

# Csermely Ágnes: Ki fizeti a révészt? Az eurozóna útja a recessziótól a politikai válságon át az intézményi struktúra újratervezéséig\*,<sup>1</sup>

*Az adósságválság felszínre hozta az EU intézményi struktúrájának gyengeségeit. Kiderült, hogy végső hitelező nélkül az egyes országok állampapírpiacai ugyanúgy spekulatív támadásoknak lehetnek kitéve, mint a rögzített árfolyamok. Kezelenkéntlen problémát jelent, hogy miközben a kormányzatok maguk is az adósság fenntarthatóságával küzdenek, az integrált pénz- és tőkepiacokon aktív bankokat a nemzeti kormányoknak kell szanálniuk. A kilábalást az is megnehezíti, hogy az eurozóna intézményi alapját képező szigorú költségvetési politikát akkor kell helyreállítani, amikor a magángazdaság is adósságkeelési folyamatban van, és a monetáris politika sem képes további kamatcsökkentéssel támogatni a növekedést. Az eszkálálódó válság lecsillapításához gyors válságkezelő intézkedésekre lett volna szükség. De a közgazdasági racionalitás és a politikai realitás közötti kompromisszumok eredményeként megszületett intézkedések sokáig nem bizonyultak hatékonynak. Az intézményi vákuum öngerjesztő negatív spirálok kialakulásának adott teret. Mára nyilvánvalóvá vált, hogy a valutaunió intézményi újragondolására van szükség, amelyben nagyobb mértékű kockázatközösséget kell kialakítani a tagországok között, és több fiskális és felügyeleti funkciót kell közösségi szintre helyezni. A körvonalazódó intézményi struktúrának ma még nincs teljes körű politikai támogatottsága, hosszabb távú stratégiai célnak tekinthető.*

## AZ EUROZÓNA ALAPKONCEPCIÓJA: MONETÁRIS UNIÓ FISKÁLIS UNIÓ NÉLKÜL

A közös valuta bevezetését megelőzően az eurozóna országai a német márkához rögzített árfolyamrendszerben működtek (ERM, ERM-II). Ezt az időszakot gyakori valuta-válságok jellemezték, többször került sor valamely részt vevő valuta árfolyamának piac által kikényszerített leértékelésére. A tőkeáramlások liberalizálásával ezek a spekulatív támadások egyre kiterjedtebbé és költségesebbé váltak. A fix árfolyamrendszerek egyre nagyobb sebezhetősége a világ más részein is megmutatkozott, és a közgazdasági gondolkodás kezdte átértékelni a szigorúan menedzselt árfolyamok előnyeit és költségeit. A '90-es évek elejére az úgynevezett sarokmegoldások, azaz az árfolyam visszavonhatatlan rögzítése és a szabad lebegtetés váltak a közgazdasági szakma által javasolt árfolyamrendszerekké.

Az Európai Unió tagországai – az egyre szorosabbá váló gazdasági integrációval nagyobb összhangban – a közös

valuta bevezetése mellett döntöttek, amit elősegített, hogy a Bundesbankon kívül már a megelőző évtizedekben sem folytattak önálló monetáris politikát. Ugyanakkor a fiskális politikák centralizálásának, sőt még harmonizálásának sem volt meg a politikai támogatottsága. Ezért egy olyan intézményi konstrukciót hoztak létre, amelynek stabilitását a tagországok egyéni szinten fegyelmetett költségvetési politikája biztosítja. Ez az elképzelés összhangban volt a kilencvenes évek elejének közgazdasági gondolkodásával, hiszen ez időben a fix árfolyamrendszer hitelességét leggyakrabban a fegyelmetetlen költségvetés ásta alá.

Ennek megfelelően a Maastrichti Szerződésbe számos intézményi biztosítékot építettek be, melyek garantálják a tagállamok fiskális fegyelmét. Először is törvénybe foglalták, hogy sem a tagállamok, sem az EKB nem adhat pénzügyi segítséget semelyik tagországnak (tilos a bail-out, monetáris finanszírozás tilalma). A tagországok költségvetési politikáját a konvergencia- és stabilitási programok közös megvitatásával folyamatosan ellenőrizték, a fiskális fegyelmet be nem tartó országok pedig túlzottdeficit-eljárás alá kerültek.

\* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

<sup>1</sup> A Magyar Közgazdasági Társaság 20. vándorgyűlésén, 2012. szeptember 28-án Egerben elhangzott előadás alapján.

