
AZ EURÓPAI PÉNZÜGYI PIACOK PIACI INTEGRÁCIÓJÁNAK FEJLŐDÉSTÖRTÉNETE

*Mérő Katalin*²⁸

DOI: [10.29180/978-615-6886-01-9_9](https://doi.org/10.29180/978-615-6886-01-9_9)

ABSZTRAKT

A tanulmány intézményi megközelítésben elemzi, hogy hogyan változott az Európai Unió pénzügyi piacainak integráltsága. Sorra veszi azokat a szabályozási-, felügyelési-, és intézményi rendszeri változásokat, amelyeket a piaci integráció mélyítése érdekében lépett meg az Európai Unió. A bankpiacok tekintetében az első bankdirektíva 1977-es elfogadásáig, vagyis még az Európai Gazdasági Közösség időszakáig nyúlik vissza az integrációs folyamatok története, amit egészen az Európai Bankunió ma is zajló kiépüléséig követünk. A pénz-, és tőkepiacok integrációja tekintetében az első lépésre, az ún. európai befektetési alapokra (UCITS) vonatkozó irányelv elfogadására, csak jóval később, 1993-ban került sor, és a Tőkepiaci Unió kiépítésére irányuló lépések formájában szintén még folyamatos törekvésekről beszélhetünk. Mind a két piaci szegmens esetében igaz, hogy számottevően erősödött a piacok integráltsága. Ugyanakkor a 2010-es években létrehozott Bankunió és Tőkepiaci Unió nemcsak az integrációt erősíti, de konzerválja is a különbségeket az előbbi esetében annak tagjai és a kívül maradók, míg az utóbbi esetében a fejlettebb és az elmaradottabb tőkepiacú országok között.

Kulcsszavak: Európai Unió, integráció, pénzügyi piacok, Bankunió, Tőkepiaci Unió

BEVEZETÉS

Baele et al. (2004) definíciója szerint akkor beszélhetünk teljesen integrált pénzügyi piacokról, ha adott pénzügyi eszközök és/vagy piacok vonatkozásában a közvetkező három dolog egyszerre teljesül: 1) ugyanazok a szabályok vonatkoznak a velük kapcsolatos ügyletekre, 2) a piaci szereplők ugyanolyan hozzáféréssel

²⁸ Mérő Katalin, egyetemi docens, Budapesti Gazdasági Egyetem, Pénzügyi és Számviteli Kar, Pénzügy tanszék, e-mail: mero.katalin@uni-bge.hu

rendelkeznek velük kapcsolatban, és 3) ugyanolyan bánásmódban részesülnek, amikor aktívak a piacokon. Ha ezek a feltételek maradéktalanul teljesülnek, akkor a pénzügyi piacokon érvényesül az egy ár törvénye, hiszen a feltételek teljesülése gyakorlatilag megszünteti a piaci arbitrázs lehetőségét. Összességében az integrált piacokon a tranzakciós költségek alacsonyabbak, vagyis az integráció mélyülése versenyképesebbé teszi a piacokat, ami javítja a tőkeallokáció hatékonyságát és támogatja a gazdasági növekedést. Éppen ezért az Európai Unió (EU) pénzügyi piacokra vonatkozó politikájának régóta az egyik kulcskérdése a piacok integrációjának támogatása, mélyítése.

Az elemzés során az integráltságot nem az ár jellegű tényezők felől kiindulva elemezzük, nem azt vizsgáljuk, hogy mennyire érvényesül az integrált piacokra jellemző egy ár elve, hanem intézményi megközelítést alkalmazunk, vagyis azt elemezzük, hogy a szabályozás és az intézményi rendszer fejlődése hogyan járult hozzá a pénzügyi piacok integrációjának mélyüléséhez. A tanulmány szerkezetét a következő: a következő rész az EU pénzügyi integrációjának fejlődéstörténetét a bankpiacok vonatkozásában elemzi, amit a tőkepiacok integrációs folyamatának fejlődéstörténetének elemzése követ. A tanulmányt néhány következtetéssel zárjuk.

