

PÁLOSI-NÉMETH BALÁZS

A pénzügyi közvetítés fejlődése és kapcsolata a hitelpiaci válsággal az új uniós tagországokban

Jelen gondolatsor két kérdést vizsgál. Egyfelől azt, hogy igazak-e még – közel 5 év távlatában – Antal László [2004] állításai hazánk, illetve térségünk pénzügyi közvetítésének fejlődésére vonatkozóan. Másrészt azt, hogy ennek milyen következményei vannak a jelenlegi válságban. Összhangban Antal Lászlóval, megállapítjuk, hogy térségünk pénzügyi intézményrendszerének mélysége jelentősen nem közeledett a fejlett országokéhoz. Ugyanakkor relatív fejletlensége csak kis mértékben tompítja – késlelteti – a napjainkban zajló válság negatív következményeit.

Ahogy Antal László és *Mérő Katalin* fogalmaz, az 1970-es évektől a pénzügyi globalizáció okozta, felgyorsuló fejlődés miatt az átalakuló országok pénzügyi közvetítése már a folyamat kezdetén hatalmas lemaradásban volt az OECD-országokkal szemben. Sőt, azóta a volt tervgazdaságú országok pénzügyi intézményrendszereinek fejlettsége nemcsak hogy nem közeledett a fejlettekéhez, hanem egyenesen távolodott (Mérő [2004a, 2004b]). A konvergencia nem kezdődött el (Antal [2004,] 188.o.); fejlődés ugyan tapasztalható, de felzárkózás nem.

A kiindulópont: általában igaz, hogy a pénzügyi közvetítés mélyülése pozitív hatással van a gazdasági növekedésre. A kapcsolat erőssége azonban függvénye az intézményi és általánosan a gazdasági fejlettségnek. Éppen ez az, amit a szakirodalomban sokáig valós „puzzle-ként” kezelt, hiszen a volt tervgazdaságok átalakulása során a pénzügyi közvetítőrendszer szerepe korlátozott volt, ténylegesen nem segítette a gazdasági növekedést. Ugyancsak nem triviális, hogy a pénzügyi közvetítés szerkezete homogenizálódott térségünk gazdaságának átalakulása során. A konvergencia annak ellenére következett be – azaz hasonló rendszer jött létre – országoktól függetlenül, hogy mind a kiinduló állapot mélysége, mind a követett gazdaságpolitika célja és eszközrendszere jelentősen eltért (*Berglöf–Bolton* [2002]). Jóllehet a ma ezekben az országokban működő bankrendszer egy korábban mindenhol meglévő intézményből – a monobankrendszerből – alakult ki, a pénzügyi intézmények fejlesztése mindig is stratégiai kérdés volt, és számos variánsát figyelhettük meg térségünk országaiban. Az egyes lépcsőfokok diverzitása és a gazdaságpolitikai próbálkozások sikeressége, illetve kudarca¹ ellenére mára Csehország, Szlovákia, Magyarország, Lengyelország, Szlovénia és a

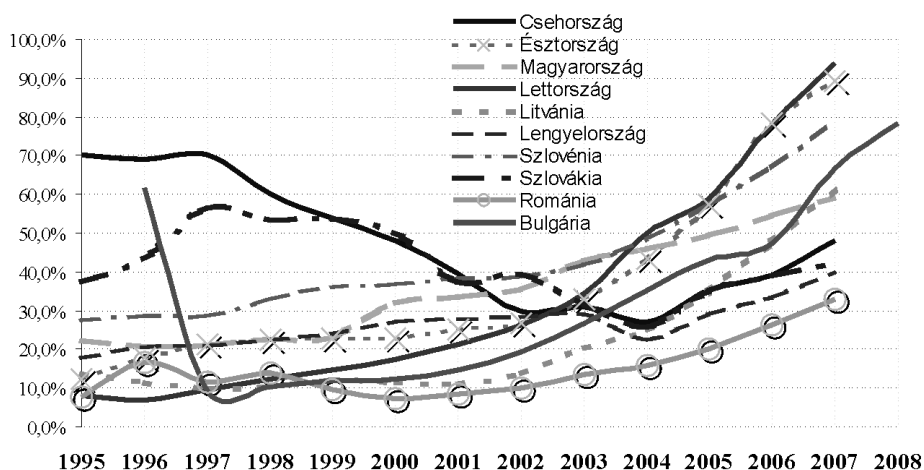
¹ Ez elsősorban négy területen volt nyomon követhető: a rossz hitelek újrastrukturálásának megoldásában, a bankprivatizáció folyamatának szabályozásában, a külföldi tulajdon engedélyezésében a bankszektorban, valamint a tőkepiacok fejlesztésének kérdésében (részletesen l. PÁLOSI-NÉMETH [2005]).

