

## A pénzügyi közvetítés struktúrájának változásai – a kelet-közép-európai régió speciális fejlődése a nemzetközi és európai folyamatok tükrében

BETHLENDI ANDRÁS – MÉRŐ KATALIN

*A cikk azt elemzi, hogy hogyan változott a pénzügyi közvetítő rendszer struktúrája globálisan, Európában, valamint a kelet-közép-európai régió azon országaiban, amelyek 2004-ben csatlakoztak az Európai Unióhoz, vagyis a Cseh Köztársaság, Magyarország, Lengyelország, Szlovákia és Szlovénia (a továbbiakban: KKE5) esetében a 2004–2016 közötti időszakban. Ennek keretében két fő területre fókuszál: a bankok és a pénz- és tőkepiacok közötti strukturális eltolódások és összefonódások jellemzőire, valamint az árnyékbankrendszerek mértékére és sajátosságaira. Főbb megállapításai a következők: a banki pénzügyi közvetítés terjedelme tekintetében a Cseh Köztársaság, Lengyelország és Szlovákia esetében a 2000-es években megkezdődött konvergencia folytatódott a 2010-es években. Ez a folyamat azonban Magyarország és Szlovénia esetében megtorpant. A tőkepiaci közvetítés terjedelmén belül különösen a kötvénypiacok tekintetében nagyon nagy a régió elmaradása. A KKE5-országok esetében a bankok és a pénz- és tőkepiacok erősödő összefonódását, vagyis a piaci alapú bankolás felé való elmozdulást nem tudtuk kimutatni a válságot követő években. Az árnyékbankrendszer terjedelme a régióban jelenleg alacsony, intézményi jellegzetességeiben is különbözik a fejlett országokétól. Míg a fejlett országok esetében az árnyékbankrendszer legfontosabb intézményei a nem pénzpiaci befektetési alapok, addig a kelet-közép-európai régióban az árnyékbankrendszeri kockázatok inkább a pénzügyi vállalkozások (hitelező, lízing- és faktoringcégek) között keresendők.*

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G20, G21, G23.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2020.64.3-4.45>

---

*Bethlendi András*, egyetemi docens, BME Gazdaság és Társadalomtudományi Kar, Pénzügyek tanszék. E-mail: [bethlendi@finance.bme.hu](mailto:bethlendi@finance.bme.hu)

*Mérő Katalin*, egyetemi docens, Budapesti Gazdasági Egyetem, Pénzügy tanszék. E-mail: [Mero.Katalin@uni-bge.hu](mailto:Mero.Katalin@uni-bge.hu)

Az 1990-es években a szakirodalom a pénzügyi közvetítés fejlődésének két markánsan elkülöníthető útját azonosította és elemezte, a *banki alapú* és a *tőkepiaci alapú pénzügyi közvetítő rendszereket*. A *banki alapú rendszerekben* – ahogy a neve is mutatja – a pénzügyi közvetítés jellemzően a bankokon keresztül történik, a lakosság kockázatvállalási hajlandósága alacsony, szívesen tartja a pénzét bankbetétben és nem kockázatosabb tőkepiaci eszközökben. Ennek megfelelően a vállalkozások finanszírozásában is a bankoké a főszerep, a kötvények és részvények kibocsátásának kisebb a szerepe. A *piaci alapú közvetítő rendszerű országokban* a lakosság kockázatvállalási hajlandósága nagyobb, az alacsonyabb kamatozású bankbetétekkel szemben előnyben részesítik a magasabb hozamú befektetési eszközöket. Ezekben az országokban a vállalkozások finanszírozásában is nagyobb a szerepe a piaci értékpapír-kibocsátásoknak, a bankok vezető szerepe inkább a lakossági és a kis- és középvállalati finanszírozásban dominál. A banki alapú közvetítéssel rendelkező országok iskolapéldája Ausztria, Németország és Japán, míg a piaci alapúaké az USA és az Egyesült Királyság. Ebben az időszakban számos mű született, amelyek átfogóan elemezték és hasonlították össze a kétféle rendszert (*Allen–Gale, 2000; Beck et al., 1999; Boot–Thakor, 1997; Demirguc-Kunt–Levine, 1999*) vagy olyan speciális kérdésekre keresték a választ, hogy a pénzügyi közvetítés struktúrája hogyan hat a reálszférára (*Thakor, 1996*), milyenek a kétféle rendszer jóléti hatásai (*Allen–Gale, 1995*), miben különbözik a kétféle rendszer a kockázatok időbeni kezelésében (*Allen–Gale, 1997*), egyáltalán lehet-e arról beszélni, hogy valamelyik rendszer „jobb” a másiknál, különösen a gazdasági növekedést támogató funkciójukban (*Levine, 2002*).

A pénzügyi közvetítő rendszerek típusait elemző tanulmányok jellemzően a hagyományos, vagyis a hiteleket nyújtó és azokat a lejáratukig a bank portfóliójában tartó bankmodelleket és a tőkepiacokon keresztüli finanszírozási formákat vizsgálták és hasonlították össze. Ugyanakkor *Allen–Santomero [2001]* rámutattak arra, hogy az a különbség, ahogy a kétféle rendszerben a kockázatok időbeni lefutását kezelik a pénzügyi közvetítők,<sup>1</sup> az a nem banki pénzügyi közvetítők által támasztott verseny hatására – nemcsak a piaci alapú közvetítő rendszerű országok esetében – az

<sup>1</sup> Ahogy azt *Allen és Gale [1997]* bemutatja, a banki közvetítő rendszerű országokban a bankok képesek voltak a kockázatokat időben simítani, mert a nem banki pénzügyi közvetítők támasztotta verseny nem volt számukra éles, a betétesek beérték az alacsony, de biztos betéti kamatokkal. A piaci közvetítéssel rendelkező országokban ez a verseny azonban jellemzően sokkal erősebb, így a bankoknak is magasabb hozamokat kell fizetniük a forrásaikért, ami ellehetleníti a kockázatok időbeni simítását. Ha a hagyományosan banki közvetítésű országokban is megnő a betétesek kockázatvállalási hajlandósága és ezzel együtt hozamelvárása, akkor a bankok a továbbiakban már nem képesek a kockázatok időszakok közötti simítására.

1980-as évekre fenntarthatatlanná vált. Ennek eredményeként a bankbetétek aránya úgy az USA-ban, mint Európában, különösképpen Franciaországban, a lakossági megtakarításokon belül folyamatosan hanyatlott. Ez nem jelentette azt, hogy a bankok gazdaságban betöltött szerepe csökkent volna, hanem abban nyilvánult meg, hogy a banki források egyre nagyobb része származott a piacokról, vagyis a pénzügyi közvetítés láncja meghosszabbodott: az intézményi befektetők<sup>2</sup> egyre dominánsabbá váltak a lakossági források gyűjtésében és ezen források egy részéből a bankok által a piacokon kibocsátott kötvényeket vásároltak, és így forrásoldalon beékelődtek a megtakarítók és a bankok közé (*Schmidt et al., 1999*).

Ezzel egyidejűleg – eredendően a piaci alapú pénzügyi közvetítéssel rendelkező országokban – megkezdődött a hitelek értékpapírosítása. Ahogy azt *Allen–Santomero* [2001, 277. o.] bemutatja, az 1990-es évek közepére az USA-ban már a jelzáloghitelek több mint 40 százalékát értékpapírosították és adták el piaci szereplőknek, jellemzően intézményi befektetőknek. Vagyis a pénzügyi közvetítés láncolata még tovább hosszabbodott, a piaci befektetők nemcsak a bankok forrásainak, hanem eszközeinek vásárlójaként is megjelentek.

A folyamat fejlődésével a 2000-es évek elejére kialakult az értékpapírosításon alapuló bankmodell, az úgynevezett *keletkeztető és szétosztó bankmodell*. Ebben a modellben a bankok nem tartják lejáratig a hiteleiket, hanem azokat értékpapírosítják, és az így létrehozott értékpapírokat eladják a pénzügyi piacokon. Az értékpapírosítás és a hitelek eladása különösen a kis- és középvállalatok és a lakossági hitelek esetében vált gyakorlattá, hiszen ezek azok a szegmensek, ahol az értékpapír-kibocsátás mint finanszírozási forma nem áll eredendően rendelkezésére a hitelfelvevőknek. A folyamat leginkább az USA jelzáloghitelezési piacán vált általános üzleti modellé, azon belül is ez adott lehetőséget a subprime hitelezés gyors növekedésének és alapját jelentette a globális pénzügyi válság kialakulásában döntő szerepet játszó subprime válságnak (*Bord–Santos, 2012; Fabozzi–Kothari, 2008; Király et al., 2008; Purnanandam, 2011*).

Bár az értékpapírosítás az európai piacokon is általános gyakorlattá vált, elterjedtsége messze elmaradt az USA-ra jellemző mértéktől, hiszen a kontinentális Európában a jelzáloghitelezés finanszírozásának történetileg eltérő útja, a bankok által kibocsátott jelzálogkötvényen (covered bond) keresztüli finanszírozás fejlődött ki. A jelzálogkötvény-kibocsátás is a banki és piaci tevékenység összefonódását jelenti, ennek keretében azonban nem kerül sor a hitelek értékesítésére, azok a banki

<sup>2</sup> Befektetési alapok, nyugdíjpénztárak, életbiztosítók.

portfólióban maradnak. Európában a jelzálogkötvények a bankok stabil, hosszú lejáratú finanszírozást biztosító forrásai közé tartoznak. Kockázati profilját tekintve a jelzálogkötvény alacsonyabb kockázatú, egyszerűbb és áttekinthetőbb, mint az értékpapírosítás keretében létrehozott kötvények, mert a kötvénykibocsátás során nem kerül sor az eredeti hitelportfóliót jellemző kockázatok átstrukturálására. Európában a 2000-es években a jelzálogkötvények kibocsátása dinamikusan nőtt (European Commission, 2017). Ugyanakkor számos európai országban a bankok a jelzálogkötvények mellett jelentős mértékben egyéb forrásból is finanszírozzák a jelzáloghiteleket. Ezek a jelzáloghitelek, illetve más típusú hitelek is potenciálisan értékpapírosítással vagy más módon alanyai lehetnek a piacokról való bonyolultabb konstrukciójú finanszírozásnak. Ennek egyik példája a válság előtti magyarországi devizahitelezés, ahol a devizahitelek forrását devizaswapokkal biztosították a bankok. Vagyis a 2000-es évekre a bankok pénzügyi közvetítő szerepe – úgy az USA-ban, mint Európában – a banki eszközök és források tekintetében egyaránt átalakult: eszközoldalon a bankok egyre kevésbé tartották lejáratig az általuk nyújtott hiteleket, míg forrásoldalon egyre inkább piaci forrásokra támaszkodtak a bankbetétek helyett.

