

Hitelválság szorításában a szlovén gazdaság: merre tovább?

Balogh Imre

Probanka d.d., Maribor, Szlovénia
ibalogh@aml64.hbs.edu

ÖSSZEFOGLALÁS

A szlovén gazdaság az EU csatlakozást (2004) követően megjárta a “mennyet és poklot”, és a jövőbeli fejlődés irányvonalát tekintve ma válaszüton áll. A 2004–2008 közötti periódust egyfelől az eurózónához csatlakozást (2007) is eredményező józan, kiegyensúlyozott monetáris és fiskális politika, másfelől a bőséges, olcsó külföldi forrásokra alapozott hitelexpanzió által túlfűtött gazdasági növekedés és a vállalati szféra gyors eladósodása jellemezte.

A globális pénzügyi válság a szlovén gazdaság “hazai termelésű” szerkezeti és pénzügyi sérülékenységét kiélezte, amely 2009–2013 között az eurózónán belül a második legnagyobb (9,4%-os) GDP visszaesést eredményezte, kettős mélypontú (2009, 2012/13) recesszióval. Az alacsony bázisról 2014-ben elrugaszkodó 2,6%-os gazdasági növekedés ellenére a szlovén gazdaság nemzetközi versenyképességi mutatója folytatta mélyrepülését. A további kibontakozás irányát a GDP 82%-át elérő államadósság, az immár 70% közeli értékben hazai (zömmel állami) tulajdonú bankrendszer rehabilitációjára elköltött öt milliárd euró ellenére is zsurugódó hitelezés, valamint a reálszférát folyamatosan fenyegető tömeges csődvészély, túlzott vállalati eladósodottság és tőkehiány hármas szorításában kell megtalálni, három lehetséges opció közül.

- A pénzügyi rendszer és a reálszféra mélyreható átalakítása a valós privatizáció és külföldi működőtőke-beáramlás (FDI) bázisán.
- Lassú, hitelmentes növekedés a félmegoldásoknál megálló bank- és vállalati reform körülményei között.
- A mikroszféra elmaradó restrukturálását államilag vezérelt újabb hitelexpanzióval helyettesítő, a mai problémákat bővítetten újratermelő gazdaságpolitika.

A szlovén gazdaság mai helyzetében a hosszútávú egészséges gazdasági növekedést egyedül a mélyreható reformok folytatásával kombinált működőtőke-vezérelt fejlődési irány valósíthatja meg. E tanulmány a pénzügyi rendszer átalakítása szempontjából ehhez szükséges további lépéseket vizsgálja és javasolja föl, a szerző és munkatársai által a szlovén gazdaságpolitika irányítói számára kidolgozott javaslatokat is felhasználva.

Kulcsszavak: szlovén gazdaság, bankrendszer rehabilitáció, vállalati restrukturálás, rossz hitelek kezelése, banki válságkezelés

SUMMARY

The Slovenian economy has been through steep ups and downs post-EU accession (2004), and is at the crossroads again. The period 2004–2008 was characterized by balanced monetary and fiscal policies resulting in the adoption of the Euro (2007), coupled with overheated economic growth and propelling corporate indebtedness, fuelled by rapid credit expansion from cheap and abundant foreign funding.

The global financial crisis has exposed the “home-grown” vulnerability of the Slovenian economy, bringing about the second largest GDP fall (9.4%) in the Eurozone after Greece, with a double-dip recession (2009, 2012–13). Growth rebounded in 2014 to 2.6% from its low, but the competitiveness of the Slovenian economy continued to slide in international rankings. For further recovery Slovenia, squeezed by high public debt at 82% of GDP, credit contraction despite EUR 5bn state aid injected into the 70% domestically (basically state) owned banking sector, and the continued threat of massive bankruptcy and debt overhang in the corporate sector, has 3 fundamentally different policy options.

- Profound restructuring of the banking system and the real sector, on the basis of earnest privatization and voluminous FDI inflow.
- Slow creditless recovery due to half-hearted reforms in the financial system and corporate sector.
- Substituting wide-ranging micro level restructuring with Government-stimulated credit expansion, reproducing current tensions in even higher magnitudes in the future.

In the current state of the Slovenian economy, equity-led growth, combined with far-reaching institutional reforms seems the only choice in laying the foundation for long-term sustainable economic development. This study outlines the critical further steps in re-invigorating the financial system, utilizing also the proposals elaborated by the author and his banking team for the Slovenian macro policy decision-makers.

Keywords: Slovene economy, banking system rehabilitation, corporate restructuring, NPL management, bank resolution

HULLÁMVASÚTON A SZLOVÉN GAZDASÁG

A vészterhes aranykor (2004–2008)

Az EU csatlakozást követő években Szlovénia dinamikus növekedést tudott fölmutatni, ami 2007–2008-ra már a túlfűtöttség egyértelmű jeleit mutatta. Miközben az államadósságot és a költségvetési deficitet sikerült a maastrichti követelmények között tartani, a nemzetközi likviditásbőség a meredeken eső országkockázati felárral kombinálva évi átlagban 25%-os vállalati hitelexpanziót táplált. A bankszféra eszközállománya a 2000. évi 78%-ról 2009-ig 146%-ra nőtt, a fi-

zetési mérleg hiánya 2008-ra elérte a GDP 5,5%-át, a beruházási ráta átlagosan 27,1%-ra nőtt (elsősorban a nem produktív szférában). A belföldi hitelállomány a GDP 55% körüli értékéről meredeken emelkedett közel 90%-ig, a külső adósság megduplázódott és elérte a GDP 105%-át (Dalgic et al., 2014).

A gazdaság mélyrepülése (2009–2013)

A globális pénzügyi válság törésszerűen véget vetett a beruházási boomnak, és a korábbi GDP bővülés erőteljes visszaesésbe fordult át: a 2009–2013 közötti 9,4%-os zsurugódás Görögország mögött az eurózó-

nában a második legerőteljesebb volt. A hitelboom-ot fölváltotta a forrásszűke miatt összehúzó hitelezés, a visszafogott beruházási és fogyasztási kereslet miatt eső termelés, romló hitelképesség és csődök miatt emelkedő veszteségráta nyomán tovább szigorított hitelkihelyezések öngerjesztő negatív spirálja.