balti országok pénzügyi közvetítése – a jelentős részben külföldi kézbe került – kereskedelmi bankok által dominált.

Ennek egyértelmű pozitív hatásai² mellett értelemszerűen a rendszer diverzitásának csökkenése negatív hatásokkal is jár – különösen a finanszírozási csatornák beszűkülése idején. 2002 és 2007 között ezekben az országokban a banki közvetítés mélyülésének sebessége meghaladta a gazdasági növekedést (1. ábra), sőt empirikus igazolást is nyert, hogy a banki pénzügyi közvetítés³ és a gazdasági növekedés között találni pozitív kapcsolatot (Pálosi-Németh [2008]). Bár növekedés tapasztalható, a privát szférába kihelyezett hitelek nagysága még mindig elmarad a korábbi uniós tagállamokétól, ahol ez az arány 2007-ben átlagosan 138% volt, míg az újakban az átlag mindössze 61,3%.⁴

1. ábra

Térségünk országainak privát banki kihelyezések/GDP hányadosának alakulása



Forrás: EBRD [2008]

A tőkepiacok esetében ugyanakkor hasonló összefüggést (sem lineáris, sem kvadratikus formában) nem lehetett kimutatni. Mi több, azok funkcionális hatékonysága az ezredforduló óta szignifikánsan nem nőtt (Pálosi-Németh [2008]).

2 Ilyenek a tőkeinjekciók, a tudástranszfer, a kockázatkezelő rendszerek alkalmazása (KEREN–OFER [2003]), a bizalom megteremtése, illetve a rendszerszintű kockázat kezelése (PÁLOSI-NÉMETH [2005]).

3 Konkrétan az elhelyezett betétek a GDP százalékában és a nettó kamatmarzs nagysága változókoefficiensai bizonyultak szignifikánsan 0-tól különbözőnek.

4 Azokban az országokban, ahol a növekedés a legjelentősebb volt (így Bulgáriában és a balti államokban) ez ingatlanpiaci buborékhoz is vezetett. Ott, ahol a devizahitelezést szigorúan fogták, a kihelyezések növekedése alig haladta meg a GDP növekedését.

Összegezve, a banki közvetítésben látni némi felzárkózást ugyan⁵, ám a piac strukturális és funkcionális komplexitása⁶ tekintetében továbbra is osztjuk Antal László [2004] vélekedését az elmaradás fokozódásáról.

Ha van összefüggés a pénzügyi közvetítés és gazdasági növekedés között, akkor a jelenlegi hitelpiaci válság is szükségszerűen rányomja a bélyegét a reálgazdaságra. A kérdés csupán az lehet, hogy milyen mértékben járul majd hozzá a gazdasági növekedés visszaeséséhez. Fejlett bankrendszerrel rendelkező országban a prociklikusság⁷ miatt a pénzügyi intézmények felerősítik a kilengéseket. Ugyanakkor, mivel a feltörekvőkben a pozitív hatás sem egyértelmű, vajon a negatívumok is elmaradhatnak?⁸

A relatív (funkcionális) fejletlenség egyik jele, hogy az értékpapírosítás intézménye nem alakult ki térségünk országaiban. Még a vállalati kötvénypiac is alig-alig létezik, nem is beszélve az olyan összetettebb konstrukciókról, mint például az átcsomagolt strukturált termékek, amelyeknek még a fejlett piacokon is csak elsődleges piacuk létezett (a hitelpiaci válság előtt).⁹

Ebből a nézőpontból tekintve, a relatív fejletlenség kifejezetten előny, hiszen sem az intézményi befektetőknek, még kevésbé a lakosságnak nem voltak ilyen másodrendű kitétségei.