*A keletkeztető és szétosztó modellben* a bankok hitelezési kapacitása jelentősen megnőtt, hiszen egyrészt az értékpapírosítással eladott hitelek mögé csak minimális mértékű banki tőkére volt szükség, másrészt a hagyományos banki forrásokat a jóval nagyobb mértékben rendelkezésre álló pénz- és tőkepiaci források váltották ki. Ugyanakkor, mivel az értékpapírosított hitelek finanszírozásához nincs szükség bankbetétekre, a folyamat a bankok nélkül is működőképes volt: nem banki hitelező vállalkozások is ugyanúgy képesek váltak arra, hogy az értékpapírosítással rendelkezésre álló forrásokra támaszkodva egyre több hitelt nyújtsanak és értékesítsenek. A folyamat eredményeként kialakult az ún. árnyékbankrendszer, ami a hitelezés-értékpapírosítás-hiteleladás sokszereplős komplex folyamatának kialakulását eredményezte (Adrian–Shin, 2010; Pozsar et al., 2012).

A bankok keletkeztető és szétosztó modelljének kialakulása és az árnyékbankrendszer kiépülése jelentősen átalakította a pénzügyi közvetítés intézményi rendszerének struktúráját, és megkérdőjelezte a korábbi két típus elkülönítésének relevanciáját is. A bankok és a piacok, valamint az árnyékbankrendszer nem banki szereplői az új rendszerben sokkal erősebben összefonódtak a korábbiaknál. Az értékpapírosítással a piaci alapú rendszerekben is széles körben hozzáférhetővé váltak a hitelek, és a banki alapú rendszerekben is megfigyelhetővé vált az értékpapírosítás elterjedése, hiszen a kisebb tőkekövetelmény komoly versenyelőnyt jelentett az értékpapírosítással eladott hitelezés számára a hagyományos, lejáratig tartott hitelek-

kel szemben. A hitelek értékpapírosításával a hagyományos betétgyűjtő és hitelező bankok szerepe háttérbe szorul, a bankok és az árnyékbankrendszer szereplői egyszerűen váltak szereplőkké a banki termékek és az értékpapírok piacán, a banki alapú és a piaci alapú pénzügyi közvetítés a pénzügyi közvetítés struktúrájának alaptípusaiként egyre kevésbé válnak elkülöníthetővé. Ezért hívja *Hardie et al.* [2013] hamis dichotómiának a banki és piaci alapú közvetítő rendszerek megkülönböztetését a pénzügyi közvetítés mai intézményi kereteinek elemzésére, és amellet érvel, hogy a piaci alapú banktevékenység („market-based banking”) elterjedtségének foka jobban mutatja, hogy a pénzügyi közvetítés struktúráját milyen mértékben jellemzi a hagyományos banki, illetve a piaci alapú tevékenység. Értelmezésükben a piaci alapú banktevékenység fogalma egyaránt lefedi a kereskedelmi bankokat és egyéb pénzügyi közvetítőket (ide tartozhatnak például a befektetési bankok)<sup>3</sup> – amiket párhuzamos bankoknak hívnak –, amelyek nem a mérlegükben tartják a nyújtott hiteleket, hanem a hitelek piacán értékesítik azokat, akár úgy, hogy eleve értékpapírosítják azokat, akár pedig úgy, hogy eladják az értékpapírosítást végző árnyékbankoknak.

A keletkeztető és szétosztó bankmodell és az árnyékbankrendszer elterjedése nagyban hozzájárult azoknak a kockázatoknak a felépüléséhez, amelyek a 2007-től kialakuló nemzetközi pénzügyi válsághoz vezettek (de Larosiere Group, 2009; FSA, 2009), így a válságot követően a pénzügyi közvetítés strukturális elemzése új lendületet kapott. Globális szinten a Pénzügyi Stabilitási Testület (Financial Stability Board, FSB), míg európai szinten az Európai Rendszerkockázati Testület (European Systemic Risk Board, ESRB) publikál rendszeresen a pénzügyi közvetítő intézmények, ezen belül is az árnyékbankrendszer tevékenységére fókuszáló jelentéseket. A válságot követően a válság tanulságai alapján a bankok és a pénzügyi piacok működésére vonatkozó szabályozás megújítása egyaránt célozta a keletkeztető és szétosztó bankmodell szabályozását, valamint a bankok hagyományos és piaci tevékenységének elkülönítését. Az előbbi vonatkozásában részleges eredményként könyvelhető el az értékpapírosításra és a minősítő cégek működésére vonatkozó szabályok bevezetése az EU-ban, míg az utóbbit az ún. strukturális reformokra vonatkozó javaslatok vették célba. Ezek lényege a bankok betétgyűjtő és piaci tevékenységének elkülönítése (az ún. ring-fencing), vagyis annak biztosítása, hogy a bankok a tőkepiaci kockázatokat ne a betéteseik pénzéből vállalják. A strukturális szabályozásra vonatkozó szabályozási javaslatait azonban az EU 2018-ban visszavonta azzal az indoklással, hogy részben nem sikerült a témában való megegyezés terén

<sup>3</sup> A befektetési bank (investment bank) az európai fogalomhasználat szerint nem bank, hanem befektetési vállalkozás, mert nem betétgyűjtő intézmény.

előrelépni, részben pedig a menet közben megszületett szabályozási lépések – különösen a Bankunió létrehozása – okafogyottá is tették a korábban javasolt strukturális szabályokat.<sup>4</sup>

A pénzügyi közvetítés strukturális átalakulásának széles körű elemző szakirodalma szinte egyáltalán nem foglalkozik a kelet-közép-európai országok pénzügyi közvetítő rendszerének strukturális átalakulásával. A banki vs. piaci közvetítő rendszer dichotómiáját használva a régió országai a 2000-es évek elején még egyértelműen a banki alapú pénzügyi rendszerrel bíró országok közé tartoztak, miközben úgy bankrendszerük, mint tőkepiacaik fejlettsége messze elmaradt még a közepes jövedelmű országokra jellemző átlagos szinttől is (*Mérő, 2003*).

Ebben az írásban azt elemezzük, hogyan változott a pénzügyi közvetítő rendszer struktúrája globálisan, illetve Európában, valamint a csatlakozást követően a kelet-közép-európai régió azon országaiban, amelyek 2004-ben csatlakoztak az Európai Unióhoz, vagyis a Cseh Köztársaság, Magyarország, Lengyelország, Szlovákia és Szlovénia (KKE5) esetében. A következő kérdésekre keressük a választ: Kimutatható-e az EU-hoz való konvergencia az öt ország pénzügyi közvetítésének szintjében és struktúrájában? Megmaradt-e a pénzügyi közvetítő rendszerük alapvetően banki jellege? Mennyire jellemzi a bankok tevékenységét a piacokkal való összefonódás az eszközök (értékpapírosítás), illetve a források (nem betéti forrásgyűjtés) vonatkozásában? Ennek tükrében beszélhetünk-e piaci alapú bankolásról a régióban? Megfigyelhető-e az árnyékbankrendszer megjelenése, ha igen, milyen formában és mértékben, illetve milyen szerepet tölt be az érintett országok pénzügyi közvetítő rendszerében? Vannak-e olyan speciális, a régióra jellemző folyamatok, amelyek eredményeként a pénzügyi közvetítés strukturális átalakulása más mintázatot követ, mint a nemzetközileg jellemző, illetve az európai folyamatok?

A cikk felépítése a következő. Először a pénzügyi közvetítés strukturális átalakulásának két legmarkánsabb folyamatát: a banki és a piaci alapú pénzügyi közvetítő rendszerek fejlődését és a piaci alapú banktevékenység kibontakozását, valamint az árnyékbankrendszer tevékenységének kialakulását elemezzük. Ezek után a KKE5-országok pénzügyi közvetítő rendszerének strukturális változásait, majd a régió árnyékbankrendszerét tekintjük át. Az utolsó részben következtetéseket fogalmazunk meg és további kutatási irányokat vázolunk fel.

<sup>4</sup> Lásd: <http://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-deeper-and-fairer-internal-arket-with-a-strengthened-industrial-base-financial-services/file-banking-structural-reform>

### A pénzügyi közvetítés struktúrájának főbb változásai

*A banki és piaci alapú pénzügyi közvetítés fejlődési útjai, a piaci alapú bankolás elterjedése*

A piaci alapú pénzügyi közvetítés térnyerése és egyidejűleg a banki és a piaci alapú közvetítő rendszerek konvergenciája az 1980–2000 közötti két évtizedben jól megfigyelhető számos ország pénzügyi közvetítő rendszerének strukturális folyamataiban. A konvergencia fő jellemzője az volt, hogy úgy nyertek jelentős teret a piaci alapú finanszírozási folyamatok a banki alapú finanszírozással szemben, hogy közben a banki tevékenység terjedelme is nőtt. Így az egyre növekvő pénzügyi közvetítési piacból a tőkepiacok a bankoknál gyorsabb ütemben növekedve egyre nagyobb részesedésre tettek szert. Ennek megfelelően a 20. század végére a fejlett országokat folyamatosan bővülő, egyaránt fejlett banki és tőkepiaci pénzügyi közvetítő rendszer jellemezte (*Beck–Demirguc–Kunt–Levine, 1999; Levine, 2002*). A piaci alapú közvetítés növekedésének fő motivációját a bankbetétekhez viszonyítva elérhető magasabb hozam adta, míg a bankok növekedése mögött egyre inkább a magasabb kockázatú tevékenységek és a piaci alapú finanszírozás irányába való elmozdulás állt, ami forrásoldalon a pénz- és tőkepiaci források növekedésében, míg eszközoldalon a hitelek értékpapírosításában nyilvánult meg (*Allen–Gale, 1997; Allen–Santomero, 2001*). A bankok szerepe azonban mindkét intézménytípussal rendelkező országcsoporthoz fontos maradt a kis- és középvállalati, valamint a lakossági hitelezés vonatkozásában, hiszen ebben a két szegmensben a bankhitelnek nem lehetett alternatívája a piaci értékpapír-kibocsátáson keresztüli finanszírozás. Vagyis míg a megtakarítások egyre kevésbé áramlottak a bankokhoz, a kis- és középvállalati és lakossági hitelezésben továbbra is szükség volt a bankokra. Ezt a dilemmát oldotta fel az értékpapírosítás és az ezen alapuló *keletkeztető és szétosztó bankmodell* megjelenése és térnyerése az alapvetően tőkepiaci közvetítéssel rendelkező országokban, vagyis a bankokon belül kiépülő ún. belső árnyékbanki rendszer<sup>5</sup> (*Pozsar és szerzőtársai, 2012*) is támogatta, hogy a tőkepiaci közvetítésű országokban is növekedjen a bankrendszer terjedelme.

