

A pénzügyi közvetítés és a pénzügyi integráció alakulása Európában az 1990-es évek végén, a 2000-es évek elején

GÉM ERZSÉBET

*A 90-es évek második fele, a 2000-es évek eleje a gyors fejlődés és fontos változások időszaka volt az európai pénz- és tőkepiacokon is mind mennyiségi, mind minőségi értelemben. Miközben a pénzügyi eszközök mennyisége megduplázódott (2001-ben már a GDP hétszeresét tette ki), a hagyományos banki közvetítés túlsúlya mérséklődött, a tőkepiacok forgalma, a tőkepiaci szereplők és termékek, szolgáltatások száma és jelentősége a pénzügyi közvetítésben ugrásszerűen nőtt, a vállalatfinanszírozás költségei csökkentek. Az európai pénzpiacok integrációjának 1990-es évek végétől kezdődő gyorsulását elősegítette a 80-as évek közepétől, végétől megindult pénzügyi globalizáció, a részben ezt kiváltó, illetve ezzel párhuzamos pénzügyi liberalizáció és szabályozási harmonizáció, s a legnagyobb hatású tényező, az euró bevezetése. Az integráció különböző mértékben haladt előre. Leggyorsabb a bankközi piacokon volt, míg a bankközi repoforgalomban és az államkötvénypiacon lassabban haladt előre, de a 2000-es évek elejétől felgyorsult. A vállalati kötvények piacán gyors és látványos fejlődéssel járó integráció zajlott le. Bár mind a vállalati, mind a lakossági hitelek piacán végbement egyfajta mérhető kamatkonvergencia (ami alapvetően az euró bevezetésének köszönhető), a határokon átnyúló tranzakciók volumene csupán a vállalati hitelek esetében mérhető (az állomány 7 százaléka), a háztartások hiteleinél egészen jelentéktelen. Ugyancsak az európai pénzügyi szektor integrációjának gyengeségére utal a határokon átnyúló felvásárlások és összeolvadások viszonylag lassú növekedése és a külföldi tulajdon alacsony aránya.**

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G15

A pénzügyi közvetítés fejlődése és főbb típusai

A gazdasági növekedés és a vállalatok külső finanszírozási igénye, valamint az ezt kielégítő pénzügyi rendszer összefüggéseinek és kölcsönhatásának nagy gazdaságtörténeti és közgazdasági irodalma van,¹ amelyeknek közös kiindulópontja, hogy a gazdasági növekedés egyik alapvető feltétele a megtakarítások minél hatékonyabb, gyorsabb és biztonságosabb tőkévé alakulása a pénzügyi közvetítőrendszer intézményein keresztül. A megtakarítások tőkévé alakulása nélkül, vagyis a szükséges mennyiségű belső (vállalati)

* A cikk a PSZÁF által támogatott készülő tanulmány egy fejezetének átdolgozott, szerkesztett változata.

¹ Lásd: Hicks [1969], Schumpeter [1980].

laton belüli) tőke felhalmozási folyamatát kivárva nem lehetséges az innovációkon alapuló fejlesztés, nagyon lelassul, különösen a nagy tőkeigényű ágazatok fejlődése, és lehetetlenné válik az optimális termelési méret nagyság, az olcsó tömegtermelés kialakulása.

A nemzetközi trendeket vizsgálva egyértelmű, hogy az elmúlt néhány évtized számottevő gazdasági növekedésével párhuzamosan a vállalkozások külső forrásainak aránya világszerte nőtt² – ami a tőkeáttétel lassabb, de érzékelhető emelkedésében is megmutatkozik –, ugyanakkor a pénzügyi közvetítőrendszer diverzifikálódott, a pénzügyi közvetítés mélysége fokozódott. A 90-es évek nemzetközi pénzügyi irodalmában fontos kutatási téma lett az ezek közötti összefüggés feltárása.³

King és Levine [1993a és b] 80 ország 30 éves adatait elemezve kerestek korrelációt a gazdasági növekedés és a pénzügyi közvetítés mélysége között. A vizsgálatban a pénzügyi közvetítés mélységének megragadására a bankrendszer pénzügyi közvetítésben betöltött súlyát leíró mutatókat⁴ használták, s azt találták, hogy a növekedési mutatók erős korrelációban vannak a pénzügyi közvetítés mélységét mérő mutatókkal, ugyanakkor ez utóbbiak egymással is szoros kapcsolatot mutatnak. Kimutatták továbbá, hogy a pénzügyi közvetítő rendszer fejlettsége előre is jelzi a nagyobb gazdasági növekedést.

Az elemzések továbbfejlesztésekor további évek adataival, ökonometriai modell használatával és a magánvállalatok, valamint egyéb pénzügyi közvetítők által a magánsektornak nyújtott alapmutató segítségével árnyalták a képet és erősítették meg következtetésüket. Igazolták továbbá, hogy a gazdasági növekedést elősegítő hatást a pénzügyi szektor nem az egy főre jutó tőkefelhalmozás vagy a megtakarítási ráta növelésével fejtí ki, hanem a *hatékonyabb forrásallokáció révén*.⁵

Demirgüç-Kunt és Levine [1999] ugyanakkor egy másik vizsgálattal egy további fontos részletre kérdezett rá: nevezetesen, hogy a pénzügyi rendszer két fő típusa, a piaci alapú és a bankalapú hogyan hat vissza a pénzügyi közvetítés mélységére, és milyen összefüggés van egy ország fejlettsége és a közvetítőrendszer típusa között. 150 ország adatait áttekintve, s az egy főre jutó GDP alapján országcsoportokat képezve elemezték, mennyiben térnek el ezek 1. a pénzügyi rendszer méretét, aktivitását és hatékonyságát, 2. a pénzügyi struktúra különböző mutatóit és 3. a pénzügyi rendszer jogi, szabályozási és politikai környezetét tekintve. Eredményként azt kapták, hogy a bankok, egyéb pénzügyi közvetítők, valamint a részvénytőzsdék mind nőnek és egyre aktívabbak s hatékonyabbak lesznek, ahogy az országok gazdagsága nő. Vagyis a GDP bővülésével együtt jár a pénzügyi szektor fejlődése. Ugyanakkor *a magasabb GDP-vel rendelkező országokban a tőzsdék és egyéb pénzügyi közvetítők aktívabbak, szerepük nagyobb, vagyis ezekben az országokban a pénzügyi rendszer inkább piaci alapú*.⁶

A bankalapú és piaci alapú pénzügyi közvetítés fogalmát a történetileg kialakult pénzügyi rendszerek két alaptípusára alkalmazzák. Ezek közül a bankalapú rendszerek a

² Lásd erről részletesebben: *Brealy–Myers* [2005].

³ Lásd *Levine* és szerzőtársai 90-es évekbeli publikációit e témakörben: *King–Levine* [1993a], *King–Levine* [1993b], *Levine* [1997], *Levine–Loayza–Beck* [2000], *Levine* [2001], *Leahy–Schich–Wehinger–Pelgrin–Thorgeirsson* [2001].

⁴ Likvid kötelezettségek/GDP, a bankrendszer és a jegybank aránya a pénzügyi közvetítésben, a magánvállalatok és az állami szektornak nyújtott hitelek aránya, magánvállalatoknak nyújtott hitelek/GDP.

⁵ Az erről a témáról szóló empirikus irodalom részletesebb áttekintése megtalálható *Mérő* [2000].

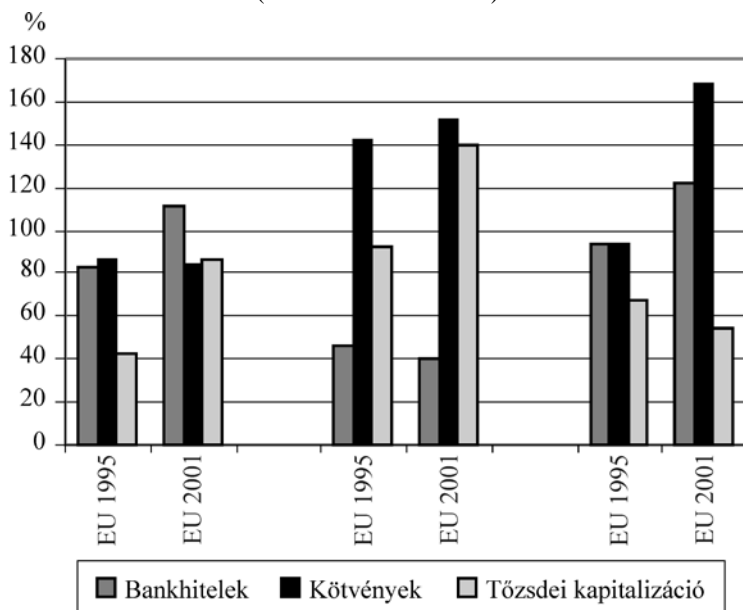
⁶ Különösen érdekes a vizsgálatnak az a része, amely ismerteti azokat a jogi és kulturális elemeket, amelyek erősen korrelálnak a piaci alapú közvetítőrendszerekkel, így jellemzik azok jogi-kulturális hátterét. Ezek a következők: szokásjog (common law) alapú jogrendszer, erős részvénytulajdonosi jogvédelem, határozott számviteli szabályok érvényesülése, alacsony korrupció, explicit betétvédelem hiánya, magas GDP. A fejletlen pénzügyi rendszerekben a francia polgári jog érvényesülése, szegényes számviteli szabályok, erősen korlátozott bankrendszer és magas infláció társul az alacsony GDP-hez.

kontinentális Európában alakultak ki, s a nagyarányú változások ellenére itt napjainkban is ez a típus jellemző inkább, ahogy Japánban is. A bankalapú pénzügyi rendszerekben megtakarítók és a vállalkozások között a pénzügyi közvetítés alapintézményei a bankok, s a meghatározó pénzügyi termékek a banki betétek, illetve a bankhitelek. A banki szerep túlsúlya úgy is megmutatkozhat, hogy a vállalkozásfinanszírozásban fontos szerepet betöltő vállalati kötvénykibocsátás legfontosabb szervezője is a bankrendszer – így van ez például Japánban.

A piaci alapú pénzügyi rendszerek alaptípusa az Egyesült Államokban, s kisebb részben Angliában alakult ki. Ezekben az országokban a bankok csak az egyik, nem meghatározó intézményei a pénzügyi közvetítésnek, rajtuk kívül kiterjedt intézményrendszer (a fontos szerepet játszó tőzsde, befektetési alapok és vállalkozások, kötvénykibocsátásokat szervező ún. aláíró cégek, kereskedelmi kötvények forgalmazását végző finanszírozó vállalkozások, értékpapír-kereskedő vállalkozások, minősítő cégek stb.) foglalkozik a megtakarítások befektethető tőkévé transzformálásával.

1. ábra

A pénzügyi piacok struktúrájának változása 1995–2001 között
(A GDP százalékában)



Forrás: Financial Integration Monitor, 2005. Annex, European Commission, 2005. június.

