

MÉRŐ KATALIN

A gazdasági növekedés és a pénzügyi közvetítés mélysége

A tanulmány a gazdasági növekedés és a pénzügyi közvetítés mélysége közötti kapcsolatot tekinti át, különös figyelmet szentelve három közép-kelet-európai felzárkózó gazdaságra, Magyarországra, Csehországra és Lengyelországra. Az elmúlt tíz évben megszorodtak azok a publikációk, amelyek a gazdasági növekedés és a pénzügyi rendszerek sajátosságai közötti kapcsolatot elemzik. A szakirodalomban egyre általánosabban elfogadottá vált az a nézet, hogy a gazdasági növekedés és a pénzügyi közvetítés mélysége szoros és közvetlen kapcsolatban áll egymással. Sőt, több kutatási eredmény azt igazolja, hogy a pénzügyi közvetítés mélysége a jövőbeli gazdasági növekedést jól előrejelző változó. E két tényező közötti kapcsolat kérdésköre különösen fontos a közép-kelet-európai felzárkózó gazdaságok esetében, ahol a pénzügyi közvetítés szintje a fejlett országokhoz viszonyítva nagyon alacsony. A szerző kiinduló állítása az, hogy ezekben az országokban a felzárkózást elősegítő gazdasági növekedésnek szükségszerűen együtt kell járnia a pénzügyi közvetítés szignifikáns mélyülésével. Ha ez nem történik meg, az számottevően fékezheti a gazdasági növekedés hosszabb távú trendjét. Ezért a fenntartható gazdasági növekedést támogató gazdaságpolitikának olyannak kell lennie, amely elősegíti (vagy legalábbis semmiképpen sem hátráltatja) a pénzügyek gazdaságban betöltött szerepének növekedését, a pénzügyi közvetítés mélyülését.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: O16, G20, G28.

A növekedés és a pénzügyi közvetítés mélysége közötti kapcsolat

Elméleti háttér

Az elmúlt tíz évben megszorodtak azok a publikációk, amelyek a gazdasági növekedés és a pénzügyi rendszerek sajátosságai közötti kapcsolatot elemzik. E kapcsolat feltételezése nem tekinthető új gondolatnak, hiszen ez a schumpeteri fejlődélmélet egyik sarokpontja. Schumpeternél a gazdasági fejlődés motorja a vállalkozó, aki arra törekszik, hogy a termelési tényezők új kombinációinak kialakításával tegyen szert profitra. Ehhez a vállalkozónak tőkére van szüksége, amit a pénzpiacon keresztül tud megszerez-

* A cikk nagymértékben támaszkodik a szerzőnek a Magyar Nemzeti Bankban a bankszektor tevékenységének prociklikusságával kapcsolatban készült elemzésére (*Mérő* [2002]).

ni.¹ Ebben a felfogásban a gazdasági növekedés és a pénzügyi közvetítés mélysége között közvetlen oksági kapcsolat van: a termelési tényezők új típusú kombinációja révén megvalósuló gazdasági fejlődés² egy az egyben jár együtt a pénzügyi közvetítés mélyülésével – hiszen a fejlődés megvalósulásának feltétele, hogy azt a pénzügyi közvetítőrendszer a pénz- és tőkepiacokon keresztül finanszírozza. Schumpeternél a bankok szerepe az, hogy a vállalkozók hitelkeresletének kielégítéséhez értékeljék a hiteligénylő cégeket, és a társadalom megbízásából kiválasszák azokat, amelyeket hitelezni érdemes. Így tulajdonképpen a bankrendszer – tágabban a pénzügyi közvetítőrendszer – aktív részvétele nélkül elképzelhetetlen a gazdasági növekedés, és minél gyorsabb a növekedés, annál aktívabb pénzügyi közvetítőrendszerre van szükség.

Schumpeterhez hasonló következtetésre vezetnek mindazok az elméletek, amelyek a tőkeletes verseny feltételezését elvetve, vizsgálódásaikat kiterjesztik az információ megszerzésének költségeire, valamint a tranzakciós költségekre is. Ezekben a modellekben a pénzügyi közvetítést végző intézményi rendszer segítségével az információs és tranzakciós költségek csökkenthetők, így a közvetítők léte növeli a gazdaság hatékonyságát, elősegíti a gazdasági növekedést. Az információs és tranzakciós költségek csökkentéséhez a pénzügyi közvetítőrendszer alapvetően a megtakarítások mobilizálásán, a kockázatok diverzifikálásán, a megtakarítások új befektetések felé való irányításán, illetve a megfinanszírozott projektek megfigyelésén keresztül tud hozzájárulni. Ebbe a sorba illeszthető például *Diamond* [1984] a pénzügyi közvetítés szerepéről készített tanulmánya is. *Diamond* a pénzügyi közvetítőrendszer létjogosultságát a hitelkihelyezések folyamatos értékeléséhez szükséges információk megszerzésének költségminimalizálási igényéből vezeti le. Bár *Diamond* tanulmányának nem célja a pénzügyi közvetítőrendszer és a gazdasági növekedés közötti kapcsolat vizsgálata, az általa kialakított fogalmi-elemzési keret komoly adalékul szolgált ehhez. *Diamond* tanulmányában (akárcsak Schumpeternél) a bank az a szervezet, amely a vállalkozások és a megtakarítók közötti közvetítő szerepet betölti. Míg azonban Schumpeternél a közvetítő fő feladata a megfelelő befektetések kiválasztása, addig *Diamond*nál ezek banki megfigyelésén van a hangsúly. Nála tehát a bank ügynöki szerepet is ellát: a megtakarítók megbízásából, megfigyelőként, megfigyelési díj fejében elemzi és ellenőrzi a vállalatok tevékenységét, hitel-visszafizetési képességének folyamatos alakulását. *Diamond* kimutatja, hogy csökkenti a hitel vissza nem fizetésekből fakadó társadalmi költségeket az, ha a bankok kellően sok befektetést finanszíroznak. Ebben a gondolatmenetben a pénzügyi közvetítőrendszer léte elősegíti a társadalom rendelkezésére álló erőforrások hatékonyabb felhasználását. Implicit módon tehát a pénzügyi közvetítés *Diamond*-féle modellje is tartalmazza a pénzügyi közvetítés és a gazdasági növekedés közötti kapcsolatot.

A pénzügyi közvetítés kockázatdiverzifikáló hatásának – ami biztosításként működik az egyes megtakarítók számára az egyedi beruházások nemfizetési kockázata ellen – ugyancsak széles irodalma van. *Levine* [1997] kiemeli, hogy a kockázatok diverzifikációja nemcsak a tőkeakkumulációt segíti elő, hanem a technológiai fejlődést is ösztönzi. A pénzügyi közvetítők mint kockázatelemzők állandóan technológiai előnyre próbálnak szert

¹ Schumpeternél a tőke definíciója speciális: „... nem egyéb, mint olyan eszköz, amellyel új területekre rendelik át a termelési tényezőket vagy új irányt szabnak a termelésnek.” (*Schumpeter* [1980] 168. o.) Vagyis a tőke kizárólag az innováció, a gazdasági fejlődés finanszírozásának forrása. Ennek megfelelően Schumpeternél a pénz-, illetve tőkepiac definíciója is különbözik a ma általánosan elfogadottól. „A pénz- vagy tőkepiac fő funkciója tehát a fejlesztés finanszírozását szolgáló hitelforgalom.” (Uo. 179. o.)

² Vagyis a növekedésnek az a része, ami nem egyszerűen a termelési tényezők mennyiségének növeléséből fakad, hiszen ez Schumpeternél nem is tartozik a fejlődés fogalmába.

tenni a kockázatok pontosabb megismerése során, hogy ezáltal újabb és újabb jövedelmező piaci réseket tárjanak föl. A technológiai előny révén annak kifejlesztője profitra tesz szert, miközben a sikeres innováció gyorsítja a technológiai fejlődést.

A gazdasági növekedés meghatározó elméletei és a pénzügyi rendszer. Kitérőként, a teljesség kedvéért meg kell azonban jegyeznünk, hogy a fenti példák nem jelentik azt, hogy a szakirodalomban konszenzus lenne a gazdasági növekedés és a pénzügyi rendszer közötti kapcsolatot illetően, sőt a növekedéseméletek fő árama szerint a gazdasági növekedés mozgatórugói a reálgazdaságban keresendők. Azokban a növekedéseméletekben, amelyek tökéletes versenyt feltételeznek, a pénzügyi közvetítőrendszerre a gazdaságnak egyáltalán nincs is szüksége. Ennek megfelelően a klasszikus növekedéseméletek általában nem foglalkoznak a pénzügyi közvetítéssel, a pénzügyeket nem tekintik a gazdasági növekedés egzogén változójának. A növekedés és a pénzügyi közvetítés kapcsolatát elemző irodalmi áttekintések a témával kapcsolatos nézeteket több, markánsan elkülönülő csoportra szokták osztani.³

1. *A pénzügyi közvetítés és a gazdasági növekedés között nincs ok-okozati összefüggés.* Egyik tényező sem meghatározó a másik alakulása szempontjából. Ez a nézőpont leginkább implicit módon jelenik meg az irodalomban, azáltal, hogy a növekedéseméletek egyáltalán nem foglalkoznak a pénzügyi közvetítőrendszer „institucionalista” kérdéskörével. Jól illeszthető ebbe a sorba a új gazdaság növekedésemélete is, amely szerint – némi leegyszerűsítéssel – a gazdasági növekedés a technológiai haladás következménye, aminek nincs sok köze a pénzügyekhez. *Levine* [1997] Robert Lucast idézi az álláspont illusztrálására, aki szerint a közgazdászok „vészesen túlértékelik” a pénzügyi tényezők szerepét a gazdasági növekedésben.

