

ÁRVAI ZSÓFIA

A banki közvetítés mélysége

A szerző a magyar, a cseh és a lengyel banki közvetítés mélységét elemzi az elmúlt évtized adatai alapján, valamint saját és nemzetközi tapasztalatokból következtetéseket szűr le a magyar banki közvetítés mélységének rövid és középtávú alakulására. A téma alaposabb vizsgálatára azért van szükség, mert a közép-kelet-európai országok pénzügyi közvetítésének mélysége jelentősen elmarad az EU-országokra jellemzőtől. A banki közvetítés mélységét elsősorban a stabil makrogazdasági környezet, valamint az alacsony inflációs és kamatszint segítheti elő, azonban a banki közvetítés gyors és nem megfelelően felügyelt mélyülése makrogazdasági és pénzügyi stabilitási kockázatokat is felvet, többek között ezért is lesz az elkövetkezendő években kiemelt fontossága a pénzügyi rendszer stabilitását veszélyeztető kockázatok feltárásának.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G21, E44.

A rendszerváltást követő tíz évben a banki közvetítés mélyülése Magyarországon és Lengyelországban szinte elhanyagolható mértékű volt, míg a kilencvenes évek második felében Csehországban egyenesen a közvetítés mélységét kifejező mutatók csökkenését figyelhettük meg. Először a három közép-kelet-európai ország bankrendszeinek főbb mutatóit értékeljük röviden. Majd a Magyarország számára leginkább releváns EU-perifériaországok – Görögország, Portugália, Spanyolország – bankrendszeiben az 1990-es évtizedben lezajlott változásokat elemezzük részletesebben, hiszen a kevésbé fejlett EU-országok tapasztalatai segítséget nyújthatnak a magyar bankrendszerben várható fejlemények előrejelzésében. Végül a tanulságok segítségével a magyar banki közvetítés mélységének alakulását elemezzük részletesebben, különös tekintettel a jelenlegi alacsony mutatók következményeire Magyarország EU- és EMU-tagságát követően. A pénzügyi közvetítés elméleti kereteinek tárgyalása meghaladja az alapvetően empirikus jellegű tanulmány kereteit, az elmélet részletesebb összefoglalóját lásd például *Mérő* [2002] tanulmányában.

A banki közvetítés mélysége a cseh, a magyar és a lengyel gazdaságban

Az alábbiakban a cseh, a magyar és a lengyel bankrendszerek fejlődését mutatjuk be röviden az 1990-es évtizedben. Ebben a fejezetben a banki közvetítés két fő mutatójára koncentrálnunk, az *M2* GDP-hez viszonyított arányára,¹ valamint a nem pénzügyi vállalati

* A cikk a szerző véleményét tükrözi, ami nem feltétlenül egyezik meg az MNB hivatalos véleményével.

¹ A tanulmány során a legtöbb esetben a GDP-arányos mutatót használjuk annak ellenére, hogy a háztartásoknál helyesebb lenne a rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyítani. Ez azonban nem állt rendelkezésre olyan időtávra és olyan mutatók esetében, amit az elemzés megkíván, és a rendelkezésre álló jövedelemhez való ragaszkodás meghiúsította volna a nemzetközi összehasonlítást is.

és háztartási szektor GDP-arányos hitelállományára. A banki közvetítés szintje a piacgazdaságra való átmenet kezdetén mindhárom ország esetében alacsonyabb volt a fejlett országokra jellemző szintnél, a cseh és a magyar mutatók a közepes jövedelmű országok mutatóihoz hasonlóan, míg a lengyel mutatók az alacsony jövedelmű országok mutatóihoz hasonlóan alakultak. Az évtized során azonban a három közép-kelet-európai ország banki közvetítő rendszereinek mélyülése elmaradt a közepes jövedelmű országokban tapasztalt növekedéstől, Csehország és Magyarország relatív helyzete romlott, míg Lengyelország mutatói változatlanul az alacsony jövedelmű országok mutatóihoz közelítettek. A banki közvetítés kiinduló szintjében tapasztalt különbségek elsősorban történelmi okokkal magyarázhatók, a szocialista tervgazdaság időszakában a magyar és lengyel gazdaságirányítás kisebb szerepet szánt a bankhiteleknek a vállalatok finanszírozásában, mint a cseh gazdaságirányítás.

Eszközoldal

Az egyes bankrendszerek mutatóinak időbeli lefutását részletesebben megvizsgálva azt láthatjuk, hogy a magyar és a lengyel *hitelállomány-mutatók* (1. ábra) hasonlóan alakultak, és az évtized első felében tapasztalt lassú csökkenést követően 1996-tól, illetve 1995-től újra növekedésnek indultak. Ennek fő magyarázataként mindkét országban a bankrendszer privatizációjának és konszolidációjának a befejeződését, illetve a gazdasági növekedés megindulását és felgyorsulását lehet említeni. 2000-re a nem pénzügyi szektornak nyújtott hitelállomány-mutatók 30 százalékos GDP-arányos értéket értek el, ami az euró-zóna országaihoz képest (lásd később a 2. és 3. táblázatot) alacsonynak tekinthető. Csehországban ezzel ellentétes folyamatnak lehettünk tanúi. A cseh banki közvetítés kiinduló szintje a másik két országhoz képest magasabb volt, amit a gazdasági visszaeséssel párhuzamosan 1997-től szignifikáns csökkenés követett. Ehhez járult hozzá a cseh bankprivatizáció és -konszolidáció elodázása is, ami csak az évtized második felében gyorsult fel, és még mára sem fejeződött be teljesen.

A magánszektor bankhitelből való finanszírozásának mértékét a hazai bankrendszer által nyújtott hitelállomány nagysága azonban nem mutatja pontosan, mivel a három közép-kelet-európai országban az évtized során a vállalati szektort nagyarányban finanszírozták külföldi forrásokból. Ez utóbbinak egyik összetevője a magánszektorban nyújtott közvetlen külföldi hitel, amelynek GDP-hez viszonyított aránya alakulását a három közép-kelet-európai országban az 1. táblázat mutatja.

1. táblázat

A vállalati és bankszektorban nyújtott hitelek*

Megnevezés	Csehország		Lengyelország		Magyarország	
	1997	2000	1997	2000	1997	2000
Hazai bankoktól a nem banki szektornak	63,8	53,3	19,8	26,4	20,9	25,6
Külföldi hitel a nem banki szektornak*	16,9	17,1	4,2	11,0	9,3	13,0
Összes hitel a nem banki szektornak	80,7	70,4	24	37,4	30,2	38,6
Külföldi hitel a hazai bankszektorban**	17,6	17,8	2,1	3,7	8,9	11,6
Tulajdonosi hitelek***					4,5	7,0

* Éves átlagos állományok a GDP százalékában (ellentétben a tanulmányban általánosan használt év végi állományokkal).

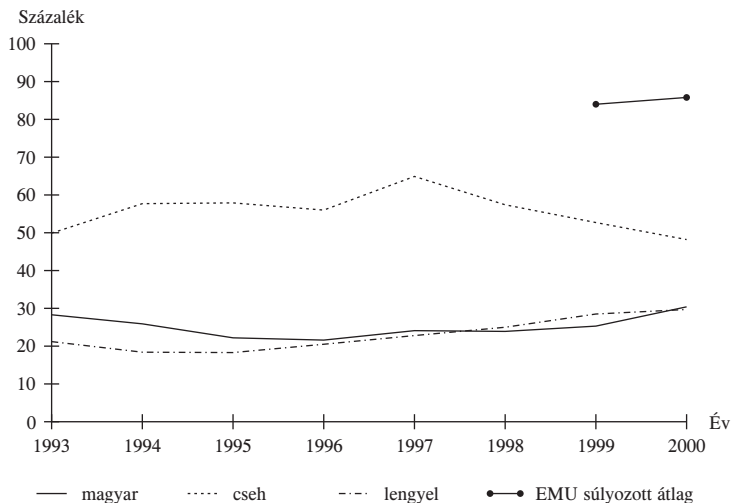
** A külföldi bankok által nyújtott hiteleket és a külföldi kötvénykibocsátásokat tartalmazza.

*** Az összes belföldi szektornak nyújtott tulajdonosi hitelek. *Forrás:* MNB.

Forrás: Reininger–Schardax–Summer [2001].

1. ábra

A vállalati és háztartási szektornak nyújtott hitelállomány/GDP a három közép-kelet-európai országban



Forrás: International Financial Statistics (IFS).

Az 1. táblázat jól mutatja, hogy amennyiben a nem banki (továbbiakban) vállalati szektor közvetlen külföldi hitelfelvételét is figyelembe vesszük, a banki hitelfinanszírozás aránya szignifikánsan magasabb mindhárom országban. Lengyelországban és Magyarországon 1997 és 2000 között a külföldi forrásbevonás érezhetően növekedett, míg Csehországban szinten maradt. A külföldi finanszírozás kezdeti nagy aránya Csehországban annak is köszönhető, hogy a tőke liberalizáció hamarabb megtörtént, valamint hogy az évtized első felében a hazai bankrendszer problémái miatt a jól működő cseh vállalatok külföldről olcsóbban tudtak forrást bevonni. Természetesen ez utóbbi magyarázat igaz a nagy, jó hitelképességű magyar és lengyel vállalatok külföldi forrásbevonására is. A vállalati szektorok által felvett külföldi hitelek túlnyomó részben közép- és hosszú lejáratú hitelek.

