

BETHLENDI ANDRÁS–MÉRŐ KATALIN

Árnyékbankrendszer Magyarországon

Cikkünkben a magyar árnyékbankrendszert elemezzük. Rámutatunk arra, hogy a magyarországi árnyékbankrendszer nemcsak sokkal fejletlenebb, mint a fejlett EU-országok árnyékbankrendszere, hanem szerkezetileg is lényegesen különbözik attól. A hazai pénzügyi rendszer nem követte azokat a strukturális változásokat, amelyek a fejlett országokban történtek az elmúlt két évtizedben. További sajátossága a magyar rendszernek az általunk másodlagos árnyékbankrendszernek nevezett jelenség, nevezetesen: a külföldi piaci – árnyékbanki – források nem közvetlenül, hanem a külföldi bankközi forrásokon és a hozzájuk kapcsolódó derivatív eszközökön keresztül jelennek meg a hazai bankrendszerben. Elemzésünk célja, hogy feltárjuk ezeknek a sajátosságoknak az okait, elemezzük, hogy a hazai árnyékbankrendszer milyen kockázatokat hordoz, illetve rámutassunk ezeknek a sajátosságoknak és kockázatoknak a pénzügyi szektor további fejlődését befolyásoló néhány következményére.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G10, G20.

Bevezetés

Általánosan használt definíciója szerint az árnyékbankrendszer a hitelalapú pénzügyi közvetítésnek az a szegmense, amelyben a bankrendszeren kívüli pénzügyi közvetítő intézmények és pénzpiaci szegmensek is érintettek (FSB [2011]). Kialakulása az Egyesült Államokban a 20. század utolsó évtizedeiben kibontakozó strukturált értékpapírosításhoz és annak gyors elterjedéséhez köthető. Ennek keretében a bankok és más hitelnyújtó intézmények hitelportfóliójuk egy homogén részének pénzáramából

* A tanulmány alapjául szolgáló kutatást a Nemzeti Kutatási, Fejlesztési és Innovációs Hivatal támogatja (NKFIH 138562).

Bethlendi András egyetemi docens, BME Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar Pénzügyek Tanszék (e-mail: bethlendi.andras@gtk.bme.hu).

Mérő Katalin egyetemi docens, BGE Pénzügyi és Számviteli Kar Pénzügy Tanszék (e-mail: mero.katalin@uni-bge.hu).

A kézirat első változata 2023. június 12-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.18414/KSZ.2023.9.1001>

kötvénysorozatokat raktak össze, amelyeket a pénzügyi piacokon értékesítettek. Leggyakrabban a lakossági jelzáloghiteleket értékpapírosították, de más homogén portfóliók értékpapírosítása (például kis- és középvállalati hitelek, diákhitelek stb. esetében) is elterjedt gyakorlattá vált. A részt vevő intézmények közötti kapcsolati háló és kockázati transzferek a rendszert és a benne rejlő kockázatokat igen összetetté és átláthatatlanná tették. Az árnyékbankrendszer kiépülése, a benne rejlő kockázatok, illetve a rendszer keretében megvalósuló szabályozói arbitrázs¹ nagyban hozzájárultak a 2007-ben az Egyesült Államokból kiinduló pénzügyi válság kialakulásához és nemzetközivé válásához (*Pozsar és szerzőtársai* [2010], *Adrian–Ashcraft* [2012], *Lysandrou–Nesvetaliova* [2015], *Ban–Gabor* [2016], *Thiemman* [2018]). A folyamat átalakította számos, korábban hagyományosan működő – vagyis betéteket gyűjtő és hiteleket nyújtó, a hiteleket lejáratig a banki portfólióban tartó (*originate-and-hold*) – bank üzleti modelljét is. Kialakult az úgynevezett keletkeztető és szétosztó (*originate-and-distribute*) bankmodell, ahol a bankok eleve az értékpapírosítás és piaci értékesítés céljával nyújtották a hiteleket.