Szintén pozitívum – és a válság begyűrűző hatásait tompítja – az új uniós tagországok bankjainak tulajdonosi szerkezete. Nem elsősorban az, hogy külföldi nagybankok leányvállalatairól vagy fióktelepeiről van szó, hanem az, hogy többségében olyan meghatározó külföldi bankcsoportokéiról, amelyeknek a likviditási helyzete a lakossági forrásaik magas aránya miatt relatíve kedvezőbb, tőkehelyzetük kiegyensúlyozottabb, mint a válság epicentrumban található, nagyobb külföldi bankcsoportoké; valamint nem rendelkeztek jelentős kitétségekkel az elsőként fertőzött amerikai jelzálogpiacon. Az ilyen anyabanki háttér azt jelenti, hogy globális likviditási válság esetén a hazai bankok többségének nem a piacról kell biztosítania forrás- és likviditási szerkezete fenntartását. Az anyabank hitelbesorolása

5 Tegyük hozzá: ez egy speciális időszak (globális konjunktúra) megfigyelésén nyugszik. A bankok mérlegfőösszeg-növekedésének mozgatórugója az elmúlt években egyértelműen a devizahitelek expanziója volt. 2008 októberében a magyar bankok egy része direkt vagy indirekt módon (a kondíciók átalakításával) közel teljes mértékben visszafogta devizahitelezését, céljuk a hitelportfólió megtartása, a kockázatok csökkentése. Ezzel a növekedés leállt. Vagyis egy olyan időszak következhet ismét, amikor a pénzügyi intézmények nem lesznek meghatározók a gazdasági növekedésben, sőt (a prociklikusság miatt) még erősíthetik is az esetleges visszaesést.

6 A pénzügyi piacok funkcióinak és strukturájának kapcsolatáról lásd MERTON és BODIE [1995, 2005] cikkeit.

7 A bankok hitelezési tevékenysége, hitelbírálatának szigorúsága, céltartalékolási magatartása, illetve jövedelmezőségének alakulása együtt mozog a gazdaság rövid távú konjunktúraciklusaival. A bankszektor tevékenységének túlzott prociklikussága hozzájárulhat a gazdasági ciklus kilengéseinek erősödéséhez. Bővebben l. ZSÁMBOKI–MÉRŐ–HORVÁTH [2002].

8 Volt már erre precedens. Az 1998-as orosz válság és tőzsdekrach jóval drámaibb következménnyel járt a világ fedezeti alapjaira vonatkozóan, mint magára az orosz gazdaságra, ahol a reálszféra növekedésére semmilyen hosszú távú hatást nem gyakorolt. A hitelállományban bekövetkező enyhe esés ellenére, a gazdaság erőteljesen nőtt. Sőt, ahogy azt RÉTHI [2003] bemutatja, a pénzügyi válság kifejezetten pozitív hatása, hogy számos fejlődést hátráltató intézményt söpört el.