Érdemes megjegyezni, hogy – a mindhárom közép-kelet-európai ország számára jó viszonyítási alapként számító – Spanyolország és Portugália is nagyarányban vont be külföldi forrásokat az 1990-es évek folyamán, de elsősorban a hazai bankrendszer által a külföldi bankoktól felvett hitelek formájában. Ezek a hitelek dominánsan rövid lejáratúak, amit a rövid lejáratú tőkeáramlások 1990-es évek elején végrehajtott liberalizációja tett lehetővé. Majd ezeket a hiteleket a spanyol és portugál bankok a hazai nem pénzügyi vállalatoknak továbbították, és ez közvetlenül hozzájárult az elmúlt évek dinamikus hitel-növekedéséhez a két országban, és kiváltotta a vállalati szektor közvetlen külföldi forrásbevonásának egy nagy részét (Reininger–Schardax–Summer [2001] 30. o.). Csehországban is magasnak tekinthető a banki külföldi forrásbevonás – főként rövid lejáratú hitelek-ről van szó a korai tőke liberalizációnak köszönhetően –, ez azonban nem csapódott le hitelexpánzióban, mint az előbbi két országban. Ennek megfelelően a jól működő cseh vállalatok is nagymértékben vontak be közvetlenül is külföldi forrásokat. Magyarországon és Lengyelországban a bankok rövid lejáratú külföldi hitelfelvétele jóval alacsonyabb mértékű volt elsősorban a rövid lejáratú tőkeáramlások késői liberalizációja miatt.

Tovább árnyalja a képet, ha figyelembe vesszük a vizsgált három ország másik fontos sajátosságát, nevezetesen a külföldiek nemzetközi összehasonlításban is magas mértékű tulajdonlását a vállalati szektorban. Valószínűleg mindhárom országra igaz, de Magyarországra különösen, mivel itt a vállalati szektor privatizációja gyorsabb és teljesebb volt, mint a másik két országban, hogy a *külföldi tulajdonú vállalatoknál az anyavállalat által juttatott tulajdonosi hitelek (1. táblázat) egy része a banki finanszírozást váltja ki*. Ennek mértékét számszerűsíteni nincs módunk, de ez mindenképpen további magyarázat a banki közvetítés alacsony szintjére ezekben az országokban.

Mindezen tényezőket figyelembe véve, mindhárom ország vállalati szektorának finanszírozásában szignifikánsan nagyobb a bankhitelek aránya, mint amit a hazai banki közvetítés mutatói jeleznek, de ez a vállalati hitelállomány még így is elmarad az európai átlagtól (2. táblázat), különösen ha azt tekintjük, hogy a fenti tényezők az európai vállalatok finanszírozásában is szerepet játszanak, még ha valószínűleg nem is olyan mértékben, mint a három közép-kelet-európai országban. Továbbá figyelembe kell venni azt is, hogy azokban az EU-országokban, ahol a vállalati szektor bankhitel-állománya viszonylag alacsony (például Finnország, Franciaország, Írország), ott európai összehasonlításban magas a tőkepiaci finanszírozás aránya, míg a vizsgált közép-kelet-európai országokban a tőkepiaci finanszírozás mértéke nagyon alacsony.

2. táblázat

A magánszektornak nyújtott bankhitel az eurózóna országaiiban 2000-ben (a GDP százalékában)

Ország	Nem pénzügyi vállalatok	Háztartási szektor	Háztartási szektorból		Vállalat + háztartás	Változás 1997 óta
			ingatlan	fogyasztási		
Ausztria	58,8	28	12,7	11,7	86,9	7
Belgium	36,5	34,1	23	3,6	70,6	2,8
Finnország	18,5	27,3	18,5	2,4	45,7	5
Franciaország	36,2	34,4	21,2	7,8	70,7	3,4
Hollandia	49,7	67	57,9	3,4	116,7	26,8
Írország	34,3	39,9	29,8	9,1	74,2	...
Luxemburg	30,1	38	27,4	3	68,1	-2,4
Németország	38,3	67,6	42,7	10,9	105,9	4,4
Olaszország	41,7	21,2	8,4	1,8	62,9	8,6
Portugália	55,4	61,5	45,3	7,5	116,9	45,6
Spanyolország	43,5	46,1	29,1	8	89,6	19,7
Eurózóna – átlag	40,3	42,3	28,7	6,3	82,6	12,1
<i>Eurózóna – súlyozott átlag</i>	<i>40,1</i>	<i>45,9</i>	<i>29,1</i>	<i>7,3</i>	<i>86</i>	<i>10,9</i>
<i>Magyarország*</i>	<i>23,5</i>	<i>5,9</i>	<i>2,2</i>	<i>3,7**</i>	<i>29,4</i>	<i>1,1</i>
Csehország	37,1	6,3	43,4	-17,6
Lengyelország	23,1	7,0	30,1	7,2

* 2001 decemberi adatok.

** Fogyasztási és egyéb hitel.

Forrás: ECB, idézi Banco de Espana 2000. évi Éves Jelentés, 116 o. és MNB.

Jóval nagyobb különbség mutatkozik a három közép-kelet-európai ország és a fejlett országok között a háztartási szektor hitelállománya tekintetében (2. táblázat). A háztartási szektornak nyújtott bankhitel állomány/GDP aránya az eurózónában átlagosan 45,9 százalék (21,2 százalék és 67,6 százalék közötti szórással), míg ugyanez a három országban 4,3 százalék és 7 százalék között alakult 2000-ben. Ez az a szegmens, ami a közép-

kelet-európai országok és a fejlett országok közötti eltérést a banki közvetítés mélységének tekintetében a leginkább magyarázza. A háztartási hitelezés időbeli alakulását vizsgálva, azt találjuk, hogy az 1990-es évek elején Lengyelországban a hitelállomány/GDP arány nagyon alacsony, 1,5 százalékos szintről indult, ami 2000-re 7 százalékra emelkedett. Ezzel szemben a cseh és magyar háztartások jóval magasabb, 9 százalék feletti banki eladósodottsági szintről indultak, amit mindkét ország esetében csökkenés követett 1998-ig. *Ezekben az országokban a háztartások hitelállományának alakulását részben a reáljövedelmek alakulása is magyarázza.* Lengyelországban a kezdeti sokk után a háztartások reáljövedelme szignifikánsan növekedett, amit nem akasztott meg újabb recesszió az évtized folyamán. Ezzel szemben Magyarország és Csehország gazdasági növekedése jelentősen visszaesett az évtized közepén, illetve második felében, ami a reáljövedelmeket is visszavetette. Így ez utóbbi két országban a jövőbeli gazdasági kilátásokat övező bizonytalanság és a háztartásoknak az alacsony reáljövedelmek miatt még inkább lecsökkent adósságviselő képessége² következtében a háztartási szektor hitelállománya folyamatosan csökkent 1998-ig. Magyarország esetében ebben *nagy szerepet játszott a magas infláció és kamatszint is, mivel a magas kamatozású hitelek túl nagy terhet róttak volna a háztartások adósságviselő képességére.*³ Ehhez járult hozzá, hogy a korábbi kedvezményes kamatozású építési hitelek piaci kamatozásúvá váltak, s ennek következtében a háztartások nagyobb része lejárat előtt visszafizette ezeket a hiteleket – az állomány leépült.

Ezekben az években hitelkínálati oldalról sem mutatkozott nagy érdeklődés a háztartási szektor iránt. A bankok csak a vállalati hitelpiac felosztását követően, a vállalati üzletágban egyre erősödő verseny hatására és a gazdasági növekedés tartósabbá válása után fordultak a korábban kockázatosabbnak tartott háztartási szektor irányába. Ebben szerepet játszott a lakossági üzletág fejlesztésének beruházásigényessége is. Mindhárom országra igaz, hogy először a fogyasztói és személyi hitelezés indult be, ami azzal magyarázható, hogy ezek kisebb törlesztőrészleteket igényelnek, és futamidejük rövid, illetve azzal, hogy hiányoztak a jelzálog-hitelezés intézményi feltételei (külön kiemelve a jogi környezet hiányosságait, például a tulajdonjog-bejegyzés és a bírósági ügyek elhúzódtását). A jelzálog-hitelezés intézményi feltételeinek megteremtését követően hamarosan dinamikus növekedésnek indultak ezen hitelek is. A 2. táblázatban jól látható, hogy a legtöbb EU-országban az ingatlanhitelek/GDP aránya többszörösen meghaladja a fogyasztási hitelek/GDP arányt, míg Magyarországon a fogyasztási hitelek állománya még 2001-ben is majdnem kétszerese volt az ingatlanhitel-állománynak. A fogyasztói hitelek dominanciája a lengyel és a cseh háztartási szektorra is igaz.

Forrásoldal

A banki közvetítés mélységének forrásoldali mutatóját, az $M2$ /GDP arányt tekintve, a lengyel és a magyar bankrendszer 50 százalék alatti indikátora szignifikánsan elmarad az eurózóna átlagától (lásd 2. ábra és 3. táblázat), míg a cseh mutató meghaladja azt. A magyar és lengyel mutató alacsony kiinduló értéke mindenképp annak köszönhető, hogy a magánszektor által felhalmozott pénzügyi vagyon rendkívül csekély mértékű volt a rendszerváltozás előtt. Az $M2$ /GDP mutató dinamikájának és a különbségeknek az értékelése kevésbé egyértelmű, mint az eszközoldali mutató megítélése a dezintermediáció folyamatának eltérő sebessége miatt.

² Ez különösen Magyarországra igaz.

³ Nem elhanyagolható tényező továbbá a jelzálog-hitelezés megfelelő intézményi háttérének korábbi hiánya is, ugyanis a lakosság ingatlanvagyonra fedezetként elvileg nagyobb eladósodásra teremtett volna lehetőséget.