2. *A pénzügyi közvetítőrendszer fejlődése követi a reálgazdasági folyamatokat.* A reálgazdaság fejlődése az az elsődleges folyamat, ami keresletet támaszt bizonyos pénzügyi szolgáltatások kifejlesztése iránt. A pénzügyi rendszer fejlődése pedig nem más, mint a reálgazdaság által támasztott kereslet kielégítésének eszköze. Ennek a nézetnek legmarkánsabb megfogalmazásaként Joan Robinsont szokták idézni, aki szerint „a vállalati szféra vezet, a pénzügyi szféra követ”. E nézetrendszer szerint tehát van oksági összefüggés a pénzügyi rendszer és a reálszféra fejlettsége között: a reálszféra az ok, a pénzügyi szféra az okozat.

3. *A pénzügyi közvetítőrendszer fejlettségének meghatározó szerepe van a gazdasági növekedés szempontjából.* Számos gazdaságtörténész szerint a pénzügyi rendszerek fejlettsége fontos előfeltétele a gazdasági növekedésnek, és egyre több empirikus elemzés is igazolja Schumpeter hipotézisét, hogy a pénzügyi közvetítés fejlődése aktívan segíti a gazdasági növekedést. *King–Levine* [1993b] pedig olyan általános egyensúlyi modellt építettek, amelyben a pénzügyi közvetítőrendszer endogén tényezőként szerepel, amely értékeli a vállalkozókat, összegyűjti a rendelkezésre álló forrásokat, diverzifikálja a kockázatot, és értékeli az innovációból származó várható profitot. Modelljükben a jobb pénzügyi szolgáltatások növelik az innovációs tevékenység körét és javítják annak hatékonyságát, ezáltal gyorsítva a gazdasági növekedést. E szerint a nézetrendszer szerint tehát az oksági kapcsolat fordított: a pénzügyi szféra fejlettsége az ok, a gazdasági szféráé az okozat.

Levine [2001] az IMF-nek és a Világbanknak a kérdéssel kapcsolatos megközelítéseként megfogalmazza azt az álláspontot is, hogy függetlenül a kapcsolat oksági irányától, *a pénzügyi rendszernek a pénzügyi válságok miatt van fontossága a gazdasági növekedés szempontjából.* A pénzügyi rendszer lényegi sajátosságaiból következően instabil, és ezért fontos szerepet játszik a gazdasági válságok kialakulásában. Ez a megközelítés összhangban áll Irving Fishernek a Nagy Válságról írott elemzésével. Ebben a megközelítésben a gazdasági ciklus fordulópontját a pénzügyi válság jelenti, amit alapvetően a túlzott hitelexpanzió, az aktívaárak emelkedése, ezt követően pedig a bankok hitelkockázatának nagyarányú növekedése okoz.

³ Nagyjából ez a csoportosítás megjelenik például *Levine* [1997], *Rousseau–Sylla* [2001] vagy *Levine* [2001]-ben is.

Gazdaságtörténeti tapasztalatok

Egészen más megközelítésből, de a gazdasági növekedés és a pénzügyi rendszer fejlettsége közötti kapcsolat fontosságát több gazdaságtörténeti elemzés is hangsúlyozza. Ezek közül talán a legismertebb Hicks [1969] sokat idézett megállapítása arról, hogy az angliai ipari forradalom megvalósulása előtt nem a technikai innovációk létrejötte, hanem a megfelelő finanszírozási formák kialakulása nyitotta meg az utat. Az ipari forradalmat megelőzően már jóval korábban léteztek mindazok a termékek és technológiák, amelyekkel az ipari forradalmat fémjelezni szokták, azonban az iparszerű termelés megvalósításához olyan tőkekoncentrációra és kockázatmegosztási módszerekre volt szükség, amit csak a részvénytársasági forma megjelenése tudott nyújtani. Így az ipari forradalom kibontakozásának, vagyis a korabeli gazdasági növekedés megvalósulásának Hicks szerint is elengedhetetlen előfeltétele a pénzügyi közvetítőrendszer aktív szerepvállalása, a likvid tőkepiacok megjelenésének formájában.

Ugyanerre a megállapításra jut *Rousseau–Sylla* [2001] is, amikor Hollandia, Anglia, Németország, Franciaország, az Egyesült Államok és Japán pénzügyi rendszerének és gazdasági növekedésének összefüggéseit vizsgálja, az egyes országokról szóló mini-esettanulmányok keretében. Rousseau és Sylla a jól működő pénzügyi rendszereket öt kritériummal definiálja.⁴ Az általuk vizsgált országok közül először a 17. század elejére Hollandiában alakultak ki a modern pénzügyi rendszerre jellemző ismérvek. Az önálló Hollandia 16. század végi kialakulása után gyakorlatilag azonnal reformokat vezettek be az államadósság kezelése és a pénzpiacok működése területén. 1609-ben megalakult a Bank of Amsterdam és megjelent az első jelentős részvénytársaság, a Holland Kelet-indiai Társaság is. Ezt követte a holland gazdaságtörténet egyik fénykora, amit a gazdaságtörténészek aranykor-ként, illetve az első modern gazdaságként szoktak emlegetni. Hollandia gazdasági erejének köszönhetően komoly politikai tényezővé vált a 17. század közepére, és bár politikai erejét a későbbiekben nem tudta megőrizni, gazdagsága tovább nőtt, a holland tőke és a holland pénzügyi szakértelem számos külföldi országban megjelent.

Majdnem egy évszázaddal később a holland pénzügyi rendszert egy az egyben bevették Angliában, ahol az 1688-as dicsőséges forradalom után a holland Orániai Vilmos (III. Vilmos néven) lett Anglia királya. Ezt követően stabilizálták az állami pénzügyeket, fejlődésnek indult a hazai pénzpiac, holland mintára megalakult a Brit Kelet-indiai Társaság, és 1694-ben megalakult a Bank of England. A pénzügyi rendszer fejlettsége segítette hozzá Angliát, hogy kibontakozhasson az ipari forradalom, valamint hogy birodalomépítése és hadviselése finanszírozható legyen. A 18. század közepére a vezető angol részvénytársaságok részvényeinek közel 20 százaléka, az angol államadósság körülbelül 14 százaléka volt külföldi kézen.

Ellentétes példaként említik Franciaország és Németország megkésetten fejlődésnek induló pénzügyi rendszerét. A 19. század közepéig sem Franciaország, sem Németország nem alakította ki a jól működő pénzügyi rendszer feltételeit. Bár Franciaország állampénzügyei a napóleoni háborúk befejezése (1815) után stabilizálódtak, és 1880-ban megalakult a francia jegybank is, de bankrendszer és a tőkepiacok fejlődése, az erőteljes állami ellenőrzés és korlátozások miatt egészen a 19. század közepéig nem tudott megindulni. Németországban még a franciaországinál is valamivel későbbre datálódik a jól működő pénzügyi rendszer első elemeinek kialakulása. Mindkét ország esetében elmondható, hogy a jól működő

⁴ Ezek a kritériumok: 1. szilárd állampénzügyek és államadósság-menedzsment, 2. stabil pénzpiacok, 3. sok bank, közülük több belföldi, több külföldi és esetlegesen néhány mindkét irányú üzleti kapcsolatokkal, 4. központi bank a belföldi pénzügyek stabilizálására és a nemzetközi pénzügyi kapcsolatok menedzselésére és 5. jól működő értékpapírpiacon.

pénzügyi rendszer még hiányzó részei a 19. század középső évtizedeiben alakultak ki, és ezt követően indulhatott meg a két ország gyorsabb gazdasági növekedése.

Egyes országok gazdaságtörténeti fejlődésének esettanulmányokon keresztül történő elemzésén túlmenően *Rousseau–Wachtel* [1998] öt iparosodott ország (Egyesült Államok, Anglia, Kanada, Norvégia és Svédország) 1870–1929 közötti – ez a gyors iparosodásuk időszaka – adatai alapján ökonometriai módszerekkel vizsgálták a gazdasági növekedés és a pénzügyi rendszer fejlettsége közötti összefüggéseket. Hibakorrekciós modellekkel kimutatták a pénzügyi közvetítés és az egy főre jutó kibocsátás közötti hosszú távú kapcsolatot, majd Granger-féle oksági teszttel arra a megállapításra jutottak, hogy a pénzügyi közvetítésre vonatkozó változóknak magyarázó ereje van a reálszféra aktivitására, de nincs fordított irányú ok-okozati összefüggés. Az egyes országok vizsgálata (az egyedi eltérések ellenére is) megegyező eredményre vezetett: a szerzők kimutatták hogy a nagy gazdasági világválságot megelőző időszakban az általuk vizsgált öt, gyorsan iparosodó ország esetében a fejlett pénzügyi közvetítőrendszer nagyban hozzájárult a vizsgált országok gazdasági fejlődéséhez.