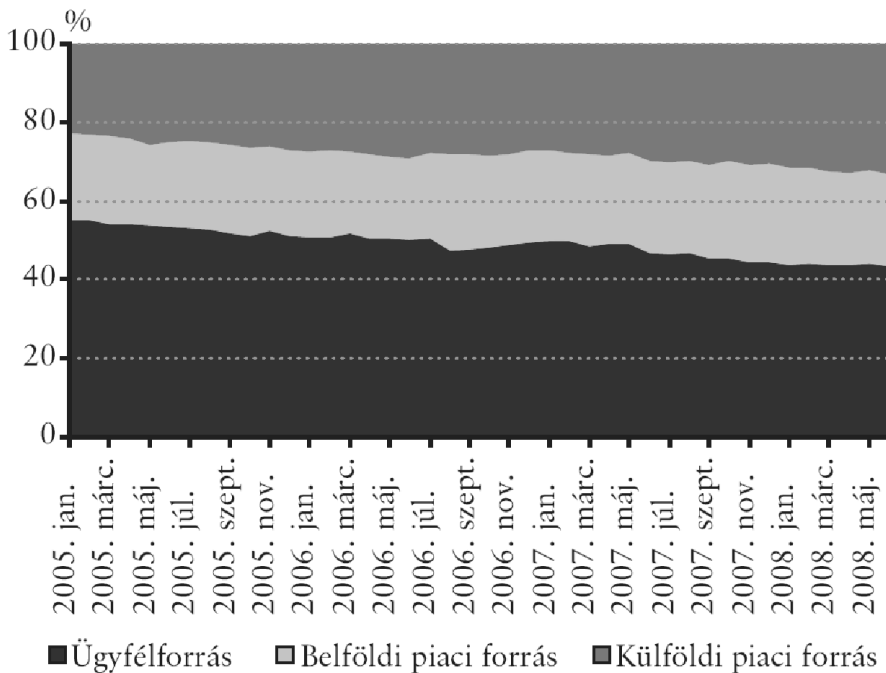
9 Ez egyik oka volt illikvidé válásuknak; jöllehet, voltak kezdeményezések a kvázi másodpiaci forgalom megszervezésére 2003 és 2006 között. A Merrill Lynch például olyan fedezett adósságkötelezvényeket bocsátott ki, melyeket a kibocsátó által szervezett aukciókon lehetett értékesíteni – egészen 2007 nyaráig... (KIRÁLY–NAGY–SZABÓ [2008])

már a válság előtt is lehetővé tette, hogy rajta keresztül olcsóbban jusson forráshoz a magyar leánybank. Ez likviditási válság idején felerősödve jelentkezik.

Ahogy az alábbi ábrán is látszik, a magyar bankok (de ez általános a térségben) mérlegeinek jobb oldalán egyre nagyobb arányban szerepelnek az anyabanki források (2. ábra).

2. ábra

A hazai bankrendszer finanszírozási struktúrája

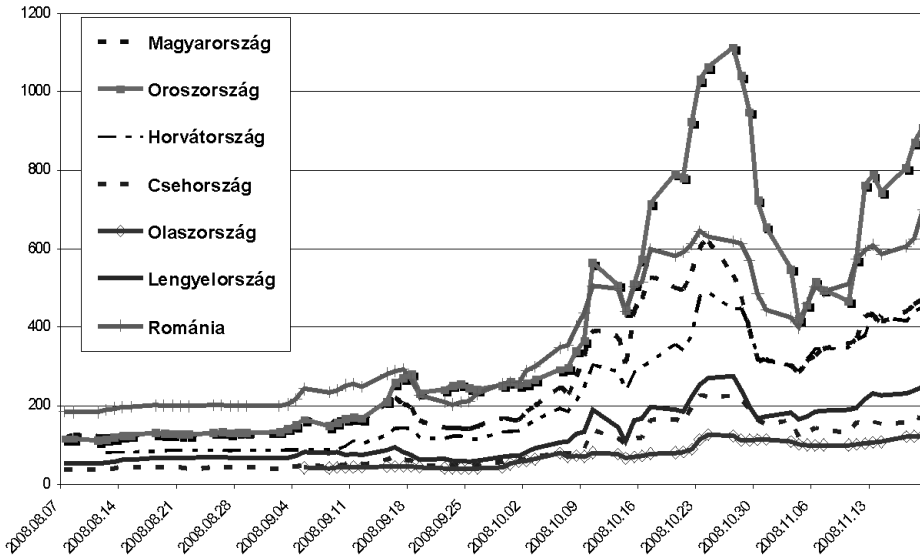


Forrás: MNB [2008]

A 3. és 4. ábrán látható módon a térség országainak likviditási felára sokszorosa több anyabankénak. Egy lokális bank helyzete teljesen ellehetetlenülne, ha – hosszú távon – egy Magyarorszáéhoz hasonló nagyságrendű likviditási felár mellett tudná csak a piacról finanszírozni magát.