A súlyos visszaesés gyökerei az előző időszakra nyúlnak vissza, amelyet a rendezett makropénzügyek és alacsony államadósság versus rendezetlen és túladósodott mikroszféra szembeállításával jellemezhetünk tömören. Alapvetően a vállalati szektor hatékonysági problémái, pénzügyi instabilitása, a társaságirányítás gyengeségei, a politika és gazdasági szféra sokszintű összefonódása, a külföldi tőkeellenesség és munkaerőpiac rugalmatlansága együttesen vezetett oda, hogy a korábbi jólét és prosperitás erőteljesen megkopott 2008 után. Miközben kiéleződtek a mikroszféra megoldatlan problémái, amelyeket a korábbi pénzösség ideig-óráig elfedett, egyidejűleg a korábbi jó makro-mutatók is gyors eróziót jeleztek. Ezt plasztikusan mutatja, hogy míg a privát szektor eladósodottsága nem mérséklődött, sőt 2012-re a közép-délkelet-európai régió belül a legmagasabb szintet érte el, eközben Szlovénia GDP arányos államadóssága is a válság előtti 20 százalékos szintről 70 százalék fölé emelkedett, a hazai vállalati és bankszféra részleges szanalási számlája következtében.

Törékeny felépülés (2014)

Már 2013 végén megkezdődött a lassú kilábalás a recesszióból, 2014-ben pedig az EU átlagot meghaladó 3,2%-os GDP növekedés következett be. A gazdaságot az export expanziója és az előző évek mélypontjáról (GDP 18%-ára visszaesett beruházási ráta) valamelyest megélnkülő (esősorban az építőiparnak új megrendeléseket adó állami) beruházási tevékenység húzta. A fizetési mérleg szufficitje a GDP 5,7%-ára ugrott, és megkezdődött a magas munkanélküliségi ráta mérséklődése (elsősorban a munkaközvetítőknél, valószínűsíthetően a részmunkaidős- és ideiglenes foglalkoztatást korlátozó merev munkaügyi korlátok kijátszásával).

Amint a régiókban ilyenkor szokásos, a gazdaság sürgető, mélyreható átalakítására irányuló nyomás azonnali mérséklődése figyelhető meg. De sokasodnak a fellendülés törékenységére utaló figyelmeztető jelek: az államadósság már meghaladja a GDP 82%-át, a banki hitelezés tovább zsugorodik, a közösségi és magánfogyasztás nem élénkül, defláció fenyeget, az exportnövekedés a fölös kapacitások magasabb kihasználásával, nem pedig a termelő beruházások megújulásának a bázisán valósult meg, tovább késlekedik a mélyreható restrukturálás és külső tőkebevonás a vállalati szektorban (Net3).

A BANKRENDSZER REHABILITÁCIÓJA FÉLÚTON

Zsugorodó aktivitás, halmozódó feszültségek, veszteségek, tőkehiány

A 2004–2009 közötti növekedést szinte kizárólagosan a banki hitelexpanzió finanszírozta, amely esz- és forrásoldalán egyaránt a banki mérlegek extrém

sérülékenységéhez vezetett. A hitel–betét ráta 162%-ra emelkedett, a pénz-és tőkepiaci finanszírozás a források 30%-át tették ki (euróövezeti átlag 7%), miközben a likvid eszközök aránya éppen hogy elérte a 10%-ot (30% átlagosan az eurózónában). Bankhitelek helyettesítették a belső és külső tőkebevonást és táplálták a kapcsolódó spekulációs buborékot. A globális válságra adott késlekedő válaszok (2009-ig folytatódó hitelboom, a fizetési késedelmeket hitelprolongációkkal elrejtő általános gyakorlat) a kereszttulajdonlásokon keresztül is összefonódó vállalati és bankszférában egyaránt “növelte, mert elfödte a bajt”, és szükségképpen vezetett drasztikus alkalmazkodáshoz a buborék kipukkanását követően.

A külföldi pénzpiacok gyakorlatilag befagytak a szlovéniai bankok számára, 2013-ig 11,8 milliárd eurónyi, a forrásállomány 1/4-ét kitevő forráskivonás történt, amelyet csak részben kompenzált az EKB refinanszírozás (Dalgic et al., 2014). Az eszközoldali alkalmazkodás az összesített mérlegfőösszeg 22,3%-os zsugorodását eredményezte 4 év alatt, 52,0 milliárd euróról 40,4 milliárdra (Net2). Főként a hazai tulajdonú bankok profitabilitása esett drasztikusan, még ha a pénzügyi kimutatások 2013-ig távolról sem tükrözték a valós veszteségek nagyságrendjét. De 2012-re világossá vált, hogy összehangolt lépéssorozatra van szükség a bankrendszer működőképességének biztosítása érdekében.

A jogszabályi környezet mélyreható átalakítása: Szlovénia mint “kísérleti laboratórium”

A válságkezelés amerikai és nyugat-európai tapasztalataira alapozva a prudenciális banki szabályozás és szanalás új keretrendszere formálódik, ami az eurózónában a Bankunió intézményrendszerében és a kapcsolódó Direktívákban testesül meg, az alábbi fő területeken:

1. egységes felügyeleti mechanizmus;
2. egységes tőkeszabályozás;
3. bankszanálási alap és mechanizmus, beleértve a tehermegosztás új elveit (bail-in);
4. egységes betétbiztosítási rendszer.