Rousseau–Sylla [2001] 16 ország⁵ 1850 és 1997 közötti, közel 150 éves adatait regressziós elemzésnek alávetve, szintén azt tapasztalta, hogy a pénzügyi közvetítés mélysége és a gazdasági növekedés között szoros korreláció áll fenn. Azt is kimutatták azonban, hogy a pénzügyi közvetítés növekedési hatásai erősebbek voltak a Nagy Válságot megelőző időszakban, és bár utána is szignifikánsak maradtak, a hatás kimutathatóan gyengült.

Empirikus elemzések

Az adatok széles köre és jobb hozzáférhetősége miatt az 1945 utáni időszakra jóval könnyebb a gazdasági növekedés és a pénzügyi rendszer közötti kapcsolat empirikus vizsgálata. A következőkben röviden áttekintjük a gazdasági növekedés és a pénzügyi rendszerek közötti kapcsolat vizsgálatának empirikus irodalmát.

A témával foglalkozó empirikus irodalomnak alapvetően két jól elkülöníthető vonulata van. Az egyik a növekedés és a pénzügyi rendszer aggregált mutatói között keresi a kapcsolatot, míg a másik a pénzügyi rendszer növekedést generáló összetevőinek feltárására helyezi a hangsúlyt. Néhány tanulmányban a kétféle elemzés egymás kiegészítőjeként jelenik meg: a makroszintű kapcsolat vizsgálata egészül ki egy-egy más tényező (például jogrend, a számvitel és a pénzügyi rendszer struktúrája stb.) hatásának elemzésével. Ebben a tanulmányban, a kiinduló problémafelvetésnek megfelelően, csak az aggregált kapcsolat feltárására irányuló szakirodalommal foglalkozunk. A teljes empirikus irodalom áttekintése megtalálható *Tsuru* [2000]-ben és *Thiel* [2001]-ben.

A gazdasági növekedés és a pénzügyi rendszer közötti kapcsolat jellegét vizsgálja *King–Levine* [1993a] és [1993b] is. Tanulmányaikban 80 ország 1960 és 1989 közötti adatait felhasználva arra keresték a választ, hogy vajon szignifikáns-e a pénzügyi közvetítés magasabb szintje és az – adott, illetve az azt követő időszaki – gyorsabb gazdasági növekedés közötti korreláció. Vizsgálatukhoz a pénzügyi rendszerek fejlettségi szintjére négy mutatót használtak: 1. a pénzügyi közvetítőrendszer GDP-hez viszonyított terjedelme,⁶ 2. a bankszektor és a jegybank pénzügyi közvetítésben betöltött szerepének aránya,

⁵ Argentína, Ausztrália, Brazília, Egyesült Államok, Egyesült Királyság, Kanada, Dánia, Finnország, Németország, Olaszország, Japán, Hollandia, Norvégia, Portugália, Spanyolország, Svédország.

⁶ A pénzügyi közvetítőrendszer terjedelmét a likvid kötelezettségek összegével definiálják (bankrendszeren kívüli készpénz + a bankoknál és a nem banki pénzügyi közvetítőknél lévő látra szóló és kamatozó betétek).

3. a magánvállalatoknak és az állami szektornak nyújtott hitelek aránya és 4. a magánvállalatoknak nyújtott hitelek GDP-hez viszonyított nagysága. A növekedést ugyancsak négy mutatóval mérték: 1. az egy főre jutó reál GDP növekedési ütemével, amit azután két komponensre bontottak: 2. a az egy főre jutó reáltőke növekedési ütemére és 3. a termelékenység növekedésére, valamint 4. a beruházási rátával. Tanulmányukban arra a megállapításra jutottak, hogy az 1960 és 1989 közötti időszakban *a)* mind a négy pénzügyi rendszerre vonatkozó mutató pozitív és szignifikáns korrelációt mutat mind a négy növekedési indikátorral, és *b)* a pénzügyi fejlettségre vonatkozó mutatók egymással is erősen korrelálnak. Vagyis a pénzügyi rendszerek fejlettsége és a gazdasági növekedés szorosan kötődik egymáshoz.⁷

A King–Levine-szerzőpáros azt is megvizsgálta, hogy kimutatható-e valamilyen kapcsolat a pénzügyi fejlettségre vonatkozó mutatók kiinduló szintje és a következő időszak gazdasági növekedésének gyorsasága között. A rendelkezésükre álló adatok azt a hipotézist támasztották alá, hogy a pénzügyi közvetítés mélységének szintje igen jó előrejelzője a következő időszak gazdasági növekedésének. Amelyik ország pénzügyi közvetítőrendszere fejlettebb volt, az szignifikánsan erősebb gazdasági növekedést tudott felmutatni a következő 10–30 évben. Az a megállapítás, hogy a pénzügyi rendszerek fejlettsége nemcsak korellál a növekedéssel, de előrejelző ereje is van, már kérdésessé teszi azt, hogy csupán együttmozgást mutat a pénzügyi fejlettség és a növekedés, és felhívja a figyelmet a pénzügyi rendszer növekedést vezérlő képességére.

Levin–Loayza–Beck [2000] tanulmányuk középpontjába már kifejezetten a pénzügyi közvetítés és a növekedés közötti kapcsolat ok-okozati jellegét állítják. Kétféle ökonometriai megközelítést is alkalmaznak az oksági viszony feltárására. Egyrészt hagyományos keresztmetszeti elemzéssel, másrészt a dinamikus panelmodellekre kidolgozott általánosított momentumok módszerével (*generalized method of moments – GMM*) vizsgálták meg 74 ország 1960 és 1995 közötti adatait. A pénzügyi közvetítés mélységének méréséhez a King–Levine [1993b]-ben alkalmazott 4. mutatót, a bankok és más pénzügyi közvetítők által a magánvállalatoknak nyújtott hitelek GDP-hez viszonyított arányát tekintik fő indikátornak, kiegészítő indikátorként pedig az ott alkalmazott 1. és 2. mutatókat használják.⁸ A panelmodell és a keresztmetszeti elemzés egybecsengő eredményt hozott: a pénzügyi közvetítés fejlettségének egzogén változója erős pozitív kapcsolatot mutat a gazdasági növekedéssel.

Beck–Levine–Loayza [1999] ugyanezeket az ökonometriai módszereket alkalmazva, azt is megvizsgálja, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer fejlődése milyen csatornákon keresztül hat a gazdasági növekedésre. Fő következtetésük, hogy a pénzügyi szektor nem elsősorban az egy főre jutó tőkefelhalmozás vagy a megtakarítási ráták növelése révén, hanem a termelékenység növelésén keresztül (hatékonyabb forrásallokáció) fejt ki a gazdasági növekedést segítő hatását.

Levine [2001] azt vizsgálja, hogy a banki pénzügyi közvetítés mélységének, valamint a tőkepiacok méretének és likviditásának 1976-os kiinduló szintje mennyiben határozta meg az 1976–1993 közötti időszak gazdasági növekedését (*1. ábra*). Megállapításai szerint a pénzügyi szektor felől a gazdasági növekedés felé irányuló hatások okságiak, nagyok és erőteljesebbek,⁹ továbbá a bankok és a tőkepiacok elsősorban a termelékenység

⁷ Persze, a megfigyelt korrelációk még nem feltétlen jelentenek oksági viszonyt, elképzelhető például, hogy a kapcsolatot egy harmadik, az elemzésben nem szereplő változó okozza a pénzügyi közvetítőrendszerrel és a gazdasági növekedéssel egyaránt fennálló kapcsolata okozza.

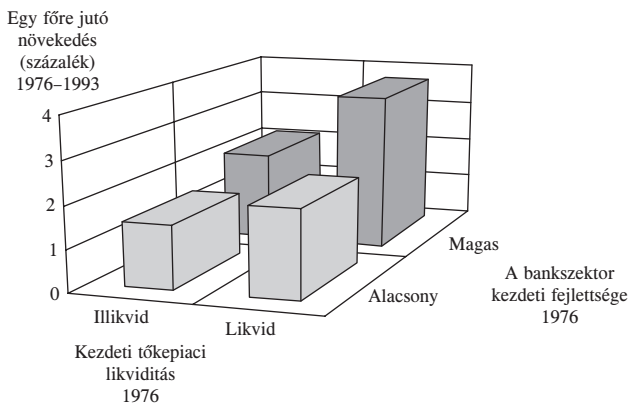
⁸ Mindhárom mutató számítási módszerét jelentősen továbbfejlesztették az 1993-as elemzésben alkalmazottához képest.