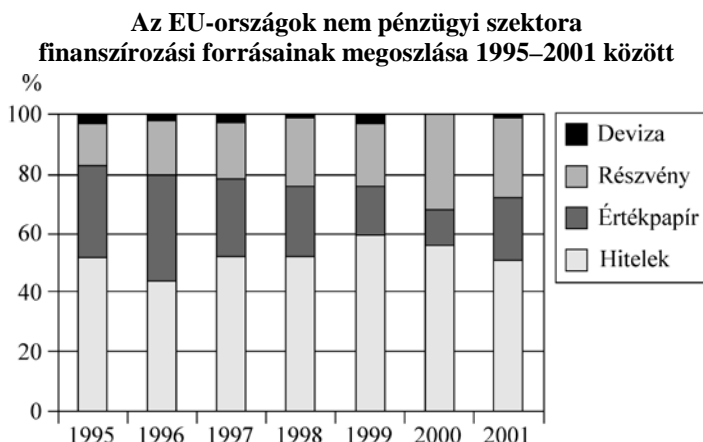
A bankalapú rendszert kapcsolatalapúnak is hívják,⁷ s az elnevezés a bank és hitel-feltevő szoros kapcsolatára utal. Ebben az esetben a banknál összpontosul mindaz a piaci, üzleti, ágazati stb. információ, ami egy biztonságos és megfelelő jövedelmet hozó pénz-, illetve tőkekihelyezéshez szükséges. A piaci alapú, vagy más néven „független” rendszerekben mindezen piaci információk különböző piaci intézmények-nél/szereplőknél találhatóak, és mind a befektetőknek, mind a tőkét kereső vállalkozások-

⁷ Lásd erről részletesebben: Rajan–Zingales [2002].

nak széles intézményi és termékalettán kell kiválasztaniuk a saját szükségleteiknek legmegfelelőbb pénzügyi terméket/forrást és pénzügyi/finanszírozó intézményt.⁸

Az európai pénzügyi rendszer hagyományosan bankalapú, s ahogy az *1. ábrából* is kiténik, a tőkepiacok (intézményeik és termékeik) 90-es évekbeli dinamikus fejlődése ellenére a pénzügyi közvetítés meghatározó csatornája a kereskedelmi banki hitelezés maradt, vagyis a bankalapú finanszírozás gazdasági és kulturális tradíciói továbbra is erősen hatnak.⁹ Az *1. ábrán* a kötvények kategóriában az államkötvények is benne foglaltatnak, ezért magas relatíve Európában a kötvényállomány. Ezen belül a vállalati kötvények mennyisége 1995-ben még elenyésző volt, de a 90-es évek második felében rohamosan nőtt – ellentétben az uniós országok államháztartási konszolidációjának következtében jelentősen mérséklődő államkötvény-állománnyal. Az európai kötvényállomány a GDP arányában így is alig felét tette ki a nagobbrészt vállalati kötvényekből álló amerikai kötvényállománynak. A hat év alatt megduplázódott európai részvénykapitalizáció is jócskán elmaradt az ugyancsak gyorsan bővülő amerikai részvényállománytól. Ezzel szemben az USA-ban a bankhitelek GDP-arányos mennyisége 1995-ben a fele, 2001-ben a harmada volt az európai hitelállománynak. A japán pénzügyi rendszer bankközpontúsága még az európaít is felülmúlja: a bankhitelek állománya a GDP-hez viszonyítva tartósan 20 százalékkal magasabb, mint Európában, a részvénykapitalizáció pedig a 90-es évek második felében csökkent. A vállalati kötvények finanszírozó szerepe azonban Japánban jóval magasabb az európainál, és folyamatosan nő.

2. ábra



Forrás: ECB Monthly Bulletin, 2002. augusztus, 69. o.

⁸ A pénzügyi közvetítés jellegét egy adott országban összefüggésbe hozzák a vállalati tulajdonlás és vezetés jellemző típusával is. A vállalati ún. „belső rendszerben” a tulajdonosok szakmai és/vagy személyes okokból kötődnek vállalataikhoz, ezért odafigyelnek a vállalatvezetésre vagy személyesen végzik azt. Jellemzően ilyenek a kontinentális, főleg német vállalatok. Ezekhez jól illik a személyes, hosszú kapcsolaton alapuló banki finanszírozás típusa. Az ún. „külső rendszerekben” a jellemzően részvénytulajdonosok csak a vállalat értékének növekedésében érdekeltek, a vállalatot és tevékenységét csak pénzügyi szempontból értékelik. Az ilyen vállalatok külső finanszírozására nagyon alkalmas a sokszínű és likvid, másodpiacokkal is működő tőkepiac. (Lásd erről részletesebben: Szalai, 1998)

⁹ A különbségek fennmaradásának fontos oka, hogy az egyes pénzügyi rendszerek régóta működő intézményeiben felhalmozott információ, pénz- és kapcsolati tőke piaci előnyöket (relatív árelőnyt, kisebb kockázatot, könnyebb elérhetőséget stb.) jelent e „tartós” pénzügyi szereplők számára. Az új típusú pénz- és tőkepiaci szereplőknek ezeket a hátrányokat úgy kell legyőzniük az új piacokon, hogy még jövedelmező is legyen a piaci jelenlétük. E hatások számszerűsítéséről lásd: De Fiore–Uhlig [2005].

Az európai vállalatok finanszírozási struktúrájának változását mutatja a 2. *ábra*, amely ugyancsak a bankalapú pénzügyi közvetítés jellegzetességeire utal. (Ugyanakkor az 1998–2000-es években a hitelek megnövekedett állományát és arányát a vállalatközi, valamint a nem banki pénzügyi vállalkozások hiteleinek növekedése okozta, vagyis a banki pénzközvetítés szerepe kisebb volt, mint a 2. *ábra* alapján látszik.)

Ugyancsak szembetűnő, hogy a részvények és egyéb részesedések aránynövekedése folyamatos és szinte töretlen, így 2001-re már 28 százalékot tett ki. Érdekes továbbá, hogy az értékpapírok aránya az elmúlt hat év alatt csökkent, alapvetően a kormányok finanszírozási szükséglete mérséklődésének következtében, miközben az euró bevezetése óta a vállalati kötvénykibocsátás jelentősen, az összes külső finanszírozási forráson belül mintegy 4 százalékra nőtt. Így sem tudta megközelíteni az amerikai vállalati kötvénykibocsátás jelentőségét, aminek az alapja – ahogy az ún. piaci alapú pénzügyi közvetítés amerikai modelljének általában – a pénzügyi rendszer törvényi szabályozásának történelmi alakulása az Egyesült Államokban.

A vállalati kötvénykibocsátás – a nagyvállalati forrásgyűjtés egyik speciális, történetileg az angolszász országokban kialakuló eszköze – kiküszöböli a koncentrált kitétség veszélyét azzal, hogy a vállalkozás nem egyetlen forrásból – banki hitelből – jut hozzá a szükséges külső forráshoz, hanem kötvényeinek eladásra bocsátásával bármely potenciális befektetőnek felajánlja azokat egy hosszú távú visszavásárlási kötelezettség vállalása, s addig is meghatározott időközönként fizetendő fix kamat ellenében.

A kötvényeknek számtalan szofisztikált fajtája¹⁰ alakult ki az elmúlt évtizedekben, jó részük szabályozási kötöttségek elkerülése érdekében. A nyilvános vállalati kötvénykibocsátásnak csak megfelelő szabályozási környezetben, speciális pénzügyi intézményrendszer (a kötvényt forgalmazó ún. aláíró cégek, minősítő ügynökségek, értékpapírok másodlagos piaca stb.) megléte és működése esetén terjedhet el, s mivel a banki hitellel szemben nagy fix költségei vannak, igénybevétele csupán nagy hitelösszeg és hosszú lejárat esetén éri meg a hitelfelvevőnek.

A direkt forrásnyújtáshoz szüksége van a cégről részletes, a hitelezés biztonságát megerősítő független cégértékelésre (ezt nyújtják a minősítő ügynökségek, amelyek közül a legnagyobbak széles – s igen költséges – nemzetközi hálózatot tartanak fenn). A kötvény forgalmazását, megvásárlását, majd a befektetőknek történő továbbadását vállaló közvetítő cég (ezek klasszikusan befektetési vállalkozások,¹¹ az európai pénzügyi rendszerben gyakran, Magyarországon pedig túlnyomórészt bankok), a papírok vonzerejét növelő likviditás megteremtéséhez – a papírok akármikori adás-vételének biztosításához – pedig jól működő másodlagos piacra van szükség. Az ezen funkciók ellátásához szükséges költségeket akkor is meg kell fizetni, ha kicsi, s akkor is, ha nagy a hitelösszeg – egyetlen tétel –, a közvetítő („aláíró” vagy „garantőr”) cég jutaléka – függ a felveendő összeg nagyságától. Ezért a kötvénykibocsátás akkor versenyképes a banki hitelezéssel szemben, ha – szabályozási vagy egyéb okok miatt – nincs más lehetőség a kívánt összeg felvételére, illetve ha olcsóbb lehet annál. Ez utóbbi akkor valószínű, ha nagy és hosszú lejáratú a hitelösszeg, ha a banki hitelnyújtás kamatszintje magas, ha a vállalat olyan biztonságos, hogy a befektetők nem várnak kamatfelárat stb.

Zártkörű kötvénykibocsátás esetén nem nyilvános meghirdetésre kerül sor, hanem egy hosszú lejáratú hitelügyletthez hasonlóan adós és hitelező maguk között megállapodnak a kötvény kondícióiban, s a pénzügyetkek közvetlenül vásárolják meg azt. A zártkörű kötvények eredetileg kevésbé hitelképes vállalatok finanszírozására szolgáltak és másodpiaci forgalmazásuk híján illikvidek voltak. A szabályozás változásával a 90-es években ezek is forgalomba hozhatókká váltak a másodlagos piacon, s a kibocsátás gyorsasága meg a nyilvánosság kizárása miatt vonzó finanszírozási formát jelentenek a nemzetközi pénzpiacokon.

¹⁰ A nyilvános és zártkörű kibocsátás mellett a rövid lejáratú kereskedelmi kötvény, a bemutatóra (nem névre szóló eurókötvények, befektetésre nem minősített ún. „bóvlikötvények”, előre adott áron részvényekre cserélhető ún. átváltható kötvények stb.

¹¹ Amerikában az 1933-ban elfogadott banktörvény, a Glass-Steagall Act megtiltotta a kereskedelmi bankoknak, hogy részt vegyenek a hosszú lejáratú kötvények aláírói piacon.

Az a tény, hogy a kötvénykibocsátás Amerikában a legelterjedtebb hosszú lejáratú vállalkozásfinanszírozási forma, valamint az utóbbi évtizedben a rövid lejáratú kereskedelmi kötvények volumene is dinamikusan nőtt, annak a másfél évszázada tartó, erősen versenykorlátozó amerikai törvényi szabályozásnak a következménye,¹² amely a kereskedelmi bankok növekedése, forrásgyűjtése és új tőkepiaci üzletágakba való belépése elé szigorú, és a 90-es évek közepén is csak részlegesen feloldott törvényes akadályokat állított, s ezért a kereskedelmi banki hitelnyújtást versenyképtelenné tette a nagyvállalatok finanszírozásának más formáihoz képest. Az 1927-ben elfogadott, majd 1933-ban módosított Mac Fadden Act hosszú politikai vita után véglegesítette az addigi gyakorlatot, s újabb 60 évre megtiltotta a kereskedelmi bankoknak fiókhálózatuk bővítését a tagállami határokon túl. Az 1933-as banktörvény, a Glass-Steagall Act és az ennek nyomán született Fed Regulation Q kamatplafont vezetett be a lekötött betétek esetében, s megtiltotta a kereskedelmi bankoknak, hogy a folyószámlabetétekre kamatot fizessenek. E törvényi keretek között az amerikai bankrendszer igen fragmentált maradt, s az a tőke- és forráskoncentráció, ami más országokban (például a szomszédos Kanadában is) az évszázad végére végbement, s lehetővé tette a kereskedelmi bankoknak, hogy hatékony és széles körű forrásgyűjtés révén a vállalati szektor bármely szegmensét változatos, igényeiknek megfelelő hitelekkel szolgálják ki, az az amerikai bankrendszerben elmaradt (illetve csökevényesen, szabályozási kiskapuk felhasználásával haladhatott csak lassan előre). Az így betöltetlenül maradt vagy túl drágán betöltött funkciók ellátására hihetetlenül sokszínű pénz- és tőkepiaci intézményrendszer és termékpalletta alakult ki, olyan innovációkkal, amelyeket ma már a világ nemzetközivé váló bank- és tőkepiacai kiterjedten használnak. Ilyen volt például a pénzügyi befektetési alap intézményének életre keltése, aminek az alapmotívációja a kisbefektetők forrásainak áterelése a korlátozott betéti kamatoknál nagyobb hozamot nyújtó befektetési jegyek révén ezen alapokba, hogy azután az így gyűjtött összegeket pénzügyi értékpapírok diverzifikált portfóliójába helyezték el. Egy másik szellemes és nagy karriert befutó termék a repó (értékpapír-visszavásárlási megállapodás), amely a folyószámlabetétekre nem fizetett kamatok problémáját küszöbölte ki az értékpapírok formális adásvétele (mint biztosíték) mellett történő hitelnyújtás ellenében fizetett kamattal. De ugyanilyen bankpiaci csökevény váltotta ki a kereskedelmi kötvények alkalmazását, amelyekhez eredetileg azok az ország pénzügyi központjaitól távol fekvő nagyvállalatok folyamodtak, akik a helyi, túlságosan kicsi bankpiacon nem jutottak megfelelő nagyságú hitelhez. Majd az 1970-es években vállalatuk pénzeszközei befektetésére a korlátozott bankbetéteknél jobb megtérülésű ügyleteket kereső vállalati pénzügyi vezetők szálltak be kereskedelmi kötvények vásárlásával a rövid távú közvetlen vállalkozásfinanszírozásba, a bankrendszer elkerülésével jelentős tőkét allokálva oda. Csupán az 1994-ben elfogadott „Riegel-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act”-ben került sor az USA-n belüli államok közötti bankszolgáltatások korlátozásának, valamint a kötvénykibocsátások banki szervezése („underwriting” tevékenység) megtiltásának fokozatos feloldására.