3. ábra

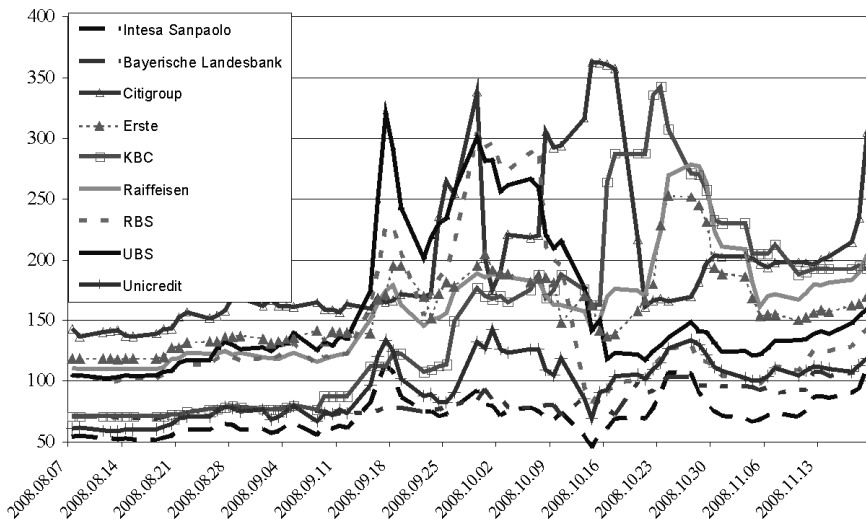
A környező országok likviditási felárának (5 éves CDS spread) alakulása



Forrás: Bloomberg

4. ábra

A Magyarországon jelenlévő anyabankok likviditási felárának alakulása (5 éves CDS spread)



Forrás: Bloomberg

Király–Nagy–Szabó [2008] is arra a következtetésre jut, hogy – közvetlen kitétségek hiányában – a perifériákon (így az új uniós tagországokban is) sokáig semmilyen jelentősebb válságjel nem volt tapasztalható. Idővel két fertőzési csatorna jelent meg: a kockázati felárak megugrásában, illetve az anyabankon keresztül a finanszírozási likviditás csökkenésében jelentkező válságterjedés.

Fontos azonban látnunk azt is, hogy a térségünkben kialakult pénzügyi intézményrendszer fenti két pozitív – a bizalomhiányból és likviditásszűkéből adódó nehézségeket csillapító – tulajdonsága mellett van egy kifejezett hátránya is: a funkcionális és strukturális diverzitás hiánya növeli a rendszerkockázatot. A pénzügyi közvetítés funkciói egyre inkább egyoldalúvá, egycsatornássá válnak: a lakosság és a vállalatok finanszírozása egyre nagyobb mértékben támaszkodik az anyabankoktól felvett devizahitelekre (2. ábra). Ha azok nem növelik a térség devizafinanszírozását, annak rendkívül kedvezőtlen következményei lehetnek a vizsgált országok gazdaságára. Sőt, e csatorna sérülése esetén nem lenne alternatíva a jelenlegi likviditási felárak¹⁰ és a funkcionálisan nem hatékony tőkepiac miatt. Az anyabank országától nem várható, hogy – egy esetleges állami mentőcsomag során – az anyabank leányait is megfelelő tőkével lássa el.¹¹ Amennyiben a válság elérné valamelyik térségbeli bank tulajdonosát, és az „bedőlné”, akkor a fenti két előny is azonnal megszűnne. Egy ilyen inszolvenssé válás gátszakadásszerűen öntené el az új tagállamok pénzügyi rendszerét is.

