás hiteleknek adósság-részvény cserével történő rendezését.

– Végül a problémás követelések piacának fejletlensége is korlátozza a hatékony adósságkezelést. A problémás követelések kezelésében jártas vállalkozások közreműködésének számos előnye van. A jelenlegi környezetben azonban többnyire áthidalhatatlan rés mutatkozik a kínálati és a keresleti ár között, s ezért nagyon kevés ügylet jön létre a térség országaiban. Ennek oka részben a már említett akadályokban, különösen a problémás hiteleknek a bankok által történő optimista értékelésében van. Ám a problémás eszközök értékesítésének nemegyszer sajátos akadályait jelentik a szigorú banktitok- és adatvédelmi törvények, amelyek megnehezítik a tartozások jóhiszemű adásvételét. Számos országban megfelelő jogi keret sincs a követeléskezelő cégek számára, ami arra kényszeríti az ilyen tevékenységre vállalkozókat, hogy faktoringcéggként regisztráltassák magukat, vagy magas tőkekövetelményeknek vessék alá magukat.

A feltárt problémák arra is rávilágítanak, hogy a közösségi jog által le nem fedett területeken még mindig sok különbség van a nemzeti jogrendszerek között, ami viszont éppen súlyos helyzetekben nehezítheti meg a problémák kezelését.



Visszatérve az euróövezet válságára: a felismert problémák a G20 által meghatározott reformokon túlmenő szabályok és intézkedések kidolgozását követelték meg. Melyek ezek?

– Mindenekelőtt le kell építeni az európai bankszektorban kialakult kapacitásfelesleget, illetve szanálni kell azokat a bankokat, amelyek üzleti modellje kudarcot vallott.<sup>17</sup> Ehhez azonban tagállami szinten gyengék az ösztönzők. Emellett csökkenteni kell a reálgazdaság finanszírozásának túlzott mértékű bankfüggését, de ehhez előbb meg kell erősíteni a tőkepiac szerepét.

– Másodsor, tudomásul véve, hogy a kockázatok nem tartóztathatók fel az országhatárokon, lehetővé kell tenni, hogy az európai intézmények beavatkozhassanak a bajba jutott bankok szerkezetátalakításába és felszámolásába akkor, ha a nemzeti hatóságok késlekednek meghozni a szükséges intézkedéseket. Ezek nemcsak az euróövezet tagállamai számára lényegesek, hanem a tovagyrűző banki kockázatok miatt is fontosak az EU dél-európai és kelet-közép-európai tagjai számára is, hiszen a külföldi tulajdonú bankoknak ezekben az országokban nagy a piaci részesedése.

– Harmadsor, a válság előtt nem léteztek intézményes mechanizmusok a határon átnyúló kockázatok arányos megosztására. A nemzeti betétbiztosítási rendszereknek volt a feladatuk, hogy megvédjék a bankokat és a betéteseket egy bekövetkező sokktól, ám ezek nem bizonyultak elegendőnek a válság rendszerszerű jellege miatt, és nem mutatkoztak igazán alkalmasnak a határon átívelő kockázatok arányos megosztására, viselésére sem. A válság során azonban nyilvánvalóvá vált, hogy a legfontosabb banki kockázatok ellen nem lehet pusztán nemzeti szinten védekezni. Emellett az állami és a banki kockázatok között kóros társfüggőség alakulhat ki, de ha nem is áll fenn ilyen veszély, számos kormány akkor sem rendelkezik kellő pénzügyi erővel ahhoz, hogy képes legyen megmenteni a válságba került bankrendszerét. A fertőzéstől és más hátrányos következménytől való félelem miatt azonban a tagállamok jellemzően elkerülték a határon átívelő kockázatok olyan megosztását, ami a (külföldi) hitelezők megterhelésével járt volna. Emiatt a költségvetési politika

<sup>17</sup> „Tudomásul kell vennünk, hogy néhány banknak nincs jövője. Ezeknek esetleg szükségük lehet egy szanálási tervre, mert távozásuknak rendezett módon kell megtörténnie, ami elengedhetetlen a pénzügyi stabilitás megőrzéséhez. Hagynunk kell tehát néhány bank rendezett módon történő távozását, és nem kell feltétlenül megkísérelni őket más intézményekkel egyesíteni.” (Interjú Danièle Nouy asszonnyal, az egységes felügyeleti mechanizmus testületi vezetőjével – FT [2014]).

Ezt támasztja alá, hogy 1991–2011 között négy tagországban (Finnország, Németország, Franciaország és Ausztria) a hitel/GDP hányados csak szerény ütemben növekedett. Másutt viszont a banki hitelek a GDP-hez mérten nagyon megnöttek: kilenc tagországban megkétszereződtek. Az a négy ország viszont, ahol a banki hitelek a leggyorsabban nőttek (Spanyolország, Portugália, Írország és Ciprus), uniós segítségre szorult. Emiatt és egyéb tényezők – felduzzadt belföldi hitelezés, külföldi hitelezés, értékpapír- és származékos kereskedelem – hatására az uniós bankok mérlegfőösszege nagyon megugrott: 2013-ban a GDP 274 százalékát, a külföldi tulajdonú leánybankokat is beleértve pedig 334 százalékát érte el. Az európai bankrendszer azonban nemcsak megnőtt, de egyre koncentráltabbá is vált: a három legnagyobb bank országonként a piac 50–80 százalékát uralja. A bankrendszer növekvő mérete és koncentrációja a legnagyobb bankok nagyobb tőkeáttételével párosult. Míg az 1990-es években a húsz legnagyobb bank átlagos tőkeáttételi mutatója mindössze 6 százalék körül volt, addig 2008-ra ez 3 százalékra csökkent. Az, hogy pénzügyi szektor terebélyesedése előnyös a növekedésre, csak azokban az országokban tűnik igaznak, ahol a pénzügyi fejlődés viszonylag korai szakaszában van. Egy bizonyos ponton túl azonban a szektor növekedése már nem járul hozzá jelentősen a tényleges gazdasági növekedéshez.



helyett a monetáris politika csatornáin igyekeztek európai szintre terelni a kockázatokot. A válság sújtotta euróövezeti tagországok szükséghelyzetbe került bankjai ezért menekültek az Európai Központi Bank (EKB) refinanszírozásához.