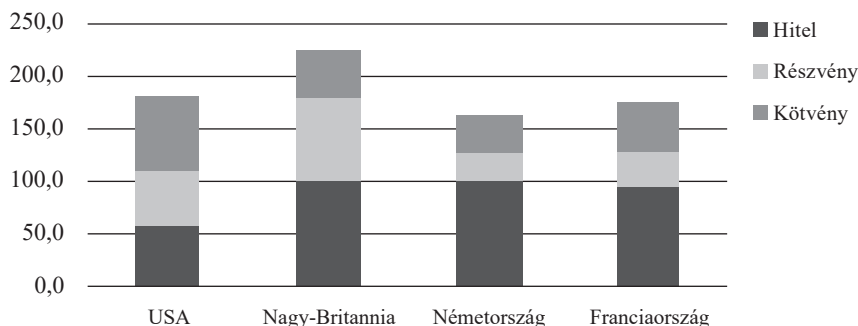
A banki és a piaci finanszírozás egyre erősebb összefonódása és az ennek révén kialakult nehezen áttekinthető struktúrák és egyre nehezebben követhetővé váló kockázatok nagyban hozzájárultak a kockázatosabb ügyfélszegmens irányába való hitelezési aktivitás fokozódásához (az ún. subprime hitelezéshez az USA-ban) és a 2008-as globális pénzügyi válság kialakulásához.

<sup>5</sup> Erről bővebben a következő alfejezetben írunk.

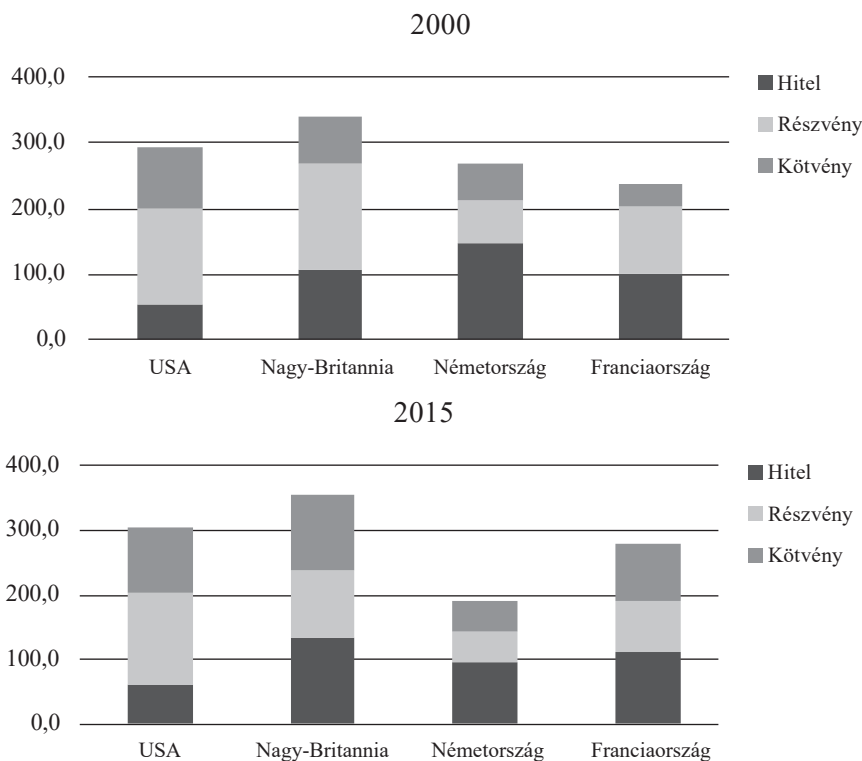
Az 1990-es éveket és a 2000-es évek válság előtti időszakát a pénzügyi közvetítés mélyülésének általános folyamata jellemezte. A válságot megelőző fellendülésnek és az azt követő visszaesésnek ezzel szemben országonként különböző volt a mintázata. Összességében azonban a válság utáni visszarendeződés hatására a pénzügyi közvetítés struktúrájának 2000-re és 2015-re vonatkozó értékei és arányai nagyon közel állnak egymáshoz: nagyságát tekintve a pénzügyi közvetítés (a magánszektor banki hitelállománya és tőkepiaci kapitalizációja alapján) mértékének GDP-arányos nagysága szinten maradt az USA, kicsit nőtt az Egyesült Királyság és Franciaország esetében, míg jelentősen csökkent Németország vonatkozásában. Németország esetében ezt a visszaesést ellensúlyozta a nem banki pénzügyi közvetítés térnyerése. A bankokon és a piacokon keresztüli finanszírozás között sem zajlott le számottevő átrendeződés ebben az időszakban. Vagyis a globális pénzügyi válság nem a banki és piaci struktúrák közötti elmozdulással rendezte át a pénzügyi közvetítés strukturális sajátosságait, hanem sokkal inkább az alapstruktúrák mögött meghúzódó jellemzők változtak meg. Ebben az átalakulásban azonban jelenleg még nem lehet általános irányvonalakat azonosítani: az USA-ban a részvények szerepe nőtt a kötvényfinanszírozással szemben, míg az Egyesült Királyságban és Franciaországban éppen fordítva, a kötvények szerepe nőtt a részvényekhez képest, Németországban pedig gyakorlatilag nem változott a kötvény- és részvényfinanszírozás egymáshoz viszonyított aránya (lásd az 1. ábrát).

*1. ábra*

**A magánszektor banki hitelállománya és tőkepiaci kapitalizációja  
a GDP százalékában  
1990**







*Adatok forrása:* Világbank Pénzügyi struktúrák és fejlettség adatbázisa (<https://databank.worldbank.org/source/global-financial-development>), BIS Adósság típusú értékpapírok statisztikája (<https://www.bis.org/statistics/secstats.htm>) és Világbank Fejlettségi indikátorok adatbázisa (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>).

Hogy ez így alakult, abban nagy szerepe volt annak is, hogy a válságot követően széles körű publicitást kapó strukturális szabályozási reformok egyáltalán nem, vagy bizonyos országokban részlegesen valósultak meg. Az első reformjavaslat 2010-ben az USA-ban fogalmazódott meg az ún. Volcker-szabály formájában, amit 2015-től vezettek be. Ennek keretében<sup>6</sup> bizonyos rövid távú spekulatív tevékenységeket tiltottak meg a betétbiztosítás hatálya alá tartozó bankok számára. Az EU-ban a strukturális reformok az ún. Liikanen Report (Liikanen et al., 2012) alapján a bankok saját számlás kereskedésének tilalmát és a betétgyűjtési és a kereskedési tevékenység elkülönítését (az ún. „ring-fencing”-et) célozták meg. A reformokról az

<sup>6</sup> A Volcker-szabályt technikailag a Dodd–Frank-törvény kiegészítéseként, annak 619. §-aként vezették be.

EU 2013 májusában kezdett konzultációt, majd 2018. július harmadikán visszavonta az erre irányuló javaslatát.<sup>7</sup> Közben néhány EU-tagállamban az EU-szabályozást meg sem várva strukturális reformokat vezettek be. Az Egyesült Királyságban, Németországban, Franciaországban és Belgiumban is a Liikanen Report szellemével összhangban álló szabályozást vezettek be. Ezek a szabályok azonban tekintettel voltak arra is, hogy az EU hagyományosan univerzális bankrendszerében<sup>8</sup> a bankok és a piacok összefonódása nem szüntethető meg teljesen, így a bankok tőkepiaci árjegyzői (market maker) tevékenysége<sup>9</sup> továbbra is megmaradt, ami a saját számlás kereskedés tilalmát erősen kérdőjelessé, a strukturális reformokat pedig gyengévé tette (*Hardie–Macartney, 2016; Spendzharova, 2016*).

Összességében elmondható, hogy a banki és a tőkepiaci pénzügyi közvetítés arányában a válság nem hozott radikális átrendeződést, számos országban a 2010-es évek közepére a banki és a részvénypiaci közvetítés nagyságrendje és egymáshoz viszonyított aránya újra a 2000-es évek elejére jellemző – vagyis a válság előtti fel-futást megelőző – szint közelébe került vissza. Az egyedüli kivétel Németország volt, ahol a nem banki szereplők sokat erősödtek a banki közvetítés csökkenése mellett. Sőt a válságot közvetlenül követő várakozásokkal szemben az értékpapírosítás folyamata sem állt le teljesen, hanem néhány év visszaesést követően új lendületet kapott, bár a kibocsátások értéke jelentősen elmarad a válság előtti évekre jellemző szinttől. Az értékpapírosított pozíciók visszaépülése az USA-ban erőteljesebb, míg Európában gyengébb volt (lásd az *1. táblázatot*).

*1. táblázat*

### Az értékpapírosított ügyletek éves kibocsátása

(Milliárd euró)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Európa*	550	819	424	378	377	258	181	217,0	217	240	236	269
USA	2081	967	1447	1246	1069	1609	1565	1191	1745	1860	1899	1670

\* A teljes európai kontinens, beleértve Oroszországot, Izlandot, Törökországot és Kazahsztánt is.

*Forrás:* AFME Data Snapshot Q3 2019. Letölthető: <https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME%20Securitisation%20Data%20Snapshot%202019%20Q3.pdf>

<sup>7</sup> Lásd: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-supervision-and-risk-management/managing-risks-banks-and-financial-institutions/structural-reform-eu-banking-sector\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-supervision-and-risk-management/managing-risks-banks-and-financial-institutions/structural-reform-eu-banking-sector_en)

<sup>8</sup> Univerzálisnak azokat a bankrendszereket nevezzük, ahol a bankok egyszerre hagyományos banki (betétgyűjtő) és befektetési szolgáltatói tevékenységet is ellátnak.

<sup>9</sup> A tőkepiaci árjegyzők biztosítják a piac likviditását azzal, hogy adott értékpapírokra (amelyek árjegyzői) folyamatosan vételi és eladási ajánlatot is fenntartanak. Ennek keretében megkerülhetetlen, hogy több ügylet is saját számlás kereskedés formájában valósuljon meg.