Ezzel szemben az európai bankok növekedése, fejlődése elé nem állítottak mesterseges korlátokat. Az erős bankrendszer legfőbb típusaként ismert német bankrendszer fejlődését¹³ például segítette, hogy a számos tekintetben „végső hitelezőként” (korai jegybankként) működő Porosz Bank 1847-es megalapítása stabilitást vitt a bankrendszer működésébe, és az 1867-ben egyesített Németország egységes gazdasági piacon gyors fejlődésnek indult a pénzügyi közvetítés is.

¹² A „Second Bank” 1836-os bezárása után az egyes államok sorra korlátozták a területükön működő bankok fióknitását, szolgáltatásainak skáláját, minimális tőkekövetelményt írtak elő, megtiltották a határon átnyúló szolgáltatásokat stb.

¹³ Lásd erről: *Monnet–Quintin* [2005].

A kétfajta pénzügyi rendszer teljesítménye, így a gazdasági növekedésre gyakorolt hatása is eltérő volt a különböző történelmi időszakokban. Az állami garanciák és adott esetben tevékeny állami beavatkozás mellett erősödő európai bankrendszer az I. világháborúig megfelelő pénzügyi közvetítő szerepet töltött be, a 30-as évek válságaira azonban – éppen nagyra nőtt volta és a nemzetállamokkal való összefonódottsága miatt – nem tudott rugalmasan reagálni. A II. világháború után folytatódott a nemzeti protekcionizmus hazai bankrendszerét védő politikája, így az európai pénzügyi rendszer a nemzetállami határok által szabdalva maradt. Bár az amerikai bankrendszer ugyanilyen szabályozási korlátok között fejlődhetett csak, a már több mint száz éve tartó jogi akadályok mellett az USA-ban kiépült és gyorsan felvirágzott a nem banki pénzügyi közvetítés intézményrendszere és termékpalettája. A 80–90-es évek globalizációs hullámában az amerikai piaci alapú pénzügyi közvetítők az európai bankalapú pénzügyi rendszernél nagyobb rugalmassággal és gyorsasággal fejlődtek. Ez volt az az időszak, amikor a szakirodalom a piaci típus modellértékét kezdte hangsúlyozni.¹⁴

Az európai pénzügyi rendszer az 1990–2000-es években

A 90-es évek elején elindított szabályozási liberalizáció hatására mind a bankalapú, mind a piaci alapú rendszerek fejlődése előtti akadályok elhárultak, s a pénzügyi piacok gyors növekedésnek indultak. Ennek következtében a pénzügyi eszközök és források teljes mennyisége 2001-ben a GDP több mint 7-szeresét tette ki mind Európában, mind az USA-ban, s 10-szeresét Japánban. (Ez utóbbi magas értékben szerepet játszhat, hogy a bankközi ügyletek nincsenek konszolidálva, így halmozottan lehetnek számolva a japán bankstatisztikákban.)

Mivel a két pénzügyi közvetítési alaptípus ma már bármelyik országban korlátok nélkül működhet, a piaci globalizáció hatására megindult a termékek és az intézmények egységesülése. Emellett azonban a pénzügyi közvetítés két tekintetben is inkább bankalapú maradt Európában. Egyrészt, bár csökkenő mértékben, de továbbra is a bankhitel a legnagyobb részarányú külső vállalati forrás, valamint bankbetétekben gyűlik a megtakarítások ugyancsak legnagyobb része, másrészt, bár a befektetési és biztosítási társaságok, nyugdíjalapok és egyéb tőke- és pénzpiaci intézmények szerepe és termékeinek jelentősége egyre nő, az európai bankok ezek tulajdonlásával gyakorlatilag lefedik az európai pénzügyi piac nem banki részét is. Az európai bankok univerzális pénzintézetként fejlődése előtt gyakorlatilag nem álltak szabályozási akadályok, így Európában a piaci alapú termékek és pénzügyi intézmények fejlődésével párhuzamosan a bankok pénzügyi közvetítő szerepe nem csökkent, hanem megváltozott formában még erősödött is: a hagyományos banki betételhelyezési és banki hitelezési üzletágak jelentőségének mérséklődése mellett számottevően nőtt a bankok és/vagy leányvállalataik befektetési, biztosítási és nyugdíjalap-szolgáltatási tevékenysége.

A pénzügyi folyamatok jelentős változáson mentek keresztül Európában a 90-es évek végétől napjainkig. Az első fontos változás a kormányzati szektor visszaszorulása volt: alapvetően az euró bevezetésének feltételeként előírt költségvetési konszolidáció következtében csökkent az államadósság és az adósságfinanszírozás szerepe, s az államkötvények aránya mérséklődött mind a kötvénykibocsátásban, mind a kötvényállományban. Részben ennek is következményeképpen az összes pénzügyi forráson belül nőtt a

¹⁴ A 2000-es években – elsősorban a 2000–2001-es tőzsdei visszaesés, a prudenciális és szabályozási problémák nyilvánvalóvá válása, a nagyvállalati botrányok stb. hatására – ez a fajta érték alapú (versenyezett) megközelítés háttérbe szorult.

nem pénzügyi vállalatok forrásainak részesedése. A nem pénzügyi vállalatok forrásainak megoszlása ugyanakkor erőteljesen a piaci alapú forráselemek irányába tolódott el: a finanszírozó források közül nőtt a vállalati kötvénykibocsátás és a tőzsdén jegyzett részvénykibocsátás aránya (lásd az 1. táblázatot). Ezekhez képest kevésbé nőtt a bankhitelek részesedése, ami abban is megnyilvánult, hogy a háztartások részesedése a magánszektor hitelállományán belül a 80-as évekbeli 47 százalékról 54 százalékra nőtt.¹⁵

1. táblázat

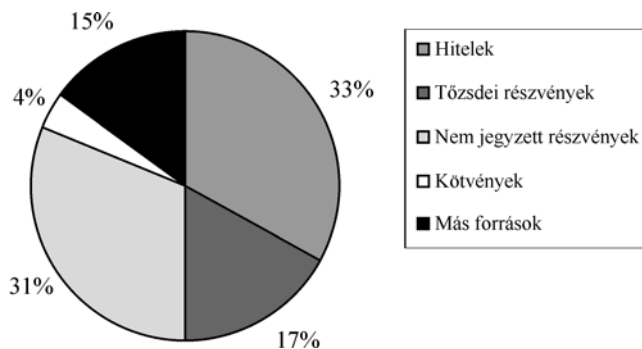
A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási forrásainak alakulása az euróövezetben, az USA-ban és Japánban (A GDP százalékában)

	1990	1995	2000	2003
Bankhitelek				
Euróövezet	-	35,1	40,8	41,8
USA	43,5	33,5	39,2	39,1
Japán	102,8	89,8	72,4	59,5
Tőzsdei kapitalizáció				
Euróövezet	19,9	27,9	85,8	53,9
USA	53,5	93,5	155,0	129,6
Japán	90,3	73,7	70,9	63,4
Kötvények				
Euróövezet	4,6	4,8	5,7	7,2
USA	22,3	22,9	24,1	22,6
Japán	8,5	10,4	14,7	16,5

Forrás: Be Duc-de Bondt–Calsa–Ibanez–Rixtel–Scopel [2005], 17. o.

3. ábra

A nem pénzügyi vállalatok forrásainak megoszlása 2002 végén



Forrás: ECB Monthly Bulletin, 2004. január.

¹⁵ Forrás: Be Duc-de Bondt–Calsa–Ibanez–Rixtel–Scopel [2005], 32. o. A háztartások eladósodásának és hitelállományának növekedését nagyrészt a lakáshitelek gyors bővülése idézte elő.

A nem pénzügyi vállalkozások összes forrásainak megoszlását tekintve (lásd a 3. ábrát) a bankhitelek jelentőségének kisebb, a tőzsdén nem jegyzett részvények finanszírozó szerepének nagyobb arányát találjuk. Ennek oka az európai vállalati struktúra sajátosságaiban, a kis- és középvállalkozások magas arányában keresendő. Ezek jelentős része tőzsdére nem bevezetett részvénytársaság, amely részvényeit zárt körben értékesíti családi, szállítói stb. kapcsolatok révén.

Bár a vállalati kötvénykibocsátás mint vállalkozásfinanszírozási forma Európában még mindig kis részarányt képvisel, maga az a tény, hogy napjainkban növekvő, s már 4 százalék fölötti a részesedése az egy évtizeddel korábbi szinte nullával szemben, önmagában is az egyik legnagyobb jelentőségű változás az európai pénzügyi rendszerben.¹⁶ A nem pénzügyi vállalatok kötvénykibocsátással történő finanszírozása Európában teljesen jelentéktelen volt, s csupán a 90-es évek végétől – elsősorban az euró bevezetése és a nagyvállalati restrukturálódások következményeképpen – nőtt meg a volumene. 2004-ben a majdnem 1800 milliárd eurós európai kötvénykibocsátás felét az államkötvények tették ki, kb. 8 százalékát a nem pénzügyi vállalatok, s további mintegy 24 százalékát a pénzügyi intézmények által kibocsátott kötvények.¹⁷ A szakirodalomban némi vita folyik arról, hogy elsődlegesen az euró bevezetése vagy a 90-es évtized végi nagyvállalati privatizációk, felvásárlások, összeolvadások idézték-e elő a nagyvállalati szektor korábban elenyésző kötvénykibocsátásának megugrását. Az előbbi ellen szól, hogy a nem euróövezet országában, például Nagy-Britanniában is jelentősen nőtt ebben az időszakban a vállalati kötvénykibocsátás volumene, ugyanakkor a tömeges nagyvállalati struktúraátalakítások lecsengése után, a 2000-es évek közepén is fennmaradt a múlt évtized végi kibocsátási lendület. *Rajan és Zingales* [2002] az 1989-től rendelkezésre álló adatok regressziós vizsgálata alapján kimutatta, hogy az euró bevezetése pozitív és statisztikailag szignifikáns hatást gyakorolt a vállalati kötvénykibocsátás mennyiségére az eurót bevezető országokban. (A kötvénypiac és a kibocsátási költségek alakulásáról később a pénzügyi piacok integrációjáról és az euró hatásáról szóló fejezetekben még részletesebben szó esik.)

Az európai pénzügyi rendszer ugyancsak jellegzetes vonásait mutatja megtakarítási oldalról a háztartások pénzügyi vagyonának megoszlását ábrázoló diagram, ami ráadásul mind időbeli, mind az USA-val való összehasonlításra alkalmat ad (lásd a 4. ábrát).