A teljes gazdasági és pénzügyi unió feltehetően orvosolná ezeket a gondokat, ennek megvalósítása azonban az euróövezeti tagállamok preferenciáinak széles, ám egymást sok tekintetben le nem fedő köre miatt csak fokozatosan mehet végbe. Nem várható továbbá ugrásszerű előrelépés a teljes értékű politikai unió megteremtésében sem. S persze aligha lehet meggyőzni a polgárokat arról, hogy Európában a nemzeti szuverenitás további megosztása szükséges anélkül, hogy először meggyőző módon bizonyítást nyerne, hogy nemcsak a nemzetállam, de az Európai Unió maga is képes munkahelyeket és stabilitást teremteni.

A válságot követően mindazonáltal a válságkezelés és -megelőzés irányítási keretei jelentősen fejlődtek. Sokak meglepetésére a válság megmutatta a monetáris unió és az euró megóvása iránti politikai elkötelezettség erejét. Ha a mai helyzetet a hat évvel korábbi állapottal vetjük össze, akkor nyilvánvalóvá válik, mekkora előrelépést sikerült elérni (ECB [2014]). A válságkezelést illetően ugyanis a tagállamok kölcsönös biztosítást nyújtó mechanizmusokat hoztak létre, mindenekelőtt az Európai Stabilitási Mechanizmust (ESM); márpedig a pénzügyi kockázatoknak szuverén országok közötti megosztása valódi politikai teljesítmény. Az ESM azonban nem abból a célból jött létre, hogy vissza nem térítendő támogatással segítsen a nehéz pénzügyi helyzetbe került euróövezeti országokon. Az ESM beavatkozásának ugyanis előfeltétele, hogy az érintett tagállam kötelezettséget vállaljon a pénzügyi stabilitás helyreállításához szükséges reformok végrehajtására, valamint törvénybe iktassa a költségvetési konszolidáció programját.

Az EU-kormányzás reformja nem csupán a válsághelyzet rendezéséről, de arról is szól, hogy lehetőleg megelőzhetővé váljon a válságok kialakulása, s ennek érdekében megszüntessék azokat a piaci és kormányzati hézagokat, amelyek veszélyeztetik az egyensúlyt. A tagállamok erre a célra új biztosítéki rendszert hoztak létre.

– Az euróövezet pénzügyi és gazdasági kormányzási keretét több uniós jogi aktusnak – a hatos (*Six-pack*) és a kettes (*Two-pack*) jogszabálycsomagnak, a euró-plusz egyezménynek (*Euro Plus Pact*), valamint a gazdasági koordináció rendszerének, az európai szemeszternek – az elfogadásával megerősítették. Ezzel kettős célt sikerült elérni: egyfelől Európa közös érdekei immár nagyobb szerepet játszanak a nemzeti gazdaságpolitika formálásában, másfelől a Gazdasági és Monetáris Unióból fakadó kötelezettségek beépültek a nemzeti jogrendbe.<sup>18</sup>

– Az EU kormányzási reformjának az is fontos célja volt, hogy megelőzze a bankválságokat, továbbá az állam és a bankok kapcsolatában az ördögi kör kialakulását. Az egységes felügyeleti mechanizmus elfogadása és létrehozása, valamint a bank-helyreállítási és -szanalási irányelv veszteségmegosztási (*bail-in*) szabályai jelentős előrelépést hoznak a túlzott kockázatvállalás megakadályozásában, egyszersmind gondoskodnak

<sup>18</sup> A gazdasági válságra adott átfogó európai válasz kialakításához és elfogadásához a magyar elnökség 2011 első félévében jelentősen hozzájárult (*A magyar elnökség...* [2011]).

róla, hogy a bankok feltőkésítésébe az adófizetőket csak a legvégső esetben kelljen bevonni. De ezen túlmenően európai szinten szükség van hatékony szanalási (válságkezelési) keretekre is. Az egységes banki válságkezelési rendszernek (*Single Resolution Mechanism, SRM*) lehetővé kell tennie a gyors és határozott cselekvést, amihez egy azonnali hozzáférést biztosító válságkezelési alapra is szükség van.

A 2011 óta bevezetett, illetve ma még elfogadás előtt álló intézkedésekkel összességében jelentős előrelépést sikerült elérni, amelyeknek már érzékelhető a válság kezelésére gyakorolt kedvező hatása.

– Kiseb lett az állampapírok és a vállalati kötvények kamatrése (felára), ami egyértelmű jele annak, hogy a pénzügyi töredezettség mérséklődik. Ugyancsak ezt támasztja alá a TARGET2 egyenlegének alakulása is, ami a 2012. júliusi csúcshoz képest közel 40 százalékkal csökkent. Folyamatban van az államháztartási egyensúly helyreállása is. A strukturális költségvetési hiány ugyancsak jelentősen mérséklődött. Lényeges fejlemény, hogy az euróövezet szintjén csökkenni kezdett az államadósságnak a GDP-hez viszonyított aránya is. Sőt a programországoknak sikerült kiegyensúlyozniuk a folyó fizetési mérlegüket, mégpedig nem csupán a kereslet visszafogása révén, hanem egyre inkább a versenyképességük tényleges növelésével. Mindazonáltal nincs ok az elégedettségre. Az adósság és a munkanélküliség szintje változatlanul magas, és a tagországok között egyenetlen, a kibontakozó fellendülés pedig továbbra is törekeny és szintén egyenetlen. A növekedés stabilizáláshoz elengedhetetlen a reálgazdaság hitelezési feltételeinek a javítása, amihez viszont helyre kell állítani a bankszektor iránti megingott bizalmat. Ebből a szempontból az euróövezeti bankok eszközeinek átfogó értékelése kulcsfontosságú lesz.