## A PERIFÉRIAORSZÁGOK TÖBBSÉGE NEM A FISKÁLIS FEGYELMEZETLENSÉG MIATT KERÜLT BAJBA

Bár a válság előtt is voltak repedések az eurozóna architektúráján, előfordult, hogy a tagállamok fele túlzottdeficit-eljárás alatt állt, de a fiskális fegyelemző erő többé-kevésbé működött. Görögország kivételével a bajba került országok teljesítették az elvárt fiskális kritériumokat. A válság kezdetén Spanyolországban és Írországban volt a legalacsonyabb az államadósság. Olaszország és Portugália az eladósodottabb országok közé tartoztak ugyan, de a költségvetési deficitük elfogadható szintre mérséklődtek, így a válság kitörésekor nem álltak túlzottdeficit-eljárás alatt.

A kisebb országok alapvető problémája a magánszektor gyors eladósodásában rejlett. Az eurozónába való belépés után jelentős tőkebeáramlás indult meg ezekbe az országokba, a kialakult alacsony kamatszint és az eurozónabeli tagsághoz kapcsolódó „euroforikus” jövedelemvárakozások pedig gyors eladósodásra ösztönözték a magánszektor. Hitelbuborék és ingatlanár-buborék keletkezett, ami sérülékennyé tette a bankrendszert. A külföld felé való gyors eladósodás nem váltott ki gazdaságpolitikai választ, hiszen az akkori felfogás szerint a valutaunió határain belül nem számítottak az egymással szemben felhalmozott adósságok.

A magánszektor túlfűtöttsége a fiskális mutatókat is szebbnek láttatta, az emelkedő foglalkoztatásból az ingatlanadókból, extraprofitokból származó bevétel éveken keresztül javította a költségvetés pozícióját. Így sem a brüsszeli, sem a helyi hatóságok nem számítottak arra, hogy milyen gyorsan tűnnek el e bevételek a válság kitörése után, és milyen nagymértékű romlást okoznak a költségvetési helyzetben. A túlfűtöttség okozta átmeneti bevételek kiesése és a mély recesszió gyorsan növekvő pályára állította az államadósságot. A helyzet kezelhetetlenségéhez azonban nagymértékben járult hozzá a bankszektorban jelentkező problémák eszkalálódása. Ez egyrészt közvetlen fiskális költséget is okozott, de közvetett módon – a hitelszűke miatti tartósan romló gazdasági teljesítmény miatt – is rontotta az államadósság fenntarthatóságának megítélését.

## AZ EUROZÓNA INTÉZMÉNYI PROBLÉMÁI HOZZÁJÁRULTAK A VÁLSÁG ELMÉLYÍTÉSÉHEZ

A gazdaságtörténet számos korábbi adósságválságot<sup>2</sup> dokumentál, melyek jellemzően sokkal súlyosabb és tartósabb gazdasági visszaeséssel jártak, mint az árfolyamválságok. A mostani adósságválság még ezek közül is kiemelkedő,

mivel a világ számos fejlett országa egyidejűleg érintett, így a belföldi keresletük visszafogására kényszerülő országok nem tudnak az exportjuk bővítésére alapozva kilábalni a recesszióból.

Az adósságválság elhúzódása részben abból fakad, hogy a hagyományos gazdaságpolitikai stabilizációs eszközök hatása ilyenkor nagyon alacsony, mivel nem a profitmaximalizálás, hanem az adósságcsökkentés áll a gazdasági döntések középpontjában. Az adósságválságban kialakuló ördögi körök miatt nagyon nehezen tud növekedési pályára állni a gazdaság. A negatív spirált a pénzügyi szektor és a reálgazdasági szereplők közötti egymásra hatások fűtik. A magánszektor viselkedésére a kedvezőtlenebbé váló jövedelemvárakozások, az emelkedő kamatköltségek, az elértéktelenedő ingatlan- és értékpapírvagyomány van a legnagyobb hatással, ami a fogyasztási hajlandóság nagyfokú visszaesésével, a foglalkoztatás csökkenésével és a beruházások elhalasztásával jár együtt. A bankrendszer aktivitását a romló portfólióminőség, az elértéktelenedő fedezetek, a forrásbevonás megdrágulása és beszűkülése befolyásolja, ami jellemzően a hitelezés visszafogását eredményezi. Mindez az ún. pénzügyi akcelerátor hatáson keresztül visszahat a nem banki szereplők mérlegeire is. A hitelszűke visszafogja a termelést, még nagyobb lesz a gazdaság visszaesése, a kockázati megítélés tovább romlik, azaz eszközárak csökkennek, a kamatköltségek emelkednek. Mindez még borúsabbá teszi a reálgazdasági szereplők kilátásait, így még nagyobbá válik az alkalmazkodási kényszer.