Szlovéniában a banki válságkezelés sürgető következményei miatt a szabályozás egyes elemeit jóval az előírt határidő előtt, kisebb-nagyobb tartalmi eltérésekkel törvényekbe öntötték. A legfontosabb változások a banktörvény módosításaiban a “speciális adminisztráció” (lényegében a bankszanálásnak felel meg, köztes fázis a bankszűke és a normál működés között) intézményének bevezetése (2013. április), a tehermegosztást szabályozó bail-in mechanizmus (részvény- és alárendelt kölcsöntőke leírása a közpénzből történő feltőkésítést megelőzően, egyelőre még a nem biztosított hitelezők részleges bevonása nélkül) bevezetése (2013. november), valamint a bankszanálási alap és mechanizmus 2015. január 1-i elindítása voltak. Míg az előrehozott törvénykezés a bail-in esetében a bankok állami feltőkésítésének EU engedélyezéséhez volt előfeltétel, addig az eurózóna általános szabályozásához képest szélesebb körben alkalmazható és időben előrehozott szanalási mechanizmus lehetőséget ad a szlovén központi bank számára a tőke- vagy likviditás-hiányos bankok esetén a gyors beavatkozásra (Net4). Az euró-

pai előírásokhoz képest magasabb (a biztosított betétek értékének 2,3%-ig terjedő, és abból 1,3% azonnal esedékes) banki befizetési kötelezettség ellenére is az alap kezdetben 200 millió, majd fokozatosan 350 millió euróig emelkedő összege közepes méretű tőkehiányok rendezésére elegendő, de az olyan rendszerszintű feltőkésítésre, mint a 2013–2014. évi veszteségpótlás volt, távolról sem elégséges.

Veszteségrobbanás, állami segítségnyújtás és feltőkésítés

A Központi Bank 2013. szeptember 6-án a friss törvény talaján speciális adminisztráció alá vont 2 közep-méretű, rendszerkockázatot hordozó bankot (Probanka, Factor Banka), amelyek részesei voltak az éppen zajló AQR/stressz teszt felmérésnek is. Az állam indulásképpen 1,03 milliárd eurós garanciával biztosított likviditást valamennyi normál (senior) hitelező és betétes kifizetésére, a várhatóan továbbterjedő és az egész pénzügyi rendszert megrengetni képes pánik elkerülésére. Az eltelt időszak eredményei fényében a döntés helyesnek bizonyult, bankonként 100 millió eurót meghaladó közvetlen addicionális veszteségtől kímélte meg az állami szférát egy azonnali bankcsőddel összehasonlítva, nem beszélve a tovagyrűző hatások elkerüléséről.

A spanyol mintát követő és az ottani fronton edződött szakértők által vezényelt AQR és stressz-teszt, amelyhez az EU a bankok feltőkésítésének előfeltételeként ragaszkodott a szlovén politika reform-elkötelezettségével és a hazai szakértők objektivitásával kapcsolatos kételyei miatt, 2013. novemberére lezárult. Az AQR (asset quality review) felmérés komoly nagyságrendű eszközértékelési tartalékhiányokat tárt föl a bankok többségénél, amelyek lekönnyvelésével a vezető hazai tulajdonú bankok mindegyikének a tőkéje negatívba fordult volna. A negatív hosszútávú scenárióra vonatkozó felmérés (stressz-teszt) pedig a szlovén bankrendszer szintjén 4,8 milliárd eurós hiányt állapított meg, amelynek 7,3%-át a 30% fölötti részesedésű külföldi bankok anyabankjainak, túlnyomó részét viszont a hazai tulajdonosoknak, gyakorlatilag szinte teljes egészében a költségvetésnek kell biztosítania.

Az EU határozatban engedélyezte 2013. december 18-án a bankrendszer mérlegfőösszegének több mint 50%-ával rendelkező 5 bank számára az állami segítségnyújtást, az előírt feltételek és kötelezettségvállalások teljesítésének követelményével. Ezek a Factor Banka és Probanka esetén 2016. december 31-ig történő kivételést a piacról, a NLB és NKBM számára a non-core tevékenységek leépítését, költségcsökkentést, a kockázatkezelés és társaságirányítás megerősítését, és ütemezett privatizációt, az Abanka számára pedig a restrukturálási terv benyújtását írták elő.

A Bizottság 2014. augusztus 13-án jóváhagyta a harmadik legnagyobb szlovén bank számára a tőkejuttatás második részletét, a restrukturálási tervvel egyetemben, 2014. december 16-án pedig a Banka Celje feltőkésítését azzal a feltétellel, hogy 2015 végéig össze kell olvadnia az Abanka-val (EUCom, 2014).

A 2011–2014 között végrehajtott állami tőkejuttatások összege a hazai bankoknak a hivatalos adatok szerint is megközelíti az öt milliárd eurót, becslésem szerint viszont az 5,3 milliárd eurót is elérheti, sőt meg-

haladhatja. A legnagyobb piacrészesedésű NLB-nek 2011-12-ben juttatott 633 millió és a 2013. évi 1,551 milliárd euró közvetlen tőkeemelés, valamint a túlárazott DUTB transzferben foglalt 130 milliós állami segítségnyújtás (a transzferár és a piaci ár különbözete) összege 2,314 milliárd eurót tesz ki önmagában! A második legnagyobb NKBM esetén ugyanezek a számok $100+870+195=1165$ millió euró, az Abankára $348+243+234=825$ millió euró összeget jelentenek. A Banka Celje 190 millió eurós közvetlen tőkejuttatást kapott (a 411 milliós DUTB transzfer állami segélytartalmát még nem hozták nyilvánosságra, de a többi bank átlaga alapján 45–50 millió euróra becsülhető), a Factor Banka 269 milliót, a Probanka 176 milliót és 60 milliót le nem hívott tőkepuffert kapott, utóbbi két bank viszont nem részesült a DUTB transzferárba csomagolt támogatásban (EUCom, 2014; Net2). Összességében tehát 4,38 milliárd euró közvetlen feltőkésítés, 559 millió már ismert, és 45–50 millió becsülhető DUTB transzferár-támogatás és 60 millió le nem hívott tőkepuffer teszi ki az így már öt milliárd eurót meghaladó tőkejuttatást. Ehhez véleményem szerint hozzá kell adni a DUTB-be transzferált öt milliárd eurónyi bruttó hitelállomány finanszírozási és operációs költségét, ami az FB alelnökének becslése szerint kb. 200 millió eurót tesz ki (és gyakorlatilag, bár nem szándékoltan megegyezik az eszköz-konzolidátor alaptőkével), amelyet valószínűleg nem érvényesítettek a vételárban (Nyberg, 2014), ellentétben a piaci szokásokkal. Az általam becsült összesített közpénz-kiadással szembeállítható veszteségmérésről tényezőként (amelyek nélkül a kiadás még nagyobb lett volna) az alárendelt kölcsöntőkék leírása a bail-in keretében összesen 505 millió euró értékben, és a teljes részvényesi vagyont leírása az érintett bankoknál, amely magánbefektetőket, állami vállalatokat és az állami tulajdonost egyaránt érintette.