– Érdemi előrelépést sikerült elérni a Gazdasági és Monetáris Unió zavartalan működéséhez elengedhetetlen gazdaságpolitikai viselkedési szabályok elfogadásában és elsajátításában. Ez óhatatlanul együtt járt a döntési jogkörök felfelé tolódásával: az európai szint szerepét a döntéshozatalban jócskán megerősítették azért, hogy az euróövezet egésze kellően stabil és rugalmas lehessen. Az igazi próbatétel azonban az új játékszabályok maradéktalan betartása lesz. Az új makrogazdasági keret alkalmazása már okozott némi csalódást a programon kívüli (egészséges) országokban, különösen az országspecifikus ajánlások esetenként kedvezőtlen fogadtatása miatt. Kielégítőbb volt az igazodás a költségvetési oldalon, ám fontos lesz, hogy a tagországok a költségvetési fegyelmet a jobb időkben is teljes mértékben megőrizték, hogy elegendő költségvetési mozgástér álljon rendelkezésükre egy esetleges jövőbeli válság esetén. Az új irányítási keret hitelessége következésképpen a vállalt kötelezettségek jelenlegi és jövőbeli teljesítésétől függ.

## Mit hoz 2014? És mi várható utána?

2014 a csatlakozás 10., az euró bevezetésének 15. és a rendszerváltás 25. évfordulójának az esztendeje. E dátumok szorosán kapcsolódnak egymáshoz, hiszen rendszerváltás nélkül aligha csatlakozhattunk volna az EU-hoz, az euró léte pedig már

befolyásolta a csatlakozás feltételeit, majd a válság kialakulását és lefutását. A három jeles évforduló ellenére az ideai esztendő a történelemkönyvekbe valószínűleg nem „*annus mirabilisként*” fog bekerülni, hiszen a válság elhúzódó kedvezőtlen következményei (a lassú növekedés és a magas munkanélküliség) még nagyon is érződnek, a prognosztizált szerény élénkülés pedig roppant törékenynek ígérkezik. Sajnos ezt erősítik az ukrán válság, valamint az orosz fegyveres erők által az ukrán szuverenitás és területi egység ellen elkövetett agresszió következményei.

A válságot követően az emberek széles körének csappant meg a bizalma a politikában és az európai intézményekben. Ennek három fő oka van: a válság szinte példátlan terjedelme és ereje, a kilábalás elhúzódása, valamint a gazdaságpolitika lehetőségeivel kapcsolatos illúziók. Sokan hiszik ugyanis, hogy kormányzatnak elegendő olyan eszköz áll rendelkezésére, amely képes lenne a problémák gyors és tartós orvoslására, csak éppen nem él vele. Ők azok, akik a pénzügyi rendszer válságáért kizárólag a bankárok kapzsiságát, valamint a szabályozási környezet és a felügyelet gyengeségét okolják, a fellendülés késlekedését pedig a politikai döntéshozók ostobasága vagy tehetetlensége bizonyítékának tekintik.

A gazdaságpolitika megítélése korosztályonként erősen differenciált. Kiváltképpen a fiatalok elégedetlenek a gazdaságpolitikával, hiszen őket sújtja leginkább a munkanélküliség. Az persze érthető, ha idősebb emberek számára már nem tűnik annyira fontos ügynek a növekedés és a foglalkoztatottság, hiszen rövidesen nyugdíjba vonulhatnak, az egészségügyi ellátás és más jóléti intézkedések tekintetében pedig jobb helyzetben vannak és maradnak, mint az előző generációk. Ugyanakkor sajnos nincsenek tisztában azzal, hogy ezek az ellátások veszélybe kerülhetnek, egyrészt a demográfiai folyamatok miatt, másrészt mert egyre több fiatal firtatja elkeseredetten, hogy ezek az ellátási rendszerek vajon meddig tarthatók fenn változtatások nélkül.

A nehézségek ellenére ez az esztendő valószínűleg meghozza a fordulat kezdetét; hiszen a legégetőbb ügyek kezelése már megkezdődött, hamarosan teljesen hatályba lépnek a legfontosabb reformok, végezetül kialakult és a közgondolkodásba beépült az „új normalitás”. De az idődimenzió mentén is a fordulóponthoz közelítünk: *Reinhart–Rogoff* [2014] vizsgálódásai szerint ugyanis történelmi perspektívából tekintve egy-egy súlyosabb hitelválságból való kilábalás hat és fél és nyolc év közötti időt vesz igénybe. Ha ezt a tapasztalati időtartamot vesszük alapul, akkor az idén éppen elérjük a kilábalás küszöbét. Mindazonáltal komoly veszélyek leselkednek a kilábalásra: kezdve a monetáris lazításból való kivonulás járulékos hatásaitól a még mindig magas hiteltartozásokon át az ukrán válság gazdasági következményeiig számos tényező fékezheti a kibontakozást.

A kétségtelen problémák ellenére azért van mit ünnepelni is. Egy, a visegrádi négyek magas rangú szakértőiből álló munkacsoport nemrégiben elemezte és értékelte a csatlakozás óta eltelt évtizedet. A jelentésük összefoglalója szerint: „Közép-Európa az Európai Unió egyik káprázatos sikertörténete. Tíz évvel a csatlakozás után a régió magabiztosan szólal meg Európában és a nagyvilágban az őt érintő ügyekben. Országaink a rugalmasság és az alkalmazkodás történelmi örökségére támaszkodtak az 1989-et követő sorsfordító változások során. Közép-Európa a növekedés motorjává vált az egész EU gazdasága számára. A folyamatos felzárkózásnak köszönhetően ez

egy olyan dinamikus térség, amely az alacsonyabb bérköltségekre, a jól képzett munkaerőre, az egészségesebb bankszektorra és az alacsonyabb állami és magánadóságra támaszkodva várhatóan továbbra is gyorsabban fog növekedni, mint Nyugat-Európa. A négy visegrádi ország együttes GDP-je már őket teszi a világ 15. legnagyobb gazdaságává.” (*High Level Reflection Group* [2014].)