⁹ Levine szerint ha például az 1976-os indulóállapot szerint Mexikó banki pénzügyi közvetítése átlagos lett volna, akkor az egy főre jutó GDP növekedési üteme a vizsgált időszakban 3 százalékponttal gyorsabb lett volna, míg ha tőkepiacának likviditása lett volna átlagos, akkor az egy főre jutó növekedés 1 százalékponttal lett volna gyorsabb.

növelése révén, nem pedig a megtakarításösztönzésen keresztül hatnak a gazdasági növekedésre. Mindezek alapján Levine két igen fontos következtetést von le: 1. azok az országok, amelyeknek ma jobban működő pénzügyi rendszerük van, várhatóan gyorsabban fognak növekedni a következő évtizedekben, és (ezzel szoros összefüggésben) 2. fontos, hogy a gazdaságpolitikai döntéshozók kiemelt fontosságot tulajdonítsanak a pénzügyi szektor reformjának.

1. ábra

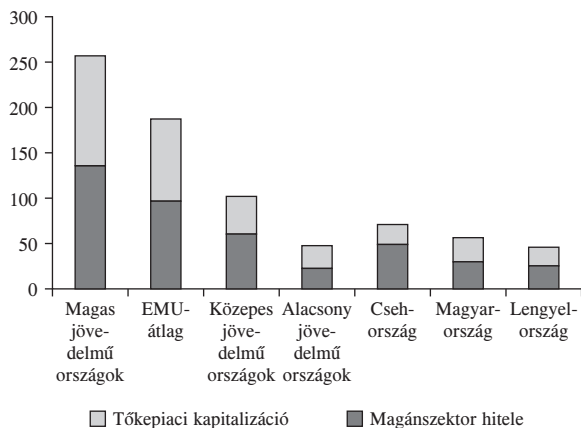
A banki és a tőkepiaci közvetítés és a növekedés



Forrás: Levine [2001].

2. ábra

A banki és tőkepiaci közvetítés nagysága országcsoportonként, illetve Magyarországon, Csehországban és Lengyelországban, 2000



Forrás: World Bank [2002].

A pénzügyi közvetítés mélysége és a gazdasági növekedés közötti kapcsolatot vizsgáló empirikus elemzések azt is kimutatták, hogy akár a banki, akár pedig a tőkepiaci közvetítés mélységét tekintjük a közvetítés mélységére jellemző változónak, igaz, hogy a közvetítés mélysége jól jelzi előre a következő hosszabb időszak gazdasági növekedését (Levine-Zevos [1996], Levine [2001]). Az eltérő pénzügyi struktúrák ellenére az Egyesült Államok, Anglia, Németország vagy Japán életszínvonala hasonló, növekedési rátája hosszú időszakon keresztül azonos nagyságrendű volt. A növekedést tehát nem a banki vagy a piaci alapú közvetítés támogatja, hanem a fejlett banki és a piaci közvetítés egyaránt és együttesen, függetlenül attól, hogy melyik fajta közvetítés dominanciája erősebb az adott ország pénzügyi közvetítőrendszerében.

A gazdaság fejlettsége és a pénzügyi közvetítés mélysége közötti kapcsolatot szemlélteti a 2. ábra is. Jól látható, hogy a banki és a tőkepiaci közvetítés gazdaságfinanszírozó szerepe egyaránt szignifikánsan nagyobb a magasabb jövedelmi szinttel rendelkező országokban, továbbá hogy Magyarország, Csehország és Lengyelország közvetítésének szintje nemcsak a mércéül állított EMU-országokra jellemző szinttől marad el számottevően, hanem a jövedelmi szintjüknek megfelelő közepes jövedelmű országokra jellemző átlagos értékektől is.

A pénzügyi közvetítés mélysége Magyarországon, Csehországban és Lengyelországban

A magyar, cseh és lengyel pénzügyi közvetítés fejlődésének kiindulópontja egyaránt a központi tervgazdaság pénzügyi rendszere volt, amely egyszintű bankrendszerrel és a tőkepiac hiányával jellemezhető. A fejlődés útját mindhárom ország számára a kétszintű bankrendszer létrehozása és a tőkepiacok kialakulása jelentette. A pénzügyi közvetítés átalakításában Magyarország járt az élen, ahol már a rendszerváltást jóval megelőzően elkezdődött a szektor piaci típusúvá válása. 1982-től bocsáthattak ki a vállalatok kötvényt, 1987-ben vált kétszintűvé a bankszektor,¹⁰ és 1989-ben a térségben elsőként megnyílt a Budapesti Értéktőzsde.

A tőkepiacok kialakítása terén mindhárom ország egyaránt nulláról indult: a rendszerváltás előtt gyakorlatilag ismeretlen volt a részvénytársasági forma, a részvénykereskedelem és a vállalati kötvénykibocsátás fogalma,¹¹ a költségvetés finanszírozási igényét pedig, a népgazdasági tervvel összhangban, a központi bankok közvetlenül elégítették ki. A kétszintű bankrendszer kialakítása is hasonló módon történt. Mindhárom ország esetében jellemző, hogy a korábbi monobank alakult át jegybanki és (első lépésben továbbra is állami tulajdonú) kereskedelmi banki funkciókat betöltő önálló szervezetekké, valamint hogy a korábban a monobank által nyújtott hitelek alkották a kereskedelmi bankok induló hitelállományát.

Már a kialakulás pillanatában viszont lényeges különbség volt a három ország bankszektorának terjedelme között. A cseh bankszektor GDP-arányos hitelállománya számottevően meghaladta a magyar bankszektorét, a lengyel bankok hitelállománya pedig a magyartól is lényegesen kisebb volt. A szocialista tervgazdaság időszakában elhatározás kérdése volt, hogy a központi gazdaságirányítás milyen szerepet szán a vállalatok finanszírozásában a bankhiteleknek, hiszen a monobank a bankhiteleket is a központi terv előírásaival összhangban osztotta szét a gazdaság szereplői között, nem pedig gazdasá-

¹⁰ A lengyel bankrendszer 1989-ben, a csehszlovák pedig 1990-ben alakult kétszintűvé.

¹¹ Bár Magyarországon a kötvénykibocsátás jogszabályilag megengedett volt, és voltak is kibocsátások, ezek vállalatfinanszírozásban betöltött szerepe elhanyagolható.

gossági megfontolások alapján. A csehszlovák gazdaságirányítás épített a legnagyobb mértékben a banki hiteleosztásra, így a kereskedelmi bankok induló hitelállománya természetesen itt volt a legnagyobb. Ennek megfelelően a banki pénzügyi közvetítés induló szintje Lengyelországban volt a legalacsonyabb, ahol a tervgazdaság idején a bankhitel szerepe csak marginális volt. Ezen túlmenően a lengyel pénzügyi közvetítés mélységét már a rendszerváltást követő transzformációs válságot megelőzően is számottevően visszavetette a nyolcvanas évek elhúzódó gazdasági, és pénzügyi válsága.

A banki közvetítés mélysége

A banki pénzügyi közvetítés mélységének általános megítélésére leginkább alkalmas, általánosan elfogadott mutatónak a likvid kötelezettségek GDP-hez viszonyított arányát tekinthetjük.¹² A likvid kötelezettségek (*M2*) aránya azt mutatja meg, hogy a gazdasági életben mekkora szerepet játszanak a pénzügyi folyamatok. A mutató a bankszektor szintetikusán méri, nem tesz különbséget az egyes intézménytípusok, illetve a források felhasználása szerint. Nyitott gazdaságokban hátránya, hogy csak a belföldi forrású finanszírozásra van tekintettel. A vizsgált három országban a pénzügyi közvetítés mélyülésének külföldi csatornája létezik ugyan, és nagyságrendje sem elhanyagolható, mértéke azonban nem akkora, hogy a nemzetközi összehasonlításból, illetve az elemzésből levonható következtetéseket befolyásolja.

A három ország pénzügyi közvetítésének mélységét nagyban meghatározták a szocialista gazdaság örökségei, és a 3. ábra tanulsága szerint a piacgazdasági átalakulás első évtizede nem hozott lényeges változásokat e tekintetben. Első, durva ránézésre az a következtetés adódik, hogy a piacgazdaság kiépülése a három országban nem járt együtt a pénzügyek gazdasági életben betöltött szerepének lényeges változásával, egyedül Lengyelországban figyelhető meg nem túl jelentős növekedés.¹³

Nemzetközi összehasonlításban nézve 1990-ben a magyar pénzügyi közvetítés szintje a közepes jövedelmű országokéval volt azonos szinten, Lengyelországé pedig az alacsony jövedelmű országokét közelítette (4. ábra). Az elmúlt évtizedben a magyar pénzügyi közvetítés nem tartott lépést a közepes jövedelmű országokra jellemző erős mélyülést mutató trenddel, így 2001-re jóval elmaradva az országcsoporttól sokkal inkább az alacsony jövedelmű országokra jellemző nagyságúvá vált. Lengyelország esetében a relatív helyzet sem változott az elmúlt évtizedben. A cseh pénzügyi közvetítés mélysége 2001-ben gyakorlatilag megegyezett a közepes jövedelmű országokra jellemző értékkel.