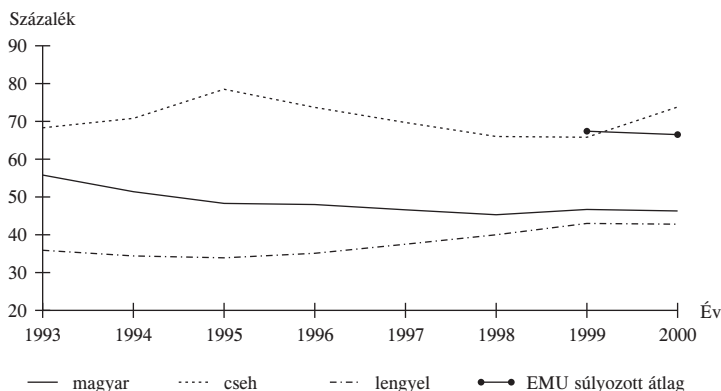
3. táblázat
Főbb mutatók az eurózónában
(súlyozott átlag, százalék)

Megnevezés	1999	2000
Mérlegfőösszeg/GDP	253	259,8
M2/GDP	67,3	66,7
M3/GDP	76,6	76,2
Magánszektorok nyújtott hitel/GDP	84,2	86,0
Vállalati szektorok nyújtott hitel/GDP	39,4	40,1
Háztartási szektorok nyújtott hitel/GDP	44,2	45,9

Forrás: ECB.

2. ábra

M2/GDP mutató alakulása a három közép-kelet-európai országban 1993–2000 között, és az EMU súlyozott átlaga, 1999-ben és 2000-ben



Forrás: IFS.

Az M2/GDP hányados időbeli alakulását összehasonlítva, a ráta eltérő dinamikát mutat a három országban. Lengyelország nagyon alacsony szintről indult, de 1995-től folyamatosan növekedett. A magyar ráta közepes szintről indulva az évtized során majdnem folyamatosan csökkent, és az 1993-as 57 százalékról 2000-re 46 százalékra esett. Csehországban a mutató az 1993–2000 időszakban 70–80 százalék között ingadozott. *Lengyelország esetében a növekedés fő magyarázata a rendkívül alacsony bázis, valamint az, hogy az utóbbi néhány évet leszámítva, a dezintermediáció folyamata sokkal gyengébb volt, mint például Magyarországon.* Ez főként a nem banki befektetési lehetőségek későbbi elterjedésének köszönhető, de annak is, hogy a lengyel háztartások számára elérhető banki és nem banki befektetések hozama közötti különbség nem volt annyira nagy. *Magyarországon a dezintermediáció nagymértékben felelős a mutató csökkenéséért,* hiszen a háztartások GDP-arányos pénzügyi eszközei körülbelül 12 százalékponttal emelkedtek 1995 és 2000 között, és e növekedés túlnyomó része a nem banki befektetéseknek (elsősorban állampapírok és állampapírokba, illetve részvényekbe fektető befektetési alapok, valamint nyugdíjalapok és életbiztosítási díjtartalék) volt köszönhető. Ennek okai a nem banki befektetések viszonylag korai elérhetőségében és a banki betétekkel szembeni relatív hozamelőnyükben keresendők. A dezintermediáció valószínűleg

Csehországban is nagy szerepet játszott az $M2/GDP$ ráta csökkenésében az évtized második felében. Az $M3/GDP$ mutatóra csak Magyarország esetében sikerült adatot találnunk, ez nem különbözött lényegesen az $M2/GDP$ rátától a hitelintézeti értékpapírok rendkívül alacsony állománya miatt. Az eurózona átlagában ezzel szemben az $M2/GDP$ és $M3/GDP$ mutatók között 10 százalékpontos különbség van.

Az alacsony lengyel és magyar mutatók magyarázatához azonban a háztartások vagyonának összetétele is hozzátartozik, ugyanis ezekben az országokban magas a reálvagyon (ingatlan) pénzügyi vagyonhoz viszonyított aránya. Ez részben annak is köszönhető, hogy ezekben az országokban az ingatlantulajdonlást mindig is „biztonságosabb” befektetésnek tekintették, mint a pénzügyi befektetéseket, és a nyugati országok többségéhez képest jóval nagyobb a saját tulajdonú ingatlanban lakók aránya. Ezt a jelenséget megerősítette például Magyarország esetében az 1998-as orosz válságot követő tőzsdei összeomlás, a tőkepiaci befektetések hozamának zuhanása, ami szignifikánsan megnövelte az ingatlanbefektetések iránti keresletet.

Nemzetközi tapasztalatok

A következőkben röviden bemutatjuk a Magyarország számára leginkább érdekes, kevésbé fejlett EU-országok 1990-es évekbeli tapasztalatait. Az 1990-es évekig Portugália és különösen Görögország a legtöbb EU-országnál fejletlenebb és az állam által erősen szabályozott bankrendszert működtetett, amit az elmúlt évtizedben látványos fejlődés és növekedés követett. Ezzel szemben Spanyolország bankrendszerének fejlettsége már az 1990-es évek elején sem különbözött lényegesen az EU-átlagtól, és az elmúlt évtizedben nem is következett be ugrásszerű növekedés a banki közvetítés mélységében.

Portugália

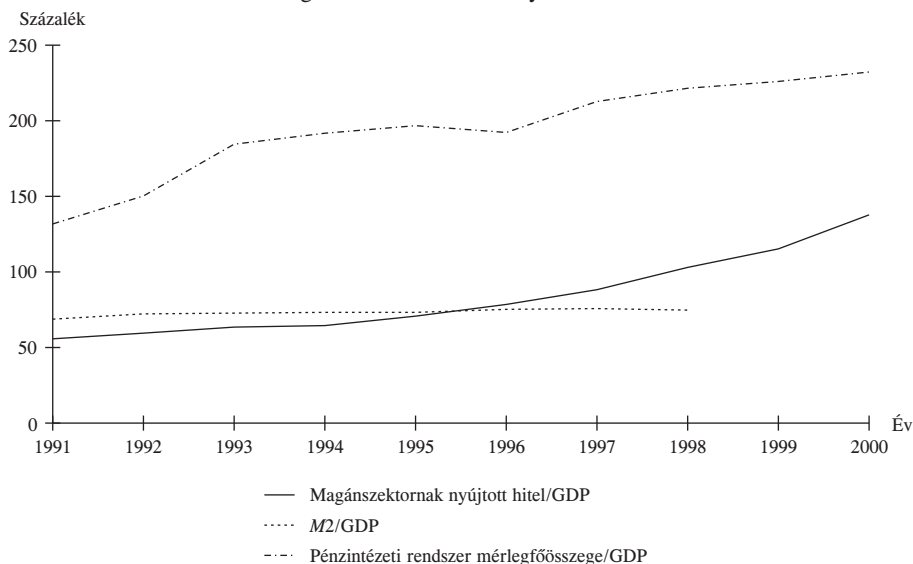
A portugál pénzügyi intézményrendszer reformja az 1986-os EU-csatlakozást követően gyorsult fel, a pénzügyi liberalizáció kezdeti lépéseit követően 1992-re eltörölték a tőkeáramlás maradék korlátozásait, megteremtették az univerzális bankrendszer feltételeit, és elfogadták az EU pénzügyi intézményekre vonatkozó direktíváit. A pénzügyi intézményrendszer reformját és fejlődését nagyban segítette a kedvező makroökonómiai környezet – az EU átlagát meghaladó növekedés, valamint a csökkenő infláció és kamatszint. A továbbiakban az 1990-es évek második felének történéseire koncentrálnunk, az EMU-belépés előtti időszakra.

Eszközoldal. A 3. és a 4. ábrán jól látható, hogy Portugália mutatói már az 1990-es évek első felében jóval magasabbak voltak, mint a vizsgált három közép-kelet-európai országé, s ezek az indikátorok – a cseh, lengyel és magyar mutatókkal ellentétben – robbanásszerűen nőttek az évtized során. A mérlegfőösszeg/GDP mutató 1992–2000 között 150 százalékról 232 százalékra nőtt, ami mögött elsősorban a magánszektornak nyújtott hitelek ugrásszerű növekedése állt – 1992 és 2000 között a GDP 60 százalékáról 137 százalékára. Ez a rendkívül gyors növekedés több okra vezethető vissza.

– Az EU-csatlakozás előtt az állami beavatkozás, a hitel- és tőkeáramlás korlátozások eltorzították a bankok mérlegét, nagy volt a költségvetés finanszírozásának aránya, míg a magánszektor számára a hitelkínálat korlátozott volt.

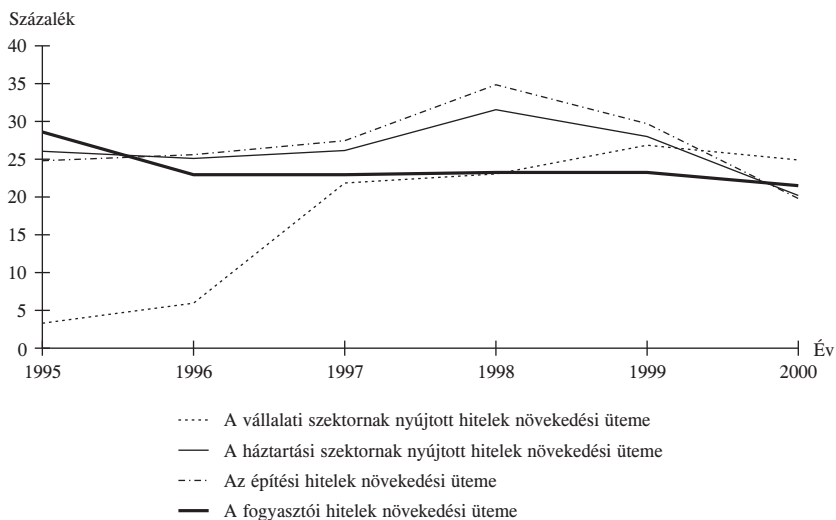
– A háztartási szektor hitelállománya a múltban a fejlett országokhoz képest jóval alacsonyabb volt, és az 1990-es években egy új, jóval magasabb egyensúlyi szinthez való közeledés ment végbe. A háztartások hitelezésének meredek növekedését a következő

3. ábra
Portugália – főbb GDP-arányos mutatók



Forrás: OECD Bank Profitability Online és IFS.