Magát az árnyékbank kifejezést 2007-ben Paul McCulley használta először a Fed éves Jackson Hole-i konferenciáján (*McCulley* [2009]), arra utalva, hogy a szigorúan szabályozott és felügyelt banktevékenység „árnyékában” létrejött egy olyan rendszer, amelynek keretében a nem igazán jó minőségű (*subprime*), hosszú lejáratú, lakossági jelzáloghiteleket rövid, illékony, a pénzpiacokról bevont forrásokkal finanszírozták oly módon, hogy a folyamatban számos intézmény vett részt.

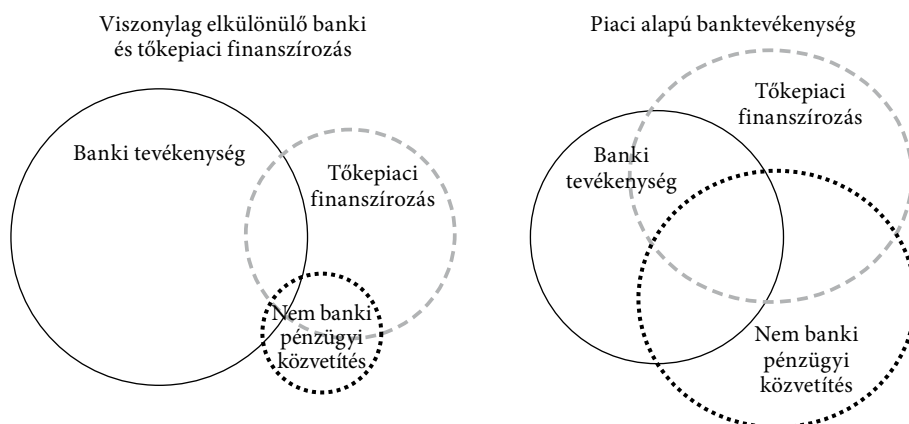
Az árnyékbankrendszer Európába egyrészt az Egyesült Államokban kibocsátott, a hitelek értékpapírosításával keletkezett eszközök megvásárlásával, másrészt az értékpapírosítás üzleti modelljének átvételével terjedt el. Mindkét út jelentős kockázatot jelentett az európai pénzügyi stabilitásra. A kockázatok európai materializálódásának első példái – mind a megvásárolt portfóliókat, mind az átvett üzleti modellt tekintve – 2007 augusztusában jelentek meg. Emellett Európában szintén megfigyelhetővé vált az a folyamat is, hogy a bankok a hosszú lejáratú hiteleiket egyre inkább rövid, a piacról bevont, nem betéti forrásokkal finanszírozták, és esz-közoldalukon is egyre jelentősebbek a tőkepiaci befektetések. Továbbá a hitelezésben egyre nagyobb szerepet játszanak a nem betétgyűjtő, piaci forrásokra támaszkodó pénzügyi intézmények is. Így a hagyományos banki, tőkepiaci és árnyékbanki tevékenység Európában is összefonódott. Ezt a folyamatot nevezzük piaci alapú banktevékenységnek (*market-based banking*) (*Hardie és szerzőtársai* [2013]), amit az 1. ábrán Venn-diagram formájában is bemutatunk.

Ahogy az 1. ábrán látható, hagyományosan a banki és tőkepiaci rendszer viszonylag elkülönült. Az új modellben a tőkepiac és a bankok tőkepiaci kitettsége (eszköz- és forrásoldalon egyaránt) jelentősen megnövekedett, a teljes pénzügyi szektoron belül a bankok szerepe pedig lecsökkent, súlyuk ma már kisebb, mint a nem banki pénzügyi közvetítőké.

¹ Az értékpapírosított és a piacon eladott – ily módon a bankok könyvéből kikerült – hitelportfólió mögé nem kellett a szabályozás által előírt nagyságú tőkét és tartalékokat állítani.

1. ábra

A pénzügyi rendszer átalakulásának sematikus Venn-diagramja



Forrás: saját szerkesztés.