A 4. ábrából kitűnik, hogy az európai pénzügyi rendszerben igen színes a pénzügyi közvetítés intézményrendszere, s ennek következtében már a 90-es évek közepén meglehetősen diverzifikált volt a háztartások portfóliója. A bankalapúság eltűnőben van: ugyan 1995-ben a megtakarítások még legnagyobb része – bár már akkor is kevesebb, mint egyharmada – bankbetétekben volt elhelyezve, ez a helyzet 2000-re jelentősen megváltozott. A részvényekben lévő vagyon részesedése számottevően megnőtt, nagyjából az összes egyötödét tette ki, s meghaladta a banki betétek részarányát. A gyors részvényportfólió-bővülés a 90-es évek végének tőzsdei, azon belül is a technológiai részvények boomjának volt köszönhető. A 2001-es tőzsdeválság ugyanakkor drasztikusan leértékelte a részvényekbe fektetett vagyonelemeket, és alaposan elvette az európai

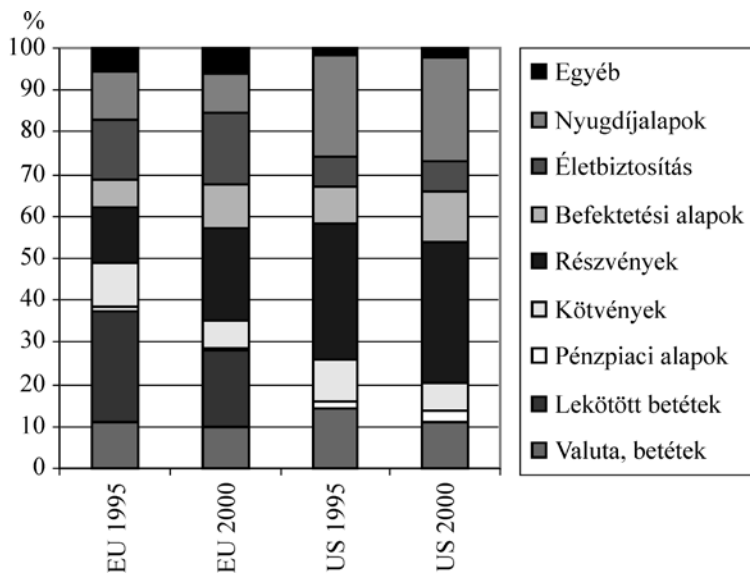
¹⁶ Európában és Magyarországon a kötvénypiacok bővüléséhez a vállalati szektor megfontolásain túl az intézményi befektetők érdeklődésének növekedésére és a kereskedelmi bankok érdekltségére is szükség volt. Ez utóbbira hatott a nemzetközi bankpiaci szabályozásban alkalmazott szigorú tőkekövetelmény-előírás, valamint a nagyhitel-korlátok, amelyeket a bankok tevékenységének mérlegen kívüli tételekbe terelésével lehet elkerülni. (Erre szolgál a 80-as évek óta gyorsan terjedő tágabb értelemben vett *értékpapírosítás*.) Az európai kötvénykibocsátást ösztönözte a banki érdekltség növelésével az 1993-as Tőkeemegfelelési Direktíva, amely a befektetési kategóriát elérő kibocsátóval szemben a bankhittelhez képest sokkal kisebb tőkekövetelményt ír elő.

¹⁷ *Forrás:* Financial Integration Monitor, 2005. Annex, European Commission, 2005, június, I–11.

kisbefektetők kedvét a további részvényvásárlástól, amelynek ízére éppen egy-két évvel korábban jöttek rá. A 2000-es évek háztartási portfóliójában a részvények aránya így már számottevően kisebb, mint a csúcshoz tekinthető 2000. évben. Ezzel szemben az amerikai háztartások portfóliójában a részvények aránya hagyományosan magas, a 90-es években stabilan 30 százalék körül alakult. S bár az ezredforduló tőzsdeválsága ezt is megtépázta némileg, jelentős változás nem történt.

4. ábra

A háztartások pénzügyi vagyonának megoszlása 1995–2000 között



Forrás: Financial Integration Monitor, 2005. Annex, European Commission, 2005. június 1–3.

A 4. ábrából leolvasható, hogy 2000 óta az EU-országok háztartásai megtakarításának több mint 70 százaléka intézményi befektetőkhez (biztosítókhoz, befektetési és nyugdíjalapokhoz, egészségpénztárakhoz stb.) kerül. A 2. táblázat az ezeknél elhelyezett eszközök GDP-hez viszonyított volumenét mutatja be országonként és intézményi befektetőtípusonként. A 2. táblázatból képet kaphatunk arról is, hogy időben hogyan bővült ezeknek az intézményeknek a portfóliója, és az európai országok pénzügyi rendszere ezen pénzügyi közvetítők jelentőségét tekintve hol helyezkedik el nemzetközi összehasonlításban.

**Az OECD-országok intézményi befektetőinek
pénzügyi vagyona és intézményenkénti megoszlása az egyes országok
GDP-jének százalékában 1992–2001 között**

Ország		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ausztria	Összes	24,7	28,5	30,4	35	40,3	47,1	54,4	68,2	72,5	75,7
	Biztosítás	16	17,6	18,4	20	21,5	22,8	22,8	23,9	24,3	25,3
	Nyugdíjalap	0,5	0,6	0,7	0,9	1,2	1,7	2,4	3,6	3,8	3,8
	Befektetési alap	8,2	10,3	11,2	14	17,6	22,6	29,2	40,7	44,4	46,6
	Egyéb	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Belgium	Összes	47,4	57,3	55,5	57,9	64,3	73	88,1	101	106,1	109
	Biztosítás	27,2	28,1	28,6	29,5	31,8	33,9	37,2	40,9	42,7	45,5
	Nyugdíjalap	2,6	3	2,7	3,6	4,2	4,9	5,6	6,1	5,9	5,6
	Befektetési alap	16,2	24,5	22,5	22,9	26,1	31,6	41,7	50,7	54,4	55
	Egyéb	1,4	1,7	1,6	1,9	2,3	2,7	3,6	3,4	3,1	2,9
Csehország	Összes	-	23,2	17,2	17,3	20	17,6	14,8	16,9	15,4	15,1
	Biztosítás	..	5,6	5,7	5,6	6,8	6,9	6,7	7,6	7,9	8,4
	Nyugdíjalap	-	-	0,1	0,5	1,5	1,3	1,6	1,9	2,2	2,5
	Befektetési alap	..	3	2,7	2,3	3,8	2,6	1,5	3,2	3,4	2,6
	Egyéb	..	14,6	8,7	8,9	8	6,8	5	4,2	2	1,6
Dánia	Összes	58	66,2	64,8	69,4	74,4	82,9	89,4	101,6	104,9	103,2
	Biztosítás	39,5	44	43,3	45,7	49,6	52,6	55,8	60,4	60,1	58,1
	Nyugdíjalap	15,9	18,7	18,1	20,1	19,5	22,3	22,8	24,9	24,8	23,8
	Befektetési alap	2,6	3,5	3,5	3,6	5,3	8	10,9	16,2	20,1	21,3
	Egyéb	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Finnország	Összes	41,1	43,8	49,4	51	62,9	66,5	74,1	93,5	87,5	81,9
	Biztosítás	8,1	8,7	11,9	14,8	17,6	18,8	23,7	32	29,2	24,4
	Nyugdíjalap	..	..	..	..	..	..	..	..	3,7	3,4
	Befektetési alap	0,1	0,8	1	0,9	1,9	2,6	4,2	8,2	9	8,8
	Egyéb	32,9	34,3	36,4	35,3	43,4	45,1	46,2	53,3	45,6	45,3
Franciaország	Összes	61,9	73,9	71,7	77,7	86,6	97	106,9	124,2	131,8	131,8
	Biztosítás	25,4	32,5	32,6	41,4	48	55,8	60,2	67,5	69,2	69
	Nyugdíjalap	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
	Befektetési alap	36,5	41,5	39,1	36,3	38,6	41,2	46,7	56,7	62,5	62,8
	Egyéb	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Németország	Összes	34	38,9	41,3	45,3	50,6	58,8	66,3	76,9	79,8	81
	Biztosítás	22,3	24,2	25,4	27,6	30	32,6	34,6	36,9	38,6	41,3
	Nyugdíjalap	2,9	2,5	2,5	2,7	2,8	3	3,1	3,2	3,3	3,3
	Befektetési alap	8,8	12,2	13,4	15	17,9	23,2	28,6	36,9	37,9	36,4
	Egyéb	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Görögország	Összes	3	6,7	8,4	12,8	16,9	26,5	29,7	39,8	33	27,4
	Biztosítás	1,8	2	2,3	3,2	3,6	3,9	3,6	5,4	5,3	5
	Nyugdíjalap	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
	Befektetési alap	1,2	4,6	6	9,6	13,3	22,6	26,1	34,4	27,7	22,4
	Egyéb	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..

Ország		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Magyarország	Összes	2,7	3,4	3,9	4,4	6,1	7,5	8,9	10,8	12,7	14,3
	Biztosítás	2,5	2,8	3	3,2	4	4	4,3	4,7	5,2	5,5
	Nyugdíjalap	-	-	-	0,1	0,3	0,7	1,3	2,2	3,1	3,9
	Befektetési alap	0,2	0,6	0,9	1,1	1,7	2,9	3,3	3,9	4,4	4,8
	Egyéb	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Olaszország	Összes	21,8	28,2	32,2	32	39	53,9	79,6	99,5	97,8	94
	Biztosítás	7,1	8,3	9,9	10,7	11,8	13,5	15,7	18,4	20,8	22,3
	Nyugdíjalap	3,7	3,7	3,5	3,5	3,2	3	3,1	4,6	4,5	4,4
	Befektetési alap	4	7	7,9	7,1	10,4	18,5	34,7	43	38,8	33,5
	Egyéb	7	9,1	10,9	10,8	13,7	18,9	26,1	33,4	33,7	33,8
Luxemburg	Összes	1574,4	2120,7	1945,6	2023,8	2041,4	2590,3	2963,2	4095	4366,9	4337,2
	Biztosítás	..	..	..	..	62,1	81,7	96,2	112,4	116,1	117,2
	Nyugdíjalap	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
	Befektetési alap	1574,4	2120,7	1945,6	1981,4	1979,3	2508,6	2867	3982,6	4250,8	4220
	Egyéb	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Hollandia	Összes	131,9	149,5	145,7	154,5	167,5	181,9	193,2	212,7	206,2	190,9
	Biztosítás	42,9	47,8	47,9	52	56	60,8	65,5	68,5	65,5	61,8
	Nyugdíjalap	75,5	83,6	80,4	84,8	93,1	101	107,5	119,3	113,7	105,1
	Befektetési alap	11,3	15,7	15,1	15,2	15,8	17,9	18	23,2	25,3	22,6
	Egyéb	2,2	2,4	2,4	2,5	2,6	2,3	2,2	1,7	1,6	1,5
Norvégia	Összes	36,4	42	41,4	42,4	43,5	46,6	47,3	53,5	55,2	46,5
	Biztosítás	29,3	31,6	31	31,1	30,5	31	32,5	35,9	35,5	31,8
	Nyugdíjalap	5	5,8	6,1	6,4	6,5	6,7	7,1	7,5	8	5,6
	Befektetési alap	2	4,6	4,3	4,9	6,5	8,9	7,7	10,2	11,7	9,1
	Egyéb	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Lengyelország	Összes	-	0,6	1,9	1,5	2	2,6	3,2	4,6	7	9,6
	Biztosítás	..	..	1,3	1,3	1,6	2,2	2,9	3,7	4,4	5,2
	Nyugdíjalap	..	..	..	..	..	..	..	0,4	1,4	2,6
	Befektetési alap	-	0,6	0,6	0,2	0,4	0,4	0,3	0,5	1,2	1,8
	Egyéb	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Portugália	Összes	18,3	27,6	29,9	34,4	38	48	52,7	55,2	52,8	51,9
	Biztosítás	3,6	4,9	5,7	10,8	13,1	16,1	17,9	20,4	21,9	22,4
	Nyugdíjalap	3,1	5,4	6,2	8,2	9,3	10,3	10,6	11,3	11,3	11,3
	Befektetési alap	9,3	12,8	17,5	15,1	15,3	21,1	23,7	22,7	18,8	17,3
	Egyéb	2,2	4,5	0,5	0,3	0,4	0,5	0,5	0,8	0,7	0,8
Szlovákia	Összes	..	..	..	..	4,7	4,9	5,1	5	6,2	7,2
	Biztosítás	..	..	..	..	4,7	4,9	5,1	5	5,1	6
	Nyugdíjalap	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
	Befektetési alap	..	..	..	..	..	..	..	..	1,1	1,2
	Egyéb	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Spanyolország	Összes	..	..	33,2	35,3	46,1	57,7	68,2	67,7	63,8	61,9
	Biztosítás	..	..	11,2	13	15,4	17,4	21,1	21,6	22,5	22,8
	Nyugdíjalap	..	..	4,8	5	5,7	6,4	7,2	7,7	8,4	8,2
	Befektetési alap	..	..	17,2	17,3	25	33,9	40	38,3	32,8	30,8
	Egyéb	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..