A banki és a piaci közvetítés közötti viszonylag stabil arányok mögött azonban a banktevékenység folyamatosan erősödő piaci alapúvá válása, illetve a nem banki szereplőknek a hagyományos banki termékek piacára való belépése figyelhető meg, ezért a banki vs. piaci alapú megközelítést *Hardie et al.* [2013] mára már hamis dichotómiának nevezik, és leginkább a bankok piaci tevékenységének mértékében látják a különbséget a bankrendszerek strukturális jellemzői között. Ahogy arra rámutatnak, ma már a banktevékenység is nagyban különbözik attól, amit korábban hagyományosnak neveztek, hiszen a hitelportfóliók értékelése, fedezése és forrásának biztosítása is a piacokról történik, a hitelportfóliókat meg adni-venni lehet a piacokon. És ez az a pillanat, amikortól már a hitelnyújtás sem hagyományos banki tevékenység, mert nem betétgyűjtő, „párhuzamos” bankok<sup>10</sup> is végezhetik azt. Nyolc országra kiterjedő esettanulmányokon keresztül vizsgálták, hogy a bankok eszközei, illetve forrásai milyen mértékben piaci alapúak, illetve hogy mekkora a párhuzamos nem hagyományos kereskedelmi bankok szerepe. Ennek megfelelően a piaci alapú bankolás elterjedtségének skáláján a legalacsonyabb szintet Japán esetében mutatták ki, a legmagasabbat pedig az USA és Egyesült Királyság esetében. A köztes skálán az alacsonyabb szintű piaci bankolástól a magasabb felé haladva a következő volt az általuk vizsgált országok sorrendje: Olaszország és Spanyolország, majd Franciaország, Hollandia, végül Németország.

#### *Az árnyékbankrendszer fogalma, terjedelme*

A Pénzügyi Stabilitási Testület (FSB, 2011) által megfogalmazott és a nemzetközi intézmények által általánosan használt definíció szerint *az árnyékbankrendszer a hitelközvetítésnek az a rendszere, amelyben a bankrendszeren kívüli intézmények és tevékenységek is érintettek*. Az árnyékbankrendszer tevékenysége keretében a hitelezés és a hitelek finanszírozása több lépcsőben számos nem banki pénzügyi közvetítő intézmény bevonásával történik (*Pozsar et al.*, 2012). *Pozsar* és szerzőtársai az árnyékbankrendszerek három alrendszerét különböztetik meg: 1. a kormányzatilag támogatott árnyékbankok alrendszere (ide az USA-ban létező úgynevezett államilag támogatott pénzügyi vállalkozások – Government-sponsored enterprises, GSE<sup>11</sup> – hiteleinek értékpapírosításán alapuló rendszere tartozik); 2. a „belső” árnyékbanki

<sup>10</sup> A *Hardie* és szerzőtársai [2013] fogalomhasználata szerinti „párhuzamos bankok” és a *Pozsar* és szerzőtársai [2012] szerinti „külső árnyékbankok” egymáshoz nagyon közeli, majdnem átfedő intézményi kört jelentenek (erről bővebben a következő alfejezetben írunk).

<sup>11</sup> Az amerikai ingatlanfinanszírozás támogatására létrehozott vállalkozások, a Fannie Mae és a Freddie Mac.

rendszer (a tevékenység olyan holdingtársaságok keretében történik, ahol a hitel nyújtója a holdingon belül egy kereskedelmi bank és ezen hitelek értékpapírosítására épül a rendszer); és 3. a „külső” árnyékbanki rendszer, ahol már a hitelek keletkezése is egy nem banki pénzügyi vállalkozás keretében történik.

A kétféle megközelítés között a legfontosabb különbség, hogy a Pénzügyi Stabilitási Testület által használt árnyékbanki kategóriában a hitelt keletkeztető bankok nincsenek benne akkor sem, ha az eszközeik között vannak még nem eladott értékpapírosított hitelcsomagok, kizárólag a nem banki pénzügyi közvetítő intézményeket sorolja az árnyékbankrendszer tagjai közé. Vagyis a „belső” értékpapírosítási rendszer első lépésének hitelnyújtó bankjait nem fedi le. Továbbá az államilag támogatott pénzügyi vállalkozások (GSE) sem szerepelnek a Pénzügyi Stabilitási Testület definíciójában, de mivel ezek speciális, kizárólag amerikai intézmények, így ez az általános definíció szempontjából nem fontos. A Pénzügyi Stabilitási Testület definíciója így gyakorlatilag a *Pozsar* és szerzőtársai [2012] által használt harmadik alrendszernek feleltethető meg. Ez a definíció intézményi és pénzügyi stabilitás szempontú, hiszen arra fókuszál, hogy a szigorúan szabályozott banki pénzügyi közvetítői kockázatokon túlmenően a bankokhoz hasonló tevékenységet végző, azoktól azonban különböző, kevésbé szabályozott pénzügyi közvetítők milyen pótlólagos kockázatokat generálnak. Az árnyékbankrendszerhez kapcsolódó legfontosabb kockázatok a pénzügyi rendszer egészére ható rendszerkockázatok (lejáratási és likviditási transzformáció, magas tőkeáttétel és ezen keresztül a prociklikus hitelezés felépülésének támogatása), illetve az a szabályozói arbitrázs lehetősége, ami a hagyományos banki hitelezéshez kapcsolódó szigorú szabályok megkerülésére és így aláásására ad lehetőséget (FSB, 2011). Ezzel összhangban az árnyékbankrendszer tevékenységével kapcsolatban a Pénzügyi Stabilitási Testület által megfogalmazott legfontosabb cél, hogy azt stabil piaci alapú finanszírozássá alakítsa át (FSB, 2015). A Pénzügyi Stabilitási Testület 2018 októberében jelentette be, hogy a korábban használt „árnyékbank” fogalom helyett a jövőben a „nem banki pénzügyi közvetítés” fogalmát fogja használni (FSB, 2019, 9. o., keretes írások). Ez az átnevezés nem tartalmi indíttatású, hanem az árnyékbanki megnevezéshez kapcsolódó negatív asszociációt akarja elkerülni, vagyis kizárólag eufemisztikus célja van.

A Pénzügyi Stabilitási Testület az alkalmazott intézményi megközelítésen belül elmozdult a tevékenységi megközelítés irányába, amikor 2013-ban kialakította az árnyékbankrendszer tevékenységének nyomon követésére vonatkozó elemzési keretrendszerét (FSB, 2013). Ez egy szűkebb és egy tágabb intézményi körre vonatkozó definíciót és azon alapuló adatgyűjtést, elemzést jelent. A tág definíció a teljes

nem banki pénzügyi intézményi rendszert lefedi a biztosítók és a nyugdíjalapok kivételével. Ide tartoznak a hitelezésben érintett pénzügyi vállalkozások, a befektetési alapok, az értékpapír-kereskedő cégek és a strukturált finanszírozást végző ún. structured financial vehicle (SFV) típusú vállalkozások.<sup>12</sup> A szűkebb definíció a Pénzügyi Stabilitási Testület értelmezésében az intézményi megközelítésen belül funkcionális szűkítést tartalmaz azzal, hogy meghatároz öt olyan közgazdasági funkciót, amelyeket a nem banki pénzügyi közvetítőknek el kell látniuk ahhoz, hogy az árnyékbankrendszer szűk definíciójába besorolhatók legyenek. Ezek: 1. olyan kollektív befektetési formák menedzselése, amelyek ki vannak téve a befektetők általi megrohanásnak; 2. olyan hitelezési tevékenység, amelyet rövid lejáratú források finanszíroznak; 3. olyan üzleti tevékenységek közvetítése, amelyek rövid lejáratú forrásbevonáson vagy az ügyfél eszközeinek biztosítékként való elfogadása melletti finanszírozáson alapulnak; 4. a hitelek keletkeztetésének támogatása; 5. értékpapírosításon alapuló hitelezés és az ehhez kapcsolódó intézményeknek való forrás biztosítása (FSB, 2013, 6. o.).

Az Európai Unió tagállamai közül ezt a vegyes intézményi/tevékenységi megközelítést csak a Pénzügyi Stabilitási Testület hatókörébe is tartozó és a legfejlettebb pénzügyi piacokkal rendelkező tagállamok<sup>13</sup> használják. Ennek legfőbb oka, hogy ezeket a statisztikákat a központi bankok egyedileg állítják elő, ami igen munka- és szakértelem-igényes feladat. A többi EU-tagállamban – és így az euróövezet, illetve az EU egészére vonatkozóan is – a Pénzügyi Stabilitási Testület tágabb definíciójával összhangban az EU rendszerkockázati testülete, az Európai Rendszerkockázati Testület (ESRB) is intézményi fókusszal közelíti az árnyékbankrendszer elemzését. Az Európai Rendszerkockázati Testület tágabb árnyékbanki definíciójába a befektetési alapok által kezelt vagyon és a nem banki pénzügyi vállalkozások eszközállománya tartozik. Az Európai Rendszerkockázati Testület is alkalmaz egy szűkített értelmezést is, szemben azonban a Pénzügyi Stabilitási Testület tevékenységi alapú szűkítésével ez intézményi fókuszú marad, kivesz néhány olyan intézménytípust, ami nem végez árnyékbanki tevékenységet (például a részvényalapokat). A Pénzügyi Stabilitási Testület szóhasználatával összhangban 2019-től az Európai Rend-

<sup>12</sup> A strukturált finanszírozást végző ún. structured financial vehicle típusú vállalkozások jellemzően az értékpapírosítási folyamat szereplői: hiteleket alakítanak át (a leggyakrabban a hiteleknél rövidebb lejáratú) kötvénycsomagokká, és azokat adják el a piacokon.

<sup>13</sup> Belgium, Franciaország, Hollandia, Írország, Luxemburg, Németország, Olaszország, Spanyolország (és a cikk megírásakor még éppen EU-tag Egyesült Királyság).

szerkockázati Testület is a nem banki pénzügyi közvetítés kifejezést használja az árnyékbankrendszer kifejezés helyett.

Az FSB [2019] adatai szerint a 21 legfejlettebb pénzügyi rendszerű országban és az euróövezet 8 érintett országában együttesen a bankok részesedése a globális pénzügyi eszközállományból a 2008-as 45 százalékról 2017-re 39 százalékra csökkent, miközben a nem banki pénzügyi intézmények (other financial institutions, OFI) részaránya ugyanezen időszakban 26 százalékról 31 százalékra nőtt, vagyis a világ legfejlettebb pénzügyi piacain a válságot követően is folytatódott az árnyékbanki tevékenység térnyerése a banktevékenységgel szemben. Az Európai Rendszerkockázati Testület definíciójával mért árnyékbankrendszer vonatkozásában is hasonló tendenciákat figyelhetünk meg: a pénzügyi válság 2008-tól kezdődő éveiben a bankok hitelezési aktivitása csökkent és csak 2016-ban indult növekedésnek, miközben az árnyékbanki tevékenység ugyanebben az időszakban jelentősen növekedett. 2018-ban a bankok részesedése az EU pénzügyi rendszerének eszközeiből 39,6 százalékos, míg az Európai Rendszerkockázati Testület definíciója szerinti árnyékbanki intézményeké 37,7 százalékos volt (ESRB, 2019), vagyis a kétféle rendszer pénzügyi közvetítő szerepe mára nagyon közel került egymáshoz.