Az adósságválság ördögi körébe került országokban mind a kormánzatnak, mind a jegybanknak kulcsszerepe van a helyzet stabilizálásában – de nem a hagyományos stabilizációs eszközök bevetése a legfontosabb a válságból való kilábalás elősegítésében.

### Monetáris politika

Az adósságválságba került országok monetáris politikája a kamatok csökkentésével reagál a növekedés nagyfokú visszaesésére és a deflációs kockázatok fokozódására. De ennek kicsi a háztartások hitelkeresletére és ezen keresztül a fogyasztásra gyakorolt hatása, mivel az elsődleges cél az adósság leépítése. A bizonytalan piaci kilátások miatt az alacsony kamatszint beruházásokat ösztönző szerepe sem erős. Mivel a hatásfok kicsi, a jegybankok jellemzően maximálisan kihasználják a mozgásterüket a monetáris kondíciók javítására. De az ilyen típusú válságokban a jegybankok legfontosabb feladata az, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer működésében jelentkező akadályokat elhárítsák. Ennek érdekében új likviditásbővítő eszközökkel segítik a banki

<sup>2</sup> IMF (2009): *World Economic Outlook*, April, Chapter 2.

forrásszűke feloldását, és igyekeznek a lefagyott tőkepiaci szegmensek működését minél előbb helyreállítani, amihez az ún. nem szokványos eszközök széles tárházát veszik igénybe.

A válság kitörése utáni első időszakban az EKB más fejlett országok jegybankjaihoz hasonló monetáris politikát folytatott. Több lépésben gyakorlatilag nullára csökkentette az irányadó kamatozatot, a bankok számára új likviditásbővítő lehetőségeket teremtett, és a lefagyott pénzpiacok működőképességének helyreállítása érdekében eszközvásárlási programot is hirdetett. A válsagnak az európai szuverénekre való áttérítésével azonban előtérbe kerültek az intézményi korlátok. Míg a válságot megelőző időszakban az eltérő mértékben eladósodott tagállamok által kibocsátott állampapírok befektetési szempontból nagyon közeli helyettesítői voltak egymásnak, 2009-től ezek a monetáris politika transzmissziójában kulcsszerepet játszó részpiacok egyre szegmentáltabbá váltak. Az is vélelmezhető volt, hogy a szélsőséges árazás alakításában gyakran az eurozóna jövőjével kapcsolatos kételyek miatti kockázatkerülés, illetve spekulatív szándékok is szerepet játszottak. Bár a pénzügyi közvetítőrendszer működőképességének megőrzése szempontjából az állampapírpiacok kulcsfontosságúak, az EKB ezen piacok stabilizálásában nem tudott aktív szerepet vállalni, mert kötötte a monetáris finanszírozás tilalma.

### Fiskális politikai mozgástér

Az adósságválság stabilizálásában a fiskális politika is fontos szerepet játszik. A fiskális lazításnak elsősorban azon formái tudnak segíteni, amelyek közvetlenül keresletet teremtenek a gazdaságban (pl. a roncsautóprogram, állami foglalkoztatási programok, infrastrukturális beruházások). A kormányzat másik kulcsfontosságú feladata a bankrendszer hitelezési képességének mielőbbi helyreállítása, hiszen hitelezés nélkül nem tud újraindulni az erőforrások allokációja, nem tud beindulni a növekedés. Azon adósságválságokban, melyek kezelését sikeresnek tekinthetjük, a bankrendszer mérlegeinek megtisztítása mindig prioritása volt a gazdaságpolitikának (pl. Svédország 1992–1993, USA 2007–2009), míg ott, ahol a politika szemet hunyt a bankok mérlegében felhalmozódott rossz hitelek felett, elhúzódott a növekedés újraindítása (pl. Japán 1992-ben kitört válságát követő ún. „elvesztegetett évtized”).