Ország		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Svédország	Összes	88,3	102,4	94,8	99,5	115,8	132,4	142,2	169,7	167,9	153,5
	Biztosítás	38,2	45,2	41,9	45,4	54,1	61,5	68,5	80,7	78,8	76,1
	Nyugdíjalap	1,8	2	2	2,1	2,3	2,5	2,8	2,9	3	3,7
	Befektetési alap	15,8	19,1	18,3	19,3	22,7	32	33,2	49,9	50,4	45,8
	Egyéb	32,6	36,2	32,7	32,8	36,6	36,5	37,7	36,2	35,7	27,9
Svájc	Összes	122,5	70	141,3	75,3	164,2	93,1	200,9	116,9	222,4	232,7
	Biztosítás	52,6	55,7	58,9	61,3	66,7	72,2	77,8	83,3	83,4	87,1
	Nyugdíjalap	61,7	..	68,3	..	80	..	97,5	..	105,2	113,5
	Befektetési alap	8,2	14,3	14,2	14	17,4	20,9	25,5	33,5	33,9	32
	Egyéb	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Törökország	Összes	0,6	1,2	1,3	1	1,7	1,6	1,9	3,4	3,1	4,4
	Biztosítás	0,3	0,4	0,5	0,6	0,8	0,9	1,1	1,6	1,5	1,5
	Nyugdíjalap	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
	Befektetési alap	0,3	0,8	0,7	0,4	0,9	0,8	0,7	1,8	1,7	2,9
	Egyéb	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Anglia	Összes	130,7	162,2	143	162,8	172	194,1	202	227,7	212,8	190,9
	Biztosítás	56	70,3	62	73,3	78,9	89,8	96,9	108,9	102,9	97,1
	Nyugdíjalap	59,8	71,8	62	68,2	69	78,9	79,3	87,8	78,7	66,4
	Befektetési alap	14,9	20,1	18,9	21,4	24	25,5	25,8	30,9	31,2	27,4
	Egyéb	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
USA	Összes	127,2	136,3	135,9	151,8	162,9	178,4	192	207,8	198,7	191
	Biztosítás	34,6	36,1	36	37,9	38,6	40,4	41,5	42,5	40,7	40,5
	Nyugdíjalap	47,7	50,5	50,3	57,1	60,7	66,9	71	73,9	69,3	63
	Befektetési alap	25,7	30,9	31,1	36,8	43,2	50,3	58,1	67,9	65,6	65,4
	Egyéb	19,2	18,8	18,4	20	20,4	20,9	21,3	23,5	23,1	22
Japán	Összes	77,7	83	81,5	88,6	88,4	86,7	89,6	98,9	97,7	94,7
	Biztosítás	46,5	50,2	51,1	55,8	56,4	56,6	58,3	61	60,3	60,3
	Nyugdíjalap	12,4	13,6	13,6	15,2	15	15,5	16,2	18,5	18,5	18,5
	Befektetési alap	9,2	9,5	7,9	8,8	8,6	7,4	8,3	11,3	11,2	9,5
	Egyéb	9,7	9,7	8,9	8,9	8,4	7,2	6,8	8	7,7	6,4
Korea	Összes	51,8	55,1	53,7	54,7	57,3	63,3	88,1	88,5	72,2	77,2
	Biztosítás	21	21,1	20,5	22	24,3	26,2	28,5	31,5	34,1	38,9
	Nyugdíjalap	3,2	3,3	3,1	2,9	3,1	3,3	3,6	3,2	2,8	3,2
	Befektetési alap	27,6	30,8	30,1	29,7	29,9	33,8	56,1	53,9	35,3	35,1
	Egyéb	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..

Forrás: OECD.

Az első szembetűnő jellegzetesség, hogy a pénzügyi rendszer intézményi befektető szektora az évtized folyamán igen jelentősen növekedett: kiterjedtsége minden országban legkevesebb megkétszereződött 10 év alatt, de néhány alacsony bázisról induló országban meg is többszöröződött. További feltűnő vonás, hogy az egyes országok között igen nagy az eltérés e szektor méretét tekintve. Durva megközelítésben elkülönülnek a dél- és az északnyugat-európai országok: előbbiekben (Portugália, Spanyolország, Görögország) az intézményi befektetők pénzügyi közvetítő szerepe fele-negyede néhány fejlett pénzügyi rendszerrel rendelkező európai országnak (UK, Hollandia, Svédország), de még a középmezőnyt alkotó országoknak (Ausztria, Franciaország) is. Ugyancsak

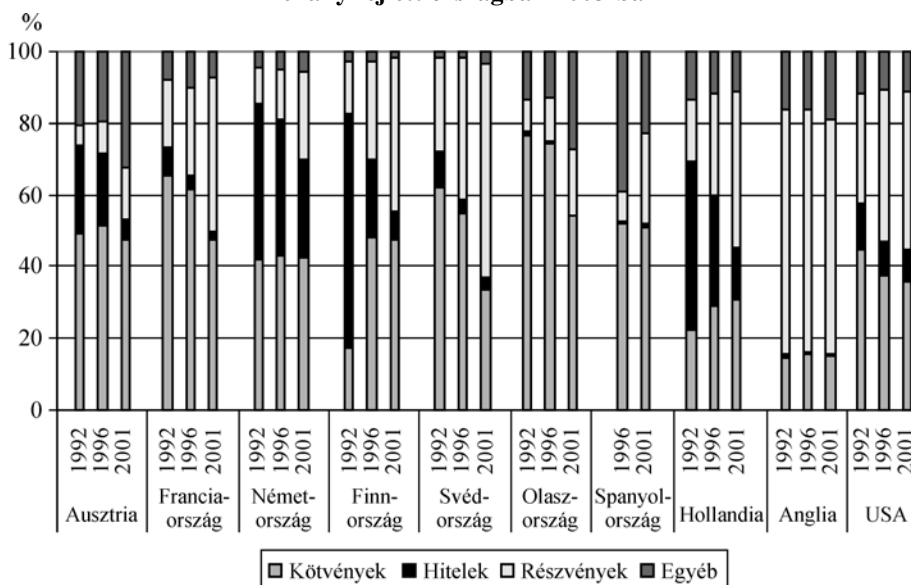
húzódik egy láthatatlan választóvonal Nyugat-Európából Közép- és Kelet-Közép-Európába haladva. A különbségek mögött a pénzügyi közvetítés szerkezetének, intézményeinek és tradícióinak eltérései, a megtakarítói magatartás különbözősége, a szabályozási háttér eltérő volta húzódik meg, s visszatükröződnek a pénzügyi rendszerek eltérő, ún. piaci alapú és bankalapú jellegzetességei.

Bár a különböző intézményi befektetői típusok országonként más és más súlyt képviselnek, megragadható néhány közös vonás. A *biztosítási társaságok* hagyományosan jelentős szerepet játszanak a pénzügyi megtakarítások összegyűjtésében: az összes európai országban a biztosítási szektorban van az intézményi befektetők pénzügyi vagyonának legalább fele-harmada. A *nyugdíjalapok* jelentősége ugyanakkor – különösen az USA-hoz képest – még a 2000-es évek elején is nagyon alacsony volt: az átlagosan a GDP 60-120 százalékát kitevő intézményi befektetői vagyonból túlnyomórészt 10 százalék alatti részt képviseltek a nyugdíjalapok.¹⁸ Ez szorosan összefügg a kiterjedt európai társadalombiztosítás rendszerével, ami nem tette szükségessé a nyugdíjakról történő magá gondoskodás bővítését. A nyugat-európai országok tervezett társadalombiztosítási reformjai várhatóan növelni fogják a nyugdíjalapok vagyonát. A szabályozás alakulása, az állami preferenciák nyújtása a nyugdíjalapok fejlődésében egyértelműen meghatározó. Az újonnan csatlakozó közép-európai országokban például, ahol a 90-es évek második felében – elsősorban az államháztartási terheket csökkentendő – a nyugdíjreformok keretében létrehozták az ún. „második pillért”, a magán-nyugdíjalapok körét, és részben kötelezővé tették az oda történő befizetést, ugyanakkor adókedvezményekkel támogatták a további magán-nyugdíjbefizetéseket, a még csupán a GDP 10-15 százaléka körüli összes intézményi befektetői vagyon negyed-harmada már ezekbe került. A szabályozás javítása, a jogi-adminisztratív kööttségek eltörlése, az adózási kedvezmények nyújtása *általában* jelentősen elősegíti a pénzügyi intézmények fejlődését, a pénzügyi közvetítésben betöltött súlyát, függetlenül azok típusától. Ezt mutatják a gazdaságtörténeti példák, a gazdaságpolitikai tapasztalatok, és erre a felismerésre épül az EU kiterjedt jogi-szabályozási tevékenysége, így a pénzügyi szolgáltatások akciótervének (FSAP) elindítása is.

A harmadik intézményi befektetési típus, a *befektetési alapok* jelentősége a legtöbb európai országban a 90-es évek közepétől nőtt meg, amikor elsősorban a tőzsdei fellendülés következtében egyre nagyobb lett portfóliójukban a részvények aránya, s a tőzsdei kapitalizáció gyors emelkedése számottevően megnövelte a részvényvagyon értékét. A tőzsdei fellendülés ugyanakkor ösztönözte azt, hogy a megtakarítások a bankrendszert elkerüljék, így növelte az intézményi befektetők szerepét is. Ez igaz a nyugdíjalapok esetére is, sőt a pénz- és tőkepiacok bankszektorénál magasabb hozama a 90-es évek második felében kimondottan ösztönözte a magán-nyugdíjalapok és az ezekben elhelyezett magánnyugdíj célú megtakarítások bővülését. A gyors tőzsdei árfolyam-emelkedések azt az illúziót keltették, hogy a tőkepiacokon egyszerűen lehet az állami nyugdíjrendszer mellett, illetve helyett magas nyugdíjakat elérni. Ez a hiedelem segítette a társadalombiztosítási nyugdíjrendszerek megreformálását, a kötelező magánpillér bevezetését. A tőzsdeválság hatására azonban számottevően csökkent a tőzsdén befektetett vagyonok hozama, sőt vagyonvesztés is bekövetkezett. Ehhez még hozzájárult néhány nagyszabású csalás Amerikában, ami vállalati nyugdíjalapok egész vagyonát tünnette el. Mindezek hatására mind a szakmai közvélemény, mind a kormányok óvatosabban tekintenek a nyugdíjcélú megtakarítások pénz- és tőkepiaci befektetéseire, s ma már általában nem gondolják, hogy ezek önmagukban megoldják az elöregedő jóléti társadalmak jelenlegi szinten fenntartva igen drága nyugdíjrendszereinek problémáját.

¹⁸ Kivéve Angliát és Hollandiát, ahol a 80-as években lezajlott társadalombiztosítási reformok következtében igen magas, az összes intézményi befektetés harmadát-felét közelíti a nyugdíjalapok vagyon.

**Az intézményi befektetők portfóliójának megoszlása
néhány fejlett országban 2003-ban**



Forrás: OECD

Mivel a fejlett országok pénzügyi vagyonának nagy részét az intézményi befektetőknel helyezik el, a pénzügyi szektor jellegéről, működéséről alapvető információkat hordoz, hogy hogyan alakul portfóliójuk, mibe fektetik a náluk gyűlő megtakarításokat. Az 5. ábra néhány EU-tagország intézményi befektetőinek a portfóliómegoszlását mutatja az 1990-es években.

Az OECD intézményi befektetői statisztikája sajnos csak az 1980–2001-es évekre közöl adatokat, s így némileg torz képet kapunk, hiszen a tőzsdeválság utáni években a részvényhányad jelentősége számottevően csökkent. Ezzel együtt is fontos tanulságok olvashatók ki az ábrából. Az EU-országok intézményi befektetőinek portfóliójában még a nagy tőzsdeboom idején is a kötvényállomány tette ki a pénzügyi eszközök legalább 40 százalékát, s ezzel a legnagyobb részesedésű portfólióelem volt. (Kivéve az inkább az amerikai pénzügyi rendszerhez közelebb álló Angliát és Hollandiát.) A kötvények csoportja ebben az esetben csak elenyésző mértékben jelenthet vállalati kötvényt, alapvetően államkötvényt tartalmaz. Az évtized folyamán a legjelentősebb változás a részvénybefektetések arányának számottevő növekedése és a hitelkonstrukciók ugyancsak látványos visszaszorulása volt. A kötvénybefektetések aránya kevésbé, de ugyancsak mérséklődött.