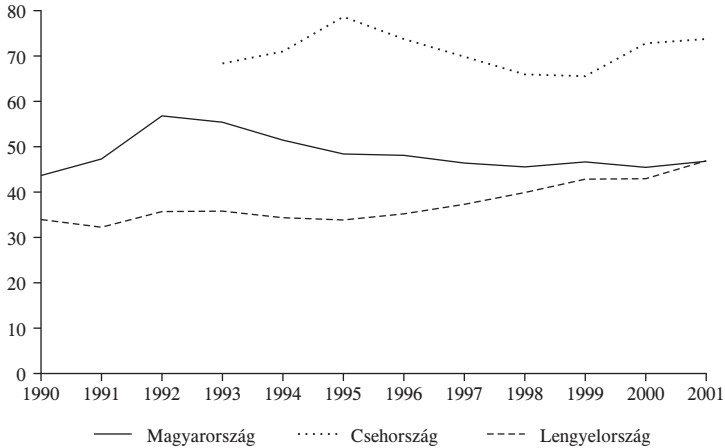
A banki közvetítés mélységének mérésére a *Beck–Demirgüç–Kunt–Levine* [1999] által javasolt mutatók közül a betétgyűjtésre feljogosított bankok (*deposit money banks*) magánszférának nyújtott hiteleinek a GDP-hez viszonyított nagysága árnyaltabb és fókuszáltabb mutató a likvid kötelezettségek arányánál, amennyiben a bankhitel gazdaságfinanszírozásban betöltött szerepét fejezi ki (5. ábra).¹⁴ A hitelek GDP-hez viszonyított arányának alakulása a kiinduló állapot mellett nagyban függ a transzformációs válsággal

¹² Ez jelent meg már *King–Levine* [1993a] és [1993b], de ezt javasolja a nemzetközi összehasonlításra alkalmas új adatbázis részeként alkalmazni *Beck–Demirgüç–Kunt–Levine* [1999] is.

¹³ Nem foglalkozunk a pénzügyi közvetítés alacsony szintjének okaival (például a lakosság jövedelméhez képest is alacsony pénzügyi vagyona, a transzformációs válsággal természetesen együtt járó csődhullám, a magas nominál- és reálkamatlábak stb.), mert az csak közvetetten áll kapcsolatban az általunk vizsgált kérdéskörrel. Itt csak magát a jelenséget, illetve a belőle fakadó következtetéseket vizsgáljuk.

¹⁴ A mutató elkülöníti a bankok által a kormányzati, illetve a közszféra számára nyújtott hiteleket a magánszférának nyújtottaktól, és csak az utóbbiakat méri a közvetítést. Nem tekinti a banki közvetítés részének a monetáris hatóságok által közvetlenül nyújtott, magánszférát finanszírozó hiteleket sem.

3. ábra
A pénzügyi közvetítés mélysége (M2) a GDP százalékában*

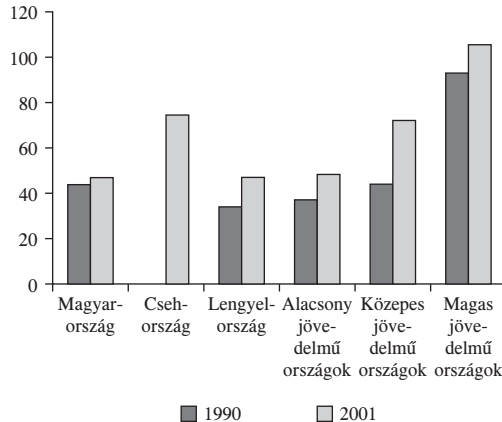


* Az M2 adatok stock, míg a GDP adatok flow jellegűek, ezért az egyes évek közötti változások megtévesztők lehetnek, az adatok azonban jól mutatják a nagyságrendek és tendenciák alakulását. Csehországra vonatkozóan természetesen csak az ország létrejötte, vagyis Csehszlovákia kettéválása utáni időszakra vonatkozóan rendelkezünk adatokkal.

Forrás: IFS (IFS 351. sorok)

4. ábra

A magyar, cseh és lengyel pénzügyi közvetítés mélysége (M3) nemzetközi összehasonlításban*



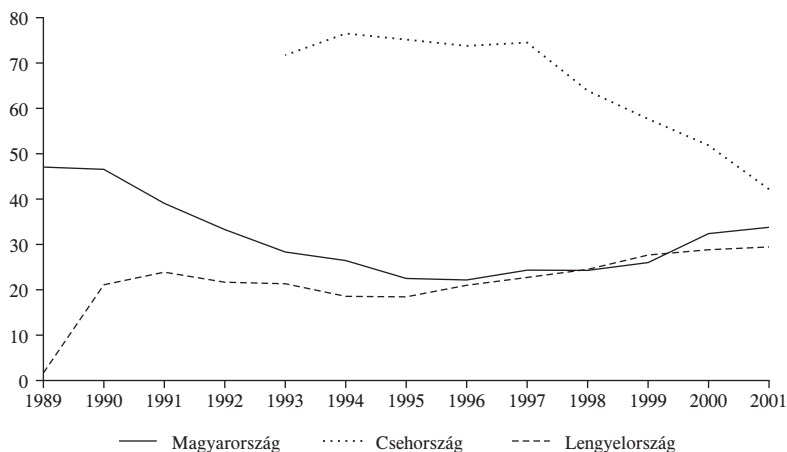
* Az összehasonlításhoz a Világbank a 4. ábrán használt M2 helyett az M3-at használta. A vizsgált három országban az M2 és M3 közötti különbség nem számottevő.

Forrás: World Bank [2002].

mindhárom országban együtt jár, a bankrendszerek egésze szempontjából komoly kockázatot hordozó portfólióproblémák nemzeti megoldási módjától és időzítésétől is. Így például a magyar hitelállomány alakulása jól tükrözi a portfólió értékelésre vonatkozó szabályozás szigorodását, illetve a bankkonszolidációs portfólióitisztítások hatását is. Len-

5. ábra

A bankok magánszférának nyújtott hitelei a GDP százalékában*



* Itt a hitelállomány-adatok stock, és a GDP adatok flow típusúak.

Forrás: IFS (IFS 22d sorok)

gyelországban az alacsony bázis miatt a bankkonszolidáció folyamata nem járt együtt a hitelállomány/GDP mutató visszaesésével, míg annak, hogy a cseh mutató csak a kilencvenes évek második felében mutat csökkenést, komoly szerepe van a bankrendszer késleltetett (és máig nem teljesen lezárult) konszolidációjának és privatizációjának is.

Az 5. ábra alapján már pontosítható a 3. ábra felületes szemrevételezése alapján kialakított kép: a likvid kötelezettségek évtizedes stabilitása mögött mindhárom ország esetében megváltozott a hitelek gazdaságfinanszírozó szerepe. Magyarország és Lengyelország esetében a transzformációs válság időszakában végbement a bankok korábbi termelési struktúrákhoz tartozó rossz portfóliójának a kitisztítása. Ez alapjául szolgált a válság lezárultával kibontakozó hitelezési aktivitás növekedésnek – annak, hogy az átmeneti csökkenés (illetve Lengyelország esetében a stagnálás) után megindulhasson a banki pénzügyi közvetítés jól érzékelhető mélyülése. Mindkét ország esetében a mélyülés fontos összetevője a lakossági hitelexpanzió, de a vállalkozások hitelállományának – elsősorban a kis- és középvállalkozásoknak – a bővülése is megindult, és a jövőben is számítunk a tendencia fennmaradására.¹⁵ Eltérő képet mutat a cseh bankszektor hitelezési magatartása. Itt csak a portfóliótisztítások lezárulta után várható, hogy a GDP-arányos hitelállomány újra növekedésnek induljon.

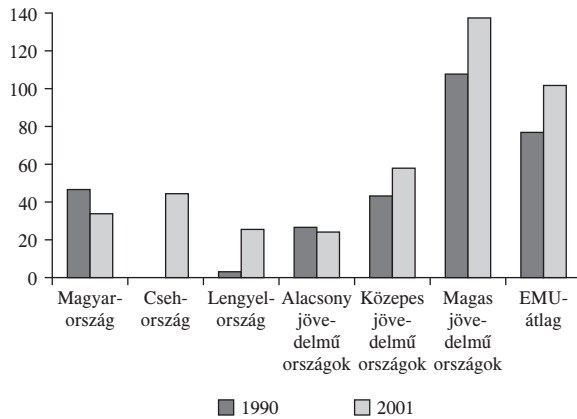
Mindhárom országra elmondható, hogy a hazai bankhitelek gazdaságfinanszírozó szerepe nemzetközi összehasonlításban továbbra is igen alacsony. A magyar és a lengyel gazdaságban a bankhitelek szerepe csak minimális mértékben haladja meg az alacsony jövedelmű országokra jellemző értékeket. 2001-ben csak a cseh bankrendszer GDP-arányos hitelállománya közelítette meg a közepes jövedelmű országokra jellemző mértéket, ami azonban csökkenő tendenciája miatt nem értékelhető a stabilabb, mélyebb közvetítés jeleként. Ráadásul ez is messze elmarad az EMU-országokra vagy a magas jövedelmű országokra jellemző szinttől (6. ábra).

A bankhitelek nemzetközi összehasonlításban igen alacsony szintje azzal együtt figyel-

¹⁵ Erről részletesebben lásd Árvai [2002].