4. ábra
Portugália – az éves hitelállomány növekedési ütemének mutatói



Forrás: Banco de Portugal.

tényezők segítették elő: az adminisztratív hitel- és kamatkorlátozások megszűnte (pénzügyi liberalizáció), a jelzáloghitelek széles rétegek számára való elérhetősége, kedvezmények a fiatalok első otthon vásárlásához, az infláció és az általános kamatszint csökkenése, a háztartások tartósan pozitív jövedelmi várakozásai, amiben nagy szerepet játszott az EU-csatlakozás és az EMU-részvétel kézzelfogható közelsége. Ehhez járult hozzá

kínálati oldalról a bankoknak a lakossági hitelezés felé fordulása a vállalati hitelezés nyereségességének csökkenése miatt. Mindezek eredményeképpen *a háztartási szektor pénzügyi kötelezettségei 1990 és 2000 között a GDP 15 százalékáról 62 százalékára nőttek*, ami rendkívül nagy emelkedés egy évtized alatt, és a 2000-es érték már jóval magasabb, mint az eurózóna átlaga. A folyamat alapvetően strukturális jellegét támasztja alá, hogy a lakossági hitelezés növekedési ütemét az ERM-válságot követő recesszió sem csökkentette számottevően, bár ez a gazdasági visszaesés rövid életű volt. Mindemellett a gazdaság kedvező ciklikus pozíciója sem elhanyagolható tényező, hiszen ez támasztotta alá a háztartások optimista várakozásait és ezáltal nagyobb eladósodási hajlandóságát.

– *A (nem pénzügyi) vállalati szektor hitelezésének alakulása jobban igazodott az üzleti ciklushoz*, ebben a szektorban nem figyelhető meg olyan nagy mértékű strukturális változás, mint a lakossági hitelezés esetében. A hazai bankrendszer által a vállalati szektornak nyújtott hitelállomány az 1988 és 1997 közötti időszakban a GDP 35 százaléka körül ingadozott (*IMF* [1998]), az ezt követő években azonban 20 százalék felett volt a vállalati hitelezés növekedési üteme, ami a GDP-arányos hitelállományt 50 százalék fölé emelte. A vállalati beruházások⁴ magas növekedési ütemében nagy szerepet játszott a reálkamatok relatíve alacsony szintje.

Mindent összevetve, az elmúlt évtized rendkívüli mértékű hitelexpanziója mindennek előtt a háztartásoknak nyújtott hitelek drasztikus növekedésének köszönhető, de 1997-től kezdődően a vállalati szektor hitelezése is hasonló mértékben járult hozzá a banki közvetítés mértékének növekedéséhez.

Forrásoldal. Forrásoldalon nem figyelhetünk meg a fentiekhez hasonló mértékű növekedést a betétállományban, *az évtized során az M2/GDP arány alig változott* (lásd 3. ábra). Ez részben a dezintermediáció nemzetközileg is megfigyelhető folyamatának köszönhető, de annak is, hogy *az 1990-es évek második felében a háztartások pénzügyi eszközállományának növekedése megállt, és az állomány a GDP 110 százaléka körüli értéken stagnált*. A háztartások pénzügyi megtakarítási rátája 1999-ben és 2000-ben negatív volt, ami ritka jelenség.

A bankrendszer a hitelexpanziót egyrészt eszközoldali átcsoportosítással (az állampír-állomány csökkentésével), *nagyobbrészt pedig külföldi forrásbevonással finanszírozza*. Különösen a rezidens bankok rövid lejáratú forrásbevonása emelkedett dinamikusán, amit megkönnyített a tőkeáramlások teljes liberalizálása 1992-ben. Ez a rövid lejáratú tőkebeáramlás kiváltotta a nem pénzügyi vállalati szektor korábbi közép- és hosszú lejáratú hiteleinek jelentős részét, és így hozzájárult a hazai banki közvetítés mélységének növekedéséhez. A vállalati szektornak nyújtott hitelek magas növekedési üteme részben ezt a hatást tükrözi.

Összefoglalóan elmondható, hogy Portugáliában az elmúlt évtizedben a banki közvetítés mélysége rendkívüli mértékben növekedett, ez azonban a vállalati és különösen a háztartási szektor eladósodottságának nagymértékű emelkedésével járt együtt. A magánszektor eladósodottsága immár az egyik legmagasabb értéket mutatja az eurózónában (lásd a 2. táblázatot). Mindez természetesen e szektorok és a bankrendszer kockázatait is jelentősen megnövelte, azaz a banki közvetítés mélyülése a pénzügyi stabilitásra leselkedő veszélyek növekedésével járt együtt. *Hangsúlyozni kell a portugál történések értékelésében az EU- és EMU-csatlakozás hatását, hiszen ezek nagy szerepet játszottak a gyors pénzügyi liberalizációban, a stabil makrogazdasági környezet kialakításában és fenntartásában, a magánszektor jövőre vonatkozó pozitív várakozásaiban, és az infláció, valamint a kamatszint gyors csökkenésében*. Az EMU-csatlakozással megszűnt a folyó fizetési mérleg korlátja, és a külső eladósodottság nagyobb mértékű lehetett, mint a saját

⁴ Ebben igen nagy volt az építőipari (főként utépítés) beruházások aránya.

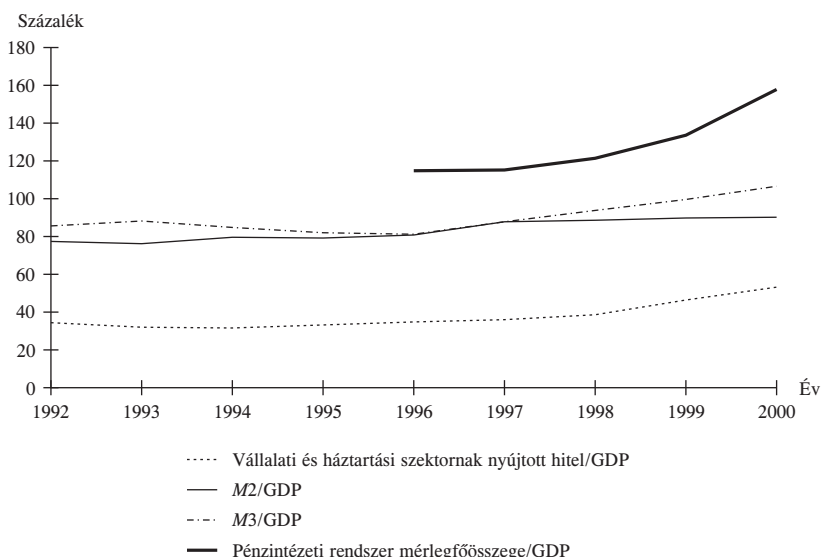
valuta fenntartása esetén lehetett volna. A hitelállomány korábbi magas növekedési üteme azonban nem fenntartható, és az adatok szerint 2000-ben már csökkenést is mutatott. A portugál gazdaság teljesítményének valószínűsíthető visszaesése a hitelportfólió minőségének várható romlását is elővetíti. *Az önálló monetáris politika elvesztésével a portugál jegybank nem tudott kamatemeléssel beavatkozni a folyamatokba, legfőbb fegyvere a pénzügyi intézményrendszer felügyeletének a szigorítása volt.*

Görögország

A nemzetközi tendenciákkal összhangban a görög pénzügyi rendszer liberalizációja és deregulációja is az 1980-as évek végén kezdődött, és 1994-ben történt meg a tőkeáramlások teljes liberalizációja, valamint az 1990-es évek során átvették az EU idevonatkozó direktíváit. Sok szempontból Görögország pénzügyi rendszere a legelmaradottabb az eurózónában, például a hitelintézetek mérlegfőösszege/GDP arány itt a legalacsonyabb (Görögország: 157 százalék, EMU: 253 százalék 2000-ben). Az elmúlt évek bankprivatizációi ellenére a (közvetett) állami tulajdonlás még mindig nagynak tekinthető a görög bankszektorban – még 2000-ben is a két nagy állami tulajdonú kereskedelmi bank rendelkezett a kereskedelmi bankok teljes mérlegfőösszegének körülbelül a felével.

Eszközoldal. Portugáliához hasonlóan a bankrendszert sújtó korlátozások feloldását és a tőkeáramlások liberalizálását követően a bankok Görögországban is az államháztartás hitelezéstől a magánszektor hitelezése felé fordultak. *A vállalati szektornak nyújtott hitelek növekedési üteme különösen 1998 után gyorsult fel – meghaladta a 20 százalékot –*, míg a lakossági hitelezésben a bankok már az évtized közepétől rendkívül élénk tevékenységet folytattak, *az évtized második felében az ingatlanhitelezés átlagos növekedési üteme 20 százalék felett, míg a fogyasztói hitelezésé 30 százalék felett volt.* A lakossági hitelezés dinamikus növekedése hasonló okoknak tudható be, mint Portugáliában. Nagy