Mindez azt jelenti, hogy Európában az intézményi befektetőknel elhelyezett megtakarítások mintegy 40 százaléka az államadósságot, míg durván a 20-30 százaléka a vállalati részvényeken keresztül a vállalati szektort finanszírozza. A további 30-40 százalék különböző pénzügyi termékeken keresztül (hitelkonstrukciók, pénzpiaci eszközök stb.) a magánszektor, ezen belül nagyrészt ugyancsak a vállalkozások forrásául szolgálnak.

Ahogy az idézett országstatisztikák is mutatják, az európai országok pénzügyi rendszerei, ezek főbb intézményei, a fontosabb pénzügyi eszközök súlya nagymértékben különböznek. Ahogy láttuk, az európai pénzügyi piacok 90-es évekbeli fejlődésében sok

közös vonás van, de a szakirodalom szerint számottevő konvergencia csupán a kötvénypiacon mutatható ki. *Adam* [2002] és szerzőtársai ún. „szigmakonvergencia” méréssel vizsgálták, hogy a különböző pénzügyi eszközök (valuta- és rövid lejáratú betétek, kötvények, valamint a bankhitelek) GDP-arányos súlya egységesedett-e a 90-es években a különböző EU-országokban. Azt találták, hogy mind az eszközök, mind a források között csupán a kötvények súlya tekinthető nagyjából azonosnak, a többi eszköz-, illetve forráselem fontossága országonként igen változó, s heterogenitásuk nem csökken.

Kérdés, hogy ez a jelenség hogyan illeszkedik az európai pénzügyi piacok integrációjának előrehaladásához, ami az EU egyik kiemelt fontosságú gazdaságpolitikai célkitűzése. A pénzügyi piacok integrációja lehetővé teszi a tőke hatékonyabb allokációját, jobb lehetőséget teremt a pénzügyi befektetések kockázatának megosztására és diverzifikálására, s mindezek következtében elősegíti a gazdasági növekedést. Az európai pénzpiacok integrációjának 1990-es évek végétől kezdődő gyorsulását több tényező is elősegítette. Ezek között fontos volt a 80-as évek végétől megindult pénzügyi globalizáció, a részben ezt kiváltó, illetve ezzel párhuzamos, ugyancsak a 80-as évek végén megkezdett pénzügyi liberalizáció és szabályozási harmonizáció, s végül, de nem utolsósorban a legnagyobb hatású tényező, az euró bevezetése.

A közös európai valuta különösen a pénz- és tőkepiacok gyors fejlődése és integrációja előtti akadályokat hártotta el. A sokvalutájú Európában az árfolyamkockázat, a kamatláb-kockázat, a különböző valutában denominált eszközöket tartalmazó portfóliók összetételére vonatkozó előírások stb. fragmentálták a pénzügyi piacokat és csökkentették méretüket, valamint akadályozták az intézményi befektetőket befektetéseik földrajzi diverzifikálásában. Mindezen korlátok megszűnése, a piacok fokozódó integrálódása növelte a határon átnyúló szolgáltatásokat, csökkentette a pénzügyi rendszernek a különböző kockázatok kivédésére fordított költségeit, mérséklődtek vagy megszűntek a kamatfelárak, csökkent a kamatszint, kiszámíthatóbbak és összehasonlíthatóbbak lettek a hozamok és kondíciók, növekedett a pénz- és tőkepiacok likviditása stb. Mindezen tényezők az európai pénz- és tőkepiacok fejlődésének gyorsulásához, a pénzügyi közvetítés további mélyüléséhez vezettek. Az alábbiakban az európai pénzpiaci integráció állását, fejlődésének főbb mozgatóit és jellemzőit tekintjük át, az euró bevezetésének hatásával együtt vizsgálva.

Az európai pénzügyi piacok integrációja

A pénzügyi piacok integrációjának mérésével kapcsolatban egy sor definíciós és mérési probléma felvetődik. Elsősorban tisztázni kell, mit tekintünk integrált pénzügyi piacnak és milyen mutatókkal mérjük az integráció mélységét. A szakirodalomban például az egyes pénzpiaci intézmények, eszköz- és forráselemek uniformizáltságát nem tekintik a pénzügyi integráció sem szükséges, sem elégséges feltételének.¹⁹ A pénzügyi integráció legátfogóbb definíciója²⁰ szerint egy pénzügyi eszközök és szolgáltatások kereskedelmével foglalkozó pénzügyi piac integráltnak nevezhető, ha az összes azonos tulajdonságokkal rendelkező piaci szereplőre ugyanazon szabályok érvényesek, amikor pénzügyi eszközökkel és szolgáltatásokkal kezdenek foglalkozni, ezek közül bármelyikhez egyenlő hozzáférésük van, és a piacon az aktív szereplők egyenlő elbánásban részesülnek. A pénzügyi integráció azonban nem jelenti azt, hogy a különböző pénzügyi piacok struktúrájának egyformának kell lennie. Nem jelenti továbbá, hogy a pénzügyi

¹⁹ Lásd erről: *Hartmann–Maddaloni–Maganelli* [2003] és *Baele–Ferrando–Hördahl–Krylova–Monnet* [2004].

²⁰ Lásd: *Baele–Ferrando–Hördahl–Krylova–Monnet* [2004].

közvetítésből teljesen kiiktatódnak a súrlódások, amelyek akadályozzák az optimális tőkeallokációt, ehelyett a súrlódást okozó tényezők megkerülésére/elhárítására minden piaci szereplő számára egyforma eséllyel alkalmazható, ún. szimmetrikus eszközök állnak rendelkezésre. A pénzügyi integráció ugyanakkor mind a keresleti, mind a kínálati oldalon feltételezi a pénzügyi termékekhez, szolgáltatókhoz és szolgáltatásokhoz való egyforma hozzáférhetőséget, tekintet nélkül ezek eredetére és elhelyezkedésére.

Ezen definíciók megfelelnek a másik leggyakrabban használt, ráadásul az integráció mérhetőségét is biztosító meghatározásnak, nevezetesen az „egyetlen ár” törvényének: a diszkriminációmentes, egyforma hozzáférhetőséget biztosító – tehát integrált – piacon a kockázatok, hozamok és termékekárak kiegyenlítődnek, arbitrázsra nincs lehetőség. Az „egyetlen ár” törvénye azonban csak a nyilvánosan jegyzett eszközök ára esetében alkalmazható, arra azonban nem alkalmas, hogy feltárja, illetve figyelembe vegye az esetleges jogi-szabályozási diszkriminációk következtében a piacról kiszoruló termékeket, szolgáltatásokat és azok árát.

Az alábbiakban pénzügyi piaconként vizsgáljuk, hogy a pénzügyi szolgáltatások tényleges integrációja hogyan haladt előre az utóbbi években Európában. A részvénypiaci integrációt is itt kellene áttekintenünk, erről azonban egy külön tanulmány szól,²¹ így azt most nem érintjük. Fontos lenne arról is képet kapni, hogy az egységes európai jogi szabályozás előrehaladása mennyiben hatott az integráció fejlődésére, a jogi liberalizálás azonban a legtöbb területen még éppen csak megtörtént, valós hatása így még nem lehet vagy nem mérhető.

Az európai pénzpiac integrációjának fejlődése

Az európai pénzpiac legintegráltabb részei a nagykereskedelmi banki (*wholesale*) *üzletágak*, azon belül is a *bankközi pénzpiacok* lettek. Az euró és ezzel a közös monetáris politika keretében alkalmazott egységes jegybanki alapkamat 1999. januári bevezetése után azonnal egységesedtek a bankközi kamatok, érvényre juttatva az „egyetlen ár” törvényét: mind az egy- és a harmincnapos, mind a három, illetve tizenkét hónapos bankközi hitelek különböző európai országok közötti kamatkülönbsége gyakorlatilag eltűnt (néhány bázispontra szűkült). A kamatkiegyenlítődesnek fontos feltétele volt az Európa-szerte használatos „TARGET” elnevezésű fizetési rendszer életbe léptetése és működése is. Ugyancsak gyors és szinte teljesnek mondható az euró bevezetése óta gyorsan bővülő és egyre nagyobb likviditású derivatíva-, valamint a különböző swappiacok, ezen belül különösen a kamatswap-piac integrációja.

A bankközi pénzpiac integrálódásának másik fontos jele a határon túli forgalom megnövekedése: az euró 1999-es bevezetése óta az euróövezet határokon keresztül történő bankközi hitelnyújtása majdnem megkétszereződött, s a 2000-es években már a világ összes ilyen forgalmának a felét tette ki. Az euróövezeten kívüli EU-országok bankpiacán nem ilyen gyors és teljes, de kimutatható kamatkonvergencia zajlott le, és nőtt a határon kívüli bankközi forgalom is.

Bár az integrálódási folyamat itt is előrehaladt, a *bankközi repoügyletek* (értékpapír-háttérű hitelnyújtás) terén kevésbé integrálódott az európai pénzpiac. Ennek jele a repokamatok országonkénti különbségének több bázispontos fennmaradása, valamint a határon túli forgalom lassú, csak 2000 után megindult növekedése. (A 2000-es években ennek aránya már meghaladta az összes európai repoforgalom 40 százalékát). A lassabb integráció oka minden elemző szerint a piaci sztenderdizáció és a harmonizált jogi dokumentáció hiánya volt, amelyen 2002-től több szabályozási lépésben próbáltak segíteni.

²¹ Lásd: *Palócz Éva* [2006].

Mind az állam-, mind a vállalati kötvények piacán jelentős változások történtek az euró bevezetése óta. A különböző európai országok *államkötvényeinek* hozamkülönbözete számottevően csökkent, ami a közös valuta bevezetésével együtt járó árfolyamkockázat megszűnése, valamint az infláció ütemében és az államháztartási hiány mértékében korábban fennálló különbségek eltűnése miatt előre várható volt. A tényleges hozamkonvergencia azonban csak évek alatt ment végbe, és a viszonyítási alapnak (benchmarknak) tekinthető 10 éves német államkötvény hozamához képest az átlagos európai országok államkötvényeinek hozamkülönbözete 2002–2003-ra süllyedt 10 bázispont alá. Néhány bázispontos hozamkülönbség a mai napig fennmaradt, és ennek mértéke lejáratonként és időszakonként változik.²² Ugyancsak az államkötvénypiac növekvő integráltságát mutatják azok a számítások, amelyek a hozamok alakulására ható információk közül a helyiek eltűnő, míg az európai „közös” hírek meghatározó hatását számszerűsítik.²³ A hozamkonvergencia tekintetében ugyan szinte teljesnek tekinthető az euróövezet államkötvénypiac, az egyes országok, így államkötvényeik kisebb-nagyobb mértékben eltérő hitelkockázata, az államkötvények jellemző lejárat, a piac nagysága és mindezek következtében likviditása tekintetében fennmaradtak különbségek, így ezen szempontok alapján az integráció további előrehaladására van szükség.

Az európai pénzügyi piacokon a legnagyobb változás a vállalati kötvénypiacon történt. Nem csupán az a jelenség fontos, hogy ez a piac szinte a semmiből egyáltalán létrejött, és ahogy az előző fejezetben láttuk, részesedése a nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozási forrásai között ma már 5 százalék körül van, hanem jelentős változás történt a kötvénykibocsátáshoz folyamodó vállalati kör jellegében is. Míg 1998 előtt csak a legjobb minősítésű, legnagyobb pénzügyi intézmények bocsátottak ki saját kötvényt forrászerzés céljából, addig az ezredfordulótól egyre több alacsonyabb (BBB) besorolású nem pénzügyi vállalat is megjelenik kötvénykibocsátóként. Ez megmutatkozik mind a nem pénzügyi vállalati kötvények, mind az alacsonyabb besorolású kötvények összes vállalati kötvényállományon belüli arányának növekedésében (a két kötvénycsoport nem ugyanaz, de jelentős közöttük az átfedés): a nem pénzügyi vállalatok kötvényeinek részesedése 2003-ban 38 százalék volt az öt évvel korábbi 13 százalékkal szemben, míg a BBB besorolásúaké már majdnem 30 százalékra nőtt az 1998-as közel nulláról. Ugyancsak e piac fejlődését és mélyülését mutatja, hogy likviditása általában is jelentősen nőtt, és eme alacsonyabb vállalati kategóriában is bővült a kötvénykereskedés.