Ha mindehhez hozzáadjuk még egy-két kisebb bank esetén szükségessé válható tőkeemelés, a vég-számla a 2013. évi GDP 15%-ának közelében járhat. Ez sokkoló adat még annak a fényében is, hogy Szlovénia átélte már a 90-es évek elején egy bankrendszer rehabilitációt, amelyet az akkori GDP 10%-át kitevő államkötvény-kibocsátás finanszírozott, de a problémás hitelek restrukturálásából, valamint a NLB és NKBM pakettek eladásából 2007-re nagyjából megtérült. A mostani rehabilitáció magasabb költsége egyértelműen a globális pénzügyi válság súlyosságának, és a pénzügyi és reálszféra még mindig csak félúton járó restrukturálásában tapasztalt, több éves késlekedésnek tulajdonítható.

A belső politikai és gazdaságpolitikai vitákban rendszeresen fölmerül, hogy szükség volt-e ilyen mértékű tőkejuttatásra, valóban ennyire le kellett-e értékelni a banki eszközöket és a mögöttük álló biztosítékokat? Az azóta bekövetkezett piaci tranzakciók, eszközértékesítések alapján erősen valószínűsíthetjük, hogy igen. Ezt igazolja az EKB által a felügyelete alá vont 130 bankra kiterjedő stressz teszt is, amely egy év piaci fejleményeit is figyelembe véve a feltőkésített NLB-nél és NKBM-nél összesen 65 millió eurónyi tőkehiányt állapított meg a középtávú horizonton, negatív scenárióban. Miközben ez a hiány a 2014. évi profitjukból fedezhető, joggal hangsúlyozza a központi bank, hogy a tőkeemelés mértéke szükséges és éppen

elégséges volt, éppen ezért a fölhasznált közpénz mennyiségét tekintve optimálisnak tekinthető (Net5). A drasztikus tökemegfelelési mutató csökkenés a stressz szcenárióban [NLB CET1 a jelenlegi 16,1%-ról 5,0%-ra, NKBM 19,6%-ról 4,4%-ra (Net6), viszont híven tükrözi a szlovén gazdaság és bankok sérülékenységevel kapcsolatos, megalapozott aggodalmakat egy újabb pénzügyi vihar esetén.

Az egymást követő újratőkésítések drasztikusan átrendezték a tulajdoni arányokat is a bankrendszerben. Ténylegesen nem a közvetlen állami tulajdonú, hanem a hazai magánbefektetők és állami vállalatok és intézmények tulajdonában álló bankok felelősek az óriási veszteségszámláért, amelyek gyenge kockázatkezeléssel, a vállalatok és bankok közti szövevényes összefonódásokkal, nem transzparens társaságirányítással, továbbá a helyi és országos politikuskok gyakori beavatkozásával jellemezhetők. A domináns közvetlen állami tulajdon kialakulása a szlovén bankrendszerben a 2011–2012 közti tőkeemelések kilúgozó hatásának, és a 2013–2014-es tőkeleírásoknak köszönhetőek, amelyek gyakorlatilag kisöpörték a hazai és külföldi kisebbségi részvényeseket. A közvetlen állami tulajdon a 2008-as 17,7%-ról 2012-re 22,8%-ig emelkedett, majd 2013-ban 58,1%-ra ugrott. Ezzel párhuzamosan a hazai és külföldi kisebbségi tulajdonosok részesedése 54,7%-ról 43,9%-ra, majd drasztikusan 11,3%-ra esett (Net2).

Mit hoz a jövő? További szükséges lépések a bank-szektor átalakításában?

A feltőkésítéssel és a problémás hitelek részleges transzferjével a DUTB-be a közvetlenül fenyegető veszélyek elhárultak, de az aprómunka nagy része még hátravan az újraállamosított bankokban. (A 30% körüli részesedésű külföldi tulajdonú bankok jellemzően sokkal kisebb veszteségrátával, nagyobb hatékonysággal és rugalmasabb piaci jelenléttel működtek és működnek, esetükben így csak a normál piaci alkalmazkodásról kell beszélnünk). Az állami segítségnyújtás fejében előírt és vállalt feladatokat a prudens működés érdekében mindenképpen el kell végezni, itt azonban addicionálisan egy lényeges külső kontrollal is számolni kell: az előírások súlyosabb megszegése esetén az állami segítség visszafizetési kötelezettsége reális közelebbe kerülő veszély lehet. A kockázatkezelési rendszerek és folyamatok mélyreható átalakítása, a transzparens társaságirányítás, új üzleti modellek kifejlesztése, a működési hatékonyság javítása mind kiemelt fontosságúak a kérdéses bankok esetén.