A BANKRENDSZER INTEGRÁCIÓJÁNAK FEJLŐDÉSTÖRTÉNETE

Az Európai Gazdasági Közösség (EGK) tagállamainak bankszektorára vonatkozó szabályozás harmonizációja felé az első lépést az első banki irányelv elfogadása jelentette, 1977-ben²⁹. Ez egyrészt lefektette a banki szolgáltatásoknak az EGK-n belüli letelepedési szabadságának az elvét, másrészt kimondta, hogy az egyes bankok felügyeletét a bankok székhelye szerint illetékes felügyeleti hatóságának kell ellátnia, vagyis annak az országnak, ahová a bank székhelye bejegyzésre került akkor is, ha esetleg tevékenységének számottevő részét más országo(ok)ban végzi. A következő lépést a második banki irányelv³⁰ elfogadása jelentette 1989-ben, ami tulajdonképpen az 1986-os Egységes Európai Okmány banki leképezése volt, és a bankok tevékenységének engedélyezését egységesítette az Unióban. Ennek értelmében, ha egy bank az EGK bármelyik tagállamában működési engedélyt kapott, akkor egyben az Egységes Európai Útlevel birtokosává is vált, vagyis valamennyi tagállamban működhetett anélkül, hogy a fogadó ország felügyeleti hatóságától erre engedélyt kellett volna kérnie.

29 A Tanács 77/80/EGK irányelve

30 A Tanács 89/646/EGK irányelve

A harmonizáció irányába tett következő lépést a bankok prudenciális szabályozásának harmonizálása jelentette, ami szintén 1989-ben kezdődött el. A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság által elfogadott és 1992-től hatályos nemzetközileg egységes tőkekövetelményre vonatkozó szabályozás (mai nevén a Bazel I-es szabályok) egységes európai alkalmazására került elfogadásra a szavatolótóke-irányelv³¹, valamint a tőkemegfelelési mutatóra vonatkozó irányelv³². Ezeket a tételeket – az akkori joggyakorlattal összhangban – ún. minimum harmonizációs irányelvek formájában fogadták el. Ez azt jelenti, hogy a tagállamoknak legalább olyan szigorú szabályozást kell elfogadniuk, mint amilyen az adott irányelvben szerepel. Azonban a tagállamokra bízták, hogy esetlegesen ennél szigorúbb szabályokat alkalmazzanak. Később, a Bázeli megállapodások, illetve más prudenciális szabályozási elemek fejlődésével több, a bankszabályozásra vonatkozó uniós irányelvet is elfogadtak, ezek azonban nem jelentettek magasabb szintű banki integrációt, csak a prudenciális szabályozás adott harmonizáltsági szintjének fenntartását.

Az első és második bankdirektíva, valamint a banki prudenciális szabályok az EU 1993-as létrejöttét követően is érvényben maradtak, azonban ekkortól egyre határozottabban fogalmazódott meg a pénzpiacok erősebb integrációjának igénye. A századforduló környékén két, nagyjából párhuzamos kísérlet történt az EU pénzügyi piacainak fokozottabb integrálására. Az első az 1999-ben elfogadott, a teljes pénzügyi szektora vonatkozó cselekvési program, az FSAP (Financial Sector Action Plan)³³ volt. Ez a pénzügyi piacok 2005-ig történő egységesítését tűzte ki célul. Az FSAP 42 kisebb-nagyobb horderejű intézkedést tartalmazott, amelyek mindegyike az Unión belüli pénzügyi piaci széttagoltság megszüntetését célozta meg úgy a bankpiacok, mint a tőkepiacok vonatkozásában. Az FSAP egyik fő hangsúlya a retail (lakossági) piaci szegmensek integrációjának erősítése volt. Az intézkedések túlnyomó többsége a szabályozás harmonizációjára vonatkozott, vagyis arra, hogy az akkor még túlnyomó részt nemzeti hatáskörben levő szabályokat minél nagyobb részben váltsák ki EU szintű direktívákkal, elsősorban azokra a szabályozási területekre fókuszálva, amelyek kiemelkedő jelentőségűek a pénzügyi piacok egységesedése és integrációja szempontjából. Bár számos EU szintű szabályozási eszköz került bevezetésre az FSAP keretében, komoly előrelépésre nem került sor a mélyebb integráció vonatkozásában. A második az ún. Bölcsék Bizottságának (Committee of Wise Men) létrehozása volt, amit elnöke után Lámfalussy Bizottságnak is neveznek. A bizottság jelentése, az ún. Lámfalussy Jelentés 2001-ben jelent meg (Committee