A monetáris politikához hasonlóan az európai fiskális stabilizáció is két időszakra osztható. A válság első szakaszában,

amikor a válság gócpontja még az Egyesült Államok volt, az Európai Unió összehangolt fiskális élénkítő csomagot jelentett be. Az Európai Helyreállítási Program gyors, de átmeneti költségvetési lazítást engedélyezett minden országnak, ahol a fiskális fenntarthatósággal kapcsolatban – az akkori megítélés szerint – nem voltak aggályok. A nemzetközi szinten is összehangolt akció eredményes volt, 2009-ben úgy látszott, mind az USA, mind Európa képes újra növekedési pályára állni. A stabilizáció első eredményeit látva azonban elvált az Amerikában és az Európában folytatott fiskális politika. Míg a tengerentúlon folytatódott a költségvetési élénkítés, az EU a túlzott deficitet fokozatos megszüntetése mellett tette le a voksát, a 2011–2012-es költségvetések a legtöbb országban jelentős szigorítást hoztak. Ebben szerepe lehetett annak is, hogy a görög adósságválság nyilván kérdőjelezte meg az eurozóna intézményi alapjait, egyre több spekuláció látott napvilágot a zóna esetleges felbomlásával kapcsolatban. Így több európai gazdaságpolitikus is arra a következtetésre jutott, hogy a kialakult helyzetben a legfontosabb teendő az eurozóna legfontosabb intézményi alapjának, a tagországok fegyelmezett költségvetési politikájának mielőbbi helyreállítása. A gyors fiskális konszolidáció az adósságválság fertőző hatásaival szemben is megfelelő gyógyírnak látszott.

Az európai fiskális politika fordulata komoly vitákat váltott ki mind a zónán belül, mind a nemzetközi fórumokon. Az Európa magját jelentő, kedvező kockázati megítélést élvező országokat azért kritizálták,<sup>3</sup> mert azzal, hogy túl gyorsan fordítottak a fiskális politikán, kihúzták a növekedés egyetlen támaszát, és ezzel hozzájárultak ahhoz, hogy Európa visszasüllyedjen a recesszióba. A perifériaországok növekedése csak exportból fakadhat, ezért szükség van arra, hogy azok az országok, amelyek korábban a hiteleket nyújtották a túlzott eladósodáshoz, most belső keresletüket bővítve támogassák a perifériaországok gazdasági alkalmazkodását.

Még komolyabb polémia alakult ki a bajba került tagországokban folytatandó fiskális politikával kapcsolatban. Míg az európai főáram egy reformokkal kísért többéves dinamikus fiskális konszolidációs programot tartott szükségesnek, a gazdasági növekedés beindulásának késlekedése egyre több kételyt ébresztett a gyors fiskális konszolidáció célszerűségével kapcsolatban. A költségvetési mozgástér növelése mellett kiállók<sup>4</sup> fő érve az volt, hogy ezekben az országokban olyan körülmények alakultak ki, amikor a fiskális multiplikátor a szokásosnál jóval nagyobb,<sup>5</sup> így a kiigazítás oly

<sup>3</sup> IMF (2012): World Economic Outlook, April, Chapter 2.

<sup>4</sup> Gros, D.–R. Maurer (2012): Can Austerity Be Defeating?. *Intereconomics*, 3.

<sup>5</sup> Normál esetben a monetáris politika képes lazítással ellensúlyozni a fiskális kiigazítás hatását, a gazdaság szereplői pedig töreksenek fogyasztásuk simítására – most ezek az ellensúlyozó mechanizmusok nem működnek.

mértékben veti vissza a növekedést, hogy az adóalapok elolvadása és a csökkenő foglalkoztatásból fakadó többletkiadások miatt a kitűzött költségvetésihiány-cél elérhetlenné válik. Szükséges esetben a kiigazítás önmegsemmisítővé válhat: azaz hiába születnek intézkedések, a növekedés visszaesése, és ennek piaci hozamokra gyakorolt kedvezőtlen hatása miatt egyáltalán nem javul a fiskális fenntarthatóság megítélése.

A lassabb fiskális konszolidáció csak akkor kivitelezhető, ha van, aki hajlandó elfogadható kamatszinten megfinanszírozni. A gyors fiskális konszolidációt támogatók azzal érvelnek, hogy a helyzet megoldásának kulcsa a piaci bizalom mielőbbi helyreállítása, ami egyetlen módon érhető el: egy fenntartható költségvetési pozíció mielőbbi megteremtésével. Amíg ez nem valósul meg, a magas kamatfelárak és az eszközárak további romlása csak súlyosbítja a magánszektor mérlegpozícióját. Így e tábor szerint a konszolidáció lelassítása vezet a tartós recesszió állapotához.

### Állam és bank végzetének összefonódása

Végül a bankrendszeri problémák kezeléséhez is más volt az európai államok hozzáállása, mint az USA-é. Míg a tengerentúlon már 2009-től sor került egy jelentős portfóliótisztításra és a nagybankok állam általi feltőkésítésére, Európában 2009-ben szintén megindult ugyan a feltőkésítési hullám, a portfóliók szisztematikus átvilágítása azonban máig várat magára. Ráadásul az európai hatóságok sokkal nagyobb teret adtak arra, hogy a bankok mérlegalkalmazkodással, azaz eszközállományuk leépítésével javítsanak a tőkehelyzetükön.