A központi bank értékelése szerint a hitel- és tőkekockázatok rövid távon mérséklődtek (amivel csak annyiban értek egyet, hogy jelenleg bőséges a tőkeellátottság – de a folyamatos hitelezési veszteségtermelés alig mérséklődött, lásd később), viszont a jövedelmezőségi kockázatok középtávon erőteljesen kiéleződnek (Net1). A rehabilitált két nagybank 2014-ben ugyan már újra profitábilisan működött, de a tovább zsugorodó hitelezés, az alacsony kamatok, és a jó vállalatok egyre nagyobb arányú közvetlen külföldi finanszírozása nyomást helyez a bevételekre, így az európai átlagnál jobban fragmentált piacon a versenyképesség javítása és a költségsökkentés megköveteli az erőteljesebb konszolidációt.

A legnagyobb veszélyt már középtávon is a problémás hitelek nem hatékony kezelése és a vállalati szektor pénzügyi és operatív restrukturálásának elmaradása, valamint a külföldi tőkebeáramlás folytatódó akadályozása jelentheti. E három, egymással szorosan is összefüggő területen fundamentális változások nélkül esélytelen illetve közveszélyes a hitelezés újbóli megélénkítése, és teljesen megalapozottak azok a félelmek, hogy radikális változások nélkül az állami bankokban elkerülhetlenné válik az újabb tőkeinjekció, amelyet viszont a költségvetés és az államadósság kiélezett helyzetében az ország nem engedhet meg magának. A következő fejezetben ennek az alapproblémának az elemzésére térek ki, és fölvázolom a cselekvési alternatívákat.

PROBLÉMÁS HITELEK KEZELÉSE ÉS RESTRUKTURÁLÁS A VÁLLALATI SZÉKTORBAN

Meredeken emelkedő problémás hitelállomány: a gyengélkedő reálszféra tükörképe

A szlovén bankrendszert 2008 után a nem-teljesítő (90 napot meghaladó késedelmű NPL) állomány gyors emelkedése jellemezte, abszolút és relatív értékekben egyaránt. A bankrendszer összesített NPL-je 2011 vége és 2013. november között 5,547 milliárd euróról 8,117 milliárd euróra ugrott (a teljes minősített állományhoz viszonyítva 11,2%-ról 18,1%-ra, miközben 2007-ben még csak 2,8% volt), majd az első DUTB transzfer eredményeként 5,520 milliárdra (13,4%) esett vissza. Innen emelkedett folyamatosan – a Faktor Banka és Probanka transzferek ellenére is – a 2014 szeptemberi 6,204 milliárdig (15,7%), majd újabb esés következett be az Abanka transzfer következtében 5,116 milliárdig illetve 13,2%-ig (Net2, Net3).

A statisztikából kiolvasható kedvező trenddel szemben a valóságban a bankrendszer mérlegét terhelő toxikus állomány növekedése abszolút értékben alig lassult, százalékos értékben pedig szinte egyáltalán nem. Teljeskörű összehasonlítható adatok hiányában becslésekre kell szorítkoznunk. A 2012. évi 403 millió és a 2013. évi 1–11. havi 184 millió eurós veszteségelírást (Net3), valamint a leírások értékét pontos adat hiányában 2014 első tíz hónapjában 150 millió euróra becsülve, és a transzfereket is figyelembe véve, a bankok mérlegében maradó NPL állomány évesített becslült növekedése 2012-ben 1,76 milliárd euró (32%), 2013-ban 1,55 milliárd euró (22%), 2014-ben 1,3 milliárd euró (22%) volt. Milyen következtetéseket vonhatunk le a fenti tendenciákból?

- A bankok mérlegében maradó NPL állomány 5,1 milliárd euró, tehát a kb 5 milliárd eurót kitevő DUTB transzferek a megoldandó problémahalmaznak csak kb. a felét rendezték.
- Az NPL állomány folytatódó emelkedése arra utal, hogy egyfelől a bankokban továbbra sem sikerült megfelelő hatékonyságú problémás ügykezelést kialakítani, másfelől a vállalati szféra pénzügyi és operatív rehabilitációja alig haladt előre.
- Mindezek hiányában a problémás hitelek további szaporodása várható [erre utal a rating migrációs mátrixban az ABC/DE ráta relatív stabilitása is, (Net2)], ami különösen súlyos problémát okozhat a

teljes problémás állomány immár 39%-át kitevő, de számosságában és foglalkoztatásban betöltött szerepét tekintve domináns KKV körben.

Az NPL állományban meghatározó szerepet a hitelek 45%-át, illetve 5%-át kitevő hazai vállalatok és pénzügyi holdingjaik, valamint a határon túlnyúló 11%-nyi vállalati expozíció játszotta, 2013. novemberében 28%, 36% illetve 19% NPL rátákkal. (A hitelek 19%-át birtokló magásemélyek NPL rátája mindössze 4% volt). A szlovén gazdaság és bankrendszer egészséges fejlődésének kulcsát tehát egyértelműen a vállalati szféra átalakításában kell keresnünk.

A reálszféra sérülékenysége

A 2004–2008 közötti, a GDP növekedést lényegesen meghaladó vállalati hitelexpanzió nagy része nem a termelést, hanem az ingatlanfejlesztéseket és az építőipart, valamint bonyolult, derivatívákkal kombinált befektetési tranzakciókat és vállalatfelvásárlásokat finanszírozta. Ebben az időszakban gomba módra szaporodtak a komplex, nagyon különböző ágazatokba tartozó vállalatokat, ingatlanfejlesztéseket, a volt jugoszláv utódállamokban alapított leányvállalatokat magukba foglaló vállalatcsoportok, a csoporttagok közti bonyolult kereszttulajdonlásokkal és kereszttaranciákkal, a csoport tetején pénzügyi holdingokkal, amelyekben nagy gyakorisággal a menedzsmentek és dolgozók szereztek részesedést, „természetesen” hitelből. Számottevő hazai tőkeakkumuláció hiányában és a külföldi tőke gyakorlati kizárásával a privatizációs tranzakciókból (Szlovéniában az éves átlagos FDI/GDP ráta ebben az időszakban az eurózóna átlagának 1/20-át tette ki) az elsődleges forrás a bankhitel volt, miközben másik oldalról a bankokban jelentős volt a hitelezett vállalatok részvényesi szerepvállalása is. Szövevényes kereszttulajdonlási hálók alakultak ki, a rendszerben hiánycikké vált a valódi tőke.