31 A Tanács 89/299/EGK irányelv

32 A Tanács 89/647 irányelve

33 COM(1999)232 final

of Wise Men, 2001). Fő célja az európai értékpapírpiacok szabályozásának megreformálása volt, azonban nemcsak annak, hanem később az EU teljes pénzügyi szektora szabályozásának és felügyeletének alapidokumentumává vált (Lastra 2003). A Lámfalussy Jelentés alapján négy szintű szabályozási és felügyeleti folyamatot vezettek be az Unióban, úgy a bankok, mint a tőkepiacok, valamint a biztosítók és foglalkoztatói nyugdíjpénztárak vonatkozásában is³⁴. Ennek első szintjén álltak az EU szintű döntések a legmagasabb szintű szabályozási elvekről és a vonatkozó irányelvekről. A második szinten történt az első szintű döntések implementálása.

Az implementálás kötelezettsége és felelőssége nemzeti hatáskörben maradt, de a nemzeti szintű implementációk harmonizálására három ún. második szintű bizottságot hoztak létre az egyes pénzügyi alszektorok nemzeti szabályozó hatóságaiából. A banki terület második szintű bizottsága az EBC, az European Banking Committee volt. Magyarországot mind a három második szintű bizottságban a Pénzügyminisztérium képviselte, hiszen a banki, a biztosítási- és nyugdíjpénztári, valamint a tőkepiaci szabályozás is a pénzügyminisztérium hatáskörébe tartozott. A szabályozás harmadik szintjének célja a pénzügyi felügyeleti folyamatok egységesítése volt. Ehhez három (ugyancsak banki, tőkepiaci, illetve biztosítási és nyugdíjpénztári) harmadik szintű bizottságot hoztak létre, amelyeknek a nemzeti felügyeleti hatóságok voltak a tagjai. A banki terület felügyeleti harmonizációs bizottsága a CEBS (Committee of European Banking Supervisors) volt. Magyarország esetében, ahol az EU csatlakozás idejétől a bizottságoknak magyar képviselője is lett, már teljesen integrált felügyeleti hatóság működött, mindegyik bizottságban a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének képviselője volt tag. E mellett, pénzügyi stabilitási felelősségük alapján, a központi bankok – így a Magyar Nemzeti Bank – is képviselve voltak, még ha nem is voltak felügyeleti hatóságok. A harmadik szintű bizottságok a felügyelők közötti véleménycseré és a közös felügyelési politikák kialakításának színterei voltak. A második és harmadik szintű bizottságok döntéseket is hozhattak, pl. a követendő gyakorlatokról, de ehhez mindenkor teljes konszenzusra volt szükség. A folyamat negyedik szintjét maga a konkrét, nemzeti hatáskörben levő felügyelési gyakorlat jelentette. Összességében az FSAP intézkedései és a Lámfalussy jelentés alapján bevezetett négy szintű szabályozási és felügyelési folyamat a bankpiac sokkal erősebb harmonizációjához vezetett, de a tényleges integráció tekintetében csak igen korlátozott eredményt tudott felmutatni, hiszen továbbra is jellemzőek maradtak az irányelvek implementációjának különbözőségeiből származó eltérő nemzeti szabályok.

34 14368/02 (Presse 361) on 2471 Council meeting, Economic and Financial Affairs: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14368-2002-INIT/en/pdf>

Érdemi változást ebben a helyzetben a 2008-as globális pénzügyi válság (Global Financial Crisis, GFC), majd az ennek következtében kialakuló európai szuverén válság, az ezekből levont tanulságok és az ezekre adott szabályozási válaszreakciók hoztak. A GFC fő bankszabályozási tanulsága az volt, hogy a kizárólag mikroprudenciális szemléletű bankszabályozás kudarcot vallott; a szabályozási és felügyeleti gyakorlatot úgy kell átalakítani, hogy abba a makroprudenciális megközelítés is integrálva legyen (Borio, 2011; Baker, 2013; Mérő, 2017). Közvetlenül a Lehmann Brothers 2008. szeptemberi összeomlása után az Európai Bizottság Jacques de Larosière vezetésével egy magas szintű bizottságot hozott létre (de Larosière Bizottság), abból a célból, hogy javaslatot tegyen az európai pénzügyi szabályozási-, és felügyeleti keretrendszer reformjára vonatkozóan. A de Larosière jelentés (2009) alapján létrehozták az Európai Rendszerkockázati Testületet, mint az európai pénzügyi rendszer makroprudenciális szabályozó testületét. E mellett a Lámfalussy folyamat korábbi, harmadik szintű bizottságait 2010-ben kibővített és megerősített hatáskörrel rendelkező európai felügyeleti hatóságokká alakították át. Ezek közül az EBA, az Európai Bankhatóság lett felelős a bankfelügyelet egységes szabályainak, az ún. Egységes Szabálykönyvnek a kidolgozásáért és karbantartásáért. A pénzügyi stabilitásért való fő felelősség azonban továbbra is nemzeti hatáskörben maradt és minden uniós tagállam köteles volt kijelölni egy pénzügyi stabilitásért felelős nemzeti hatóságot (Montanaro, 2016).