6. ábra

A magyar, a cseh és a lengyel bankszektor GDP-arányos hitelállománya nemzetközi összehasonlításban



Az összehasonlításhoz a Világbank az IFS 32d sorait használta, ami a betétgyűjtésre feljogosított pénzügyintézeteken kívül (IFS 22d) tartalmazza a monetáris hatóságok (IFS 12d) magánszektorral szembeni követeléseit is. A 32d sor használatát feltétlenül indokolja, hogy több országban (különösen a fejletlenebb országokban) a pénzügyi közvetítésen belül komoly szerepe van a monetáris hatóságok közvetlen hitelnyújtásának. A vizsgált három ország esetében azonban ez a tényező elhanyagolható, így az 5. és 6. ábrán szereplő nagyságok gyakorlatilag megegyeznek.

Forrás: World Bank [2002].

hető meg, hogy mindhárom országra elmondható: a pénzügyi közvetítőrendszeren belül a banki finanszírozásnak kiemelkedően nagyobb a szerepe, mint a tőkepiaci finanszírozásnak. Mindhárom ország pénzügyi rendszere inkább a német típusú, úgynevezett banki alapú pénzügyi rendszerek sajátosságaival rendelkezik, és nem az angolszász országokra jellemző, piaci alapú rendszerek jellemzőivel.¹⁶

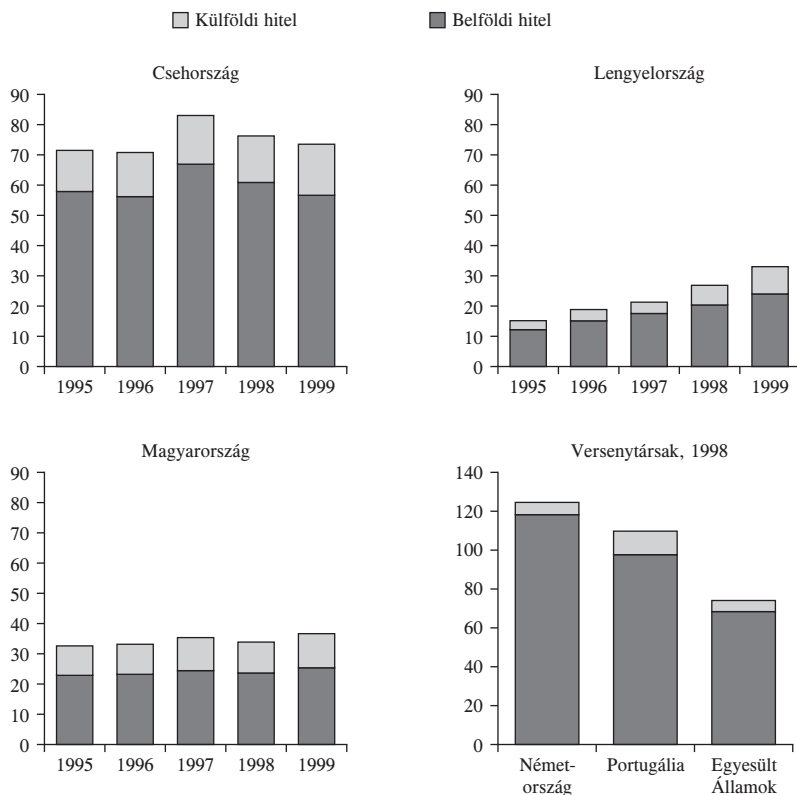
A banki közvetítés mélységéről alkotott képet tovább árnyalhatja, hogy mindhárom ország nyitott gazdaság, és jellemző, hogy a vállalatok nemcsak a hazai, hanem a külföldi bankrendszeren keresztül is növelhetik eladósodottságukat. A 7. ábra tanúsága szerint mindhárom országban számottevő a vállalati szféra külföldi bankhitelen keresztül finanszírozása, ami a fejlett piacgazdaságokra jellemző vállalatfinanszírozási struktúra kialakítását úgy segíti elő, hogy nem növeli a hazai banki közvetítés mélységét. Ugyanakkor nem mondható el, hogy a közvetlen külföldi banki eladósodással korrigált GDP-arányos hitelállománnyal mért magánhitel-állomány annyival magasabb lenne, hogy a banki közvetítés alacsony mértékéről alkotott általános képünket megváltoztassa.¹⁷

¹⁶ Ezen országok esetében az összes pénzügyi eszközön belül 85-95 százalékot képviselnek a bankok eszközei, szemben a piaci országokra jellemző 50 százalék körüli értékkel (Wagner-Iakova [2001]).

¹⁷ A vállalatfinanszírozás külső forrásai közé sorolható még a külföldi működőtőke részét alkotó leányvállalatoknak nyújtott tulajdonosi hitel is, aminek nagyságrendje mindhárom országban megközelítően azonos a külföldi bankhitelek állományával. Természetét tekintve azonban kérdéses, hogy ez inkább a tőkével vagy a hitelekkel hasonló szerepet tölt be a vállalatok finanszírozásában.

7. ábra

A magánszektor belföldi és külföldi hitelállománya a GDP százalékában



Forrás: Wagner-Iakova [2001]

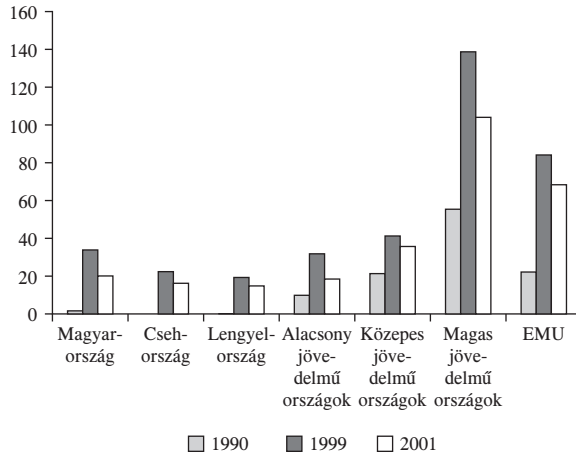
A tőkepiaci közvetítés mélysége

A pénzügyi közvetítés alapvetően nem piaci jellegével is összhangban a tőkepiaci közvetítés mélysége mindhárom országban nagyon alacsony. A tőkepiac terjedelmének mérésére általánosan használt tőkepiaci kapitalizáció GDP-arányos szintje 1999-ben egyedül Magyarországon közelítette meg a közepes jövedelmű országokra jellemző szintet (8. ábra). A 2000-től kezdődő nemzetközi tőkepiaci visszaesés következtében a 2000-re és 2001-re vonatkozó tőkepiaci adatok kedvezőtlenebb képet mutatnak a közép-kelet-európai tőkepiaci közvetítés mélységéről, mint az 1999 végre vonatkozók. 2000 második negyedévéától a tőkepiac globális szereplői a biztonságosabbnak tekintett befektetések irányába csoportosították át portfóliójukat, csökkentették a térségbe irányuló befektetéseiket, aminek következtében 2001-re mindhárom ország az alacsony jövedelmű országokra jellemző szint közelébe került. Az EMU országaihoz, és különösen a magas jövedelmű országokhoz viszonyítva az elmaradás továbbra is többszörös.

A tőkepiacok méretén kívül azok likviditásának is kiemelkedő fontossága van, hiszen csak a kellően likvid tőkepiacok képesek mobilizálni a gazdaságba bevont tőkét. A tőkepiacok likviditásának mérésére két általánosan elfogadott mutatót szoktak használni: a

8. ábra

A magyar, cseh és lengyel GDP-arányos tőkepiaci kapitalizáció nemzetközi összehasonlításban



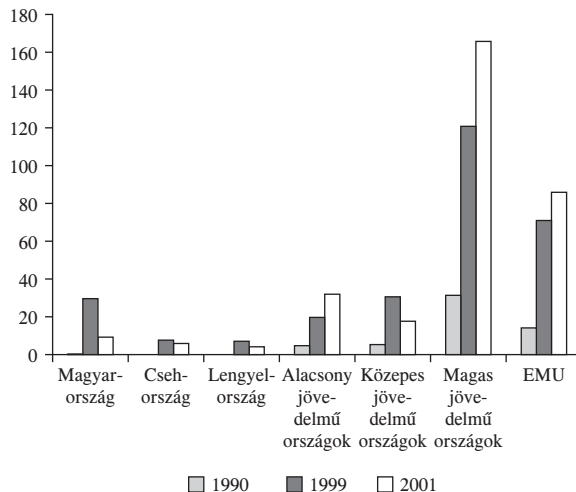
Forrás: World Bank [2002].

tőkepiaci kereskedés forgalmát 1. a gazdaság méretéhez (kereskedett mennyiség/GDP) és 2. a tőkepiac méretéhez (kereskedett mennyiség/piaci kapitalizáció) viszonyítja. Nyilvánvaló, hogy a kétféle likviditási mutató teljesen eltérő képet mutat a kicsi, de viszonylag likvid piaccal rendelkező országok esetében. A kétféle tőkepiaci likviditási mutató alakulását szemlélteti a 9. és a 10. ábra.