Nem önmagában a hitelek GDP-hez viszonyított aránya jelentette a fő gondot, amely végig 30–35 százalékponttal az eurózóna átlaga alatt maradt, hanem a tőkehiány miatt 85%-ról 145%-ig száguldó tőkeáttételi ráta, de méginkább a hazai tulajdonú cégekben a hitel-törlesztési képességet fordított arányossággal jelző Debt/EBITDA mutató lényegesen magasabb szintje, mint a külföldi tulajdonú vállalatokban. A profitabilitás alacsonyabb szintje a hazai vállalatoknál két tényezőre vezethető vissza: a csoporton belül a jövedelmet nem termelő spekulatív befektetések magas arányára, és az operatív cégekben a hatékonyság alacsonyabb szintjére (többek között a szocialista tervezésből jól ismert „kapun belüli munkanélküliséghez” hasonló jelenség következtében).

A gazdasági válság nyomán visszaeső kereslet és hitelezés drasztikusan kiélezte a vállalatok sérülékenységét. A spekulációs befektetések értéke zuhant, az eladhatatlan és jövedelmet nem termelő vagyონrészekre jutó hitelteher az alaptevékenységet végző cégeket is fojtogatta, miközben a hatékonyság javítását még az alapcégekben is akadályozta a menedzsment és dolgozói tulajdonlás öngazgatási gyökerű elterjedtsége és az erős szakszervezetek ellenállása, amelyek gyakran a legkeményebb akadályai a valódi restrukturálásnak.

A helyzet súlyosságát legátfogóbban Damijan (2014) alapműve elemzi, amely szerint 2012-ben a hittel rendelkező vállalatok felének adóssága haladta meg a fenntartható eladósodottsági küszöböt (négyeszeres debt/EBITDA szorzó), viszont ezek összértéke a teljes hitelállomány 80%-át tette ki. Másképpen: a bankrendszer hitelállományának mindössze 20%-ában nincs szükség valamiféle restrukturálásra! Az ún. debt overhang (tőkehiány: ekkora tőkeinjekcióra volna szükség az adósok pénzügyi helyzetének helyreállítására) a 23000 cég felét érinti, összesített értéke 9,6–13,2 milliárd euróra becsülhető, ami a GDP 27–36%-át teszi ki. A tőkehiány erősen koncentrált: 70%-át 300 túladósodott vállalat halmozta föl, amelyek viszont a GDP „mindössze” 14%-át állítják elő és a foglalkoztatottság 12%-át biztosítják (a maradék 30%-nál, ami viszont kb. 11 000 céget érint, ezek a mutatók 14% és 19%). Még súlyosabb, hogy a cégek egynegyede (a teljes hitelállomány 46%-ával) a közvetlen csődvesztélyt jelző sávban (>10-szeres debt/EBITDA) tartózkodik.

Bár a vállalati csődök száma emelkedett 2009-től, a pénzügyi értelemben életképtelen cégek (számuk kb. 3000-re becsülhető) zöme még ma is működik. Ennek oka egyfelől (a 2013. évi, alapvetően pozitív változásokat hozó módosításokkal együtt is) az adósokat túlzottan védő jogszabályi környezetben, másfelől az alacsony hatékonyságú eljárásokban keresendő: a felszámolások során gyakran az életképes kapacitásokat sem működtetik, ezért elterjedt még ma is a „lelegettetőgép” tartás, a prolongációkon keresztüli „restrukturálás”. Ez utóbbit a bankok részéről egyértelműen motiválta a 2013. évi AQR-ig a problémák rejtegetése és a politikai szférából mai napig érkező nyomás is.

A problémás hitelek félsikerrel megvalósított központosítása: állami rossz eszköz-kezelő (DUTB)

A banki mérlegeket súlyosan megterhelő problémás eszközök transzferjének szükségessége 2012-ben merült föl, és hosszas vajúdas után, az első állományok technikai átadása és ezzel a DUTB működésének tényleges megkezdése 2014 elején történt meg. A késlekedés oka a DUTB törvény elfogadását megelőző hosszúságos politikai viták (amelyeket egy hasonló felhatalmazású korábbi szlovéniai intézmény, az SRD 1997–2002 közötti működésével kapcsolatos negatív tapasztalatok is tápláltak), és a tényleges transzfereket érthető módon csak az AQR után engedélyező EC határozat voltak (Nyberg, 2014). A rossz politikai kompromisszumok mentén létrehozott intézmény működőképességét azonban több tényező erősen gátolja mind a mai napig.

– A sikertörténet spanyol (SAREB) és ír (NAMA) problémás eszközkezelők többségi magántulajdona és a transzferek árazása (a piaci árakból a finanszírozási és működtetési költségek levonása) hatékony működést és komoly volumenű piaci eszközértékesítéseket eredményezett (Carrascosa és Delgado, 2013; Dukes, 2013). A 100%-ban állami DUTB-be irányuló transzferárak viszont a piaci árakat 800 millió euróval meghaladó állami támogatást és el nem ismert működési költségeket tartalmaznak. Ez a bruttó állományokhoz viszonyítva 16%-os (teljeskörű nyilvános adatok hiányában a jelenleg még