Kelet-Közép-Európában nem honosodott meg az értékpapírosítás, csak elenyésző számú és volumenű ügylet történt, így nem alakult ki erre épülő, komoly nagyságrendet képviselő árnyékbankrendszer sem. A régió piaci szereplői is csak igen mérsékeltén vásároltak a válság alatt „mérgezőnek” bizonyuló pénzügyi eszközökből. Ezért 2007-ben még úgy tűnt, a régió országai kimaradhatnak az eleinte az árnyékbanki tevékenységhez kapcsolódó csatornákon keresztül terjedő válságból. 2008. szeptember 15-e után, a Lehman Brothers összeomlását követően ez a hipotézis nagyon hamar megdőlt (Dooly–Hutchison [2009], Király–Mérő [2010]). Bár a régió és ezen belül Magyarország esetében a 2008-tól globálissá váló válságban nem az árnyékbanki eszközök és intézmények jelentették a fő fertőzési csatornát, mégis – ha jóval kisebb mértékben is – a régióban is kialakultak azok az intézményi és tevékenységi struktúrák, amelyek az árnyékbankrendszer keretébe tartoznak. Ezzel együtt megjelentek az ehhez köthető kockázatok is (Bethlendi–Mérő [2020a], [2022]). A válság fő fertőzési csatornáját az jelentette, hogy a régió több országában, köztük Magyarországon, a külföldi bankok, különösen a hazai bankok anyabankjai által nyújtott rövid források finanszírozták a válság előtti hitelboomot, nem pedig a hazai betétek vagy hazai tőkepiaci források (Banai és szerzőtársai [2010]). Ezek a források viszont már komoly mértékben a forrást nyújtó bankok székhelye szerinti tőkepiacokról származtak, a piaci alapú bankolás térnyerésének megfelelően. Vagyis a hazai bankok forrásai között a betéteket egyre nagyobb mértékben váltották ki a piacokról bevont, a külföldi bankközi forrásokon keresztül közvetített árnyékbanki források. A finanszírozás tőkepiaci jellegét tovább erősítette, hogy ezekhez a forrásokhoz gyakran kapcsolódtak keresztdevizás kamatlábcseres- (*cross currency basis swap*, CCBS) ügyletek is. Magyarországon így az árnyékbankrendszeri forrásoknak való kitettség elsősorban nem közvetlenül, hanem másodlagosan, a külföldi bankok közvetítésével – mint közvetett tőkepiaci forrás – jelent meg. Ezt a jelenséget neveztük el másodlagos árnyékbankrendszernek. Ennek megfelelően cikkünkben

az árnyékbankrendszer hazai térnyerését, valamint a kapcsolódó kockázatokat két módon is közelítjük, egyrészt a közvetlen árnyékbanki funkciók és intézmények, másrészt a másodlagos árnyékbankrendszer megjelenése felől.

A 2008-as pénzügyi válságot követően mind globális, mind európai szinten a pénzügyi stabilitásért felelős hatóságok egyik legfontosabb célkitűzése a nem banki intézményeket (is) magában foglaló hitelezési mechanizmus átlátható, stabil tőkepiaci finanszírozásúvá alakítása volt. Ennek érdekében számos új szabályozást vezettek be. Az EU szabályai közül idesorolható például az értékpapírosítás, a fedezett kötvények vagy a hitelminősítők szabályozása. Emellett globális szinten a Pénzügyi Stabilitási Tanács (*Financial Stability Board, FSB*), míg európai szinten az Európai Rendszerkockázati Testület (*European Systemic Risk Board, ESRB*) kiemelt feladata lett az árnyékbankrendszer kockázatainak folyamatos elemzése. Az árnyékbanki kockázatok elemzése és kezelése a bankfelügyeleti hatóságok gyakorlatának is részévé vált a 2010-es években, de ez nem magukra az árnyékbanki kockázatokra, hanem a bankok által vállalt árnyékbanki kitétségek felmérésére és korlátozására vonatkozik. Az EU szintjén az Európai Bankhatóság, míg Magyarországon az MNB adott ki erre vonatkozó ajánlást (*EBA [2016]* és *MNB [2016]*).

Az EU 2015-ben elfogadott, majd 2020-ban továbbfejlesztett, a tőkepiaci unió (*Capital Markets Union, CMU*) megteremtésére irányuló akciótervnek eszköztárába is számos olyan intézkedés került, amely a tőkepiacok fejlesztését a korábban árnyékbankinak nevezett piaci szegmensek európai szintű fejlesztésén keresztül tervezte megvalósítani. A magyarországi árnyékbankrendszer vizsgálatához így mindenképpen hozzátartozik annak elemzése is, hogy vajon mennyire felkészült a hazai rendszer ezeknek az eszközöknek a használatára.