Mindez tény, amelyre akár büszkék is lehetünk. Ugyanakkor persze ne tévesszük szem elől azt sem, hogy a visegrádi csoport (V4) országai távolról sem alkotnak homogén államcsoportot, a kelet-közép-európai tagállamok összességéről már nem is szólva. Kinek-kinek megvan a maga erénye és „keresztje”, de ezek többnyire nem komplementerek, amint a gazdaságuk szerkezete sem. Emellett a kelet-közép-európai országok a konvergencia eltérő fokát érték el: négy közülük már bevezette az eurót – viszont a nagyobb országok még mind hátravannak. S ők is egymástól jócskán eltérő határidővel képzelik el az eurócsatlakozást.

A felszínen az a hat kelet-közép-európai tagállam, amely még nem vezette be az eurót, látszólag jobban teljesített, mint amelyek már csatlakoztak. A „kivülállók” átlagos növekedési üteme 2012-ben 1 százalék volt, szemben az euróövezetben bekövetkezett 0,5 százalékos zsugorodással. (2011-ben 3,2, illetve 1,5 százalék volt a megfelelő érték.) Ám hiba volna ezekből a számokból messzemenő következtetéseket levonni. A jelenlegi nehézségek ugyanis a múltban elkövetett gazdaságpolitikai hibákban (a versenyképesség gyengeségében, a költségvetési politika hibáiban s a bankfelügyeleték erélytelenségében) gyökereznek, nem pedig az egységes valuta pusztá létében (Kiváltképp vonatkozik ez Szlovéniára. A témáról bővebben lásd *Neményi–Oblath* [2012]). Az egységes valutának köszönhetően a válság kívülről ható tényezői kevésbé tépázták meg az eurót korán bevezető országokat. Az eddig kívül maradt kelet-közép-európai EU-tagállamok számára pedig legalább három érv szól amellet, hogy érdemes mielőbb az euróövezet tagjává válniuk.

– A most csatlakozó országok már a „GMU 2.0”-be fognak belépni. Az euróövezetnek fájdalmas tanulságok árán kellett felismernie és kiküszöbölnie az eredeti konstrukció hibáit. Most már feszesebb szabályok vonatkoznak a költségvetési politikára, a tagok szorosabb felügyeletet gyakorolnak a makrogazdasági egyensúlytalanságok felett, és létrejött az Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM). Más szóval, míg az euróövezet eddigi tagjainak egy nehéz kezdeti tanulási fázison kellett keresztülmenniük, addig az új tagoknak erre nem lesz szükségük.

– A kelet-közép-európai tagországok gazdaságilag nagyon szorosan kapcsolódnak az euróövezethez: az odatartozó országok legfontosabb gazdasági partnerük, 2012-ben hozzá kapcsolódott kivitelük és behozataluk több mint fele, s innen származott a térségbe áramlott közvetlen tőkebefektetések kétharmada. Ez azt jelenti, hogy a közös valuta bevezetése feltehetően nagy előnyökkel fog járni, nem utolsósorban azért, mert csökkenti az egymás közötti üzleti kapcsolatokban a tranzakciós költségeket, és kiküszöböli az árfolyamkockázatot.

– A még kívül álló tagállamok számára az euróövezethez való csatlakozás nem jár együtt azzal, hogy egyszersmind automatikusan részt kellene vállalniuk a jelenleg mutatkozó problémákból. A globális ellátási láncokhoz való kapcsolódásuk révén pedig a gazdasági kilátásaik kevésbé függenek az euróövezet egyelőre gyenge belső keresletétől.

Természetesen azonban euróövezeti tagsággal a kézzelfogható előnyök mellett kötelezettségek is járnak. Ezek mibenléte az euróövezeti válság nyomán kikristályosodott és felmérhető.

– Az adott országnak hajlandónak és felkészültnek kell lennie a csatlakozásra. Ezen azt kell értenünk, hogy belüggé kell tenni a monetáris unió sarokköveit jelentő követelményeket. Nem lehet ugyanis az euróövezethez úgy csatlakozni, hogy utána változatlanul csak nemzeti megfontolásokon alapuló gazdaságpolitikát folytat az adott ország.

– A konvergencia jóval többet jelent annál, mint egy sor számszerűen meghatározott követelménynek egy adott időpontban való teljes megfelelés. A konvergenciával meg kell teremteni a Gazdasági és Monetáris Unió tartós sikerének alapjait is. Nem tartható fenn olyan munkaerőpiac, amely a munkát keresők rovására védi meg az állásban lévőket, olyan termékpiac, amelyre való bejutást nemzeti céhekbe tömörült vállalkozások nehezíthetnek meg, olyan oktatási rendszer, amely nem serkenti az innovációt, olyan közigazgatási rendszer, amely képtelen behajtani az adókat és a fizetési hátralékokat vagy olyan bírósági rendszer, amely nem képes ésszerű időn belül kikényszeríteni a tisztességes szerződések betartását.

Azok az országok, amelyek a jövőben csatlakoznak az euróövezethez, már teljes mértékben tisztában lehetnek a rájuk is háruló kötelezettségekkel. Így megfelelően felkészülhetnek a tagságra, és ezáltal maximalizálhatják az abból származó előnyöket. Lettország ékes példával szolgált arra, miként lehet belső leértékeléssel véghezvinni a kiigazítást. Az ország V alakú gazdasági fellendülése bizonyítja, hogy erős nemzeti összefogással milyen sikeresen lehet megküzdeni a múlt túlkapásaival.