A lassú bankrendszeri konszolidációnak számos magyarázata lehet. Egyrészt a banki tevékenységek határokon átnyúlóak voltak, de Európában nem volt egységes felügyelet, sem olyan intézmény, amely át tudta volna látni a bankok közötti kapcsolatokat, a lehetséges fertőzési csatornákat. A potenciális tovagyűrűző hatásokkal kapcsolatos aggodalom késleltette a veszteségek leírását. Másrészt a banki portfóliótisztítás jellemzően az állam jelentős kötelezettségvállalásával megy végbe, így a meggyengült költségvetési helyzetű kormányok ódzkodtak újabb terhek átvállalásától. Különös óvatosságra intette a kormányokat Írország példája, ahol a bedőlt bankok állami kézbe vételét rendkívül gyors államadósság-növekedés követte.

A bankkonszolidáció halogatása azonban tovább rontott a helyzeten. Ha egy bank portfólióminősége romlott, a befektetők azonnal rontották a székhelye szerinti kormány koc-

kázati megítélését is – hiszen ha a bank bedől, végső soron az államnak kell jótállnia a betétesek pénzéért. Mivel számos bank mérlegfőösszege igen nagy volt a költségvetés teherviselő képességéhez viszonyítva, a befektetők a fiskális fenntarthatóságról alkotott vélekedésüket is rontották. Ez azonban visszahatott a bank megítélésére is, hiszen az jelentős mértékben tartott állampapírokat. Ördögi kör alakult ki, bank és kormány befektetői megítélése egyre jobban romlott, és az így kialakult bizonytalanság mind a banki hitelezés visszafogásán, mind a kialakult rendkívül magas forrásköltségeken keresztül fékezte a gazdaság teljesítményét. A visszaesés pedig mind a bankrendszeri, mind az államháztartási problémákat súlyosbította.

### Az államnak nincs végső hitelezője

Végül az intézményi problémák további aspektusaként meg kell említenünk az állam végső hitelezői funkciójának hiányát. A válság felszínre hozta, hogy likviditási problémák esetén a tagországok kormányai nem tudnak finanszírozási lehetőséghez jutni, mivel a jegybanknak nem szabad monetáris finanszírozást biztosítania a tagországoknak. Ezzel ezek az államok hasonló helyzetbe jutottak, mintha devizában adósdottak volna el. A problémát Paul de Grauwe<sup>6</sup> a spanyol és az angol gazdaság összevetésével szemlélteti. A két ország hasonló fundamentumai ellenére az állampapírcsoporthoz nagy hozamkülönbséget figyelhetünk meg. Ez összefügghet azzal a piaci vélekedéssel, mely szerint: ha a kormánynak likviditási nehézségei támadnának, akkor a Bank of England képes és hajlandó is lenne átmeneti finanszírozási segítséget adni, míg az EKB esetében ezt nem tartják valószínűnek.<sup>7</sup> Ha valóban van ilyen viselkedésbeli különbség, az egy szélsőséges forgatókönyv bekövetkezése esetén megnövelheti az államcsőd kockázatát az eurozóna-tagországokban. Így a válságban elharapózott, a szélsőséges forgatókönyvekre adandó gazdaságpolitikai válaszokat tesztelő piaci magatartás mellett a végső hitelezési funkció megoldatlansága is táptalajt adhatott a perifériaországok állampapírcsoporthoz kialakult spekulációnak. Az, hogy a tagországok állampapírcsoporthoz spekulációs támadás veszélyének vannak kitéve, súlyos rendszerkockázatnak tekinthető. Az átmeneti likviditási probléma ugyanis szolvenciaválsággá válhat, a kialakult kamatok és a gyenge gazdasági teljesítmény mellett ugyanis romlanak a fenntarthatósági mutatók.

## GAZDASÁGPOLITIKAI VÁLASZOK

A válságnak az európai szuverénekre való áttérjedése felkészületlenül érte az eurozónát. A fiskális önfegyelemre épülő monetáris unióban nem voltak válságkezelő intézmé-

<sup>6</sup> DE GRAUWE, PAUL (2011): Managing a fragile Eurozone. *Vox.Eu blog*.