A cikk felépítése a következő. Először a magyarországi árnyékbankrendszer struktúráját, méretét és fontosabb sajátosságait ismertetjük. Majd néhány árnyékbanki szegmens kockázatelemzését mutatjuk be. Ezt követően elemezzük a másodlagos árnyékbankrendszer kialakulását és sajátosságait. Ezután azt vizsgáljuk, hogy a magyar pénzügyi rendszer, ezen belül is az árnyékbankrendszer eszköztárába tartozó szegmensek mennyire felkészültek a tőkepiaci unió kihívásaira. Tanulmányunkat a következtetéseinkkel zárjuk.

A magyarországi árnyékbankrendszer strukturális sajátosságai (2004–2019)

A kelet-közép-európai árnyékbankrendszer jellegzetességeit és struktúráját elemzi *Bethlendi-Mérő [2020a]* és [2022]. Ezek a tanulmányok rámutattak arra, hogy Magyarország pénzügyi közvetítésének mélysége – mind a banki, mind az árnyékbanki tevékenységeket tekintve – a régió középmezőnyében helyezkedik el, számottevően elmaradva a fejlett országokra jellemző szinttől. Ebben a részben kizárólag a magyar árnyékbankrendszer sajátosságait tárgyaljuk, regionális és/vagy nemzetközi összehasonlítást csak abban az esetben teszünk, amikor ez a struktúrák megértése szempontjából releváns. Adatforrásként *Bethlendi-Mérő [2022]*

nyilvánosan elérhető kelet-közép-európai adatbázisának a magyar árnyékbankrendszerre vonatkozó adatait használtuk, amely intézményi megközelítésű adatokat tartalmaz az árnyékbankrendszer méretéről. Vizsgálatunk időablaka az EU-csatlakozástól a Covid-válságig, vagyis 2004-től 2019-ig tart. 2020-tól a Covid-válság, majd Oroszország Ukrajna elleni háborúja jelentős változást hozott a gazdaságban, amelynek a pénzügyi struktúrák átalakulására vonatkozó tapasztalatai ma még teljeskörűen nem láthatók. 2019-et követően a finanszírozási struktúrák változását eredményezheti továbbá az MNB növekedési kötvényprogramja vagy a 2023-tól bevezetésre kerülő, a pénzügyi eszközök hozamára (állampír- és ingatlanalapbefektetések kivételével) kirótt szociális hozzájárulási adó. Ezért a 2019-et követő időszakot nem vettük bele az elemzésünkbe.

A hazai magánszektor finanszírozási szerkezetét a belföldi bankhitelek dominálják. A vállalati kötvényfinanszírozás szerepe marginális, a hazai részvénytőzsi kapitalizáció pedig viszonylag stagnáló képet mutat. Számottevő még a nem banki pénzügyi intézmények – elsősorban a pénzügyi vállalkozások – finanszírozó szerepe is (1. táblázat). Megjegyezzük, hogy a nagyvállalati szektor esetében jelentős az anyavállalati és a külföldi banki hitelezés is, ez azonban nem jelenik meg a táblázatban. A hitelintézetek tevékenységük refinanszírozásához nem elhanyagolható mértékben bocsátanak ki kötvényeket, amelyeknek körülbelül felét a jelzáloglevelek teszik ki. A 2010-es években Magyarországon jelentős mértékben csökkent a hazai pénzügyi intézményi rendszer szerepe a magánszektor finanszírozásában. A banki és árnyékbanki hitelezés visszaesésével párhuzamosan a banki kötvénykibocsátás jelentősége is lecsökkent. Összehasonlításként az 1. táblázatban megjelenítettük a hazai állampapírtőzsi piacot is, amelynek mérete 2019-ben már meghaladta a magánszektor hazai finanszírozását.