A GFC által kiváltott európai államadósság válság és az ebből fakadó ördögi kör a bankok és az államaik között megteremtette a politikai akaratot az Európai Bankunió (Banking Union, BU) létrehozására. A BU tagság azonban nem kötelező minden EU tagállam számára, csak a monetáris unió tagjainak. A többi EU tagállam számára adott a lehetőség az önkéntes csatlakozásra. Ebben az értelemben a BU jelentősen növeli a banki integrációt a tagállamai körében, ugyanakkor hozzájárul ahhoz, hogy tartós eltérések alakuljanak ki a BU tagok és a BU-n kívüli EU tagállamok között. A BU-nak három pillére van: az egységes felügyeleti mechanizmus (Single Supervisory Mechanism, SSM) az egységes szanálási mechanizmus (Single Resolution Mechanism, SRM) és az európai betétbiztosítási rendszer. Elsőként az SSM kezdte meg a működését 2014. novemberében az Európai Központi Bank égisze alatt, ami a bankfelügyelet szupranacionális szintre való delegálását jelentette. Az SRM, a BU szintű bankszanálási hatóság, új intézményként lett létrehozva és 2016-ban kezdett működni. A harmadik pillér, az európai betétbiztosítási rendszer még a mai napig állandó politikai viták tárgya, így azt még nem sikerült felállítani³⁵. További fejlemény, hogy maga a bankszabályozás rendszere is sokkal integráltabb lett: számos irányelvet uniós rendelet

35 https://finance.ec.europa.eu/banking/banking-union_en

váltott fel. Az uniós rendeletek közvetlenül hatályosak az EU minden tagállamában anélkül, hogy azokat be kellene emelni a nemzeti joganyagba. Mivel a rendeleteket nem implementálják, azok minden országban pontosan ugyanolyanok.

Az európai banki integráció rövid történetének áttekintése azt mutatja, hogy míg a GFC előtt inkább csak szabályozási és felügyeleti harmonizációról, illetve részleges integrációról beszélhetünk, addig a GFC és az euroövezet országainak államadósság válságaiból adódó tanulságok jelentős lépéseket eredményeztek a mélyebb integráció felé, ami a Bankunió létrehozásában materializálódott. Ez az integráció azonban automatikusan csak a monetáris unió tagállamai esetében valósul meg. A Monetáris Unión kívüli EU tagállamoknak erős fenntartásaik vannak a csatlakozással kapcsolatban (Mérő és Piroska, 2018; Mérő, 2021). Eddig csak azok az országok csatlakoztak önkéntes alapon a BU-hoz, amelyek már döntöttek a Monetáris Unióhoz való csatlakozásról. 2024-ben a 27 uniós tagállamból hat nem BU tag.

A TŐKEPIACOK INTEGRÁCIÓJÁNAK FEJLŐDÉSTÖRTÉNETE

Az európai tőkepiaci integrációval kapcsolatos első lépések hasonlóak voltak a banki integrációs lépésekhez. Az 1980-as években a tőkepiaci harmonizáció fő eszközei a minimum harmonizációs uniós irányelvek voltak. Ezek közül a legfontosabb az 1993-as befektetési szolgáltatási irányelv³⁶ volt, ami meghatározta az értékpapír befektetési szolgáltatások nyújtásának kereteit. A magasabb szintű piaci integráció korai példája az európai befektetési alapok esete volt. Az az európai befektetési alapokra, vagyis az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS) vonatkozó első uniós irányelvet 1985-ben fogadták el³⁷. Ha egy befektetési alap megfelelt a szabályozási követelményeknek, akkor európai útlevelet kaphatott, és az uniós szabályozás hatálya alá kerülhetett. Később a UCITS irányelvet többször módosították, az alapelve azonban változatlan maradt: jól szabályozott, biztonságos, az EU-n belül akadálymentesen kereskedhető eszközt adni az európai befektetőknek. Jelenleg az EU befektetési alapjai által kezelt eszközöknek (a pénzpiaci alapokat nem számítva) 63 %-a UCITS alapokban van, ami több, mint 12,5 ezer milliárd euró kezelt vagyont jelent (EFAMA, 2023).