A három ország közül a tőkepiacok likviditása tekintetében is Magyarország mutatja a legkedvezőbb képet. Magyarországon a kilencvenes években párhuzamosan lehetett megfigyelni a tőkepiac kapitalizációjának és likviditásának növekedését, aminek hatására 1999-

9. ábra

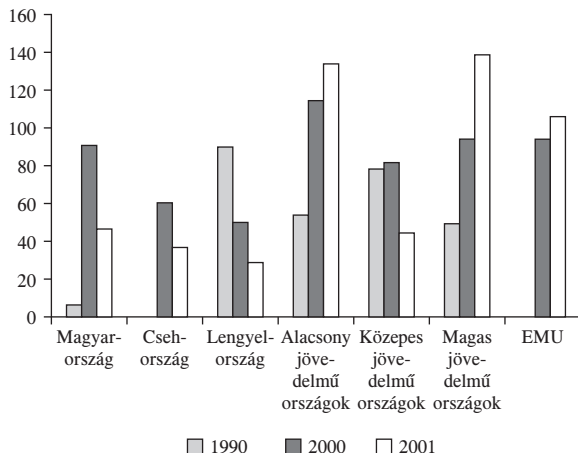
A magyar, cseh és lengyel GDP-arányos tőkepiaci forgalom nemzetközi összehasonlításban



Forrás: World Bank [2002].

10. ábra

A magyar, cseh és lengyel tőkepiaci forgalom a piaci kapitalizáció arányában, nemzetközi összehasonlításban



Forrás: World Bank [2002].

re a GDP-arányos likviditás elérte a közepes jövedelmű országokra jellemző szintet, a piac terjedelméhez viszonyított likviditás pedig elérte a nemzetközileg szokásos mértéket. Ekkor Csehországban és Lengyelországban az alacsony kapitalizáció alacsony likviditással társult. A régióra jellemző visszaesés a tőkepiacok likviditása terén is megmutatkozott: 2001-re, illetve 2002-re a magas jövedelmű, illetve az EU-országok tőzsdéinek további növekedése mellett a kockázatosabb régiókba irányuló likviditás a közepes jövedelmű országok felől az alacsony jövedelmű országok irányába rendeződött át.

A pénzügyi közvetítés mélyülésének szükségessége

Ahogy a banki közvetítés mélységének elemzésekor említettük, a pénzügyi eszközök pénzügyi intézmények közötti megoszlása alapján mindhárom ország a banki alapú közvetítéssel jellemezhető országok közé sorolható. A közvetítés mélységére vonatkozó adatok áttekintése azonban leginkább egy „sem banki, sem piaci” típusú közvetítőrendszer képét rajzolja ki. Mindhárom ország esetében elmondható, hogy mind a banki, mind a tőkepiaci közvetítés tekintetében számottevően elmaradnak a mércéül állított EMU-országokra, illetve a fejlett országokra jellemző szinttől.

A cikk első részében a gazdasági növekedés és a pénzügyi közvetítés mélysége közötti kapcsolatot elemeztük. Az ott leírt megállapítások vélhetően érvényesek a három ország bankrendszerére is. Amennyiben a fejlett pénzügyi közvetítőrendszer, a banki és tőkepiaci közvetítés nagyobb mélysége egyértelmű pozitív hatással van a termelékenység alakulására, a három ország esetében is fontos és a fejlődéshez elkerülhetetlen, hogy a jövőben a pénzügyi közvetítés lényegesen mélyebbé váljon. Amennyiben azt is elfogadjuk, hogy a pénzügyi közvetítés mélységének kiinduló szintje a következő időszak gazdasági növekedésének jó előrejelzője, akkor azt is tudomásul kell vennünk, hogy ha nem következik be a közvetítés nagyarányú mélyülése, akkor a gazdasági növekedés trendjének törvényszerűen alacsonyabbnak kell lennie, mint a közvetítés mélyülése mellett kialakuló trend.

Ezekben az országokban a pénzügyi közvetítés mélyülésének lehetősége is csak a kilencvenes évek közepétől, a transzformációs válság lezajlását követően alakult ki. Az

5. ábrán különösen Magyarország esetében figyelhető meg a transzformációs válság és a banki közvetítés közötti szoros kapcsolat, 1990 és 1995 között a közvetítés mélysége folyamatosan csökken, majd 1996-tól lassú növekedésnek indul. Lengyelország esetében – ahogy már említettük – a nyolcvanas évek elhúzódó válsága, az alacsony bázis miatt az átalakulás nem járt együtt a közvetítés mélységének átmeneti visszaesésével, a hitelállomány kilencvenes évek közepén meginduló növekedése azonban markánsabb a magyarországinál.

A három ország gazdasági felzárkózásához elengedhetetlen, hogy a jövőben a hitelezés gazdaságban betöltött szerepe szignifikánsan megnöjön, hitelezési boomként jellemezhető időszak alakuljon ki. Az ilyen időszakok azonban a pénzügyi rendszer stabilitása szempontjából különösen érzékeny periódusok, hiszen a túlzott hitelexpanzió mint a pénzügyi válságok utólagosan (*ex post*) azonosított egyik fontos indikátora, a legtöbb pénzügyi válságot elemző publikációban megjelenik.¹⁸

A hitelezési boomok és a rendszerszintű bankválságok. A hitelezési boomok és a rendszerszintű bankválságok közötti kapcsolat vizsgálatát tűzte ki céljául *Gourinchas-Valdés-Landerretche* [2001] is. Hitelboomnak tekintik, ha az üzleti hitelek GDP-hez viszonyított aránya egy bizonyos meghatározott küszöbértéknél jobban eltér a mutatónak az adott országra jellemző trendjétől. Az eltérést abszolút és relatív értelemben is vizsgálják.¹⁹ Bankválságnak pedig azokat az eseményeket tekintik, amelyeket *Caprio-Klingebiel* [1997], illetve *Lindgren-Garcia-Saal* [1996] bankválságként definiál. Azt vizsgálják, hogy vajon a bankválságok bekövetkezésének valószínűsége a hitelezési boomokat megelőző, követő vagy azoktól független, „nyugodt” periódusokban a nagyobb. Összesen 91 ország 1960 és 1996 közötti adatait vonták be elemzésükbe. Megállapításai a következők: 1. A bankválságok hitelezési boomokat követő bekövetkezésének valószínűsége nem túl magas. *Lingreen-Garcia-Saal*-szerzőhármás adatait vizsgálva 9,5 és 13,9 százalék, míg *Caprio-Klingebiel*-szerzőpáros adatai alapján 12,7 és 21 százalék között mozog. 2. Bár annak a valószínűsége, hogy a bankválság a hitelboomot követő két éven belül következik be, valamivel nagyobb, mint annak, hogy egy „nyugodt” periódusban, a valószínűség megnövekedése gyakran statisztikailag nem szignifikáns. Vagyis egyáltalán nem állapítható meg, hogy a bankválságok a hitelezési boomok egyenes következményei lennének, a legtöbb hitelezési expanziós periódust nem követi bankválság. Az elemzés külön vizsgálja Latin-Amerikát, ahol az 1990-es években különösen nagyarányú volt a hitelexpanzió. Ellentétben a teljes mintára jellemző megállapításokkal, a hitelboom számottevően megnövelte Latin-Amerika országainak bank- és valutaválságokkal szembeni sebezhetőségét. A mintában szereplő latin-amerikai hitelboomok az országok pénzügyi rendszerének deregulációja, a tőkeáramlások liberalizálása, nagyarányú tőkebeáramlás és sikertelen árfolyam alapú stabilizációs programok időszakában következtek be. Valószínűsíthető, hogy ennek következménye, hogy ebben a térségben a hitelboomokat követő bank-, illetve valutaválságok valószínűsége két-háromszorosa a többi térségre jellemző értékeknek.

A hitelezési expanzió és a bankválságok közötti kapcsolat áttekintése azt sugallja, hogy bár a hitelezési aktivitás gyors növekedése egyike azoknak a tényezőknek, amelyek gyakorta hozzájárulnak a bankrendszerek sebezhetőségéhez, egyértelmű oksági, válsággeneráló kapcsolatról semmiképpen sem beszélhetünk. A rendszerszintű bankválságok mindig több tényező együttes jelenlétével magyarázhatók, és e tényezők köre és kombinációi az eddigi válságok tapasztalatai alapján válságról válságra számottevően változnak.

Valószínűsíthető, hogy az empirikus elemzések eredményeképpen kialakított indikátorok sokkal inkább alkalmasak a pénzügyi, illetve bankrendszerek stabilitásának, illetve sebezhetőségének megítélésére, semmint a válságok előrejelzésére. Le kell azonban szögezni, hogy az indikátorok alapján sebezhetőnek mutatózó rendszerek egyáltalán nem biztos, hogy válság előtti állapotban

¹⁸ A bankválság-események elemzésén alapuló, a válságokat előrejelző indikátorok azonosítására irányuló törekvéseknek széles körű irodalma van. Néhány ezek közül: *Kaminsky-Reinhardt* [1999]; *Demirgüç-Kunt-Detragiache* [1998]; *IMF* [2000]. Részletesebb szakirodalmi összefoglaló található: *IMF* [2000], *Bell-Pain* [2000], *Hawkins-Klau* [2000], illetve *Móri* [2000].