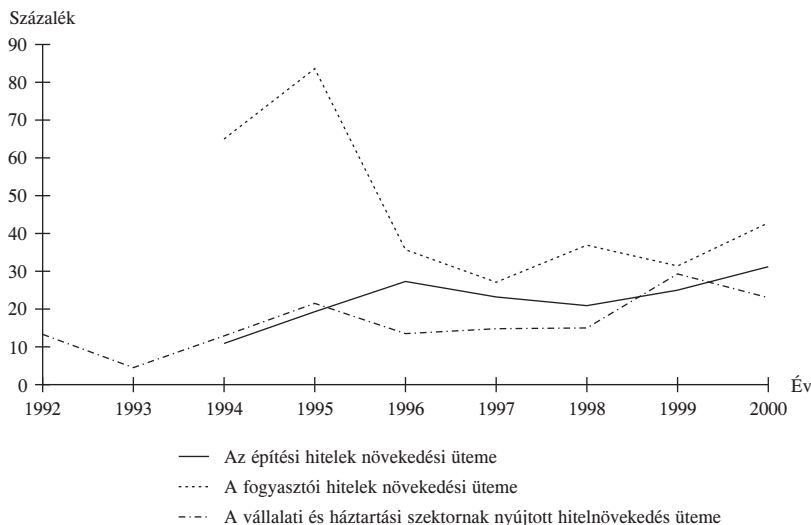
5. ábra
Görögország – főbb GDP-arányos mutatók



szerepet játszott az alacsony bázis, mivel a lakosság ingatlanhitelezését a pénzügyi dereguláció előtt korlátozták, így a bankok növekvő érdeklődése a lakossági üzletág iránt a háztartások hatalmas elhalasztott hitelkeresletével találkozott. Ehhez járult hozzá az infláció és az általános kamatszint lassú csökkenése, amit az 1990-es évek végén a maastrichti kritériumok teljesítése felgyorsított. A gyors növekedés ellenére a háztartási szektor 14 százalékos hitelállomány/GDP aránya még messze elmarad a legfejlettebb országokra jellemző 50 százalék feletti szinttől. A vállalati és háztartási szektornak nyújtott hitelek – különösen a fogyasztói hitelezés (melynek legdinamikusabban növekvő fajtái a hitelkártya és autóhitelek) – magas növekedési üteme a görög jegybankot nagyobb aggodalommal töltötte el, mint a portugál jegybankot, és 1999 áprilisában hitelkorlátozásokat vezetett be.⁵ Ez azonban nem váltotta be a hozzá fűzött reményeket, a hitelnövekedés nem lassult szignifikáns mértékben, ezért a korlátozást 2000 márciusában feloldották. A jegybank óvatossága abból is fakadt, hogy a görög pénzügyi szektor mutatói ugyan javuló tendenciát mutatnak, de főként a tulajdonosi szerkezetből és múltból örökölt problémákból adódóan a pénzügyi intézmények erőssége elmarad az EU-átlagtól. Például a problémás hitelek⁶/összes hitel aránya 1999-ben 14,7 százalék volt szemben Portugália 3 százalékos arányával (IMF [2001] 97. o.).

Forrásoldal. Portugáliával ellentétben Görögországban a monetáris aggregátumok számottevően nőttek az évtized során, és szignifikánsan meghaladják az eurózóna átlagos értékeit (az M2/GDP arány 1999-ben Görögországban 90,2 százalék, az eurózónában 66,7 százalék, míg az M3/GDP ugyanebben az évben Görögországban 107 százalék, az eurózónában pedig 76,2 százalék). Emiatt a görög bankrendszer nem szorult nagymértékű külföldi forrásbevonásra.

6. ábra
Görögország – éves hitelállomány-növekedési ütemek



Forrás: Bank of Greece.

⁵ Bizonyos növekedési ütem felett kamatmentes betétet kellett elhelyezni a bankoknak a jegybanknál.

⁶ Problémás hitelek (*non-performing loans*) definíciója: minden olyan hitel, amelynél a törlesztési késedelem meghaladja a 3 hónapot.

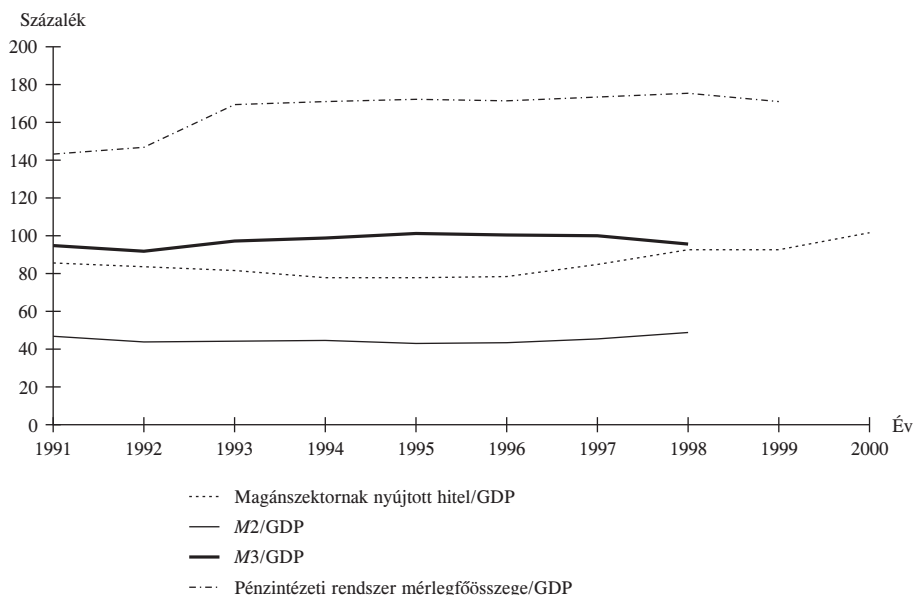
Összegzésképpen elmondható, hogy a görög banki közvetítés mélysége is számottevő növekedést mutatott az 1990-es évtizedben, bár ez a folyamat néhány évvel később indult, és mértéke jóval elmaradt a portugál bankrendszer növekedésétől. Ebben elsősorban a görög bankrendszer rosszabb kiinduló helyzete, a gazdaság fejlettségének alacsonyabb foka, a kedvezőtlenebb makroökonómiai környezet (magasabb infláció és kamatok) és a későbbi EMU-csatlakozás játszottak nagy szerepet. Amennyiben azonban az utóbbi két-három év élénk hitelezési tevékenysége folytatódik, a görög bankrendszer hitelezési mutatói lassan megközelíthetik az eurózóna átlagos mutatóit.

Spanyolország

Spanyolország bankrendszere az elmúlt évtizedben nem ment keresztül olyan látványos fejlődésen, mint Portugáliáé és Görögországé, de ez annak is köszönhető, hogy az 1990-es évek elején magasabb fejlettségi szintről indult, mint az előbbi két ország. 2000. évi mutatói alapján a spanyol bankrendszer átlagos fejlettségűnek tekinthető az eurózónán belül. Ennek ellenére érdemes az 1990-es évek második felének fejleményeit röviden áttekinteni, mivel jól megfigyelhető az EMU-tagság hatása a banki közvetítésre (7. ábra).

Eszközoldal. Az előzőleg tárgyalt két országhoz képest eltérő vonás, hogy bár a spanyol bankrendszer mérlegfőösszeg/GDP aránya jóval az eurózóna átlaga alatt volt, ebből a magánszektorban nyújtott hitelek aránya már az évtized elején magas volt, és ez az arány az évtized során még tovább növekedett. A spanyol gazdaságra a banki finanszírozás dominanciája jellemző, noha az utóbbi években a dezintermediáció folyamata itt is felerősödött. A magánszektorban nyújtott hitelállomány növekedése inkább ciklikus, mint strukturális tényezőnek volt köszönhető. A vállalati és háztartási szektor növekvő hitel-

7. ábra
Spanyolország – főbb GDP-arányos mutatók



kereslete mindenekelőtt az 1996 közepén megindult gazdasági növekedésnek és a fokozatosan csökkenő kamatoknak tulajdonítható. Portugáliához hasonlóan *a magánszektor kedvező várakozásaihoz nagyban hozzájárult az EMU-tagságtól várt (és megvalósult) makrogazdasági stabilitás és tartósan alacsony inflációs és kamatszint.* Az 1997 és 2000 közötti időszakban a magánszektorban nyújtott hitelek növekedési üteme 15 százalék felett volt, ami magasnak tekinthető, különösen annak fényében, hogy elsősorban nem strukturális alkalmazkodásról van szó. A hitelezés prociklikusságából adódó veszélyek ismeretében Spanyolországban 1999 második felében módosították a céltartalékolási rendszert, statisztikai céltartalékot vezettek be, ami a gazdasági ciklus ingadozásának a hitelportfólióra gyakorolt negatív hatásait hivatott enyhíteni.

A másik két elemzett országhoz hasonlóan, az évtized második felében – a gazdasági fellendüléssel párhuzamosan – a háztartási szektornak nyújtott hitelek növekedési üteme Spanyolországban is meghaladta a vállalati hitelezés növekedési ütemét. Ez azonban nem vont magával olyan drasztikus növekedést a háztartások pénzügyi kötelezettségeiben, mint Portugáliában, *a pénzügyi kötelezettségek/GDP arány az évtized első felére jellemző 60 százalék körüli szintről az évtized végére 65 százalék körüli szintre emelkedett.* A háztartási szektor növekvő hitelállománya mögött keresleti és kínálati tényezők egyaránt meghúzódtak, a keresleti tényezők közül az egyik legfontosabb a kamatszint csökkenése, aminek következtében a rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított kamatkiadás a hitelállomány növekedése ellenére csökkent. Kínálati oldalon a bankok közötti erősödő verseny játszott nagy szerepet a hitelkínálat emelkedésében. Az eladósodási kedv növekedéséhez hozzájárult a háztartások pénzügyi eszközeinek meredek emelkedése az évtized folyamán (az 1994-es 145 százalék GDP-arányos szintről 2000-re 190 százalék fölé), ami a vagyonhaftáson és a magasabb fedezetszinten keresztül növelte a hitelkeresletet. A pénzügyi eszközök növekedése a bankokat is a hitelkínálat növelésére ösztönözte, a háztartási szektor erősebb pénzügyi pozíciója miatt.