Ahogy azt a banki integráció kapcsán bemutattuk, úgy az FSAP, mint a Lámfalussy folyamat elsődlegesen a tőkepiacok integrációját célozta meg, és a

36 A Tanács 93/22/EGK irányelve

37 A Tanács 85/611/EGK irányelve

teljes pénzügyi szektor integrációjában hozott előrelépést. A tőkepiacok szabályozási és felügyelési folyamatainak egységesítésére létrehozott második szintű bizottság az ESC (European Securities Committee) a harmadik szintű bizottság pedig a CESR (Committee of European Securities Regulators) volt. A tőkepiacok integráltága a GFC előtt valamivel meghaladta a bankpiacokét: a minimum harmonizációs irányelvek mérsékelt integrációs hatása mellett a UCITS-ok mélyebb integrációt tettek lehetővé a befektetési alapok piaci szegmensén. Hasonlóan a bankpiaci fejleményekhez, a tőkepiacok tekintetében is a GFC, illetve az arra adott válaszreakciók hoztak érdemi változásokat. A korábbi minimum harmonizációs irányelveket itt is sok esetben a minden tagállamban automatikusan kötelező érvényű rendeletek váltották fel, a ESR pedig 2010-től átalakult európai felügyeleti hatósággá ESMA (European Securities and Markets Authority) néven. E mellett a GFC utáni uniós tőkepiaci szabályozás legfontosabb jellemzője az volt, hogy a pénzügyi válságért sokak által felelősként megjelölt – korábban nem szabályozott – területekre is kiterjesztették a szabályozást. A legfontosabb ide tartozó tételek az AFIMID (Alternative Investment Fund Managers Directive³⁸), ami a befektetési alapok szabályozását kiterjesztette a nem UCITS alapokra is, a piaci infrastruktúrák szigorúbb szabályozását célzó EMIR (European Market Infrastructure Regulation³⁹), a hitelminősítők szabályozására vonatkozó rendelet (Credit Rating Agencies Regulation, CRAR⁴⁰), valamint a rövidre eladásról szóló irányelv, a Short Selling Regulation⁴¹ (Moloney 2014).

A GFC-t követő legfontosabb fejlemény az egységes európai tőkepiac megteremtése felé vezető úton az Európai Tőkepiaci Unió (Capital Markets Union, CMU) létrehozására irányuló projekt volt. Az erre irányuló első akciótervet 2015-ben indította el az EU (European Commission, 2015). Ennek időhorizontja a 2019-ig terjedő időszak volt, és bár sikerült ez alatt az idő alatt eredményeket elérni, az EU tőkepiacainak alapvető nemzeti tagoltságát nem sikerült megszüntetni. Ennek megfelelően 2020-ban új akciótervet fogadott el a Bizottság (European Commission, 2020). A korábbi elvek és szükséges lépések megerősítése mellett ennek fő újdonsága a zöld- és digitális finanszírozás szükségességének hangsúlyozása volt. A CMU projekt fő célja a piacok integrációjának támogatása mellett, hogy csökkentse a kontinentális európai pénzügyi rendszer erősen banki-alapú jellegét és növelje a tőkepiacok szerepét a vállalkozások finanszírozásában, különösen pedig a kis- és középvállalkozási szektor finanszírozásában, ezáltal növelve a finanszírozási csatornák diverzifikáltságát és a pénzügyi