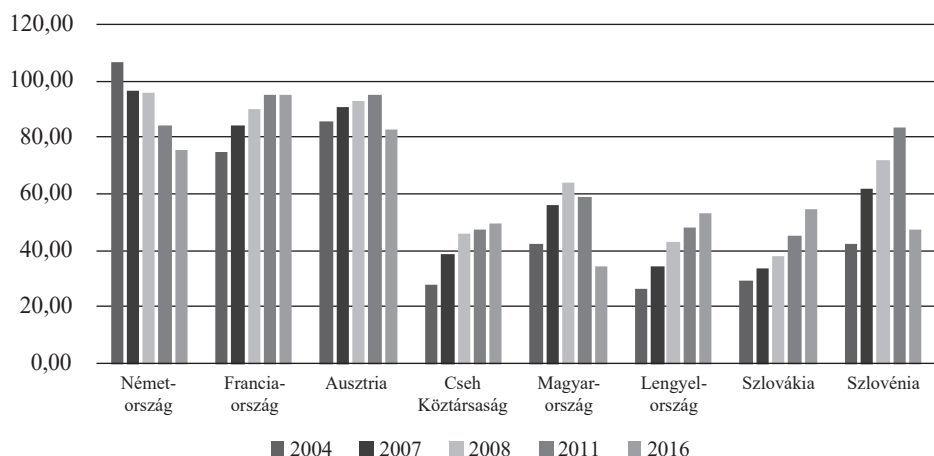
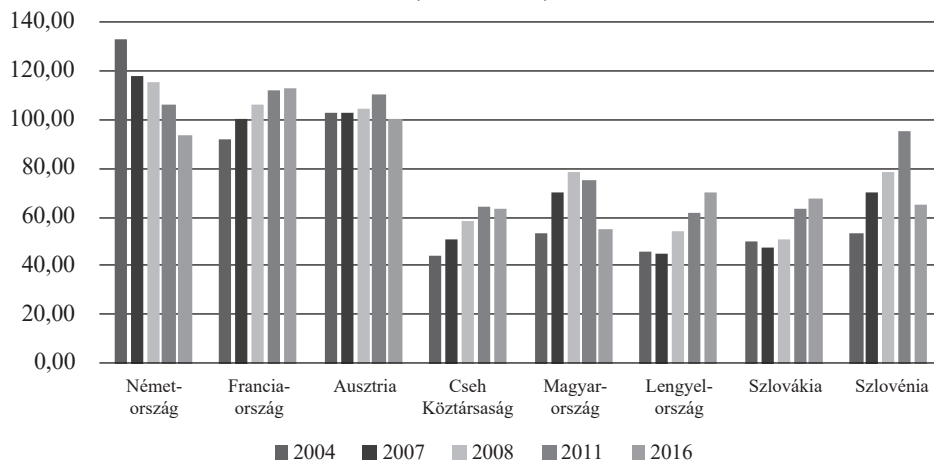
### **A pénzügyi közvetítés struktúrájának átalakulása a válság előtt és után a KKE5-országokban (2004–2016)**

2004-re, az EU-csatlakozás idejére mind az öt ország már túlesett a transzformációs visszaesés időszakán (*Kornai*, 1993), illetve az ehhez kapcsolódó bankváltásokon, és Szlovénia kivételével bankrendszerük többségi külföldi tulajdonba került. 2004-ben a KKE5-országok bankrendszere sokkal fejletlenebb volt, mint az EU-országok bankrendszere.<sup>14</sup> Míg a fejlettebb bankrendszerű EU-országokban a kereskedelmi bankok mérlegfőösszege jellemzően meghaladta az országok GDP-jének értékét, a banki hitelállományok pedig jellemzően annak 75–105 százalékos sávjában mozogtak, addig a KKE5-országokat a GDP 44–54 százaléka közötti mérlegfőösszeg-értékek és 25–43 százaléka közötti magánszektorban nyújtott hitelállományok

<sup>14</sup> Míg a globális folyamatok elemzésénél Európából az Egyesült Királyság (egy fejlett, piaci alapú közvetítő rendszerrel rendelkező ország), valamint Németország és Franciaország adatait néztük, ebben a részben az Egyesült Királyságot – mint a KKE5-től strukturálisan nagyon különbözőt – kihagyjuk, helyette a kelet-közép-európai régió szempontjából meghatározó jelentőségű Ausztriát vesszük figyelembe. Sajnos az elemzett adatok zömére EU- vagy euróövezeti átlagos adatok nem állnak rendelkezésre.

**A bankok mérlegfőösszege (felső ábra) és a magánszektornak nyújtott  
hitelállománya (alsó ábra) a GDP százalékában**

(2004–2016)



Adatok forrása: Világbank Pénzügyi struktúrák és fejlettség adatbázisa.

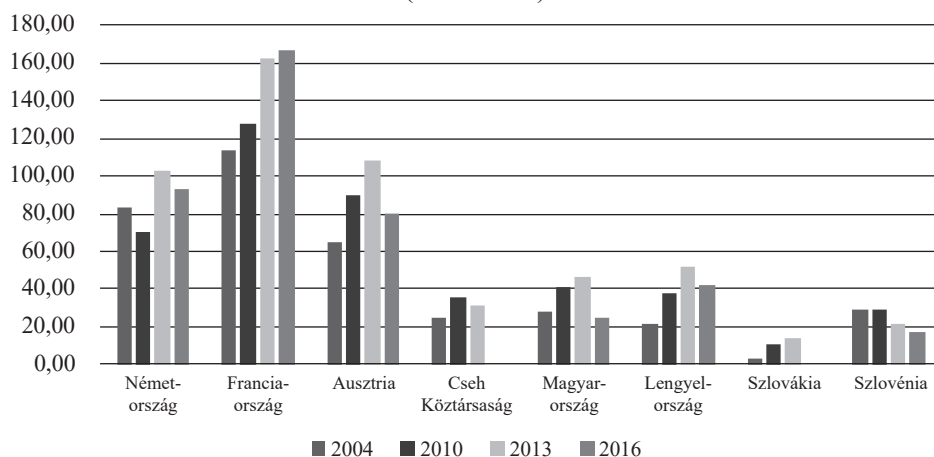
jellemezték. A következő időszakban az egyes országokban a pénzügyi közvetítés mélységének alakulása igen különböző pályákat járt be, összességében azonban a régióban a banki pénzügyi közvetítés mélyülésével kísért részleges konvergenciája figyelhető meg. A válság által kevésbé sújtott Cseh Köztársaság, Lengyelország

és Szlovákia esetében a konvergencia folytatódott, míg Magyarország és Szlovénia esetében a hitel/GDP mutató 2016 végére a 2004-es szint közelébe esett vissza (lásd a 2. ábrát).

3. ábra

### A részvénytőkepiaci és a magánkibocsátású kötvények piacának együttes kapitalizációja a GDP százalékában

(2004–2016)\*



\* A Cseh és a Szlovák Köztársaságra csak 2013-ig vannak adatok.

Adatok forrása: Világbank Pénzügyi struktúrák és fejlettség adatbázisa, BIS Adósság típusú értékpapírok statisztikája és Világbank Fejlettségi indikátorok adatbázisa.

A tőkepiacok fejlettségének szintje jóval differenciáltabb képet mutat. Az EU legfejlettebb országai között is nagy a különbség a tőkepiacok fejlettsége tekintetében. Míg a hagyományosan piaci alapú közvetítéssel rendelkező Egyesült Királyságban mind a részvénytőkepiac, mind a nem állami kibocsátású kötvények tőkepiaci kapitalizációja külön-külön is már 2004-ben is elérte a GDP szintjét, és azóta is folyamatosan mind a két érték a fölött van, addig a banki közvetítő rendszerű országokat jóval alacsonyabb értékek jellemezték. A KKE5-régió értékei még ettől is igen jelentősen elmaradtak. A régió belül a tőkepiaci közvetítés szintje négy országban hasonló nagyságrendű, Szlovákiában azonban még a KKE5-re jellemző értékektől is számottevően kisebb a tőkepiacok gazdaságban betöltött szerepe (lásd a 3. ábrát). A részvénytőkepiaci kapitalizáció tekintetében a KKE5-országokra jellemző értékek a fejlett EU-régióban alacsonynak tekinthető osztrák szinthez kö-



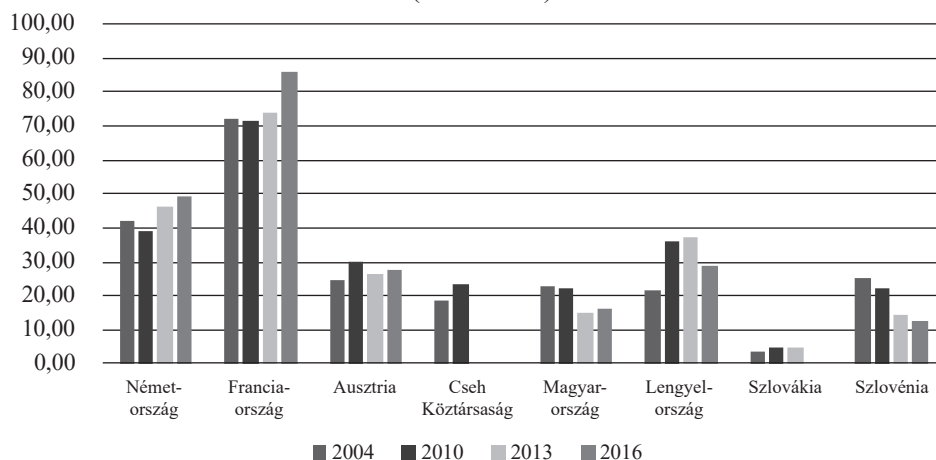
zeliék 2004-ben. 2016-ra a kelet-közép-európai régió elmaradása az EU-ra jellemző értékektől – Lengyelország kivételével – jelentősen fokozódott (lásd a 4. ábrát). A nem állami kötvénykibocsátások tekintetében a régió elmaradása az EU fejlettebb tagállamaitól jóval nagyobb, mint a részvények esetében. Meg kell azt is jegyezni, hogy a magánszektor kötvénykibocsátását mindegyik országban a pénzügyi intézetek által kibocsátott kötvények, ezen belül is jellemzően a jelzálogkötvények dominálják, Lengyelországot és Szlovéniát kivéve, ahol 2014 óta a nem pénzügyi vállalkozások kötvénykibocsátása megközelíti a pénzügyi vállalkozásokét. Mindez azonban a KKE5-országocsoportban a kötvénypiacok olyan alacsony szintje mellett megmutatózó összefüggés, hogy ebben az országocsoportban nem beszélhetünk arról, hogy a bankok kötvénypiaci forrásbevonása jelentős lenne (lásd a 4. ábrát).