1. táblázat

A magánszektor hazai finanszírozási struktúrája, valamint a hitelintézeti és államkötvények a GDP százalékában

| | 2004 | 2008 | 2010 | 2019 |
|--|------|-------|------|------|
| Magánszektor bankhitelei | 42,1 | 63,7 | 60,3 | 33,4 |
| Árnyékbankok hiteljellegű finanszírozása | 7,8 | 11,8 | 11,5 | 5,6 |
| Vállalati kötvények | 0,41 | 1,59 | 1,95 | 1,56 |
| Részvénytőzsi kapitalizáció | 22,3 | 17,6 | 21 | 20,1 |
| Magánszektor finanszírozása* | 72,6 | 94,7 | 94,7 | 60,6 |
| Hitelintézeti kötvények | 9,17 | 15,62 | 15,6 | 5,89 |
| Állampapírok | 61,1 | 64,9 | 64,6 | 73,8 |

* Szállítói hitelek és külföldi finanszírozás nélkül.

Forrás: KSH, MNB, World Bank, Bethlendi-Mérő [2022].

Magyarországon sem a 2008-as globális pénzügyi válságot megelőző időszakban, sem azt követően az értékpapírosítás nem jelent meg, illetve az értékpapírok repoügyletben való felhasználására sem került sor annak érdekében, hogy további finanszírozási

forrást lehessen velük teremteni. Vagyis nem alakultak ki azok az árnyékbanki finanszírozási csatornák, amelyek a fejlett országok piacain a piaci alapú banki és árnyékbanki rendszerek kulcselemeivé váltak. Kivételt képez ez alól a nem banki pénzügyi vállalkozások viszonylag nagy volumenű hitelezése, de ez is a hagyományos, mérlegen belüli finanszírozással valósult meg, nem értékpapírosítással.

A magyarországi hitelintézetek hitelköveteléseinek piaci értékpapírosításáról nincs tudomásunk. Magyarországon jellemzően olyan értékpapírosítási tranzakciókra került sor, amelyek célja az volt, hogy a külföldi anyabankok értékpapírosítási tranzakciókhoz kötődő garanciavállalásokon keresztül erősítsék meg a magyar leánybankok tőkehelyzetét, de ezek volumene sem volt jelentős. A 2010-es évek elején például a Raiffeisen Bank anyavállalata vállalt garanciát a bank által értékpapírosított hitelsomag *mezzanine tranche* részére, míg *senior* és *junior tranche* a bank mérlegében maradt, vagyis piaci értékesítésre nem került sor.²

A repoalapú árnyékbanki tevékenységek sem terjedtek el Magyarországon, vagyis nem honosodott meg az a gyakorlat, hogy a pénzpiaci alapok vagy kötvényalapok rövid lejáratú repoügyletek formájában biztosítsanak forrást a bankok számára. A hazai repopiac szinte kizárólag állampapír-alapú. A vizsgált időszakban a hitelintézetek a tulajdonukban levő hazai állampapírokat alapvetően a külfölddel szemben repózták.³ A rendelkezésre álló adatok alapján⁴ még a legaktívabb időszakokban sem haladja meg a repoállomány a hitelintézeti szektor mérlegfőösszegének a 2 százalékát, de az időszak túlnyomó részében inkább az 1 százalék alatti értékek voltak a jellemzők.

Intézményi szemléletben az árnyékbanki intézményi kör azokat az intézményeket tartalmazza, amelyek nem banki pénzügyi intézményként részt vehetnek a hitelközvetítés folyamatában (például értékpapírosítási vagy repoügyletek formájában). Ezek: a pénzpiaci befektetési alapok, a nem pénzpiaci befektetési alapok (a részvénybefektetések kivételével) és az egyéb pénzügyi közvetítő intézmények. Ez utóbbi egy összevont kategória, amelynek legnagyobb részét a hitelt nyújtó pénzügyi vállalkozások (hitelező, lízing- és faktoringcégek) teszik ki. Bár nemzetközi összehasonlításban a magyar árnyékbankrendszer mérete kicsi, összességében a vizsgált időszakban a magyarországi árnyékbanki rendszer mérete nem volt elhanyagolható. Az árnyékbankrendszer intézménytípusok szerinti megoszlását mutatja a 2. táblázat.