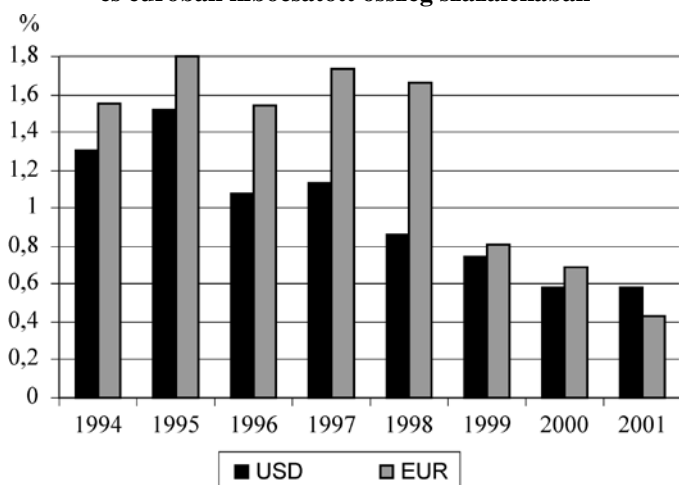
Ebben a kedvező változásban alapvető szerepet játszott az euró bevezetése. Az egységes valuta nagy pénzügyi piacot teremtett Európában, ahol a kötvénykibocsátás korábbi akadályai (az árfolyamkockázat, a nemzeti valutákban denominált eszközök mentén szegmentált intézményi befektetői portfóliók – ami a kötvénypiac likviditását jelentősen rontotta –, az a nehézség, hogy a kibocsátónak a kibocsátási valuta országában kellett a piacot jól ismerő aláíróit találnia stb.) eliminálódtak, s így a befektetési bankoknak lehetőségük nyílt a méretgazdaságosság kiaknázására az aláírói szolgáltatás nyújtásánál. A sokkal vonzóbb befektetési lehetőséget nyújtó európai vállalati kötvénypiacon azonnal megjelentek a nagy amerikai befektetési bankok is,²⁴ és a helyiek bővülő aláírói szolgáltatásnyújtásával versenyezve jelentősen lenyomták a kibocsátási költségeket.

²² Lásd erről napjainkban: ECB [2005], ECB Monthly Bulletin [2005], szeptember, 30–32. o.

²³ Lásd erről: *Baale-Ferrando-Hördahl-Krylova-Monnet* [2004] és ECB [2005].

²⁴ Az amerikai befektetési bankok megjelenése és piaci aktivitása jelentősen átstrukturálta az európai vállalati kötvénypiacot: korábbi elenyésző (2 százalékos) piaci részesedésük után 2001-ben már az euróban denominált kötvénykibocsátások 32 százalékát szervezték (ehhez jelentős részben USA-ból származó forrásokat felhasználva).

Az átlagos vállalati kötvénykibocsátási díjak a dollárban és euróban kibocsátott összeg százalékában



Forrás: Santos–Tsatsaronis [2003], 9. o.

Ahogy a 6. ábrából kiderül, az európai kötvénykibocsátás díja az ezredfordulóra nemcsak lecsökkent az amerikai átlagos kibocsátási díj szintjére, hanem kisebb is lett annál. Ugyancsak a vállalati kötvénypiac mélyülését mutatja, hogy a különböző minősítésű vállalati kötvények hozamfelára (a benchmarknak tekintett AAA minősítésű kötvényekhez képest fizetendő kockázati felára) az elmúlt években folyamatosan csökkent, s ma is történelmi mélységekben van. Ennek egyik fontos oka, hogy az államkötvényhozamok elmúlt évekbeli számottevő csökkenése következtében a vállalati kötvények magas hozamú befektetési alternatívává váltak a kedvező és biztonságos befektetési lehetőséget kereső alapkezelők számára, s a megnövekedett kereslet lenyomta a hozamukat. (Ez vezetett az európai vállalati kötvénypiac likviditásának növekedéséhez is.) A csekély hozamfelár és a kibocsátási díj tartósan alacsony szintje alapvető szempontok egy vállalati forrásbevonás mikéntjéről hozandó döntésnél, így jelentősen hozzájárultak ahhoz, hogy a vállalati kötvénykibocsátás volumene továbbra is magas maradt Európában.

Az európai bankszektor fejlődése

Ahogy a korábbi fejezetekben láthattuk, az európai pénzügyi rendszer 90-es évekbeli fejlődése a pénzügyi közvetítés mélyülése, valamint nagyarányú bővülése mellett elsősorban a pénz- és tőkepiaci pénzügyi közvetítés jelentőségének a növekedését hozta, s bár a bankok elsődleges szerepe megmaradt – a korábinál sokkal kisebb arányban ugyan –, a pénzügyi intézményrendszer, a termékek és a szolgáltatások köre hihetetlenül kibővült, színessé vált. Ebben a folyamatban az európai bankok korábbi, az európai pénzügyi rendszerben betöltött kulcspozícióik erőssége miatt tudták megőrizni vezető szerepüket, ami azonban alapvető változásokat igényelt a hagyományos banki tevékenységekhez és üzletágakhoz képest. Ez a törekvés vezetett a befektetési banki szolgáltatások (aláírói tevékenység kötvénykibocsátásoknál, szindikált hitelek szervezése, befektetési tanácsadás), az értékpapír-kereskedelem és az alapkezelés beindításához és bővítéséhez, amit a pénzügyi rendszer integrációjának könnyítését célzó jogi-

szabályozási folyamat is elősegített.²⁵ Ez a piaci változásokhoz gyorsan alkalmazkodó banki magatartás vezetett az európai bankok további erősödéséhez, közülük a legnagyobbak igazi pénzügyi konglomerátummá válásához, amelyek igazi univerzális pénzintézetekként szolgáltatásaikkal lefedik a pénzügyi termékpaletta legszélesebb körét, kihasználva az egyéni fogyasztókhöz való közelségükből fakadó előnyüket: mind a hagyományos bank-, mind az újabb tőkepiaci, mind a biztosítási, intézményi befektetői szolgáltatások nyújtására alkalmasak vagy saját részlegeiken, vagy leányvállalataikon keresztül.²⁶ Bár ez a folyamat nem tökéletesen fedi az integráció szorosán vett definícióját, a különböző pénzügyi szolgáltatások egy szervezetbe integrálódása/kerülése csökkentette a pénzügyi piacok fragmentáltságát, elősegítette a tőkeáramlás optimalizálását, s így a pénzügyi termékek és szolgáltatások árának csökkentését, a kínálat növekedését.

Amikor a piaci helyzet úgy hozta, a tőkepiaci, biztosítási s egyéb új pénzügyi szolgáltatások térnyerése a hagyományos banki hitelnyújtás és betételfogadás háttérbe szorulásával történt, majd 2001, a tőkepiac fejlődésének némi gyengülése után a hagyományos üzletágak újra erőre kaptak. A banki termékek és szolgáltatások diverzifikálódása mutatkozik meg a banki bevételek megoszlásának átalakulásában is.

A tőkepiaci és biztosítási szolgáltatások nyújtását végző banki egységek részben természetes növekedéssel, de nagyobb és gyorsabb piaci részesedés szerzése esetén összeolvadás és felvásárlás révén jöttek létre. Az euró bevezetése után felgyorsultak a határokon túlnyúló vállalatfelvásárlások, s bár gyorsan nőtt a határokon átnyúlók aránya, többségük még határokon belüli maradt. Ugyanez igaz a banki konszolidációra: miközben a bankrendszerben végbement egy koncentrációs folyamat, s ez megnyilvánult a bankok számának csökkenésében, s a nagybankok piaci részarányának növekedésében,²⁷ a nem hazai felvásárlások aránya még az euró bevezetése után sem haladta meg az 50-60 százalékot, s az is szinte kizárólag európai eredetű volt. Mindezek miatt a külföldi tulajdon aránya az európai bankrendszerben továbbra sem magas: 2003-ban átlagosan 23 százalék volt.²⁸

A bankpiac különböző szegmensei különböző mértékben integrálódtak. Ahogy már az előző fejezetekben láttuk, a wholesale üzletágak, a bankközi, a repohitelezés, a derivatív- és swap-piacok igen nagymértékben (a repopiacot kivéve teljesen) integráltak. Ez magukat a bankokat is segíti, hogy saját eszköz-forrás gazdálkodásukat optimalizálják, s így csökkenteni képesek költségeiket. A hagyományos hitelezési üzletágon belül ugyancsak elválik a nagyvállalati finanszírozás (corporate finance) és a lakossági-kisvállalkozási (retail) üzletág. Mindkét piacon végbement egyfajta mérhető kamatkonvergencia, ami azonban alapvetően az euró bevezetésének köszönhető: az euróövezetben az egységes valuta, egységes jegybanki alapkamat, a közös monetáris politika, a konvergencia az infláció mértékében, az árfolyamkockázat kiküszöbölődése, a már részben a

²⁵ Egyebek mellett a piactorzításról és a prospektusok elfogadásáról szóló két 2001-es direktívát, a 2002-ben elfogadott befektetési alapokról szóló két direktívát, valamint az IAS alkalmazásáról szóló rendeletet fontos itt kiemelni.

²⁶ Az euróövezet vállalatainak euró-kötvénykibocsátásait szervező 20 legnagyobb részesedésű pénzintézet között – akik e piac 95 százalékát fedik le – 14 európai nagybank található: a francia BNP Paribank, a német Deutsche Bank, a francia Societe Generale, a svájci Credit Suisse First Boston, a holland ABN-AMRO, az angol HSBC, a francia Credit Agricole Indosuez, a német Dresdner Kleinwort Wasserstein, az angol Barclays Capital, az olasz Unicredito Italiano SpA, a francia Natexis Banques Populaires, az ugyancsak francia Lazard, a svájci UBS Warburg, és az olasz Mediobanca.

²⁷ 2001-ben az öt legnagyobb bank eszközei az egyes európai országok összes eszközeinek átlagosan 53 százalékát tették ki a 10 évvel korábbi 46 százalék helyett. Az átlag azonban országonként nagy szóródást takart: Belgiumban, Finnországban és Hollandiában az öt legnagyobb bank részesedése 80 százalék fölött volt, Németországban (elsősorban a széles takarékszövetkezeti hálózat miatt) 20 százalék körül alakult.

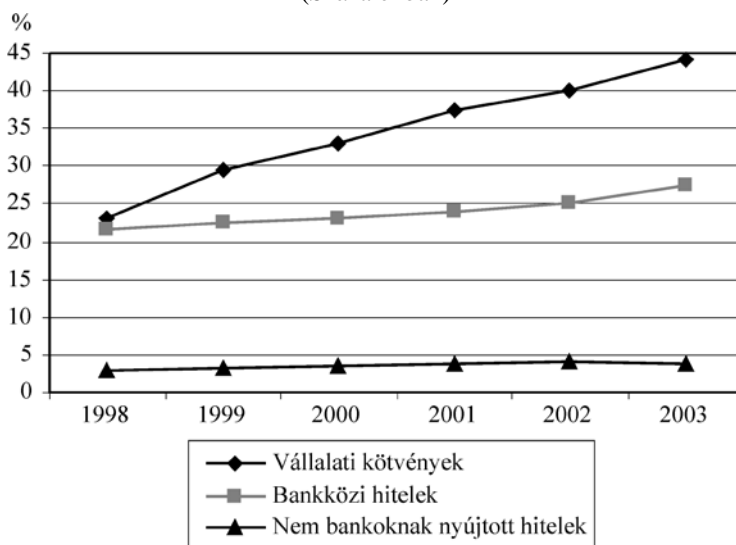
²⁸ *Forrás: Mörttinen–Poloni–Sandars–Vesala [2005], 13. o.*

pénzpiaci integráció következményének is tekinthető harmonizált bankközi kamatok és tőkepiaci kondíciók mind az euróövezeti banki kamatszint egységesedésének irányába hatottak.