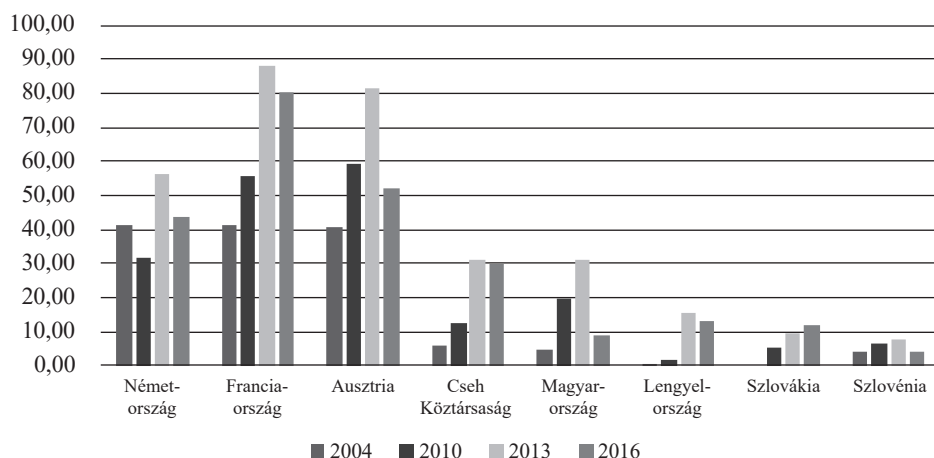
Összességében a 2004–2016 közötti időszakban nem változott a KKE5-országok pénzügyi közvetítésének alapvetően banki alapú jellege. Az EU pénzügyi közvetítő rendszerének GDP-arányos nagyságához való közeledése markánsabb volt a banki, mint a tőkepiaci közvetítés vonatkozásában. A tőkepiaci közvetítésen belül pedig különösen a kötvénypiacok tekintetében nagyon nagy a régió elmaradása.

4. ábra

### A részvénypiaci kapitalizáció\* (felső ábra) és a magánkibocsátású kötvénypiac kapitalizációja (alsó ábra) a GDP százalékában

(2004–2016)





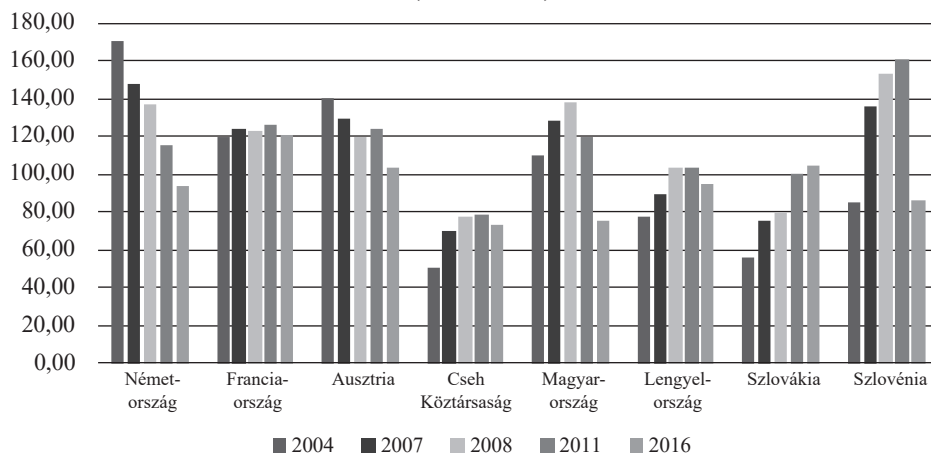
\* A Cseh és a Szlovák Köztársaságra csak 2013-ig vannak adatok.

*Adatok forrása:* Világbank Pénzügyi struktúrák és fejlettség adatbázisa, BIS Adósság típusú értékpapírok statisztikája és Világbank Fejlettségi indikátorok adatbázisa.

Ahogy a fejlett országokban általában, úgy a válságot megelőzően a 2000-es években a KKE5-országok esetében is megfigyelhető volt – elsősorban a banki források összetétele vonatkozásában – a bankok és a piacok összefonódásának kialakulása. A bankok hitel/betét mutatója arról tanúskodik, hogy – a Cseh Köztársaság és kisebb mértékben Szlovákia kivételével – a kelet-közép-európai régióra is igaz, hogy a válság előtti években a bankok egyre kevésbé a betétekből finanszírozták a hiteleiket. Míg azonban a fejlettebb pénz- és tőkepiaccal rendelkező országokban a betétén kívüli finanszírozást a piacokról vonták be a bankok, addig a kelet-közép-európai régiókban jellemzően az anyabankoktól, és így közvetve az anyabankok piacairól. A válság a legtöbb országban a hitel/betét mutató szignifikáns csökkenését eredményezte. Ezt részben a piaci alapú banktevékenység rovására a hagyományos banki tevékenységhez való visszafordulás magyarázza, részben pedig a hitelezés volumenének visszaesése. A KKE5-országcsoportban a hitelezés visszaesése és az anyabanki források szerepének fokozatos csökkenése vezetett ugyanehhez a jelenséghez (lásd az 5. ábrát). Vagyis a banki források tekintetében a 2010-es években nem beszélhetünk a piaci forrásbevonás terjedéséről, a piaci alapú bankolás felé való elmozdulásról.

## A hitel/betét mutató alakulása

(2004–2016)



Adatok forrása: Világbank Pénzügyi struktúrák és fejlettség adatbázisa.

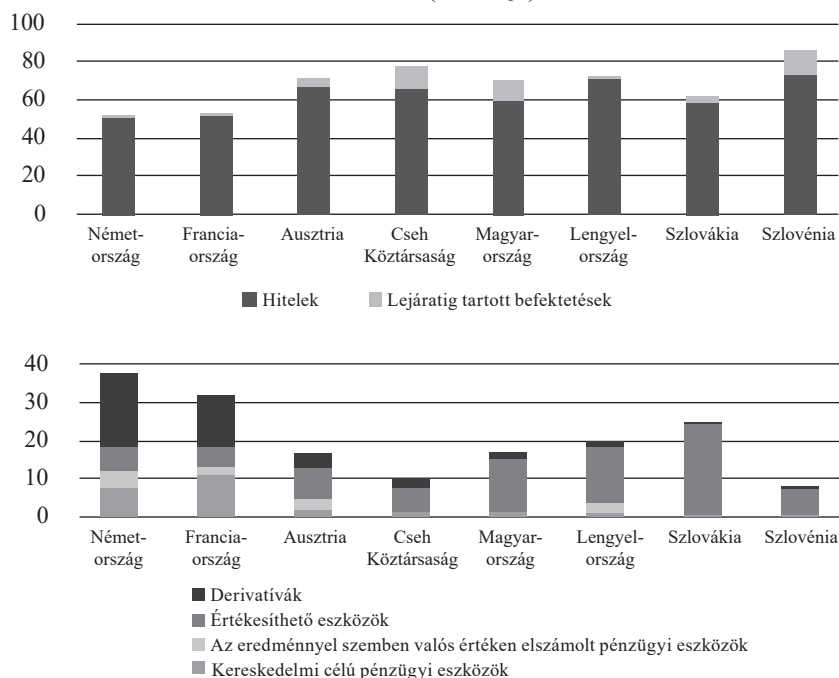
A bankok eszközeinek összetétele azt mutatja, hogy a KKE5-országokban inkább a hagyományos, semmint a piaci alapú banktevékenység volt folyamatos, és ez maradt is a jellemző. A bankok eszközei között 61 és 85 százalék közötti értékeket képviselnek az amortizált bekerülési értéken nyilvántartott hitelek és a lejáratig tartott befektetések, ami a fejlettebb tőkepiaccal rendelkező és a piaci banktevékenység felé elmozduló országok esetében 50 százalék körül van. A valós értéken nyilvántartott eszközök aránya ennek megfelelően összességében jóval alacsonyabb a KKE5-régióban és Ausztriában. Kivételt jelent az értékesíthető pénzügyi eszközök kategóriája, de a kereskedési célú eszközök, a derivatívák és az eredménnyel szemben valós értéken elszámolt pénzügyi eszközök részaránya is jóval elmarad az EU-országokra jellemző értékektől (lásd a 6. ábrát). A piaci alapú banktevékenységre vagy a belső árnyékbankrendszerre jellemző értékpapírosított pozíciók nem vagy csak elenyésző mértékben találhatók meg a bankok eszközei között.<sup>15</sup> A régió belül kiemelkedően magas értékesíthető eszközök állománya a szlovén bankrendszerben nem az értékpapírosított eszközök magasabb szintjére utal, hanem három, ettől független okra vezethető vissza: 1. a szlovén bankválságkezelés során a bankok fel-

<sup>15</sup> Az *International Financial Reporting Standards* (IFRS) számviteli elvei szerint az értékpapírosított pozíciók a derivatívák kivételével a bank számviteli politikájának függvényében bármelyik valós értékelésű kategóriába besorolhatók.

tőkésítése részben állampapírokkal történt; 2. az alacsony kamatszint a korábban kibocsátott állampapírok valós értékét megnövelte; és 3. a szlovén bankválsághoz kapcsolódó hitelállomány- és mérlegfőösszeg visszaesése az értékpapír-portfólió aránynövekedését okozta (Banka Slovenije, 2017). A második legmagasabb értékesíthető eszközállománnyal bíró Lengyelország esetében pedig az állampapír-portfólióhoz kapcsolódó kedvezőbb banki adózás miatt megnövekedett állampapír-állomány okozza a nagyobb valós értékű eszközállományt, itt sem beszélhetünk az értékpapírosítás megjelenéséről a banki eszközök között (Narodowy Bank Polski, 2016). Magyarország esetében a hitelezés 2016-ig tartó csökkenése motiválta a magasabb állampapír-portfólió tartására a bankokat, nem pedig a piaci tevékenység irányába való elmozdulás.

6. ábra

**A banki eszközök megoszlása az értékelés típusa szerint: Amortizált értéken nyilvántartott eszközök (felső ábra) és valós értéken nyilvántartott eszközök (alsó ábra)**  
(2016 Q4)



Adatok forrása: ESRB [2017], 3.3. táblázata.

A KKE5-országok esetében tehát a bankok eszközei között a hagyományos amortizált értéken nyilvántartott hitelek dominálnak, és a valós értéken nyilvántartott eszközök sem a piacokkal való tevékenységi összefonódást, hanem az állampapírok magas szintjét mutatják. Forrásoldalon pedig a betétgyűjtés a legnagyobb forráselem, a piaci (kötvényen és derivatívákön keresztüli) finanszírozás aránya elenyésző, a válság előtt jellemző anyabanki finanszírozás is jelentősen visszaszorult, vagyis a bankok a hagyományos betétgyűjtő és hiteleket lejáratig tartó modellben működnek.