A jelenlegi pénzügyi közvetítés struktúrája tehát, belső logikájából adódóan, tartalmaz egy beépített puffert a válság közvetlen negatív hatásai ellen – ám az anyabankon keresztül fertőzési csatorna felerősödése az összes előny egyszerre történő eltűnését és a finanszírozási nehézségek megsokszorozódását jelentené.

IRODALOMJEGYZÉK

- ANTAL LÁSZLÓ [2004]: Fenntartható-e a fenntartható gazdasági növekedés? *Közgazdasági Szemle* Alapítvány, Budapest
- BERGLÖF, ERIK–BOLTON, PATRICK [2002]: The Great Divide and Beyond – Financial Architecture in Transition. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 16., No. 1., 77–100. o.
- EBRD Transition Report [2008]: European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) Transition Report 2008, Special focus: growth in transition.
- KEREN, MICHAEL–OFER, GUR [2003]: Globalization and the Role of Foreign Banks in Economies in Transition. In: GRZEGORZ W. KOŁODKO (ed.): *Emerging Market Economies: Globalization and Development*, Ashgate Publishing Limited, 237–266. o.
- KIRÁLY JÚLIA–NAGY MÁRTON–SZABÓ E. VIKTOR [2008]: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei. *Közgazdasági Szemle*, 55. évf. 7–8. szám, 573–621. o.
- MÉRÓ KATALIN [2004a]: Financial Depth and Economic Growth – the Case of Hungary, the Czech Republic and Poland. *Acta Oeconomica*, Vol. 54. (2004) No. 3., 297–321. o.

¹⁰ Normál feltételek mellett térségünk bankjai lényegében alig tudnak forráshoz jutni, és még nagyon magas kamatfelárak mellett sem képesek likviditást szerezni. Ez azzal a veszéllyel fenyeget, hogy hitelszűke léphet fel. Ha ez egy rugalmatlan jegybanki politikával párosulna, az súlyos likviditási hiányhoz vezethet mind a külföldi, mind a hazai fizetőeszközben, ami felerősíti az általános lassulást, sőt, akár gazdasági visszaesést is okozhat.

¹¹ Ebből a szempontból pozitívan értékelhető Magyarország IMF-hitelkerete, amit épp egy ilyen esetben lehet felhasználni.

- MÉRŐ KATALIN [2004b]: A gazdasági növekedés és a pénzügyi közvetítés mélysége, in: ANTAL LÁSZLÓ: Fenntartható-e a fenntartható gazdasági növekedés?, Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest, 360–380. o. valamint *Közgazdasági Szemle*, L. évf., 2003. július–augusztus, 590–607. o.
- MERTON, ROBERT C.–BODIE, ZVI [1995]: A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=6638– (letöltve: 2004. 11. 22.)
- MERTON, ROBERT C.–BODIE, ZVI [2005]: Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure. *Journal of Investment Management* Vol. 3., No. 1 (First Quarter 2005), 1–23. o.
- MNB [2008]: Jelentés a pénzügyi stabilitásról (2008. október), Magyar Nemzeti Bank http://www.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbhu_stabil&ContentID=11578
- PÁLOSI-NÉMETH BALÁZS [2005]: A tranzíciós országok pénzügyi intézményeinek konvergenciája – Egyedi a jelen-ség? *Kölgazdaság* 2005/7-8. szám, 21–46. o.
- PÁLOSI-NÉMETH BALÁZS [2008]: A feltörekvő országok tőkepiacai a pénzügyi globalizációban. Akadémiai Kiadó, Budapest
- RÉTHI SÁNDOR [2003]: Az orosz értékpapírpiac kialakulása és fejlődése a kezdetektől napjainkig. *Competitio* (Debrecen), 2. évfolyam, 1. szám (2003. szeptember), 56–74. o.
- ZSÁMBOKI BALÁZS–MÉRŐ KATALIN–HORVÁTH EDIT [2002]: Tanulmányok a bankszektor tevékenységének prociklikusságáról, MNB Műhelytanulmányok