- csak becsülhető nettó könyv szerinti értékhez képest pedig 32–33%-os) többlet, piaci értékesítéskor azonnal realizálódó veszteséget jelentene, amely politikailag és állampénzügyileg egyaránt vállalhatatlan. A törvény viszont előírja az állomány minimum 10%-ának évenkénti értékesítési kötelezettségét. Mission impossible.
- A DUTB-vel szembeni alapvető elvárás, hogy vezető szerepet játsszon a vállalati szféra restrukturálásában, ezt azonban több tényező is súlyosan gátolja. Felhatalmazása a nagy adósok részvényeinek és hiteleinek (de nem azok garanciáinak) négy állami banktól történő transzferjére szól, minden más tranzakciót csak piaci alapon végezhet. Az átvett öt milliárd eurós hitelállomány a bankrendszer NPL portfóliójának csak fele, tehát a vállalati szféra jelentős (és számosságát tekintve túlnyomó) részének rehabilitációja működési körén kívülre esik. De még a hatókörébe eső ügyek zömében is korlátozott hatékonysággal tud eljárni, mert a transzferáló bankok a vállalatcsoportok működő, valamint határon túlnyúló hiteleit jellemzően nem adták át. Így a DUTB gyakran még többségi hitelezőként sem tud fellépni és számos adós folyamatos működéséhez szükséges garanciákat nyújtani, megjelenése gyakran inkább még növelte, mintsem csökkentette a sokszereplős hiteltárgyalások komplexitását. A restrukturálás hosszútávon megtérülő, időigényes folyamat, ami szöges ellentétben áll a DUTB 2017 végéig tervezett (tehát ténylegesen mindössze négy évre kiterjedő) élettartamával.
 - Az intézményt “zöldmezősen”, informatikai és adminisztrációs infrastruktúra nélkül hozták létre, az átadott eszközök adminisztrációját a transzferáló bankok külön-külön látták el 2014 végéig.

A továbblépés lehetséges irányai

A szlovéniai vállalati szektor rehabilitációjának intézményesített, robosztus megoldását a lehetséges szereplők (bankok, DUTB, a még csak szórányosan megjelent privát eszközvásárlók és kezelők) optimális kombinációjában kell megtalálni, igazodva a speciális helyi körülményekhez: masszív tőkehiány pótlása és még kisebb KKV-k esetén is többszereplős (nagy vállalatcsoportoknál pedig 10–50 tagú) hitelezői kör koordinációja.

- A bankok és adósok együttműködését szabályozó jogszabályváltozások (a csődeljárást megelőző preventív, illetve kötelező restrukturálás jogintézményének a bevezetése) és a bíróságokon kívüli megállapodásokat szabályozó ajánlások (“Ljubljana-i irányelvek”, központi banki előírások) ellenére a restrukturálási tevékenység még mindig lassan halad, bár némi gyorsulás megfigyelhető. A jegybank által monitorizált nagyadói körben 2014-ben pl. 2,1 milliárd euró kitétséget átfogó, 36 adóscsoportot érintő restrukturálási megállapodás megkötése történt meg vagy áll aláírás előtt, amelyek keretében 244 millió összértékű hitel/tőke konverzió és 49 millió euró leírás történt meg (Net4). Ez önmagában is csak az NPL állomány 20%-át érinti, míg különösen az egyre veszélyeztetettebb KKV kör-

ben lényegi előrelépés nem történt, a portfóliók romlása alig lassult (lásd korábban).

- A moral hazard elkerülése (az amúgy is rövid bankkármemória miatt a veszélyérzet szervezeten belüli életben tartása) és “békeidőkben” is szükséges problémakezelési kapacitás fenntartása elvileg a bankokon belüli megoldást igényelné. A szlovéniai körülmények (számos hitelező, alacsony hatásfokú banki restrukturálások, tovább expandáló NPL-ek) azonban a KKV körben is indokolttá teszik, az állomány legalább egy részének, kiszervezett koncentrált kezelését. Elemzésünk alapján a szóba jöhető alternatívák (DUTB tevékenységi hatókör kiterjesztése a KKV szegmensre, KKV specializációjú második állami rossz eszköz-kezelő létrehozása, működő platformon kialakított privát eszközkezelő(k) közül egyértelműen a 3. opció tűnik a legmegfelelőbbnek (Balogh et al., 2014a).
- A befejezés előtt álló migrációt követően 2015-től a DUTB-be minden bankból transzferált összes hitel egységes adminisztrációját outsource szerződés keretében a Probanka fogja ellátni, a sajátja alapján kifejlesztett informatikai platformon – ezzel elhárul az állami eszközkezelő hatékony működésének egyik fő akadálya. A korábban vázolt árazási problémák és a problémás hitelek még sekély piaca miatt célszerű az értékesítési előírást eltörölni, és a DUTB tevékenységét a restrukturálásra fókuszálni. Ennek érdekében egyrészt az élettartamát célszerű 10–15 évre meghosszabbítani, másrészt a konszolidátori szerepét megerősíteni az átvett adóscsoportokhoz tartozó valamennyi kitétség (garanciák, nem állami bankok expozíciói, az állami bankokban maradt teljesítő és határon átnyúló hitelek) piaci alapú, de a jegybanki stimulust sem nélkülöző transzferjével, valamint a garanciavállalás lehetőségét biztosítani a tevékenységi körében (Balogh et al., 2014b).

GAZDASÁGPOLITIKAI ALTERNATÍVÁK

A bankszektor feltőkésítését követően a Szlovénia előtt álló legsürgetőbb és várhatóan legnagyobb hatást eredményező feladatok: a bankszektor működési prudenciájának és hatékonyságának emelése, a reálszféra operatív és pénzügyi restrukturálása, a nemzetközi versenyképesség visszanyerése és a befektetés-ösztönzés. Ennek kapcsán három gazdaságpolitikai alternatíva rajzolható föl.

1. A halmozódó elégedetlenség és türelmetlenség nyomására, a mikroszféra elmaradó restrukturálását álmilag vezérelt újabb hitelexpanzióval helyettesítő, a mai problémákat bővítetten újratermelő gazdaságpolitika. Ennek esélyei ma csekélyek, mert az állam eladósodottsága, az EC és EKB ellenőrző szerepe alapvetően gátat szab egy ilyen kamikaze akciónak. Lassú, hitelmentes növekedés a félmegoldásoknál megálló banki és vállalati reform körülményei között.
2. Amennyiben a politikai közeg nem vállalja föl a vállalati szféra reorganizációjával és feltőkésítésével (privatizációjával) járó, rövid távon fájdalmas lépéseket, a továbbra is hitelképtelen vállalatok

tömege miatt folytatódik a hitelkontrakció, tovább expandál az NPL-állomány, és néhány éven belül az állami bankok újabb tőkeinjekcióra fognak szorulni. A növekedés hamarosan kapacitáskorlátokba ütközik, ezért a hitelmentes felépülés historikusan alacsonyabb gazdasági növekedést eredményez, mint az egészséges hitelbővülésre alapozott fellendülési időszakok (Abiad és Ariccia, 2011).