38 2011/61/EU irányelv

39 648/2012/EU rendelet

40 1060/2009/EK rendelet

41 236/2012/EU rendelet

szektor stabilitását. A CMU projekt több szempontból is eltér a BU projektől. Először is, a CMU az egész EU-ra kiterjed, nemcsak a Monetáris Unió tagállamaira. Másodszor, nem a tőkepiaci szereplők egységes, egy intézményen keresztül történő felügyeletét, vagy a tőkepiaci szereplők szanalási mechanizmusának egységesítését tűzte ki célul, hanem maguknak az európai tőkepiacoknak az egységesítését. Harmadszor, a projekt motivációja a piacok hatékonyságának növelése, és ezáltal az EU versenyképességének javítása, kevésbé a pénzügyi stabilitás erősítése. Mivel a CMU projekt szinte valamennyi eszköze a piaci alapú finanszírozás térnyerését segíti elő, jellemzően olyan eszközöket fejleszt, amelyek egyidejűleg az árnyékbankrendszer eszköztárába is tartoznak, vagyis hozzájárul az árnyékbankrendszer növekedéséhez (Braun, Gabor és Hübner, 2018; Pires, 2019). Ennek megfelelően az EU számára kiemelkedően fontos, hogy az árnyékbankrendszer intézményeit és eszköztárát sikerüljön biztonságos és stabil tőkepiaci finanszírozássá átalakítani, hiszen ennek hiányában a CMU projekt fejlesztései csak a pénzügyi piacok instabilitásához járulnának hozzá. Ennek az ellentmondásnak az áthidalása iránti igény vezetett számos – az árnyékbanki tevékenységre vonatkozó – uniós szintű szabályozás elfogadására. Ide sorolhatjuk a pénzügyi alapok, a fedezett kötvények, az eszközfedezetű értékpapírok és az értékpapírosítás szabályozását vagy újra szabályozását. A pénzügyi piacok integrációja szempontjából a CMU projekt egy speciális ellentmondása, hogy miközben az EU tőkepiacainak fokozottabb integrációját célozza, erősen kedvez a fejlettebb tőkepiacokkal rendelkező országoknak. Ennek az az oka, hogy azok az összetettebb és kifinomultabb pénz-, és tőkepiaci eszközök, amelyek használatát a CMU szorgalmazza, szinte teljesen hiányoznak a legkevésbé fejlett piacokkal rendelkező tagállamok, különösen a kelet-közép-európai tagállamok piacairól (Piroska és Epstein, 2023).

KÖVETKEZTETÉSEK

A tanulmányban az EU pénzügyi piaci integrációjának eddigi fejlődéstörténetét tekintettük át, intézményi megközelítésben, a bankrendszer, valamint a pénz, és tőkepiacok integrációjának szempontjából. Az EU intézményfejlődésének történetét végig kísérik a pénzügyi piacok integrációja magasabb szintjének elérésére irányuló törekvések. A törekvések sikere nagyban hozzájárulhat az EU pénzügyi piacainak versenyképesebbé válásához, míg azok kudarca versenyképesség hátrányt jelenthet a tagállamok számára.

A bankpiaci integráció fejlődése arra mutat rá, hogy bár látszólag komoly elkötelezettséget mutatott az EU a bankpiac integráltságának kiterjesztésére,

egészen a 2008-as globális pénzügyi válságig, majd az azt követő euróvezeti szuverén válságokig csak viszonylag szerényebb eredményeket sikerült elérni. A válságok azonban nagyon intenzíven világítottak rá arra, hogy a bankok egységes szabályozása, felügyelete és válságkezelése nemcsak az EU bankjainak versenyképessége, hanem az európai pénzügyi stabilitás szempontjából is kiemelkedő fontosságú. Ez a felismerés adta meg a lökést egyrészt a szabályozás eszközeinek az irányelvek felől a rendeletek irányába való átstrukturálásához, másrészt az Európai Bankunió létrehozásához és az európai pénzügyi felügyeleti hatóságok létrehozásához. A Bankunió ugyanakkor egyszerre integráció erősítő és gyengítő intézmény is az Unión belül, hiszen míg tagjai között nagyon nagymértékben erősíti az integrációt, addig tartós szakadékot is teremt a BU tag és nem BU tag EU tagállamok banki integrációja tekintetében.