A 6. ábrában szereplő adatokat sajnos nem tudjuk más időpontra rekonstruálni, a bankok tevékenységének ismeretében azonban elég nagy biztonsággal állítható, hogy ez a hagyományos tevékenység a válságot megelőző időszakban, illetve az annak lefutását jelentő években felborult, átmenetileg elmozdult a piaci alapú bankolás irányába a KKE5-országcsoporthoz azon országokban, amelyekben számottevő svájcifrank- (CHF) hitelezés volt anélkül, hogy a bankoknak svájci frankban forrásuk lett volna, vagyis elsősorban Magyarországon és kisebb mértékben Lengyelországban. Ennek oka, hogy a svájcifrank-hiteleket a bankoknak – a devizadenominációs megfelelés érdekében – svájcifrank-swapokkal kellett fedezniük. A swapokkal ideiglenesen megnövekvő derivatívaállomány Magyarországon a bankok és a piacok összefonódásának, vagyis a piaci alapú bankolás megjelenésének esete volt, ami azonban a piacok 2008. őszi kiszáradását követően fenntarthatatlanná vált. A svájcifrank-hitelek kivezetésére vonatkozó állami válságkezelő intézkedések hatására mára ezek az állományok minimálissá váltak, aminek következtében a bankok derivatívaállománya is jelentősen leépült.<sup>16</sup>

### **Az árnyékbankrendszer és a KKE5-régió**

Bár az előző rész strukturális elemzése azt a képet mutatja, hogy a KKE5-országokban nem zajlottak le azok a strukturális változások, amelyek az árnyékbanki rendszerek kialakulásához elvezettek és fejlődését támogatták, ha a Pénzügyi Stabilitási Testület és az Európai Rendszerkockázati Testület intézményi szempontú megközelítését vesszük alapul, akkor nyilvánvaló, hogy a KKE5-régióban is megvannak azok az intézmények, amelyek az árnyékbankrendszer definíciójába tartoznak, és amelyek olyan tevékenységeket folytatnak, amelyek potenciálisan

<sup>16</sup> A svájcifrank-hitelek és a kapcsolódó swapok fel-, majd leépülésének folyamata messze túlmutat ennek a cikknek a témáján. Ezzel kapcsolatban lásd: *Bethlendi* [2015] és *Kolozsi et al.* [2015].

alapjául szolgálhatnak az árnyékbankrendszer kifejlődésének. Ezért ebben a részben a rendelkezésre álló adatok alapján röviden áttekintjük az árnyékbankrendszer terjedelmét ezekben az országokban.

Mivel a Pénzügyi Stabilitási Testület által alkalmazott szűkített tevékenységi fókuszú megközelítéshez a régió vonatkozásában semmilyen adat nem áll rendelkezésre, kizárólag a Pénzügyi Stabilitási Testület által alkalmazott tágabb megközelítést, vagy – ami ezzel gyakorlatilag megegyezik – az Európai Rendszerkockázati Testület tágabb megközelítését tudjuk használni. Az Európai Rendszerkockázati Testület szűkebb megközelítésű definíciója a tág megközelítés adatait még a részvényalapok figyelmen kívül hagyásával korrigálja, de sajnos erre sem érhetők el idősoros adatok a vizsgált országokra. A szektor méretének elemzéséhez az ESA 2010 (European System of Accounts)<sup>17</sup> statisztikai rendszerének és az Európai Központi Bank adatbázisának az adatait tudjuk felhasználni. Az árnyékbankrendszer méretének becsléséhez így a következő adatokat összegezzük (zárójelben a megnevezés után az adott intézménytípus ESA kódja): 1. Pénzpiaci alapok (S.123); 2. Nem pénzpiaci befektetési alapok (S.124); 3. Egyéb pénzügyi közvetítő intézmények. Ide tartoznak az SPV-k (Special Purpose Vehicle, az értékpapírosítás lebonyolítására létrehozott speciális cégek), a hitelező, lízing- és faktoringcégek, a befektetési vállalkozások, a kockázatitőke-vállalkozások stb. (S.125).

2004-ben az EU-csatlakozás időpontjában, amikor az árnyékbankrendszer felfutása a legdominánsabb szakaszában volt a fejlett pénzügyi piacú országokban, a KKE5-országokban a potenciális árnyékbanki szerepkört betöltő intézménytípusok GDP-hez viszonyított aránya messze elmaradt a banki pénzügyi közvetítéssel rendelkező európai országokra jellemző szinttől. A válságot megelőző fellendülés éveiben úgy Nyugat-Európában, mint a KKE5-régióban – összhangban a tőkepiaci közvetítés mélyülésével – az árnyékbankrendszer tevékenységének végzésére alkalmas intézményi kör számottevően megerősödött 2008-ra úgy, hogy a két régióra jellemző GDP-arányos növekedési ütemek sem különböztek karakterisztikusan. Szlovákia volt az egyetlen ország, ahol ebben az időszakban csökkent az érintett intézményi kör mérete a pénzpiaci alapok radikális visszaesése miatt.<sup>18</sup> A legnagyobb növekedési ütem ebben az időszakban Magyarországot jellemezte, azonban az alacsony bázis okán ez sem jelentett érdemi felzárkózást. A válságot követő években – Szlovénia kivételével – a szektor növekedése folytatódott. A növekedés két kelet-

<sup>17</sup> Lásd: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-manuals-and-guidelines/-/KS-02-13-269>

<sup>18</sup> Ebben szerepet játszhatott az ország euróövezeti csatlakozása. A döntően külföldi tulajdonú szereplők áttértek az anyavállalati euróalapú pénzpiaci alapok forgalmazására a korona megszűnésével.

közép-európai országban, a Cseh Köztársaságban és Lengyelországban volt a legnagyobb, ahol a 2016-os érték a 2008-asnak több mint kétszeresére nőtt. Szlovákiában ennek az időszaknak a növekedése sem kompenzálta az előző időszak visszaesését, így 2016-ra az árnyékbanki szektor intézményeinek GDP-arányos mérete nem érte el a 2004-es szintet sem. Összességében 2016-ra – jelentős átstrukturálódás mellett – a régió árnyékbankrendszerének terjedelme továbbra is messze elmarad a fejlettebb pénzügyi piaccal rendelkező országokat jellemző mértéktől (lásd a 2. táblázatot). A két régió között fontos intézményi különbség, hogy a három fejlett ország esetében az árnyékbankrendszer legfontosabb intézményei a nem pénzügyi típusú befektetési alapok, míg a KKE5-országokban 2004-ben homogén módon az egyéb pénzügyi közvetítők domináltak. 2016-ra Magyarország és Lengyelország tekintetében már jelentősebbé váltak a nem pénzügyi típusú befektetési alapok is. A kelet-közép-európai régióban az árnyékbankrendszeri kockázatok inkább az egyéb pénzügyi közvetítők szektorában keresendők.

2. táblázat

**Az árnyékbankrendszer terjedelme (intézményi megközelítésben)  
a GDP-hez viszonyítva  
(Százalékban)**

	2004				2008				2016			
	S123	S124	S125	Összesen	S123	S124	S125	Összesen	S123	S124	S125	Összesen
Ausztria	1	39	13	53	1	36	26	63	0	46	19	65
Németország	1	33	5	39	1	33	11	45	0	65	15	80
Franciaország	16	35	9	60	20	34	24	77	15	55	22	91
Szlovákia	14	2	0	17	2	2	8	12	0	7	8	15
Magyarország	1	3	8	12	3	6	14	22	2	12	9	23
Cseh Köztársaság	n. a.	1	9	10	n. a.	1	13	14	0	6	24	31
Szlovénia*	n. a.	6	12	18	n. a.	5	19	24	n. a.	6	12	19
Lengyelország*	n. a.	3	5	8	n. a.	6	6	11	n. a.	15	9	24

\* S125-re csak az S126 és S127-tel együtt van adatszolgáltatás, ami kicsit bővebb intézményi kört fed le.

Forrás: ESA és ECB.

**Az egyéb pénzügyi intézmények (S125) hitelállománya a banki hitelállomány arányában**  
(Százalékban)

	2004	2006	2008	2010	2012	2014	2016
Ausztria	5	3	3	3	3	3	2
Németország	3	3	4	4	5	5	7
Franciaország	2	2	3	4	6	6	6
Cseh Köztársaság	23	21	18	16	17	17	16
Magyarország	16	15	16	15	15	14	14
Lengyelország	3	3	3	3	n. a.	n. a.	n. a.
Szlovákia	n. a.	n. a.	15	11	11	10	11
Szlovénia	12	17	15	13	10	n. a.	n. a.

*Forrás:* Eurostat.

Ha a kelet-közép-európai régió árnyékbankrendszerét *tevékenységi megközelítésben* vizsgáljuk, akkor elmondható, hogy a régióban az értékpapírosítás gyakorlatilag nem fejlődött ki, annak mértéke elhanyagolható. Árnyékbanki tevékenységet jelent viszont a már korábban említett, rövid lejáratú swapokkal finanszírozott devizahitelezés. Ennek mértéke a válságot követően szintén elhanyagolható mértékűre zsugorodott. Emellett leginkább a pénzügyi vállalkozások tevékenysége az, ami jelentős részben árnyékbankinak tekinthető. A hitelező, lízing- és faktoringvállalkozások tipikusan olyan bankrendszeren kívüli hitelezési tevékenységet folytatnak, ahol a források jellemzően a piacokról, esetlegesen a tulajdonos intézményektől származnak. Ezekre az intézményekre nem vonatkoznak a finanszírozási kockázatok kezelésére a válság után bevezetett banki szabályok, így likviditásuk számottevően illékonyabb lehet, mint a bankoké. Vagyis a legszűkebb tevékenységi definíció szerint is az árnyékbankrendszer szereplői. Ugyancsak ide sorolhatók a követeléskezelők is, ezek a bankok (jellemzően nem teljesítő) hiteleit vásárolják meg és próbálják behajtani. Ezek az intézmények szintén a hitelezési folyamat bankon kívüli szereplői, szintén piacról vagy tulajdonos által finanszírozott intézmények. Ezen intézmények hitelezésben betöltött szerepe a kelet-közép-európai régióban a bankokhoz viszonyítva – Lengyelország kivételével – sokkal nagyobb, mint a nyugat-európai



referenciaországokban (lásd a 3. táblázatot). Vagyis a jelenlegi intézményi struktúrában a pénzügyi vállalkozások szektora az a tipikus szektor a KKE5-régióban, amelyben az árnyékbanki tevékenységek és kockázatok felépülhetnek.