A nem pénzügyi vállalatok pénzügyi pozíciójában is hasonló folyamatok zajlottak le az évtized során, az évtized közepén tapasztalt átmeneti csökkenést követően 1997-től a vállalati szektor nettó pénzügyi pozíciója szignifikánsan romlott. Mindez ahhoz vezetett, hogy *a spanyol vállalati szektorban a bankhitel-állomány/GDP arány 2000-re már enyhén meghaladta az eurózóna átlagát* (lásd a 2. táblázatot). Az évtized végén tapasztalt élénk hitelkereslet ellenére a vállalati szektor eladósodottsága egyelőre nem haladja meg szignifikánsan az évtized elején jellemző értékeket, ami szintén a folyamat – elsősorban – ciklikus jellegére utal.

Forrásoldal. *Forrásoldalon a legmarkánsabb trendnek a bankrendszer külföldi forrásbevonásának drasztikus emelkedése tekinthető,* ugyanis az évtized második felében tapasztalt élénk hitelezési tevékenységet a rezidens források az 1997 és 2000 közötti időszakban már csak 44 százalékban fedezték. A hiányzó forrást a spanyol bankok elsősorban az európai bankközi piacról, valamint belföldön és külföldön kibocsátott értékpapírokból fedezték. *A külföldi forrásbevonás növekedéséhez nagyban hozzájárult az EMU-részvétel is,* ami csökkentette a tranzakciós költségeket, és megszüntette az árfolyamkockázatot. Spanyolországban is megfigyelhető a dezintermediáció folyamata, amit az $M3/GDP$ arány fokozatos csökkenése is mutat 1995-től. 1999-ben és 2000-ben kismértékű reintermediáció következett be, ami főként a lekötött betétekre vonatkozó adószabályok kedvező irányú változásának köszönhető. A bankrendszer lakosságiforrás-gyűjtését a háztartási szektor csökkenő megtakarítási rátája is befolyásolta, ugyanis a háztartások pénzügyi megtakarítási rátája az évtized első felében jellemző 6 százalék feletti GDP-arányos szintről 2000-re 1,5 százalékra csökkent. Ennek magyarázata elsősorban a háztartási szektor már korábban említett növekvő eladósodási hajlandóságában rejlik.

Összefoglalásképpen elmondható, hogy az előzőleg elemzett két országgal ellentét-

ben a spanyol banki közvetítés mélyülésében az 1990-es évtized második felében elsősorban a ciklikus elemek domináltak, de bizonyos mértékű strukturális növekedés is tetten érhető. A spanyol jegybank megítélése szerint *Spanyolország részvétele az EMU-ban olyan strukturális változásokat indukál a gazdaságban a stabilabb makrogazdasági környezet és a tartósan alacsony infláció miatt, ami lehetővé teszi a háztartási és vállalati szektor számára a korábbinál nagyobb mértékű eladósodottsági szint fenntartását* (Banco de Espana [2000] 95. o.). Ez jó példája annak, hogy az EMU-részvétel egy viszonylag érett pénzügyi rendszert működtető országban is hozzájárulhat a pénzügyi közvetítés mélyüléséhez.

Egyelőre úgy tűnik, hogy a spanyol pénzügyi rendszer stabilitását nem annyira a hitelezési tevékenység aktivitásának veszélye fenyegeti, hanem inkább a spanyol bankoknak az évtized során végrehajtott nemzetközi akvizíciós tevékenysége nyomán létrejött új kockázatok. Ennek különösen időszerű példája a Latin-Amerikában korábban végrehajtott bankfelvásárlások nyomán megnövekedett árfolyam- és hitelkockázat.

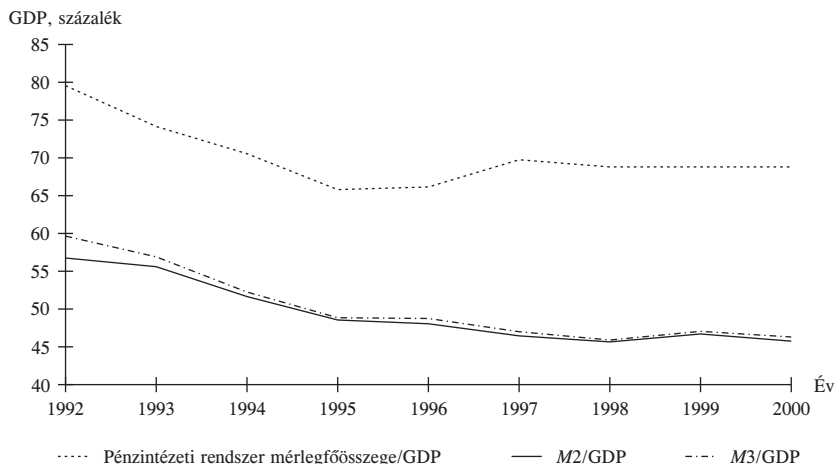
A magyar banki közvetítés mélysége

A következőkben Magyarország múltbeli és a kevésbé fejlett EU-országok tapasztalataiból szűrünk le tanulságokat az elkövetkezendő néhány évre vonatkozóan. Felvetődik a kérdés, hogy tud-e, illetve kell-e a gazdaságpolitikának bármit is tennie a banki közvetítés mélyülése érdekében.

Ez utóbbival kezdve a portugál, a görög és a spanyol esettanulmányokból azonnal adódik a kézenfekvő következtetés: *a legtöbb, amit a gazdaságpolitika tehet a banki közvetítés mélyülése érdekében, az a stabil makrogazdasági környezet biztosítása, az infláció csökkentése és ezt követően a tartósan alacsony infláció és kamatszint biztosítása, ami hosszabb távon lehetővé teszi a magánszektor magasabb egyensúlyi eladósodottsági szintjét*. Ez utóbbi abból a szempontból lehet kívánatos – különösen a Magyarország-hoz hasonló alacsony mutatókkal rendelkező országok esetében –, hogy hatékonyabb erőforrás-kihasználást és -allokációt tesz lehetővé a vállalati szektorban, míg a háztartási szektorban az időben kisimíthatóvá teszi a háztartások számára a fogyasztást, azaz az életciklusuknak megfelelő fogyasztási szint válik elérhetővé a hitelfelvétel segítségével.

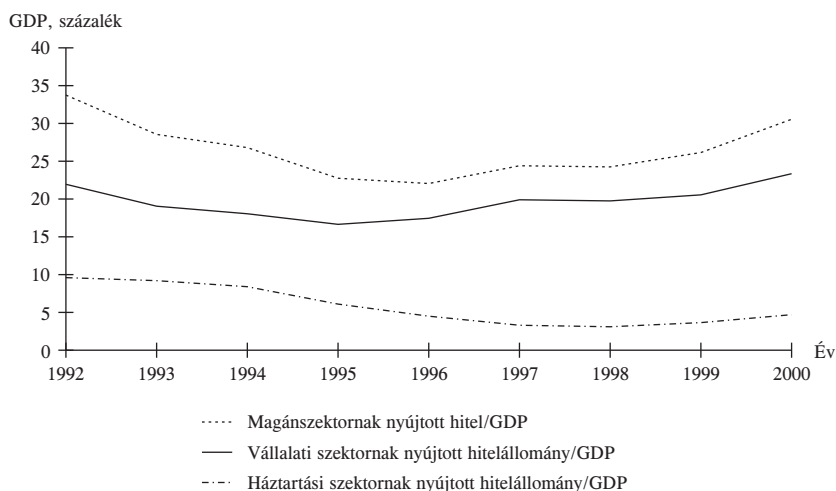
A pénzügyi közvetítés mélyülésének elősegítése azonban nem lehet mindenekfeletti cél. Ugyanis a gazdaság egyes szektorainak eladósodási folyamata a bankok nem megfelelő szintű kockázattudatossága és prudens viselkedése mellett növeli a pénzügyi stabilitásra leselkedő veszélyeket. A pénzügyi közvetítés magasabb szintje mellett az esetleges válságok reálgazdasági következményei súlyosabbak, mint annak alacsonyabb szintje mellett. Az eladósodottság szintjéhez hasonlóan fontos az egyes szektorok pénzügyipozícióromlásának sebessége is: amennyiben ez a folyamat túl gyors, az veszélyeket hordozhat a pénzügyi rendszer stabilitására nézve. Ennek példája lehet Portugália, ahol az elmúlt évtizedben szédítő iramban emelkedett a magánszektor hitelállománya. Ez egy esetleges jelentősebb gazdasági visszaesés esetén komolyan veszélyeztetheti a bankrendszer stabilitását. *Tehát a makrogazdasági egyensúly és alacsony inflációs környezet megteremtése mellett ugyanolyan fontos feladat a pénzügyi rendszer stabilitását veszélyeztető kockázatok feltárása és a rendszer stabilitásának biztosítása*. Ez utóbbi azért is különösen fontos, mivel a banki közvetítés gyors és nem megfelelően felügyelt mélyülése – különös tekintettel a külföldiforrás-bevonás arányára – makrogazdasági kockázatokat is felvet, nagyobb lesz a pénzügyi rendszer és a hazai valuta sérülékenysége a fertőzőes jellegű válságokkal szemben.

8. ábra
Magyarország – főbb GDP-arányos mutatók



Forrás: MNB.

9. ábra
Magyarország – a magánszektor eladósodottsága



Forrás: MNB.

Amennyiben a vizsgált országok relatív helyzetét hasonlítjuk össze olyan módon, hogy az EMU-csatlakozás előtti 5. év adataira koncentrálunk – Portugália és Spanyolország: 1994, Görögország: 1996, valamint Magyarország: 2001 –, akkor azt láthatjuk, hogy a magyar banki közvetítés mélysége relatív értelemben is jelentősen elmarad a három mediterrán ország mutatóitól. A magyar mutatókhoz az EU legfejletlenebb pénzügyi rendszerével rendelkező Görögország számai állnak a legközelebb, bár még a görög adatok is jóval is magasabbak, mint a magyar számok (8. és 9. ábra, 4. táblázat).