Az euró bevezetése mellett szóló érvek tehát a kelet-közép-európai tagállamok számára ma sem gyengébbek, mint a válság előtt. De a csatlakozás kétségtelenül nem olyan döntés, amelyet félvállról lehet venni. A csatlakozáshoz ugyanis az intézmények és a gazdasági kormányzás további reformjára van szükség, ami viszont csak akkor bizonyul sikeresnek, ha az emberek készek és hajlandók arra, hogy támogassák a véghezvitelét.

A kelet-közép-európai tagállamok számára azonban immár nem csupán az az eldöntendő kérdés, hogy mikor csatlakozzanak az euróövezethez. Az euró bevezetése ugyanis nem az egyetlen módja az integráció elmélyítésének – a differenciált integráció keretében ennek jelenleg legkézzelfoghatóbb lehetősége a bankunióhoz való csatlakozás.

Okkal vetődik fel a kérdés, hogy vajon érdemes-e – s ha igen, mikor – csatlakozniuk a bankunióhoz azoknak az országoknak, amelyek még nem léptek be az euróövezetbe. Ez természetesen szintén olyan kérdés, amelyet a kelet-közép-európai országok kormányának és parlamentjének kell megválaszolnia. Mindazonáltal több érv is szól amellett, hogy egy országnak érdemes még azt megelőzően belépni a bankunióba, hogy bevezetné az eurót. Legfőképpen azért, mert a pénzügyi és banki összefonódás Kelet-Közép- és Nyugat-Európa között rendkívül szoros; a világon szinte egyedülálló mértéket öltött. A régióban a banki eszközöknek mintegy háromnegyede van külföldi – elsősorban más EU-országban honos – anyabankok érdekeltségeinek a kezelésében. Ez három-négyszer nagyobb annál az aránynál, ami más kontinensen kialakult.

A válság megmutatta, hogy a szoros összefonódás a pénzügyi szektorban nagyon kockázatosá válhat akkor, ha a szektor felügyelete és szabályozása nincs összehangolva. Először is azért, mert a fellendülés éveiben a hitelezés gyors felfutása több országban hozzájárult ahhoz, hogy fenntarthatatlan adósságszint alakult ki. Másodszor pedig azért, mert a válság utóhatásaként a határokon átnyúló hitelezés szűkítését főként a külföldi bankok érdekeltségei hajtották végre. (Ebben azonban nem sokkal maradtak el tőlük a nemzeti tulajdonú bankok, mert a külföldi források az ő számukra is elapadtak.) A hitelszűkítés következményei kétségtelenül méltánytalanok, mert azokat az országokat is keményen sújtják, amelyekben nem volt kirívó felfutás, ám tapasztalati tény, hogy a piacok nem mindig tesznek árnyalt különbséget hasonló, illetve földrajzilag egymáshoz közel fekvő országok között.

A problémák megoldásának az egyik elméletileg lehetséges módja a pénzügyi integráció lazítása volna. Ez azonban nemigen valósítható meg, hiszen az elmúlt évek során a gazdasági, kereskedelmi s egyéb kapcsolatoknak sűrű és erős szövődéke jött létre, s emiatt az összefonódás jelentős mértékű csökkenése csak erőszakos beavatkozással lenne elérhető. Emellett – mint arról már volt szó – a fertőzés a piaci árak és információk révén még akkor is tovaterjedhet, ha a szereplők között nincs tulajdonosi vagy üzleti összefonódás. Ezért a védekezés reális lehetőségét az összefonódottság biztonságosabbá tétele nyújtja, ennek kézenfekvő módja pedig a bankunióban való részvétel.

A bankunió központi pilléréhez, az egységes felügyeleti rendszerhez való csatlakozás nemcsak az egyes bankok, hanem a régió pénzügyi rendszerének egésze számára is konkrét és kézzelfogható előnyökkel járna. Így például alkalmas volna a régió néhány országában a rendszerszintű kockázat valódi forrását jelentő devizahitelezés „piackonform megzabolozására”. A bankok új tőke megfelelési követelményrendszerének (IV. CRD) keretén belül az EKB – mint újonnan felhatalmazott makroprudenciális hatóság – saját kezdeményezése alapján jogosult lesz megelőzési céllal felemelni a prudenciális tőkekövetelményeket olyankor, amikor valamely országban rendszerszintű kockázatokat észlel. Más szóval, az egységes felügyeleti rendszer nem pusztán elősegíti az olyan pénzügyi kockázatok idejében történő felismerését, mint amelyek a válságot okozták, hanem hathatósabb eszközöket is kínál elhárításukhoz.

A bankunió több az egységes felügyeleti rendszerénél, mert közös keretet is teremt a bajba jutott bankok átszervezésére és felszámolására. Európában a pénzpiacok szoros összefonódottsága miatt elengedhetetlen egy egységes szabályrendszer alkalmazása, ami egyértelművé teszi a követelések világos kielégítési sorrendjét, a befektetők biztonságát, valamint a kismegtakarítók védelmét. Szerencsére ennek kialakításában is komoly előrehaladás történt. A banki válságkezelési irányelv elfogadása – amely mind a 28 EU-tagállamra vonatkozik – a legfontosabb kezdeti lépés. Ennek a keretrendszernek a lehető leghamarabb hatályba kell lépnie.

A következő lépés egy olyan egységes alap létrehozása, amely az egységes szanalási hatóságot kiegészítve finanszírozza a bankszektorban szükségessé váló válságkezelés költségeit. Ez biztosítaná, hogy az EU-ban – különösen itt, a kelet-közép-európai országokban – minden bank egyenlő versenyfeltételekkel rendelkezzen, s hogy ne a



székhely országának államháztartási helyzete határozza meg a banki finanszírozási kamatfelárát, hanem döntően a hitelintézet saját mérlegének állapota és üzleti modelljének minősége.