<sup>7</sup> A Maastrichti Szerződés mindkét országban tiltja a monetáris finanszírozást.

nyek, ezért a szükségessé váló intézkedéseket csak a tagállamok közötti egyeztetési procedúrát követően sikerült meghozni. Ez a politikai döntéshozatali mechanizmus természeténél fogva lényegesen lassabb, mint például az Egyesült Államokban, ahol a központi kormányzat és a Fed teljes felhatalmazással tudott rendkívüli intézkedésekről, a költségvetés terhére nyújtott likviditási gyorssegélyekről dönteni. A válságkezelő intézkedések meghozatalának elhúzódása, az ellentétes nézőpontokról és érdekekről a sajtónyilvánosság előtt folytatott diszkusszió és a végső döntéssel kapcsolatos bizonytalanság nagymértékben hozzájárult a válság eszkalálódásához és a régió több országára való áttérjedéséhez.

A válságban megszületett intézményi reformok két kategóriába sorolhatók. Az elsőbe tartoznak azok a lépések, amelyek elsősorban a jövőbeli válságszituációk kialakulását hivatottak megakadályozni, a másodikba pedig a válságkezelő intézmények. Mivel a második kategóriába tartozó intézkedések közvetlen pénzügyi transzferekkel és jövőbeli fizetési kötelezettségek felvállalásával is együttjárnak, az előrehaladás itt volt a lassabb, még ma is formálódnak a jövőbeli európai kockázatközösség keretei.

### Megelőző intézkedések

A jövőbeli válságok megelőzése érdekében több lépésben és több jogszabályi csomagban (hatos csomag, kettes csomag, fiskális kompakt) megerősítették a fiskális fegyelem betartására szolgáló intézményeket. Ezzel pontosabbá vált a túlzott deficit és túlzott adósság állapotának megszüntetése érdekében a tagországoktól elvárható alkalmazkodás mértéke. Az alkalmazkodás elmaradásához pénzügyi szankciók kötődnek, és az eljárásrend megváltoztatásával az is sokkal nehezebbé vált, hogy a tagországok politikai kompromisszumok révén elszabotálják a fiskális fegyelemre vonatkozó szabályok betartását.

Mivel a jelenlegi válság kialakulásában nem csak és nem elsősorban a költségvetési fegyelmezetlenség játszotta a kulcsszerepet, a makrogazdasági egyensúlytalanságok kialakulásának monitorozására és a gazdaságpolitikai válaszok koordinálására új intézmény jött létre, a „túlzott egyensúlytalansági eljárás”. Ennek keretében a Bizottság folyamatosan vizsgálja a tagországok egyensúlyi és eladósodottsági helyzetét jellemző mutatók alakulását, és ha pénzügyi egyensúlytalanságok felépülését látja, ajánlásokat fogalmaz meg a korrekcióra vonatkozóan. Az európai szemeszter teremti meg az intézményi kereteket ahhoz, hogy a Bizottság még a költségvetési tervezési folyamat korai szakaszában kifejtthesse álláspontját az általa szükségesnek tartott strukturális és stabilizációs intézkedésekről, gazdaságpolitikai intézkedésekről.

Végül a pénzügyi egyensúlytalanság kialakulásában kulcsszerepet betöltő hitelezési folyamatok figyelemmel kísérése érdekében is létrejöttek új európai testületek. Az Európai Bankhatóság (EBH – European Banking Authority, EBA) feladata a felügyeleti munka összehangolása, a bankrendszeri folyamatok mikroprudenciális szempontú értékelése és ajánlások megfogalmazása, míg az Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT – European Systemic Risk Board, ESRB) kapta a makroprudenciális elemző feladatkört. A válság kitörésekor azonban ezek az intézmények még fel sem álltak, ám ha működtek volna, akkor sem feltétlenül lett volna lehetőségük a folyamatok érdemi befolyásolására, mert ezek az új testületek alig rendelkeznek tényleges döntéshozatali jogkörrel. A bankrendszeri beavatkozások lehetősége és a bankrendszeri problémák kezelésének felelőssége továbbra is nemzeti szinten maradt.

### Válságkezelő intézkedések az adósságválság megfékezéséért

Az adósságválság megfékezése akkor lehetséges, ha egy kellően nagy tűzerejű végső hitelező színre lépése miatt a piaci szereplők nagyon kicsi valószínűséget tulajdonítanak annak, hogy az államnak csődöt kell jelentenie, és nem lesz képes lejáró államkötvényeit visszafizetni. Az eurozónában azonban a válság kitörésekor nem volt intézményesítve az állam végső hitelezője funkció, sőt a no-bail-out és a monetáris finanszírozás tilalma akadályozta is a megoldás kialakítását. A legsúlyosabb korlátok azonban politikai jellegűek voltak. Mivel ez az eshetőség az unió létrehozásakor nem szerepelt a játékszabályok között, az EU-adófizetők igen limitált hajlandóságot mutatnak más országok támogatására. Míg kisebb transzferekhez sikerült megfelelő politikai támogatást szerezni, ez a válság eszkalálódásával egyre komolyabb problémát jelentett, hiszen egyre nehezebbé vált annak a megítélése, hogy mekkora lesz a végösszeg.