4. táblázat
Főbb mutatók az EMU-csatlakozás előtt néhány évvel
(százalék)

Megnevezés	Magyarország 2001	Görögország 1996	Portugália 1994	Spanyolország 1994
Hitelintézeti rendszer mérleg- főösszege/GDP	68,6	114,9	191,5	170,8
Magánszektornak nyújtott hitel/GDP	30,5	34,6	64,1	77,7
M2/GDP	45,6	80,6	72,4	44,4
M3/GDP	46,2	81,1	..	98,2

Forrás: OECD Bank Profitability Online és IFS.

Vállalati szektor

A tanulmány elején összehasonlító elemzésben mutattuk be, hogy a magyar gazdaságban a vállalati szektor hitelállománya szignifikánsan kisebb, mint az euróövezet országaiban. A következőkben először a vállalati szektor hitelállomány-változásának főbb strukturális tényezőit ismertetjük. Véleményünk szerint – amennyiben a magyar gazdaság ciklikus helyzete kedvező marad – középtávon a vállalati szektor banki hitelezése dinamikus lesz, de ennek egy része valószínűleg a vállalati forrásbevonás egyéb formáit fogja kiváltani. Spanyolországban és Portugáliában az elmúlt évtizedben megfigyelhető volt az a folyamat, hogy a vállalatok ahelyett, hogy közvetlenül vettek volna fel külföldi hiteleket, jórészt a belföldi bankrendszer hiteleit használták.

Magyarországon is vannak olyan tényezők, amelyek a hazai bankrendszertől felvett hitelek növekedésének irányába hatnak: a közvetlen külföldi hitelfelvétel sávzárolását követő nagyobb árfolyamkockázata és az árfolyamkockázat kezelésének költségei, a nagy összegű hiteligények kielégítésére szolgáló szindikált hitelezés fokozatos fejlődése, valamint a kötelező tartalékolás költségeinek csökkenése. 2001-ben a vállalatok mérsékelten vontak be közvetlen külföldi forrásokat, ami főként ciklikus tényezőknek volt köszönhető (a beruházási aktivitás lassulása), de annak is jele lehet, hogy a megnövekedett árfolyamkockázat miatt nőni fog a hazai devizában való eladósodás aránya.

Ezzel szemben olyan tényezők is vannak, amelyek lassíthatják a fenti folyamatot. A közvetlen külföldi hitelfelvétel nagyarányú csökkenése ellen hat a multinacionális vállalatok nagy részesedése a magyar gazdaságban, hiszen ezek számára az anyavállalatuk külföldi bankjától való közvetlen hitelfelvétel valószínűleg még sokáig olcsóbb lesz – többek között a magyar bankok magasabb országkockázati prémiuma miatt –, bármennyire javul is a magyar bankrendszer hatékonysága. A fióknyitás engedélyezése ezt a hatást még erősítheti is, bár egyelőre nehéz következtetéseket levonni a *blue chip* vállalatok finanszírozási viselkedésének jövőbeli alakulását illetően. Valószínűsíthető, hogy eltérő finanszírozási stratégiát fognak követni az alapvetően hazai piacra termelő és az exportorientált vállalatok, mivel a megnövekedett árfolyamkockázat kezelését a vállalatok nagy része egyelőre még nem fogja vállalni. Hasonlóan, a multinacionális vállalatok nagy aránya miatt a tulajdonosi hitelek valószínűleg még sokáig szerepet fognak játszani a vállalati szektor finanszírozásában.

Jelentősebb növekedés várható ezzel szemben a korábban kockázatosága miatt elhanyagolt kis- és középvállalkozások hitelezése terén. Ugyancsak a vállalati szektor hitel-

felvételének növekedése irányába hat, hogy az elmúlt évtizedben nagymértékben finanszíroztak visszatartott nyereségből, elsősorban a magas kamatszintet miatt, s ez túl nagy terhet rótt a vállalatok cash-flow-jára. Az infláció és a kamatok szintjének csökkenésével ez a korlát enyhül, ami növelheti a hitelkeresletet.

Míndezen megállapítások természetesen csak abban az esetben érvényesek, ha a magyar gazdasági növekedés középtávon dinamikus marad, ugyanis *a vállalatok hitelkeresletét és a bankszektor hitelkínálatát nagyon nagy mértékben befolyásolják ciklikus tényezők is, és egy gazdasági visszaesés megakaszthatja a pénzügyi közvetítés mélyülését.* Amennyiben a gazdasági növekedés az elmúlt évekhez hasonlóan dinamikus marad, a strukturális és ciklikus tényezők együtt fogják elősegíteni a magyar vállalati szektor bankhitellel való finanszírozásának növekedését. *Mindent összevetve, tartósan magas gazdasági növekedés esetén is a vállalati szektor hitelállomány/GDP szintjében középtávon inkább fokozatos, közepesen gyors, mintsem ugrásszerű növekedés várható.*

5. táblázat

Magyarország – a hitelállomány-növekedés mutatói
(százalék)

Megnevezés	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
A vállalati szektornak nyújtott hitelállomány növekedési üteme	6,4	15,4	18,5	29,4	42,4	16,1	17,7	30,5	14,7
A háztartási szektornak nyújtott hitelállomány növekedési üteme	17,2	11,6	-10,4	-8,8	-7,1	13,4	33,3	44,2	47,3
A lakásépítési hitel növekedési üteme	11,1	-3,3	-9,0	-12	-7,8	-7,1	1,2	47,7	73,0
A fogyasztói hitel növekedési üteme	18,5	33,0	-11,8	-5,4	-6,4	33,7	55,5	42,6	35,4
A háztartási szektor részesedése a magánszektor hitelállományából	24	23,9	20,4	15,6	13,4	13,1	14,6	15,8	20,2

Forrás: MNB.

Háztartási szektor

A vállalati szektorhoz képest *a háztartási szektorban egyértelműen a strukturális tényezők hatása fog dominálni középtávon.* A magyar lakosság eladósodottsági szintje a fejlett országokhoz képest rendkívül alacsony (lásd 2. táblázatot), különösen az ingatlanhitelek (2001. december: 330 milliárd forint) 2,2 százalékos GDP-arányos szintje marad el messze az eurózóna 29,1 százalékos átlagától. A fogyasztási hitelek tekintetében sem olyan jó a helyzet, mint ahogy a 2. táblázat mutatja, mivel az eurózóna országai esetében tisztán a fogyasztási hitelekre vonatkozó adatok szerepelnek, míg Magyarország esetében az összes nem ingatlan hitel (2001. december: fogyasztási és egyéb hitel 554 milliárd forint, nem hitelintézeti hitel 58 milliárd forint). Amennyiben az eurózóna esetében is ez utóbbit vesszük, akkor a magyar nem ingatlan hitelek 3,7 százalékos aránya áll szemben az eurózóna 16,8 százalékos átlagával,⁷ azaz az elmaradás itt is tetemes.

Mínde az sugallja, hogy a likviditási korlátok enyhülése, azaz a bankok egyre növe-

⁷ Ezt a számot az ingatlanhitel-állomány/GDP mutatónak a teljes háztartásihitel-állomány/GDP mutatóból való kivonásával kaptuk, és így már nemcsak a táblázatban közölt fogyasztásihitel-arányt mutatja, hanem az összes nem ingatlan hitel arányát.

vő hitelkínálata nyomán a jövőben akár olyan robbanásszerű növekedés és gyors felzárkózás is bekövetkezhet, mint amilyen Portugáliában történt az elmúlt években. Ennek azonban több tényező is ellentmond, a legfontosabb ezek közül *a magyar lakosság jövedelme még a tárgyalt EU-országokhoz képest is alacsony*.⁸ Ez azt jelenti, hogy a magyar háztartások adósságviseelő képessége messze elmarad és még jó ideig el is fog maradni a vizsgált EU-országok háztartásaira jellemzőtől. *A magyar háztartások nem tudnák elvisselni azt a relatív adósságterhet, ami a portugál és spanyol háztartásokra jellemző, ennek fényében a hitelállomány nagyon gyors növekedése minden valószínűséggel még hamarabb és még komolyabban veszélyeztetné a pénzügyi stabilitást, mint akár Portugáliában.* Amennyiben a magyar bankrendszer prudensen viselkedik, a háztartások eladósodottsága nem nőhet olyan iramban, mint Portugáliában.

A rohamosan csökkenő kamatok ellenére a fenti érvelés az állam által támogatott lakáshitel-konstrukciókra is vonatkozik, mivel maga a tőketörlesztés is nagy adósságterhet jelent. Ezzel kapcsolatban kockázati tényező, hogy a bankok a kedvezményes hitelek által támasztott verseny miatt a nem kedvezményes hitelek feltételeit is lazíthatják. Mindent összevetve: a jelzáloghitelezésben gyors növekedés várható rövid és középtávon, de prudens hitelezési magatartás mellett a felzárkózás ütemének el kell maradnia a portugál háztartási szektor eladósodottságának növekedési ütemétől.

Amennyiben a háztartások eladósodottságának egy másik mutatóját, a pénzügyi kötelezettségek/pénzügyi eszközök hányadost (6. táblázat) nézzük, akkor azt láthatjuk, hogy az elmaradás nemzetközi összehasonlításban⁹ nem olyan nagyságrendű, mint a pénzügyi kötelezettségek rendelkezésre álló jövedelemhez vagy GDP-hez viszonyított mutatója esetében (2. táblázat). Ez is azt a korábbi következtetésünket támasztja alá, hogy nem várható olyan robbanásszerű növekedés, mint például Portugália esetében, mivel a magyar háztartások pénzügyi kötelezettségének túl gyors növekedése túl nagy adósságterhet róna a háztartásokra.

6. táblázat

Pénzügyi kötelezettségek/pénzügyi eszközök 2000-ben
(százalék)

Magyarország (2001)	12,5
Olaszország	13,0
Egyesült Államok	15,2
Franciaország	19,5
Nagy-Britannia	25,7
Japán	28,2
Kanada	31,5
Németország	41,1

Forrás: OECD és MNB.