A nagyvállalat-hitelezésben a piac integrálódását jelentősen segítette, hogy ez az az üzletág, ahol a legkisebb költséggel lehet elérni a külföldi ügyfelet, illetve követni a hazai ügyfél külföldi mozgását. Egyszerűsítette a folyamatot az is, hogy a nagyvállalat-finanszírozás az egyik leginkább globalizálódott pénzügyi üzletág, így gyakorlata és infrastruktúrája is kiépült. A nagyvállalati partnerekkel viszonylag kis apparátusú külföldi jelenléttel is fenn lehet tartani az üzleti kapcsolatot, és erre az európai bankok akár külföldi leányvállalatok alapításával, akár – később, amikor a szabályozás már megengedte – fiókokon keresztül törekedtek. (Magyarországon a rendszerváltás után egy sor európai nagybank alapított leányvállalatot, kimondottan azzal a korlátozott céllal, hogy az itt befektető saját nemzetiségű és/vagy multinacionális vállalatokat – akik közül sok az anyaországban is üzleti partnerük volt – ellássák a megszokott pénzügyi szolgáltatásokkal.) A nagyvállalati hitelezésben fontos szerepet játszó szindikált vagy konzorciális hitelezés piaca ugyancsak nagymértékben integrált, s egyben erősen koncentrált: a piac 85 százalékát ugyanaz a 20 legnagyobb nemzetközi nagy bank uralja, mint a kötvénykiadás esetében, azzal a különbséggel, hogy itt jelentősebb (több mint 50 százalék) az európai bankok dominanciája. Ezzel együtt a határokon átnyúló hitelnyújtás (lásd a 7. ábrát) a vállalati üzletágban is igen csekély (10 százalék alatti) arányú maradt.

7. ábra

A határokon átnyúló szolgáltatások aránya az euróövezet bankjaiban az adott pénzügyi termék összes állományán belül
(Százalékban)



Forrás: Mörttinen–Poloni–Sandars–Vesala [2005], 13. o.

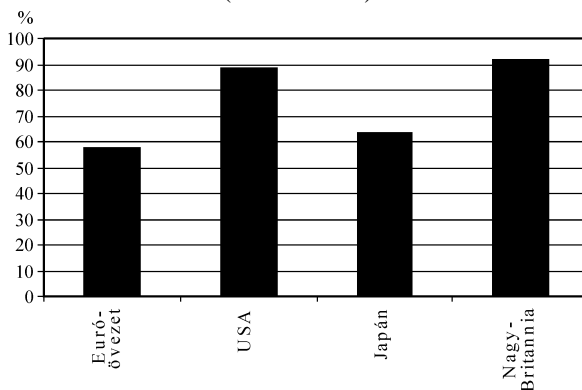
A retail üzletág lakossági és kisvállalkozási része a legkevésbé integrált pénzügyi piaci szegmens. A szakirodalomban fellelhető olyan vélemény is, hogy ezen a területen nem is lehetséges számottevő integráció, mivel a sok egyedi ügyfélhez való földrajzi közelség

csak korlátozottan és csak a helyi/hazai bankok részéről oldható meg rentábilisan. A fizikai elérhetőség problémáját többféleképpen oldhatják meg a bankok – már amennyiben külföldi terjeszkedésre szánják el magukat. A legkorszerűbb módszer az új telekommunikációs technológiákon, a telefonon, interneten keresztül történő bankszolgáltatás. Az eddig legszélesebben alkalmazott módszer a valódi fizikai jelenlét, ami lehetséges leányvállalatok alapításával, a szabályozási könnyítések következtében ma már egyszerű fióknyitással, ugyanakkor helyi bankok, pénzintézetek felvásárlásával, illetve azokkal való összeolvadással. Ez a folyamat az euró bevezetésével felerősödött, ami megmutatkozik a külföldi bankfiókok számának gyors növekedésében is. Ezzel együtt is, a külföldi (európai) bankok tulajdonában lévő fiókok eszközeinek aránya az euróövezet országainak eszközein belül még 2003-ban is igen alacsony, csupán 8 százalék körüli volt.²⁹ Ennél is kisebb, 7 százalék volt a leányvállalatok eszközeinek részesedése.

Ahogy már korábban láttuk, a háztartásoknak nyújtott bankszolgáltatások jelentősége az elmúlt években némileg bővült: 2004-ben az összes bankhitel 54 százalékát már a lakossági hitelek tették ki. Ez részben magyarázható a vállalkozásfinanszírozás tőkepiacokra történő eltolódásával, ugyanakkor a lakosság eladósodásának növekedésével is. Az euróövezet háztartásainak eladósodottsága így sem éri el Nagy-Britannia, az USA és Japán lakosságáét. (Lásd a 8. ábrát.)

8. ábra

A háztartások adóssága a rendelkezésre álló jövedelem arányában a fejlett országokban 2004-ben
(Százalékban)



Forrás: *Be Duc-de Bondt–Calza–Ibanez–Rixtel–Scopel* [2005], 39. o.

A növekvő hitelfelvételt az egyre olcsóbbá váló hitelkamatok és -költségek ösztönözték: 15 év alatt az egyre bővülő arányú, s ma már az összes lakossági hitel közel 70 százalékát kitevő lakáshitelek³⁰ kamatlába 8 százalék közeléből 2,5 százalékra, a 13 százalékot alkotó fogyasztási hiteleké pedig 5,7 százalék közelébe csökkent.³¹ Bár országonként megmaradtak a különbségek, a hitelkamatok terén is jelentős konvergencia zajlott le, s főleg a jelzáloghitel-alapú hitelek kondíciói egységeseztek. Nagyobb maradt az országok közötti szórás a fogyasztási hitelek kamatait tekintve.

²⁹ Forrás: *Mörttinen–Poloni–Sandars–Vesala* [2005], 13. o.

³⁰ A lakossági hitelek gyors bővülése az elmúlt évtized fejlett országokbeli ingatlanpiaci boomjának részben a következménye volt, részben vissza is hatott arra azzal, hogy a fizetőképes piaci keresletet növelte.

³¹ A háztartások hiteleinek további 17 százalékát a kisvállalkozói és a felsőoktatási tanulmányok finanszírozására felvett hitelek tették ki.

Irodalomjegyzék

- Adam, K. – Japelli, T. – Menichini, A. – Padula, M. – Paganom, M. [2002]: Study to analyse, compare and apply alternative indicators and monitoring methodologies to measure the evolution of capital market integration in the European Union. Centre for Studies in Economics and finance for European Commission, Brussels, január.
- Baale, L. – Ferrando, A. – Hördahl, P. – Krylova, E. – Monnet, C. [2004]: Measuring Financial Integration in the Euro Area. ECB Occasional Papers Series, No. 14., április.
- Beck, T. – Levin, R. [2003]: Legal Institution and Financial Development. World Bank Policy Research Working Paper, 3138, szeptember.
- Be Duc, L. – de Bondt, G. – Calza, A. – Ibanez, O. M. – Rixtel, A. – Scopel, S. [2005]: Financing Conditions in the Euro-Area. ECB Occasional Paper Series, No. 37., október.
- Brealy, R. A. – Myers, S. [2005]: Modern vállalati pénzügyek. Panem, Budapest.
- Cabral, I. – Dierick, F. – Vesala, J. [2002]: Banking Integration in the Euro-Area. ECB Occasional Paper Series, No. 6., december.
- Claessens, S. – Demirgüç-Kunt, A. – Huizinga, H. [1998]: How does Foreign Entry Affect the Domestic Banking Market? World Bank Policy Research Working Paper.
- De Fiore, F. – Uhlig, H. [2005]: Bank Finance versus Bond Finance. What Explains the Differences between US and Europe. ECB Working Paper Series, No. 547., november.
- Demirgüç-Kunt, A. – Levine, R. [1999]: Bank-Based and Market-Based financial Systems: Cross-Country Comparisons. World Bank Working Paper, 2143.
- Demirgüç-Kunt, A. – Levine, R. [1999]: Bank-Based and Market-Based financial Systems: Cross-Country Comparisons. World Bank Working Paper, 2143.
- ECB [2002–2006]: Monthly Bulletins, 2002–2005. ECB.
- ECB [2005]: Indicators of financial integration in the euro area. ECB, szeptember.
- EU Commission [2004, 2005]: Financial Integration Monitor, 2004 és Financial Integration Monitor, 2005. EU Commission.
- Gjersem, C. [2003]: Financial Market Integration in the Euro-Area. OECD Working Paper, No. 368., október.
- Hartmann, F. – Maddaloni, A. – Maganelli, S. [2003]: The Euro Area Financial System: Structure, Integration and Policy Initiatives. ECB Working Paper, No. 230., május.
- Hicks, J. [1969]: A Theory of Economic History. Oxford, Clarendon Press.
- Horváth Zoltán [2005]: Kézikönyv az Európai Unióról. Magyar Országgyűlés, hatodik, átdolgozott kiadás.
- King, R. G. – Levin, R. [1993a]: Finance and Growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, CVIII.
- King, R. G. – Levin, R. [1993b]: Finance, Entrepreneurship and Growth. *Journal of Monetary Economics*, 32.
- Kohn, M. [1998]: Bank- és pénzügyek, pénzügyi piacok. Osiris – Nemzetközi Bankárképző.
- Leahy, M. – Schich, S. – Wehinger, G. – Pelgrin, F. – Thorgeirsson, T. [2001]: Contributions of Financial Systems to Growth in OECD-Countries. OECD Working Paper.
- Levin, R. – Loayza, N. – Beck, T. [2000]: Financial Intermediation and Growth: Casualty and Causes. *Journal of Monetary Economics*, 46.
- 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.
- Marján Attila [2005]: Európa pénzügyei. A bankok, tőzsdék, a közös pénz és a globális verseny. Sanoma, Budapest.
- Massaro, R. – Laakari, E. [2002]: The European and Euro-Zone Financial Structure. Eurostat Statistics in Focus, 18.
- Mérő Katalin [2002]: A bankok pénzügyi közvetítésben betöltött szerepének változása. MNB Műhelytanulmányok, 26.
- Monnet, C. – Quintin, E. [2005]: Why do Financial Systems Differ History Matters. ECB Working Paper Series, No. 442., február.
- Mörttinen, L. – Poloni, P. – Sandars, P. – Vesala, J. M. [2005]: Analysing Banking sector Conditions: How to Use Macroeconomic Indicators. ECB Occasional Paper Series, No. 26., április.
- Nicoló, G. – Bartholomew, P. – Zaman, J. – Zephirin, M. [2003]: Bank Consolidation, Internationalization, and Conglomeration: Trends and Implications for Financial Risk. IMF Working Paper, 03/158.
- Palócz Éva [2006]: Az európai tőzsdék versenyképessége és integrációja. Kézirat.

- Rajan, R. – Zingales, L.* [2002]: Banks and Markets: The Changing Character of European Finance. Conference Paper Second ECB Central Banking Conference, Oct 2002.
- Reininger, T. – Schardax, F. – Summer, M.* [2002]: Financial System Transition in Central Europe: The First Decade. SUERF Studies, No. 16.
- Rother, P. C.* [1999]: Explaining the Behaviour of Financial Intermediation: Evidence of Transition Economies. IMF, Working Paper, 36.
- Santos, J. – Tsatsaronis, K.* [2003]: The Cost of Barriers to Entry: Evidence from the Market for Corporate euro Bond Underwriting. BIS Working Papers, No 134., szeptember.
- Schmiedel, H. – Schönenberger, A.* [2005]: Integration of Securities Market Infrastructures in the Euro Area. ECB Occasional Paper Series, No. 33., július.
- Schumpeter, J. A.* [1980]: A gazdasági fejlődés elmélete. KJK, Budapest.
- Stacho Andrea* [2005]: A tőkepiac szerkezete és szerepe a vállalati finanszírozásban. Célelemzés. PSZÁF Elemzési és Kutatási Osztály, szeptember.
- Szalai Zoltán* [1998]: Értékpapír-befektetés az Európai Unióban. MNB Műhelytanulmányok.
- Vígh-Miklé Szabolcs* [2002]: Változások a pénzügyi közvetítés struktúrájában. MNB Műhelytanulmányok.