A makrogazdasági és makroprudenciális teendők áttekintése után nézzük a vállalati (banki) szinten felmerülő feladatokat!<sup>19</sup>

A kilátásokat tekintve egyértelmű, hogy a régió mozgásterét a világ egészének, ám azon belül döntően Nyugat-Európának a fejlődése határozza meg. Valószínűsíthető, hogy a szuverén adósságválság kedvezőtlen következményei még sokáig fogják nyomasztani a régiót. Az élénkebb gazdasági növekedés fundamentumai (a fogyasztás, a kereskedelem és a beruházások növekedése) mindazonáltal adottak. A fogyasztás és a vagyon gyarapodása azonban aligha lesz egyenletes, az néhány régióra fog összpontosulni. Főleg ezeken a helyeken lehet számítani a korszerűbb infrastruktúra iránti szükséglet növekedésére, valamint a tehetősebb fogyasztók számának emelkedésére, amely változások – más fontos trendekkel együtt – kedvező hátszelet kínálnak a banki bevételek növeléséhez. Ugyanakkor a demográfiai változások (mindezekelőtt a népesség elöregedése) a kelet-közép-európai térségben is nagy – inkább hátráltató – hatással járnak majd.

Az évtized előttünk lévő részében arra számíthatunk, hogy a felhalmozódott hitelezési veszteségek leírását követően a térségben működő bankok bevétele újból gyors növekedésnek indul, s ezzel a régió akár ismét a világ élvonalába kerülhet. Ellentétben azonban az elmúlt évtizeddel, amikor úgymond a dagály minden hajót magával ragadt, a jövőben a növekedés a pénzügyi szektorban is egyenetlen lesz, s bizonyos földrajzi, demográfiai és ágazati szegmensekre összpontosul.

A bankok előtt álló – minden korábbit meghaladó erőfeszítést igénylő – kihívás a tőke költségét meghaladó részvényesi hozam elérése lesz. Modellszámítások azt mutatják, hogy a saját tőke korábban „megszokott” átlagosan 17 százalékos hozama mintegy negyedével fog csökkenni. A magasabbá váló tőkekövetelmények, a növekvő finanszírozási és kockázati költségek, valamint az egyéb új szabályozóeszközök, a növekvő állami aktivizmus, továbbá az éleződő piaci verseny pedig mind-mind jelentős mértékben befolyásolni fogják, hogy melyik bank milyen piac pozícióra tesz szert.

A vázolt feladatok sikeres elvégzéséhez négy fő intézkedéscsomagra lesz szükség.

1. AZ ÜZLETI PORTFÓLIÓ ALAKÍTÁSA • Kelet-Közép-Európában, ahol az ügyfélszámhoz képest magasak a költségek, különösen fontos a méretgazdaságossági előnyök realizálásához a kritikus méret elérése. A térségben eddig csak kevés vezető bank tudott elég nagy, egyszersmind konzisztens portfóliót kiépíteni a főbb piacain. A tapasztalatok szerint a jövedelmezőség 10 százalékos piaci részesedés fölött ugrászerűen nő; becslések szerint az átlagos tőkehozam e méret fölött mintegy 5 százalékponttal magasabb, mint egyébként. Ebből következik, hogy a regionális szereplők valószínűleg törekedni fognak fúziókkal és felvásárlásokkal az optimális méret elérésére. Ez a folyamat már beindult: néhány bank már gazdát cserélt, mert az anya-

<sup>19</sup> E téma kifejtésében nagymértékben támaszkodtam a *Dietz és szerzőtársai* [2012] tanulmányra.

vállalatának nehézségei adódtak;<sup>20</sup> a jövőben pedig további tulajdonoscserek is várhatók.<sup>21</sup> Ugyanakkor csak kevés elemző számol drámai fordulattal a közeljövőben. Ennek egyik fő oka, hogy új külföldi befektetők belépése a térség piacára egyelőre alig várható, a másik fő ok pedig az, hogy több lengyelországi, csehországi és szlovák leánybank is tartósan nyereséges, s kilátásaik is kedvezők, ezért a kivonulás nincs napirenden. Emiatt, ahol nem adódik kedvező lehetőség fúzióra vagy felvásárlásra, ott a „hoppo maradtak” várhatóan együttműködés kialakításával próbálkoznak a termékfejlesztés vagy a forgalmazás terén.

**2. ERŐSEBB REGIONÁLIS IRÁNYÍTÁSI MODELLEK KIALAKÍTÁSA** • A sikeres szereplőknek kényes egyensúlyt kell teremteniük: egyfelől központosítás és szabványosítás révén a hatékonyság növelésére kell törekedniük, másfelől viszont nem mondhatnak le a helyi egységek viszonylagos önállóságából fakadó értéktermelési lehetőségről sem. Az elmúlt évtized egyik meghatározó öröksége, hogy a regionális csoportok miként, milyen mértékben tették lehetővé a helyi egységek önálló működését.<sup>22</sup> A jövőben a központosítás és a szabványosított termékek vagy folyamatok fejlesztése regionális operációs csomópontokban is teremt értéket, ahogy az más feltörekvő piacokon is tapasztalható. Egyes műveletek elvégzését könnyebb konszolidálni, mint másokét. Egyszerű például központosítani a nemzetközi fizetéseket, a bankkártya-tranzakciók feldolgozását vagy a letétkezelést, viszont nehéz a hitelezési műveleteket és a betéti és hitelkonstrukciók informatikai platformjait (többnyire helyi szabályozási követelmények miatt).