3. A pénzügyi rendszer és a reálszféra mélyreható átalakítása komoly tőkeigénnyel és rövid távon fájdalmas következményekkel jár. Az életképtelen vállalatok felszámolása és az életképes cégek reorganizációja szükségszerűen a munkanélküliség meredek emelkedését eredményezi. A bankok joggal vonakodnak a hitel/tőke konverzióktól, amelyek össz-tőkeigénynek egyébként is elenyésző hányadát teszik ki, az állam pedig az eladósodottságának mai szintjén képtelen a csak a meglévő vállalatok hitelképességének helyreállításához szükséges 10 milliárd eurós tőkeigényt biztosítani (bár annak egy részét a bankok feltőkésítése révén, ha az együtt jár majd a reorganizációkban a hitelek egy részének elengedésével vagy leírásával, már rendelkezésre bocsátotta) De még ez a nagyságrend is csak a meglévő, és a felgyorsítandó felszámolások után is fennmaradó kapacitások újbóli hitelezhetőségét teremti meg, a munkanélküliek többletének felszívásához

új cégek tömeges alapítására van szükség, amely lehetetlen sokmilliárd eurós addicionális befektetések nélkül. Az elégtelen belföldi tőkeforrások mellett ennek egyetlen lehetséges forrása lehet: a külföldi tőkebeáramlás és a privatizáció, amely az államadósság mérséklésével kitágíthatja a ma nagyon szűkös gazdaságpolitikai mozgásteret is.

A szlovén gazdaság mai helyzetében a hosszútávú egészséges gazdasági növekedést messze a legnagyobb hatásfokkal a mélyreható reformok folytatásával kombinált működőtőke-vezérelt fejlődési irány valósíthatja meg. Az országnak a politikai és társadalmi eltökéltségen kívül minden lényeges tényező rendelkezésére áll a sikeres fordulathoz. A nagy szlovén cégek rendszerint egy 20 milliós piacon – a korábbi jugoszláv területeken – pozicionálják magukat, és nagyon aktívak. Exportjuk Horvátországba, Szerbiába, valamint a nyugat-európai országokba is jelentős. Az ország már régóta beágyazódott az uniós gazdaságba, magas szintű az egészségügyi ellátás és az infrastruktúra. Ráadásul jól képzett, rugalmas és gyorsan adaptálódó, nyelveket beszélő munkaerő áll rendelkezésre, és ha sikerül vissza(haza)felé fordítani a gazdasági migrációt és agyelszivást, mindez együtt már nagyon is vonzó lehet egy olyan országban, amely a jövőbeni újbóli fölemelkedését éppen a magas hozzáadott értékű, tudásintenzív termelésben és szolgáltatásokban alapozhatja meg.

IRODALOM

- Abiad, A.G. D.–Ariccia, B. L. (2011): Creditless Recoveries. IMF Working Paper. WP/11/58
- Balogh, I.–Gruden, I.–Novak, M.–Hota-Mesaric, D.–Hazenmali Pozar, B. (2014a): NPL consolidation alternatives. Unpublished manuscript, confidential proposal to the Governing Council of Banka Slovenije. Maribor. 2014. 12. 16.
- Balogh, I.–Gruden, I.–Novak, M.–Hota-Mesaric, D.–Hazenmali Pozar, B. (2014b): Conceptual framework and action plan for harmonization of multi-bank wind-down, restructuring and merger process with DUTB operational enhancement. Unpublished manuscript, confidential proposal to the Governing Council of Banka Slovenije. Maribor. 2014. 04. 07.
- Carrascosa, A.–Delgado, M. (2013): Rehabilitation of the Financial Sector – The Case of Spanish Banks. The Journal for Money and Banking. 62. 11: 40–48.
- Dalgic, E.–Lombardo, D.–Zakharova, D. (2014): Reviving Credit growth for Strong and Sustainable Recovery. The Journal for Money and Banking. 63. 11: 11–21.
- Damijan, J. (2014): Corporate financial soundness and its impact on firm performance: Implications for corporate debt restructuring. European Bank for Reconstruction and Development. Office of the Chief Economist. Working Papers 168.
- Dukes, A. (2013): Rehabilitation of the Financial Sector – The Case of Irish Banks. The Journal for Money and Banking. 62. 11: 33–39.
- EUCom (2014): State aid: Commission approves aid to Banka Celje based on the restructuring plan and its merger with Abanka. (SA.38228., SA.33229, SA.35709, SA.35709, SA.37690) Brussels. IP/14/2700. 2014. 12. 16.
- Net1: Press Release after the Meeting of the the Governing Board of Banka Slovenije. Banka Slovenije website. 2015. 01. 06.
- Net2: Financial Stability – Review 2014 February. Banka Slovenije website. 2014. 05. 14.
- Net3: Stabilnost Slovenskega Bancnega Sistema – 2014 October. Banka Slovenije website. 2015. 01. 14.
- Net4: Resolution Fund Legislation. Banka Slovenije presentation. 2014. 12. 17.
- Net5: Two Slovenian banks with minor capital shortfalls in 2016 under the stress tests have their shortfalls covered by means of restructuring and retained earnings. Banka Slovenije website. 2014. 10. 26.
- Net6: Comprehensive Assessment – Final Result. ECB website. 2014. 10. 26.
- Nyberg, L. (2014): Bank Assets Management Company – Experiences so far. The Journal for Money and Banking. 63. 11: 101–112.