A felzárkózás sebességére ható másik kiemelendő tényező a várható EMU-tagság hatása. Az euróövezetben való részvétel egyrészt tartósan alacsony kamatokat ígért az 1990-es évtized elején még közepesen magas kamatszinttel jellemzett Portugáliában, másrészt

⁸ Az Eurostat szerint 2000-ben vásárlóerő-paritáson számolva az egy főre jutó GDP az EU-15 átlagához képest Magyarországon 51 százalék, Csehországban 59 százalék és Lengyelországban 39 százalék volt. A három ország egy főre jutó jövedelme még a legalacsonyabb jövedelmű EU-ország – Görögország – jövedelmétől is jóval elmaradt.

⁹ Erre a mutatóra csak a legfejlettebb országok esetében sikerült összehasonlítható adatot találni.

pedig erősítette a lakosság pozitív jövedelemvárakozásait. További tényező, hogy a folyó fizetési korlát megszűntével könnyebbé vált a megnövekedett hitelkereslet külföldi forrásból való finanszírozhatósága. Ezekre a hatásokra a magyar lakosság még néhány évig nem számíthat, ami miatt a háztartások eladósodási hajlandósága és a bankok hitelkínálata valószínűleg elmarad majd a Portugáliában és Görögországban tapasztalttól.

A várható eszközoldali növekedés felveti azt a kérdést, *milyen forrásból fogja a magyar bankrendszer finanszírozni a hitelexpanziót.* Az elmúlt évtizedben a magyar háztartások pénzügyi megtakarítási rátája szignifikánsan csökkent, de egy ideje stabilizálódni látszik. Középtávon a reális feltevés az, hogy ha nem alakul is ki olyan szélsőséges helyzet, mint Portugáliában, a pénzügyi megtakarítási ráta viszonylag alacsony marad. Ez azt jelenti, hogy a bankrendszer rezidensektől származó forrásai kevésbé fognak nőni, mint a hitelkihelyezés. Ebből a szempontból nem is annyira a dezintermediáció folyamata a meghatározó, ugyanis még ha a banki betétek nem nőnek is kielégítő mértékben, a bankoknak lehetőségük lenne értékpapírok kibocsátására a belföldi piacon, bár ennek költségei jelenleg valószínűleg nagyobbak, mint a fő alternatíva, a külföldi forrásbevonás költségei. A döntő kérdés a hazai nem pénzügyi magánszektor pénzügyi megtakarításának alakulása. *Amennyiben a rezidensek megtakarítása nem fedezi a bankok forrásszükségletét, a hiányzó forrást a bankok külföldi források bevonásával és eszközoldali átcsoportosítással fogják pótolni.* Az eszközoldali átcsoportosításhoz a pénzügyi dereguláción kívül az elemzett EMU-országok esetében hozzájárult az államháztartás deficitjének csökkenése a maastrichti kritériumok teljesítéséhez kötődően. A külföldi források bevonásának jelentőségére nagyon jó példa Spanyolország és Portugália esete az 1990-es évek második felében, amelyek főként az európai bankközi piacról és értékpapír-kibocsátással egészítették ki forrásaikat. Noha a magyar bankok számára az EMU-n kívül az európai bankközi piac nem lesz annyira olcsó, mint az EMU-tagországoknak, ennek a hátránynak egy részét ellensúlyozni tudja a külföldi tulajdonlás nagy aránya a hazai bankrendszerben. *Az EMU-részvételig azonban a külföldiforrás-bevonás korlátja Magyarországon a külső egyensúlyi és árfolyam-kockázati megfontolások miatt keményebb lesz, mint az EMU-országokban.* Ez a korlát a hitelkihelyezés növekedésének alacsonyabb üteméhez fog vezetni, mint azokban az országokban, ahol megszűnt a saját valuta és ezzel a folyó fizetési mérleg korlátja.

A fentiek alapján tehát az a várakozásunk, hogy középtávon (az EMU-tagságig) a banki közvetítés mélyülése érezhető lesz, de a magánszektor eladósodottsági szintje még mindig az euróövezet átlaga alatt marad. Ennek Magyarország EMU-tagsága szempontjából elsősorban a monetáris transzmisszió hatékonysága szempontjából lesznek következményei. Ugyanis amennyiben a magánszektor eladósodottsága alacsony, a monetáris transzmisszió kamatcsatornája nem eléggé hatékony, hiszen a jegybanki kamatváltoztatások nem gyakorolnak kellő hatást a vállalati és háztartási szektor cash-flow-jára, a beruházási és fogyasztási döntésekre és végső soron az inflációra.

A banki hitelkihelyezésnek a monetáris politikai döntésekre adott reakcióját azonban nemcsak a banki közvetítés mélysége befolyásolja, hanem nagyban meghatározza a bankrendszer szerkezete is. Ebből a szempontból a következő tényezőknek van kiemelt szerepe (lásd Ehrmann és szerzőtársai [2001]):

– *a nem banki finanszírozás*, ugyanis amennyiben nagy a tőkepiaci finanszírozás szerepe, a jegybanki kamatváltozásra reagáló hitelkínálat-csökkenés, illetve hitelkínálat-növekedés kevésbé érinti érzékenyen a magánszekort;

– *a hitelek lejáratára, fix vagy változó kamatok, kollateralizáció* (a fedezett hitelek aránya): a rövid lejáratú, illetve változó kamatozású hitelek dominanciája esetén a kamat-transzmisszió gyorsabb, míg magas kollateralizáltság esetén erős a „mérlegcsatorna”, ami tovább növeli a transzmisszió hatékonyságát;

– *piaci koncentráció, a verseny erőssége*: nyilvánvaló, hogy minél erősebb a verseny, annál gyorsabban reagálnak a banki kamatok a jegybanki döntésekre.¹⁰

A magyar bankrendszer fenti szempontok szerinti értékelésénél kiderül, hogy a magyar bankrendszerben gyors kamattranszmissziót feltételezhetünk, ugyanis kicsi a tőkepiaci finanszírozás szerepe, európai összehasonlításban rövid a hitelek, illetve betétek lejáratra, és nagy a változó kamatozás aránya, valamint – különösen a vállalati üzletágban – erősnek tekinthető a verseny.

Összességében elmondható, hogy az EMU-tagság előtt és az EMU-tagság első éveiben a banki közvetítés eurózóna átlagánál alacsonyabb mélysége várható, ami a negatívan hat a monetáris transzmisszió hatékonyságára, de a magyar bankrendszer szerkezete olyan jellegű, ami viszont gyors kamattranszmissziót indukál. A monetáris transzmisszió problémája középtávon valószínűleg már nem lesz olyan hangsúlyos kérdés, mint a pénzügyi közvetítés jelenlegi szintje mellett lenne. Ezentúl – mint már említettük – a magánszektor magas eladósodottsági szintjének negatív következményei is lehetnek a pénzügyi stabilitásra nézve, különösen ha a hitelállományok túl gyorsan épülnek fel.

Hivatkozások

- ÁRVAI ZSÓFIA [1998]: A piaci és kereskedelmi bankok közötti transzmisszió 1992 és 1998 között. MNB Füzetek, 10. sz.
- BANCO DE ESPAÑA [2000]: Éves jelentés. Banco de España, Madrid.
- DEDEK, O. [2000]: Bank consolidation in the Czech Republic. BIS Papers, No. 4.
- EHRMANN, M.–GAMBACORTA, L.–MARTINEZ-PAGES, J.–SEVESTRE, P.–WORMS, A. [2001]: Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the Euro area. ECB Working Paper, No. 105.
- FARINHA, L.–MARQUES, C. R. [2001]: The bank lending channel of monetary policy: Identification and estimation using Portuguese micro bank data. ECB Working Paper, No.102.
- FINANCIAL STRUCTURE AND ... [2001]: Financial Structure and Functioning in Accession Countries. ECB-munkaértekezlet, október 24–25.
- HAWKINS, J.–MIHAJLEK, D. [2000]: The banking industry in the emerging economies: competition, consolidation and systemic stability – an overview. BIS Papers, No. 4.
- HERNANDO, I.–MARTINEZ-PAGES, J. [2001]: Is there a bank lending channel of monetary policy in Spain. ECB Working Paper, No. 99.
- IMF [1998]: The Portuguese Banking System: Feeling its Pulse on the Eve of EMU. In: Portugal: Selected Issues and Statistical Appendix.
- IMF [2001]: The Greek Banking Sector at the Time of EMU Entry: Recent Developments and Challenges Ahead. Megjelent: Greece: Selected Issues and Statistical Appendix.
- KOKOSZCZYNSKI, R. [2000]: Structural changes in the Polish banking industry – three dimensions of consolidation processes in an emerging economy. BIS Papers, No. 4.
- MÉRÓ KATALIN [2002]: A pénzügyi közvetítés mélysége és a prociklikusság. Magyar Nemzeti Bank, Műhelytanulmányok, 23. sz.
- MOJON, B. [2000]: Financial Structure and the Interest Rate Channel of ECB Monetary Policy. ECB Working Paper, No. 40.
- Nemzeti jegybankok éves jelentései és egyéb kiadványai.
- REININGER, T.–SCHARDAX, F.–SUMMER, M. [2001]: The Financial System in the Czech Republic, Hungary and Poland after the first Decade of Transition. OeNB Focus on Transition.
- WAGNER, N.–IAKOVA, D. [2001]: Financial Sector Evolution in the Central European Economies: Challenges in Supporting Macroeconomic Stability and Sustainable Growth. IMF Working Paper, WP/01/141.

¹⁰ Bár ez eszközoldalon elsősorban a kamatcsökkentésre, míg forrásoldalon a kamatemelésre igaz.