**3. DIFFERENCIÁLT ÜZLETPOLITIKÁT SZÜKSÉGES KIDOLGOZNI A KIEMELT SZEGMENSEK SZÁMÁRA** • A régió bankjainak úgy kell pozicionálniuk magukat, hogy ki tudják aknázni a kiválasztott – a következő évtizedben a növekedés motorjainak ígérkező – termék- és ügyfélszegmensekben rejlő lehetőségeket. Ehhez azonban megfelelő termékkínálatot kell kifejlesztetniük a megcélzott szegmens számára, vagy nagy szak tudású munkatársi gárdát kell verbuválni olyan speciális területekre, mint amilyen például az infrastruktúra finanszírozása. Például az elkövetkező években a

<sup>20</sup> Példa erre az ír AIB, amely 2010 végén a lengyel Bank Zachodni WBK-t értékesítette 3,1 milliárd euróért a Santander bankcsoportnak. A spanyol bankcsoport 2012-ben további 1 milliárd euróért megvásárolta a belga KBC-től a lengyel Kredyt Bankot. A görög Eurobank EFG lengyel leányvállalatát, a Polbankot 2011-ben az osztrák Raiffeisen Bank Internationalnak adták el 460 millió euróért. A térségből 2012-ben kivonult az osztrák Volksbank, amelynek leánybankjait (egy kivételével) az orosz Sberbank vette át.

<sup>21</sup> A magyar jegybank elnöke nemrégiben négy külföldi bank kivonulását valószínűsítette Magyarországról, bár ezt a számot eddig nem igazolták vissza a bankok nyilatkozatai. Mindazonáltal a vég-törlesztés, valamint a bankokra hárított magas adóterhek s a problémás devizahitelek még mindig magas aránya egyelőre nem is teszi túl vonzóvá a magyar piacon való maradást, de kiváltképp nem az új szereplők piacra lépését.

<sup>22</sup> E téren a csatlakozást követően lehetővé vált a leánybankok „fiókositása” (amelyet például Magyarországon a BNP-Paribas 2006-ban, a Calyon 2007-ben, az ING 2008-ban, a Citibank és az AXA Bank 2009-ben, a Deutsche Bank 2011-ben hajtott végre), de ez nem hozott gyökeres változást a piacon. Fiókká többnyire a nagyvállalati ügyfelek kiszolgálásával foglalkozó, de jelentős lakossági piaci szerepre nem vállalkozó leánybankokat alakították át.

„feltörekvő jómódú” szegmens (a fiatal, jól képzett és fogyasztásorientált városi szakemberek csoportja) részaránya elérheti a lakossági banki tevékenység bevételeinek akár a harmadát is, hiszen Kelet-Közép-Európa, amely a feltörekvő piacok népességének mindössze 7 százalékát adja, már most is 41 százalékkal részesedik az e piacok összes középosztálybeli háztartásából. A feltörekvő jómódúak rétege mindenütt hasonló viselkedési mintákat mutat: jól értenek a korszerű műszaki termékekhez, előnyben részesítik az online és telefonos banki alkalmazásokat, viszont kevésbé veszik igénybe a hagyományos fiókokat, továbbá ártudatosak és szolgáltatásorientáltak. A tehetősebb ügyfelek igénylik a személyre szabott kiszolgálást, ugyanakkor az tapasztalható, hogy gyakran elégedetlenek a kínálattal, mert a bankok többnyire tömegtermékeket kínálnak számukra.

4. ERŐSÍTENI KELL AZ INNOVÁCIÓT • A térség bankjainak korszerűsíteniük kell az üzleti modelljüket. Az elmúlt években más feltörekvő országokban – ahol az alacsony jövedelmi szintek miatt a hagyományos üzleti modellek követése nem igazán tűnt célszerűnek – azt tapasztalhattuk, hogy sokkal több innovációt vezettek be, mint Kelet-Közép-Európában. Célszerű volna átvenni a másutt bevált recepteket, és az üzleti modellt hozzáigazítani a jelenlegi fejlődési szakasz sajátosságaihoz. Ez az erőfeszítés akár „szerény” innovációk bevezetésére is irányulhat – például termékek fejlesztése nullabázisú költségtervezéssel, valamint az értékesítés és az ügyfélszolgálat nagyobb centralizációja, illetve kiszervezése. Az okos telefonok viharos elterjedése pedig olyan megoldások alkalmazását teszi lehetővé, amelyek hosszabb időn át is alkalmasak az igényes ügyfelek kiszolgálására.

Az iparág egyelőre még borús globális kilátásai ellenére a következő évtizedben a kelet-közép-európai bankok jól boldogulhatnak, amennyiben tanulnak a múltból, és felkészülnek az új kihívásokra. Azok a bankok, amelyek képesek lesznek átalakítani a portfóliójukat, ügyfélként megnyerni a legígéretesebb szegmensekhez tartozókat, hatékony regionális irányítási modellt kiépíteni, valamint sikeresen korszerűsíteni szolgáltatásaikat és infrastruktúrájukat, valószínűleg képesek lesznek újból prosperálni, növelni a piaci részesedésüket, a hatékonyságukat és a jövedelmezőségüket.

## A tíz év mérlege

Nem könnyű megvonni a csatlakozás óta eltelt egy évtized mérlegét, hiszen ezt az időszakot eredmények és kudarcok egyaránt jellemezték a pénzügyi szektorban éppúgy, mint a gazdaság bármely más területén. Az immár hatodik éve tartó válság és annak súlyos következményei jócskán elhomályosították a már a csatlakozás előtt felgyorsult növekedés eufóriáját, s egyre többen csalódtak, vagy komoly kétséget táplálnak a tagság előnyeit illetően.

Ám ha tárgyilagosan értékeljük az elmúlt időszakot, akkor egyértelmű, hogy Magyarországot és a vele együtt (vagy röviddel utána) csatlakozott országokat semmilyen hatás nem érte, amely a korábban csatlakozott tagállamokra is ne ha-

tott volna valamilyen formában vagy mértékben. A különbségek inkább az egyes országoknak az új helyzethez való igazodásában mutatkoztak meg. Az alkalmazkodási készség és képesség eltérései miatt az egyes országok közötti különbségek megnöttek, illetve egyes országok elvesztették korábban szerzett előnyüket. Mindazonáltal tíz esztendeje olyan közösséghez csatlakozott Magyarország, amely lehetővé tette a megkerülhetetlen globalizációban való jobb helyállást. S a csatlakozás vonzereje – minden látott és megtapasztalt nehézség ellenére – megmaradt: gondoljuk csak arra, hogy kívül rekedt szomszédos országok kivétel nélkül az EU tagjává szeretnének válni.