A pénz- és tőkepiaci integráció kiépítése eleinte egyszerűbbnek és gyorsabbnak tűnt a bankpiacinál. A UCITS-ok megjelenése, valamint a tőkepiaci integráció felől kiinduló integrációs törekvések (az FSAP és a Lámfalussy Bizottság) egyaránt ebbe az irányba mutattak. A UCITS-ok ráadásul egy olyan szegmensen – a kisbefektetők piacán – hoztak egységesedést, ami a banki terület legkevésbé integrált szegmensét jelentette. A ténylegesen elért eredmények azonban a banki szegmenshez hasonlóan a GFC-ig igen korlátozottak voltak. A 2010-es években a pénz-, és tőkepiacok területén is teret nyert az integrációt jobban támogató rendeletekkel való szabályozás, hatósági szintre emelkedett a korábbi felügyeleti harmonizációs bizottság. Ugyanakkor a meghirdetett Tőkepiaci Unió terén jóval kisebb előrehaladást sikerült elérni, mint a Bankunió kapcsán. Bár a piacok számos részterülete került átfogó újra szabályozásra a CMU projekt kapcsán, a piac egységesedése még várat magára. A BU-hoz hasonlóan CMU is egyszerre integráció erősítő és gyengítő intézmény, csak itt a választóvonalat nem a tagság léte jelenti, hanem a tőkepiacok fejlettsége.

Összességben elmondható, hogy az EU célkitűzései között annak megalakulása óta fontos szerepe volt a pénzügyi piacok integrációjának, ugyanakkor igazi mély változásokat ezen a téren csak a 2010-es évek hoztak. A változások mélyrehatóbbak voltak a bankpiacokon mint a pénz-, és tőkepiacokon, amennyiben ezidáig a Bankunió terén nagyobb előrehaladást sikerült elérni, mint a Tőkepiaci Unió terén. Mindkét intézményre igaz azonban, hogy míg összességében erősíti, addig néhány ország esetében gyengíti az integrációt.

HIVATKOZÁSOK

- Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E., & Monnet, C. (2004). Measuring Financial Integration in the Euro Area. ECB Occasional Paper Series, 14.
- Baker, A. (2013). The new political economy of the macroprudential ideational shift. *New Political Economy*, 18(1), 112-139. <https://doi.org/10.1080/13563467.2012.662952>
- Borio, C. (2011). Implementing a macroprudential framework: blending boldness and Realism. *Capitalism and Society* 6(1), <https://doi.org/10.2202/1932-0213.1083>
- Braun, B., Gabor, D., & Hübner, M. (2018). Governing through financial markets: Towards a critical political economy of Capital Markets Union. *Competition & Change*, 22(2) 101-116. <https://doi.org/10.1177%2F1024529418759476>
- Committee of Wise Man (2001) Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf
- EFAMA (2023) .Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2023. EFAMA - Quarterly Statistical Release <https://www.alfi.lu/alfi/media/statistics/europe/quarterly-statistical-release-q3-2023.pdf>
- European Commission (2015). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Action Plan on building a Capital Markets Union. European Commission, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=EN>
- European Commission (2020). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, A Capital Markets Union for people and business -new action plan. European Commission, https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF
- de Larosière, J. (2009, February 25). The high level working group on Financial Supervision in the EU. Report, https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf
- Lastra, R. (2003). The governance structure for financial regulation and supervision in Europe. *Columbia Journal of European Law*. 10, 49-68.
- Mérő, K. (2017). The emergence of macroprudential bank regulation: a review. *Acta Oeconomica*, 67(3), 289-309. <https://doi.org/10.1556/032.2017.67.3.1>
- Mérő, K. (2021). The Banking Union and the Central and Eastern European Countries. In: Arató, K., Koller, B & Pelle, A (Eds) *The Political Economy of*

- the Eurozone in Central and Eastern Europe: Why in, Why out? London, UK and New York, USA: Routledge, (pp. 116-134).
- Mérő, K. & Piroska, D. (2018). Rethinking the allocation of macroprudential mandates within the Banking Union - a perspective from east of the BU. *Journal of Economic Policy Reform*. 21(3), 240-256. <https://doi.org/10.1080/17487870.2017.1400435>
- Moloney, N. (2014) *EU Securities and Financial Markets Regulation*. Third edition, Oxford, UK: Oxford University Press
- Montanaro, E. (2016). The process towards centralization of European financial supervisory architecture: the case of the Banking Union. *PSL Quarterly Review*, 69 (277) 135-172. https://doi.org/10.13133/2037-3643_69.277_2
- Pires, F. (2019). Non-banks in the EU: ensuring smooth transition to Capital Markets Union. *SUERF Policy Note*, Issue, 103, https://www.suerf.org/docx/f_8f4d94fa779cb6b74225a9e26c700a39_8061_suerf.pdf
- Piroska, D., & Epstein, R. (2023). Stalled by design: New paradoxes in the European Union's single financial market. *Journal of European Integration*, 45(1) 181-201. <https://doi.org/10.1080/07036337.2022.2154344>