### **Következtetések és további kutatások**

A cikkben a pénzügyi közvetítés strukturális átalakulásának globális és európai folyamatait tekintettük át, majd a kelet-közép-európai régió, ezen belül is az EU-hoz 2004-ben csatlakozott öt kelet-közép-európai ország pénzügyi közvetítő rendszerének strukturális folyamatait elemezve kerestük a választ arra, hogy a globális és európai trendek tükrében milyen strukturális folyamatok jellemzik a régiót. Azt tapasztaltuk, hogy 2004-et követően a kelet-közép-európai régió pénzügyi közvetítésének GDP-arányos volumene közeledett az EU-ra jellemző értékekhez, bár attól a mai napig számottevő az elmaradása. A konvergencia erősebb volt a bankokon keresztül megvalósuló pénzügyi közvetítés vonatkozásában, és gyengébb a tőkepiaci közvetítésben. A legnagyobb mértékű strukturális különbség a magán- (nem állami kibocsátású) kötvények szerepében tapasztalható, a KKE5-országokban a kötvénypiaci kapitalizáció messze elmarad a fejlett országokat jellemző szinttől. A változások eredőjeként a KKE5-országok közvetítő rendszerének erős banki dominanciája nem változott, nem történt elmozdulás a banki alapú közvetítői modell felől a piaci alapú modell irányába. Ugyancsak nem figyelhető meg a piaci alapú banktevékenység térnyerése sem: eszközoldalán a bankok továbbra is jellemzően lejáratig tartják a hiteleiket, azokat nem értékpapírosítják és adják el a piacokon, és forrásaik között sem nőtt meg számottevően a piaci szerepe. Ez utóbbi kitétel csak a válság utáni időszakra igaz, a válság előtt a hitel/betét mutató magas regionális értékei a piaci (anyabanki) források magas szintjét mutatták, a devizahitelezést folytató országok esetében pedig a devizaswapokkal való forrásbevonás miatt volt erős a bankok és a piacok összefonódása. A régió árnyékbanki tevékenység végzésére képes intézményi rendszerének terjedelme messze elmarad a fejlett európai országokat jellemző szinttől, azonban ebben az országcsoportban sem elhanyagolható. Egy olyan intézményi kört tudunk azonosítani, ahol számottevő, a fejlett európai országokhoz képest is komoly árnyékbanki kockázatok épülhetnek fel, ez a nem banki pénzügyi vállalkozások (hitelező vállalkozások, lízing- és faktoringcégek, követeléskezelők) szegmense. Ez a szegmens a régióban sokkal aktívabb résztvevője a

hitelezési folyamatoknak, a bankszektorhoz viszonyított hitelezési aktivitása többszöröse az osztrák, a német vagy a francia hasonló intézményekének.

Összességében azt láthattuk, hogy bár a KKE5-országokban nincs a Pénzügyi Stabilitási Testület és az Európai Rendszerkockázati Testület definíciói szerinti erős, volumenét tekintve jelentős árnyékbankrendszer, mégis van egy olyan intézményi szegmens, amelynek tevékenysége potenciálisan alkalmas arra, hogy az árnyékbankokhoz hasonló tevékenységet végezve ahhoz hasonló kockázatok kialakulásához járuljon hozzá. Ennek tükrében a nem banki pénzügyi közvetítő intézmények elemzése a régióban kiemelt fontosságú.

A cikk megírása során számos olyan módszertani nehézségbe, megoldatlan problémába ütköztünk, amelyek további kutatásokat tesznek szükségessé. Az árnyékbankrendszer definíciós különbözőségei és számbavételi problémái nagyban nehezítik, hogy a pénzügyi közvetítő rendszer ezen szegmenséről megbízható képet tudjunk alkotni, és így kockázatai jól elemezhetők legyenek. Bár az elvi definíciók szintjén a nemzetközi intézmények között konszenzus van, de a konkrét elemzésekben már különbözik a Pénzügyi Stabilitási Testület és az Európai Rendszerkockázati Testület definíciója, hiszen azt nem az elvi tartalom, hanem az adatok praktikus hozzáférhetősége határozza meg. A pénzügyi rendszer stabilitásának megbízható elemzéséhez szükség lenne egy konszenzusos fogalmi és számbavételi keretrendszerre és ahhoz kapcsolódó, országonkénti egyenszilárdságú adatbázisra. A jövőbeni kutatásoknak kell majd választ adniuk arra, hogy hogyan érdemes az árnyékbanki intézményeket/tevékenységet definiálni úgy, hogy az valóban lefedje a hitelezési folyamathoz kapcsolódó nem klasszikus kereskedelmi banki kockázatokat. Kérdés, hogy az intézményi vagy a tevékenységi alapú megközelítés ad-e célravezetőbb eredményt, illetve, hogy hogyan lehet az árnyékbankrendszert úgy mérni, hogy az esetlegesen kialakuló pénzügyi innovációkkal és az elfogadott és mért definíciókhoz kapcsolódó szabályozási arbitrázzsal se lehessen kikerülni a számbavételt és ezen keresztül a pénzügyi stabilitásért felelős intézmények látókörét.

#### Hivatkozások

- Adrian, T. – Shin, H. S.* [2010]: The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09. Federal Reserve Bank of New York Staff Report, No. 439. Revised version.
- Allen, F. – Gale, D.* [1995]: A welfare comparisons of intermediaries and financial markets in Germany and US. *European Economic Review*, Vol. 39., No. 2., 179–209. o.
- Allen, F. – Gale, D.* [1997]: Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing. *Journal of Political Economy*, Vol. 15., No. 3., 523–546. o.

- Allen, F. – Gale, D. [2000]: Comparing Financial Systems. The MIT Press.
- Allen, F. – Santomero, A. M. [2001]: What do financial intermediaries do? *Journal of Banking & Finance*, Vol. 25., No. 2., 271–294. o.
- Banka Slovenije [2017]: Financial Stability Review. June. Letölthető: [https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/gdgeqgbyOjdQia\\_fsr\\_june\\_2017.pdf](https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/gdgeqgbyOjdQia_fsr_june_2017.pdf)
- Beck, T. – Demirguc-Kunt, A. – Levine, R. [1999]: A New Database on Financial Development and Structure. World Bank Working Papers, No. 2146.
- Bethlendi A. [2015]: Egy rossz termékfejlesztésből rendszerszintű piaci kudarc. A hazai lakossági deviza-jelzáloghitelezés. *Hitelintézési Szemle*, 14. évf., 1. sz., március, 5–29. o.
- Boot, A. W. – Thakor A. V. [1997]: Financial System Architecture. *The Review of Financial Studies*, Vol. 10., No. 3., 693–733. o.
- Bord, V. – Santos, J. [2012]: The Rise of the Originate-to-Distribute Model and the Role of Banks in Financial Intermediation. *Economic Policy Review*, Vol. 18., No. 2., 21–34. o.
- Demirguc-Kunt, A. – Levine, R. [1999]: Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. World Bank Policy Research Working Paper, No. 2143.
- European Commission [2017]: Covered Bonds in the European Union: Harmonization of legal frameworks and market behaviours. Final report. Letölthető: [http://publications.europa.eu/resource/cellar/8df6d9cd-8c65-11e7-b5c6-01aa75ed71a1.0001.01/DOC\\_1](http://publications.europa.eu/resource/cellar/8df6d9cd-8c65-11e7-b5c6-01aa75ed71a1.0001.01/DOC_1)
- ESRB (European Systemic Risk Board) [2017]: Financial stability implications of IFRS. 9 July.
- ESRB (European Systemic Risk Board) [2019]: EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2019. NBFi Monitor, No. 4., July.
- Fabozzi, F. – Kothari, V. [2008]: Introduction to securitization. John Wiley and Sons, Hoboken, New Jersey.
- FSB (Financial Stability Board) [2011]: Shadow Banking: Scoping the Issues. A Background Note of the Financial Stability Board. 12 April.
- FSB (Financial Stability Board) [2013]: Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities. 29 August.
- FSB (Financial Stability Board)[2015]: Global Shadow Banking Monitoring Report. 12 November.
- FSB (Financial Stability Board) [2019]: Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018. 4 February.
- FSA [2009]: The Turner Review, A regulatory response to the global financial crisis. March.
- Hardie, I. – Howarth, D. – Maxfield, S. – Verdun, A. [2013]: Banks and the False Dichotomy in the Comparative Political Economy of Finance. *World Politics*, Cambridge University Press, Vol. 65., No. 4., 691–728. o.
- Hardie, I. – Macartney, H. [2016]: EU ring-fencing and the defence of the too-big-to-fail banks. *West European Politics*, Vol. 39., Issue 3., 503–525. o.
- Király J. – Nagy M. – Szabó E. V. [2008]: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei. *Közgazdasági Szemle*, LV. évf., 7–8. sz., 573–621. o.
- Kolozsi P. P. – Banai Á. – Vonnák B. [2015]: A lakossági deviza-jelzáloghitelek kivezetése: időzítés és keretrendszer. *Hitelintézési Szemle*, 14. évf., 3. sz., 60–87. o.
- Kornai J. [1993]: Transzformációs visszaesés – egy általános jelenség vizsgálata a magyar fejlődés példáján. *Közgazdasági Szemle*, XL. évf., 7–8. sz., 569–599. o.
- de Larosiere Group [2009]: The high-level group on financial supervision in the EU Report. Brussels, 25 February.
- Levine, R. [2002]: Bank-based or market-based financial systems: Which is better? NBER Working Paper, No. 9138.
- Liikanen, E. és szerzőtársai [2012]: Report of the high-level expert group on reforming the structure of the EU banking sector. Letölthető: [https://ec.europa.eu/info/publications/liikanen-report\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/liikanen-report_en)

- Mérő K. [2003]: A gazdasági növekedés és a pénzügyi közvetítés mélysége. *Közgazdasági Szemle*, L. évf., 7–8. sz., 590–607. o.
- Narodowy Bank Polski [2016]: Financial System in Poland 2016. Letölthető: [https://www.nbp.pl/en/systemfinansowy/fsd\\_2016.pdf](https://www.nbp.pl/en/systemfinansowy/fsd_2016.pdf)
- Pozsar, Z. – Adrian, T. – Ashcraft, A. – Boesky, H. [2012]: Shadow Banking. Federal Reserve Bank of New York, Staff Report, No. 458. Revised version.
- Purnanandam, A. [2011]: Originate-to-distribute Model and the Subprime Mortgage Crisis. *The Review of Financial Studies*, Vol. 24., Issue 6., 1881–1995. o.
- Schmidt, R. H. – Hackett, A. – Tyrell, M. [1999]: Disintermediation and the role of banks in Europe: An international comparison. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8., No. 1–2., 36–67. o.
- Spendzharova, A. [2016]: Regulatory cascading: Limitations of policy design in European banking structural reforms. *Policy and Society*, Vol. 35., Issue 3., 27–237. o.
- Thakor, A. V. [1996]: The design of financial system: An overview. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 20., Issue 5., 917–948. o.