¹⁹ A relatív eltérés esetében a trendhez viszonyított hitelezési többletet a bankszektor méretéhez viszonyítják, míg az abszolút eltérés esetében magához a GDP-hez.

vannak. A sebezhetőség kimutatható előfeltétele, de nem kimutatható egyértelmű kiváltó oka a válságnak. Jól illusztrálja ezt a megállapítást például a *Hawkins–Klau* [2000] által konstruált sebezhetőségi indexek²⁰ vizsgálata. A bankrendszer sebezhetőségi indexét öt összetevőből konstruálták meg. Ezek: a belföldi bankhitelek növekedése, a nemzetközi bankokkal szembeni eladósodottság (közvetlen vállalati, illetve a hazai bankokon keresztül) növekedése, a bankszektor nemzetközi bankokkal szembeni eladósodása a belföldi hitelhez viszonyítva, a reálkamatláb, illetve a vezető hazai bankoknak a nemzetközi minősítő cégek által meghatározott átlagos minősítése. A bankszektor sebezhetőségi indexét ezután megvizsgálták az elemzésben szereplő 24 fejlődő ország 1996. és 1997. végi, illetve 1998. negyedéves adatain. Az indexek jónak tekinthetők abból a szempontból, hogy jelzik a később válságba került ázsiai országok sebezhetőségét, míg nem jeleznek sebezhetőséget a válság idején stabilnak bizonyuló ázsiai bankrendszerek esetében. Nem jelzik viszont előre a brazil és orosz válságokat, és néhány ország esetében nagyon nagy sebezhetőséget jeleznek olyankor, amikor a későbbiekben nem következett be válság. Így például Magyarország esetében az 1996-ra vonatkozóan még alacsony indexek 1998. harmadik és negyedik negyedévére kiugróan magas, az ázsiai válságországok válság előtti szintjét elérő, illetve meghaladó – 10 fokozatú skálán mérve 9-es, illetve 8-as – értékeket vesznek föl.

A három országban a banki közvetítés mélyülésének folyamata azért is érdemel különös figyelmet, mert a bankrendszer piacgazdasági standardok szerinti átalakítása is csak a rendszerváltást követően kezdődött meg, és – az elért hatalmas fejlődés ellenére – a mai napig nem tekinthető teljesnek. Ezt illusztrálja például, hogy az – EBRD értékelése szerint legfejlettebb, leginkább a piaci normák szerint szabályozott – magyar bankszektorra is csak 2004-től lép érvénybe a bankok konszolidált beszámolási kötelezettsége, ami nagyban nehezíti az átláthatóságot és a kockázatok pontos felmérését.

Összességében a gazdaságpolitikával szemben – a pénzügyi szektor gazdasági növekedést támogató funkciójára való tekintettel – kettős követelmény határozható meg. Egyrészt a gazdaságpolitikának támogatnia kell a pénzügyi intézményi rendszer fejlődését, nemzetközi standardok szerinti működését. Ennek legfőbb útja a működés sajátosságainak, kockázatainak minél jobb megismerését elősegítő szakmai konzultációk folytatása, publikációk közzététele,²¹ illetve a pénzügyi intézményi rendszerre vonatkozó nemzetközi standardok minél teljesebb körű alkalmazása.²² Másrészt a gazdaságpolitikának támogatnia kell a gazdaság monetizáltságának erősödését. Ezt minden olyan intézkedés elősegíti, ami a piacgazdasági viszonyokat fejleszti, ami a gazdaságpolitika eszköztárának alkalmazása során közbeiktatja a pénzügyi kapcsolatokat és ösztönzőket, és nem épít a közvetlen beavatkozási mechanizmusok eszköztárára.

Hivatkozások

- ÁRVAI ZSÓFIA [2002]: A banki közvetítés mélysége. *Közgazdasági Szemle*, 7–8. sz.
 BECK, T.–DEMIRGÜCK-KUNT, A.–LEVINE, R. [1999]: A New Database on Financial Development and Structure. *World Bank Working Papers*, No. 2146.

²⁰ *Hawkins–Klau* [2000] háromféle sebezhetőségi indexet konstruáltak: a külső sebezhetőségét, a valuta árfolyamára nehezedő nyomás indexét, illetve a bankrendszer sebezhetőségi indexét. A témából következően itt csak az utóbbival foglalkozunk.

²¹ Jól szolgálja ezt a célt például a Magyar Nemzeti Bank félévente megjelenő kiadványa, a Jelentés a pénzügyi stabilitásról, vagy az IMF által kezdeményezett FSAP (*Financial Sector Assessment Program*) keretében készített FSSA (*Financial System Stability Assessment*) és ROSC (*Report on Observance of Standards and Codes*) jelentések.

²² A Pénzügyi Stabilitási Fórum 12 olyan nemzetközi alapelvet határozott meg, amelyeknek való megfelelés a stabil pénzügyi rendszerek működésének alapvető feltétele. Ezek közé tartoznak például a hatékony bankfelügyeletre, a biztosításfelügyeletre, az értékpapír-piaci szabályozásra vagy a fizetési rendszerek biztonságos működésére vonatkozó alapelvek.

- BECK, T.–LEVINE, R.–LOAYZA, N. [1999]: Finance and the Sources of Growth. World Bank, Policy Research, Working Paper, 2057. február.
- BELL, J.–PAIN, D. [2000]: Leading Indicator Models of Banking Crises – a critical review. Bank of England Financial Stability Review, december.
- CAPRIO, G.–KLINGEBIEL, D. [1997]: Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy or Bad Banking? Megjelent: *Bruno M.–Pleskovic, B.* (szerk.): Annual World Bank Conference on Development Economics, 1996.
- DEMERGÜC-KUNT, A.–DETRAGIACHE, E. [1998]: The determinants of Banking Crises in Developing and developed Countries. IMF Staff Papers, Vol. 45. No. 1.
- DIAMOND, D. W. [1984]: Financial Intermediation and Delegated Monitoring, Review of Economic Studies, július.
- GOURINCHAS, P.–O.–VALDÉS, R.–LANDERRETICHE, O. [2001]: Lending Booms: Latin America and the World. NBER Working Paper, 8249. április.
- HAWKINS, J.–KLAU, M. [2000]: Measuring Potential Vulnerabilities in Emerging Market Economies. BIS Working Paper No. 91.
- HICKS, J. [1969]: A Theory of Economic History. Clarendon Press, Oxford.
- IMF [2000]: Macprudential Indicators of Financial System Soundness. Occasional Paper, 192.
- JACKSON, P.–NICKELL, P.–PERRAUDIN, W. [1999]: Credit Risk Modelling. Bank of England, Financial Stability Review, június.
- KAMINSKY, G.–REINHARDT, C. [1999]: Twin Crises: Causes of Banking and Balance of Payments Problems. American Economic Review, június.
- KING, R. G.–LEVINE, R. [1993a]: Finance and Growth: Schumpeter might be Right. Quarterly Journal of Economics, CVIII.
- KING, R. G.–LEVINE, R. [1993b]: Finance, entrepreneurship, and growth. Journal of Monetary Economics, 32.
- LEVINE, R. [1997]: Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. Journal of Economic Literature, június.
- LEVINE, R. [2001]: Finance and Growth: Implications and Determinants. World Bank Presentations on Growth, frissítve: 2001. június 11. www.worldbank.org.
- LEVINE, R.–LOAYZA, N.–BECK, T. [2000]: Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. Journal of Monetary Economics, 46.
- LEVINE, R.–ZEVOS, S. [1996]: Stock Markets, Banks and Economic Growth, World Bank Policy Research Working Papers.
- LINDGREN, C.–J.–GILLIAN, G.–SAAL, M. [1996]: Bank Soundness and Macroeconomic Stability. IMF, Washington.
- MÉRŐ KATALIN [2002]: A pénzügyi közvetítés mélysége és a prociklikusság. Megjelent: *Horváth Edit–Mérő Katalin–Zsámboki Balázs*: Tanulmányok a bankszektor tevékenységének prociklikusságáról. MNB Műhelytanulmányok, 23. sz.
- MÓRÉ CSABA [2000]: Bankválságok okai és indikátorai. Bankszemle, 11–12. sz.
- ROUSSEAU, P. L.–SYLLA, R. [2001]: Financial Systems, Economic Growth and Globalization. NBER Working Papers, No. 8323. június.
- ROUSSEAU, P. L.–WACHTEL, P. [1998]: Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries. Journal of Money, Credit and Banking. Vol 30.(4) 657–678. o.
- SCHUMPETER, J. A. [1980]: A gazdasági fejlődés elmélete. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- THIEL, M. [2001]: Finance and economic growth – review of theory and the available evidence. Economic Papers, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, július.
- TSURU, K. [2000]: Finance and Growth, Some theoretical consideration, and a review of empirical literature. OECD Economic Department, Working Papers, No.228.
- WAGNER, N.–IAKOVA, D. [2001]: Financial Sector Evolution in the Central European Economies: Challenges in Supporting Macroeconomic Stability and Sustainable Growth. IMF Working Papers, 01/141.
- WORD BANK [2002]: World development indicators. Word Bank, Washington.