Az, hogy az Európai Unió, illetve az euróövezet újabb tíz év múltán vajon mire jut, és milyenné válik, a jövő zenéje. De most sokan vizionálnak egy olyan Európát, amely két vagy három koncentrikus körből áll. A külső kör szerintük azokat az országokat foglalja magában, amelyek jelenlegi szinten kívánják tartani az együttműködést, míg a legbelső kör az euróövezet, amely folytatja az integráció elmélyítését és megerősítését egy erős politikai és gazdasági unió felé. Remélem, hogy a csatlakozás 20. évfordulójára Magyarország már a legbelső körben foglal helyet.

### *Hivatkozások*

- A MAGYAR ELNÖKSÉG... [2011]: A magyar elnökség főbb eredményeinek rövid összefoglalója. <http://eu.kormany.hu/a-magyar-elnokseg-eredmenyeinek-rovid-osszefoglaloja>.
- BIRDSALL, N.–DE LA TORRE, A.–CAICEDO, F. V. [2010]: The Washington Consensus – Assessing a Damaged Brand. World Bank Policy Research Working Paper, 5316.
- BORGHIS, A.–KUIJS, L. [2004]: Exchange Rates in Central Europe: A Blessing or a Curse? IMF Working Paper /2.
- BROWN, M.–PETER, M.–WEHRMÜLLER, S. [2009]: Swiss Franc Lending in Europe. Swiss National Bank, Zürich.
- DE HAAS, R.–KORNIYENKO, Y.–LOUKOIANOVA, E.–PIVOVARSKY, A. [2012]: Foreign Banks and the Vienna Initiative: Turning Sinners into Saints? IMF Working Paper, 12/117.
- DIETZ MIKLÓS–HOMONNAY ÁDÁM –SHVAKMAN, I. [2012]: What's ahead for banking in Eastern Europe. Long-term growth opportunities will emerge when the turmoil subsides. McKinsey, [http://www.mckinsey.com/insights/financial\\_services/whats\\_ahead\\_for\\_banking\\_in\\_eastern\\_europe](http://www.mckinsey.com/insights/financial_services/whats_ahead_for_banking_in_eastern_europe).
- ECB [2013]: Banking Structures Report, 2013. november. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/bankingstructuresreport201311en.pdf>.
- ECB [2014]: Is eurozone governance fit for purpose? Keynote speech by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, at a dinner organised by the Centre for European Reform, London, január 30. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140130.en.html>.
- ÉGERT, B.–MIHALJEK, D. [2007]: Determinants of house prices in central and eastern Europe. BIS Working Paper, No. 236. <http://www.bis.org/publ/work236.pdf>.
- FINANCIAL MARKETS... [2013]: Financial markets in Europe: From the Single Market to a Banking Union. German Council of Economic Experts. Annual Report, 2012/13 január 9. [http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/Sonstiges/chapter\\_three\\_2012.pdf](http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/Sonstiges/chapter_three_2012.pdf).

- FISCHER, S. [2012]: The Washington Consensus. Megjelent: Global economics in extraordinary times. Essays in honor of John Williamson. Peterson Institute for International Economics, Washington, DC, 11–24. o.
- FT [2014]: Transcript of interview with Danièle Nouy. Financial Times, február 9. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3e0420e2-91a8-11e3-adde-00144feab7de.html#axzz2udLcJW5j>.
- G20 [2008]: Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy. Washington DC, november 15. <http://www.g20.utoronto.ca/2008/2008declaration1115.html>.
- HEINZ, F. F.–SUN, Y. [2014]: Sovereign CDS Spreads in Europe – The Role of Global Risk Aversion, Economic Fundamentals, Liquidity, and Spillovers. IMF, WP/14/17.
- HIGH LEVEL REFLECTION GROUP [2014]: Report by the High Level Reflection Group: Central Europe fit for the future – Visegrad Group ten years after the accession. CEPI–demosEuropa, Pozsony–Varsó, <http://www.cepolicy.org/publications/central-europe-fit-future-10-years-after-eu-accession>.
- IMF [2009]: IMF Executive Board Approves €12.9 Billion Stand-By Arrangement for Romania. Press Release, No. 09/148. május 4. <https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pr09148.htm>.
- IMF [2013]: Multi-Country Report. German-Central European Supply Chain – Cluster Report. IMF Country Report, No. 13/263.
- MNB [2007]: A Magyar Nemzeti Bank tevékenysége 2001–2007. Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- MONNET, J. [1976]: Mémoires. Fayard, Párizs. Magyarul: Emlékiratok. Budapesti Gazdasági Főiskola, Budapest, 2006.
- NAÍM, M. [2002]: The Washington Consensus: A Damaged Brand. Financial Times, október 28.
- NEMÉNYI JUDIT–OBLATH GÁBOR [2012]: Az euró bevezetésének újragondolása. Közgazdasági Szemle, 59. évf. 6. sz. 569–684. o.
- OECD [2007]: Economic Outlook, 2007, Statistical Annex, Table 59, House Prices.
- REINHART, C. M.–ROGOFF, K. S. [2014]: Recovery From Financial Crises – Evidence From 1000 Episodes. NBER Working Paper, 19823.
- SANCHEZ, J. L. D.–VAROUDAKIS, A. [2014]: Causes of Eurozone external imbalances. voxEU, február 6.
- WILLIAMSON, J. [2003]: A short history of the Washington Consensus and suggestions for what to do next. Finance & Development, szeptember.
- WORKING GROUP ON NPLs [2012]: European Banking Coordination “Vienna” Initiative: Working Group on NPLs in Central, Eastern and Southeastern Europe, március 23. <https://www.imf.org/external/region/eur/pdf/2012/030112.pdf>.