Az első tűzoltó intézkedést a Pénzügyi Felügyeleték Európai Rendszere (EFSF – European System of Financial Supervision) felállítása jelentette. Ennek keretében az uniós tagországok nem közvetlenül nyújtottak hitelt, hanem hozzájárultak egy válságkezelő alap felállításához, amely szigorú makrogazdasági feltételek mellett biztosított pénzügyi segítséget a likviditási problémákkal küzdő tagországoknak. Később a tagországok döntöttek a véglegesnek szánt Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM – European Stability Mechanism) felállításáról is, amely a tagországok által vállalt garancia mellett már pénzügyi forrásokat is képes bevonni a konszolidációs programok finanszírozására. Emellett 2010-ben az EKB is meghirdette ún. SMP (Securities Market Programme) programját, melynek keretében 217 milliárd euro értékben vásárolt államkötvényeket. Az EKB intervenciói azt a célt szolgálták, hogy helyreállítsák a monetáris transzmissziót,

azaz a bajba került tagországok állampapírpiacain is alacsony kamatszint alakuljon ki. A beavatkozás volumene azonban nem volt jelentős, így számottevően nem tudott hozzájárulni a kockázati felárak megtöréséhez. Később, 2011–2012 fordulóján az EKB indirekt módon is segítette a perifériaországok állampapírpiacainak helyreállítását. Az LTRO- (Long Term Refinancing Operation) program keretében többéves forrásokat biztosított a bankok számára, amit elsősorban a problémás országok kereskedelmi bankjai vettek igénybe, és egy részét saját országuk állampapírjainak megvásárlására fordították.

Születtek tehát válságkezelő intézkedések, de e beavatkozásoknak nem volt elég tűzerejük ahhoz, hogy megállítsák a válság terjedését. Ellenkezőleg, a „mire elég a pénz és mire nem” típusú piaci hangulatkeltés végigkísérte az adósságválság eszkalálódását. Emellett ezek a megoldások nem kezelték a bank és állam megítélésének összefonódásából adódó problémát, sőt az LTRO – bár a banki likviditási válságot hatékonyan csillapította – a kockázatok összefonódásából fakadó problémát talán még súlyosbította is. Számos javaslat látott napvilágot arra vonatkozóan, hogy miképp lehetne növelni a közösségi szintű állampapír-piaci intervenciók nagyságrendjét azon túlmenően, amire a tagországok az EFSF-hozzájárulás és az ESM alaptőkéjének befizetésével kötelezettséget vállaltak. Ezen javaslatok közül azonban egy sem kapta meg a szükséges politikai támogatást, hiszen mind az egyszerű, mind a bonyolult konstrukciók implicit módon magukban foglalták a költségek közösségi szintű megosztását. Ezek nemcsak azért nem tudtak széles körű politikai támogatást szerezni, mert előre látható volt, hogy rövid távon kik lesznek a befizetők és a haszonélvezők. Az is fontos szerepet játszott az elhúzódozó tárgyalási folyamatban, hogy egy ilyen kockázatközösség létrehozása messze túlmutat a Maastrichti Szerződésben kialakított együttműködés keretein.

A „lesz e végső hitelező” típusú piaci spekulációk letörésében 2012 nyara hozta meg az áttörést. Egyrészt elhárultak a jogi aggályok az ESM működése körül, sőt sikerült a tagországi hozzájárulást megemlíteni. De talán még ennél is fontosabb, hogy az EKB meghirdette OMT- (Outright Monetary Transaction) programját. Ennek keretében az EKB hajlandó azon országok rövid állampapírjait mennyiségi korlát nélkül vásárolni a másodpiacon, amelyek ESM-program alatt állnak, és teljesítik a programban megszabott feltételeket. A mennyiségi korlát nélküli beavatkozás lehetősége – bár egyelőre csak verbális intervenció történt – jelentős hozamcsökkenést okozott a bajba került országok állampapírpiacain, annak ellenére, hogy a programban való részvétel feltételei szigorúbbnak bizonyultak, mint azt a piacok először gondolták. Sajnos ez nem jelentette az adósságvál-

ság végét. Továbbra is megkérdőjeleződik, hogy a romló gazdasági körülmények és a fokozódó szociális feszültségek mellett képesek/hajlandók lesznek-e a pénzügyi segítségre szoruló országok végigvinni a szigorú fiskális konszolidációs programokat, vagy eljön az a pont, ahol már kisebb költséggel jár a valutaunióból való kilépés.