A pénzpiaci alapok – a bankok mellett – a monetáris intézmények közé tartoznak. Rövid lejáratú likvid eszközökbe (jellemzően állampapírokba, vállalati kibocsátású rövid lejáratú kötvényekbe és bankbetétekbe) fektetnek be. A vizsgált időszakban a magyar pénzpiaci alapok portfólióiban a fejlett gazdaságok pénzpiaci alapjaihoz képest sokkal kisebb szerepet játszottak a hiteljellegű értékpapírok, és sokkal (többszörösen) nagyobbat a bankbetétek. A kelet-közép-európai régió több országában a pénzpiaci alapok – közülük is elsősorban a bankcsoportokhoz tartozó alapkezelők által

² Egy ilyen ügylet részletes leírása megtalálható például a Raiffeisen Bank 2013-as nyilvánosságra hozatali jelentésében (Raiffeisen [2013] 81–85. o.).

³ A Covid időszakában az ÁKK-val is tudtak repoügyleteket kötni a bankok annak érdekében, hogy a moratórium miatti likviditáskiesést kompenzálni tudják.

⁴ A repoállományok – mint betéthelyettesítők – a tágabb pénzmennyiség (M3) részét képezik, állományukat a pénzmennyiségek statisztikái tartalmazzák.

2. táblázat

A magyarországi árnyékbanki rendszer főszereplői* (százalék)

| Év | Pénzpiaci alapok | Nem pénzpiaci alapok | Egyéb pénzügyi közvetítők | Összesen |
|------|------------------|----------------------|---------------------------|----------|
| 2004 | 10 | 22 | 68 | 100 |
| 2008 | 13 | 21 | 66 | 100 |
| 2012 | 15 | 27 | 58 | 100 |
| 2019 | 1 | 47 | 52 | 100 |

* Az alapoknál nettó eszközérték, az egyéb pénzügyi közvetítőknél mérlegfőösszeg alapján számolva.

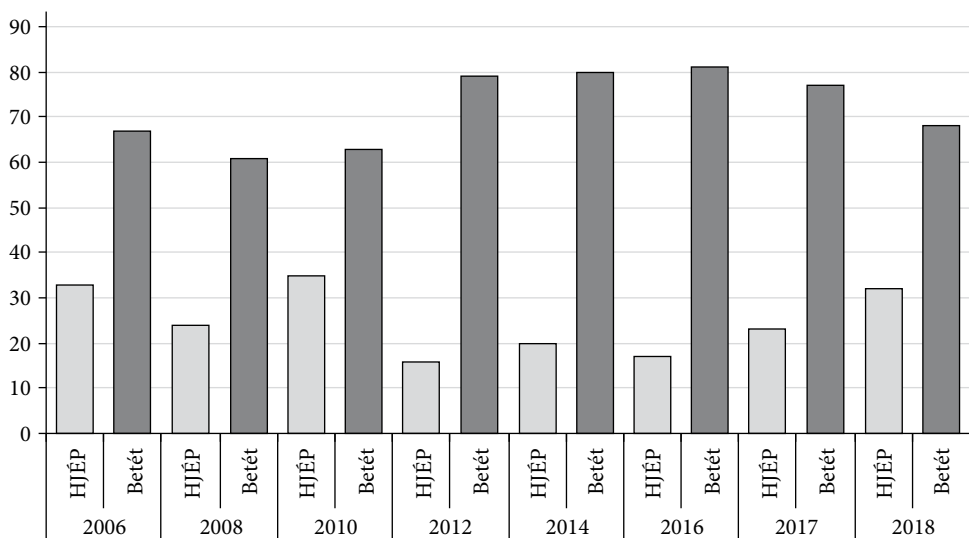
Forrás: Bethlendi–Mérő [2022].

kezelt alapok – az összegyűjtött forrásokat a saját bankcsoportjuk bankjában helyezték el betétként. Ez a jelenség szorosabbá tette a bankok és a pénzpiacok összefonódottságát, ugyanakkor a bankok konszolidált felügyelete miatt nem az „árnyékban”, hanem a felügyelt szférában zajlott. A magyarországi pénzpiaci alapok nettó eszközértékének hiteljellegű értékpapírok és bankbetétek közötti megoszlását mutatja a 2. ábra. Az Európai Unió 2017-ben fogadta el azt a 2019-től érvényes szabályozási változtatást, amelynek értelmében egy pénzpiaci alap maximálisan az eszközei 10 százalékát fektetheti be egy adott hitelintézet betéteibe (EU [2017]). Ennek következtében 2019-re a pénzpiaci alapok jelentős része rövid lejáratú kötvényalappá alakult, illetve megszüntették őket.