### Bank és állam kockázatainak szétválasztása

A válság eszkalálódásában fontos szerepe volt annak, hogy a multinacionális keretben működő bankok és a tagállami szintre delegált bankmentő funkciók miatt a bankok és a szuverének kockázatai összekapcsolódtak és egymást erősítették. A válság kitöréséig nem alakult ki intézményi megoldás sem a tagállamok fölötti bankfelügyeletre, sem pedig a banki válságkezelés költségeinek érintett országok közötti megosztására. Ha a válság tanulságaként a jövőben olyan bankrendszernek kell létrejönnie, amelyben a bankok tevékenysége és a válságkezelési kapacitások nagysága között összhang van, két lehetséges úton indulhat el az eurozóna. Vagy a bankoknak kell visszatérnie a tagállami keretek közé, vagy ha szeretnénk megőrizni az egységes pénzügyi piacból fakadó hatékonysági előnyöket, meg kell teremteni a közösségi szintű bankmentő eszközök és közösségi szintű betétbiztosítás intézményeit. A bankrendszerben rejlő kockázatok nagyobb mértékű megosztásának azonban előfeltétele, hogy a prevenció, a bankok felügyelete is közösségi szintre kerüljön, ezzel kizárható legyen a potyautas probléma. Ez az új intézményi felállás körvonalazódik a bankunióra vonatkozó javaslatban.

A bankunió négy pillérré épülne. Az első a közös szabályozási háttér, az egységes prudenciális szabályok gyűjteménye, a „single rulebook”. Az ellenőrzés és prevenció egy, az EKB vezette központi felügyeleti szervhez kerülne, amely alapvetően mikroprudenciális hatóság lenne, de a jelenlegi elképzelések szerint makroprudenciális jogkörökkel is felruháznák. Hosszabb távon elképzelhető, hogy a közösen ellenőrzött bankrendszer biztonságos működését egy közös bankmentő alap támogatná, amely elsősorban a bankszektor hozzájárulásával jönne létre, de végső esetben az ESM pénzügyi eszközeit használná. Annak azonban nincs politikai támogatása, hogy a jelenlegi banki konszolidációs költségek is megosztásra kerüljenek. Végül tárgyalások folynak a bankok befizetéseiből működtetett betétbiztosítási alap felállításáról is, de egy ilyen intézmény is csak akkor tudja hatékonyan befolyásolni a banki betétesek viselkedését, ha közösségi szintű pénzügyi forrás is áll mögötte. Egyelőre a közös felügyelet megvalósítása tekintetében látszik jelentősebb előrehaladás, míg a közös kockázatviselés kereteinek kialakítása tekintetében még nem körvonalazódik politikai konszenzus.

### Quo Vadis, Eurozóna?

A válság megmutatta, hogy az eurozóna intézményi alapját jelentő „monetáris unió fiskális unió nélkül” koncepció a pénzügyi stabilitást veszélyeztető helyzetekben nem működőképes, szükség van közösségi szintű válságkezelő intézményekre. A pénzügyi stabilitási kockázatok közös viselésének azonban előfeltétele, hogy e kockázatok felépülését megelőző funkciók tekintetében is közös intézmények jöjjenek létre. Ez a helyzet több szempontból is szükségessé teszi a tagállamok közötti szerződés újragondolását. Egyrészt több, ma még tagállami kompetenciát jelentő funkciót kellene központosítani, másrészt egy sokkal mélyebb

kockázatközösséget kell létrehozni az európai országok között. Ez minőségileg más együttműködési kereteket jelent, ami nem hozható létre az intézményi reformok apró technikai lépéseiből, csak egy megerősített politikai felhatalmazás révén. 2012 nyaratól több európai vezető hozta napvilágra az eurozóna jövőjére vonatkozó elképzeléseit, melyeknek központi eleme egy korlátozott fiskális föderáció és az azt legitimáló politikai unió megteremtése. Bár annak nincs politikai realitása, hogy ezen elképzelések rövid távon megvalósuljanak, mégis az eurozóna jövőjére vonatkozó vízió fontos szerepet tölthet be abban, hogy a közösség az integráció elmélyítése irányába mutató megoldásokat válasszon a válságkezelésben.