2. ábra

A magyarországi pénzpiaci alapok befektetéseinek megoszlása, 2006–2018 (százalék)

Százalék



HJÉP = hiteljellegű értékpapírok.

Forrás: Eurostat.

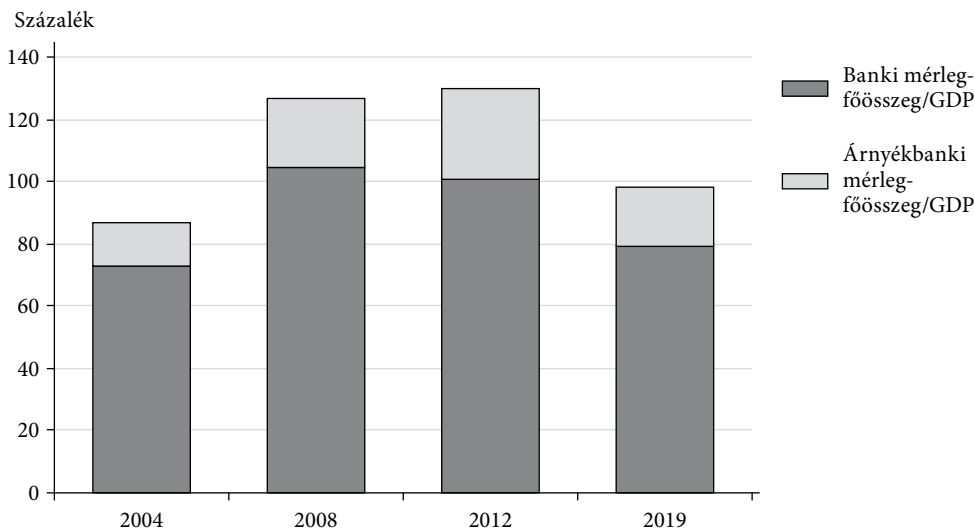
A vizsgált időszak utolsó éveiben a nem pénzügyi alapok arányának – a 2. táblázatból is látható – gyors növekedését nem a részvény- és/vagy vállalati kötvénykibocsátások növekedése okozta, hanem a pénzügyi alapok jelentős részének megszűnése vagy kötvényalappá alakulása. Emellett az ingatlanalapok eszközértéke is jelentősen nőtt a 2010-es évek második felében.

Az egyéb pénzügyi közvetítők kategóriájának legmeghatározóbb típusa a pénzügyi vállalkozások. Ezek Magyarországon nem értékpapírosítással kombinált, hanem hagyományos mérlegalapú hitelezési, lízing-, faktoring- és követeléskezelési tevékenységet folytatnak. A pénzügyi válságot követően jelentőségük jelentős csökkenésnek indult 2015-ig. Ezt követően ismét növekedett az arányuk. A pénzügyi vállalkozások hitelezési és követeléskezelési tevékenysége a banki hitelezéshez képest nem elhanyagolható, de csökkenő jelentőségű. A 2008-as válságot megelőző 14 százalékos körüli szintről 9 százalékra csökkent 2019-re (Bethlendi-Mérő [2022]).

Az egyes árnyékbanki szektorok alulfejlettsége ellenére a vizsgált időszakban összességében a hazai árnyékbanki rendszer mérete nem volt elhanyagolható. Arányaiban a bankszektor 20–30 százaléka, a GDP 14–29 százaléka között mozgott. A pénzügyi válság kirobbanását követő 3–4. évben érte el a csúcspontját GDP-arányosan és bankszektor-arányosan egyaránt. 2008-tól 2012-ig azonban már nem az új tranzakciók mozgatták a részarány növekedését, hanem a bankszektor eszközértékéhez viszonyítva a devizahitelek jelentős átértékelődése (a számláló növekedése), míg GDP-arányosan a GDP nominálisan közel stagnálása (a nevező közel változatlan maradt). 2012-őt követően a banki mérlegfőösszeg nominális változása évekig elmaradt a GDP növekedésétől. 2017-től fordult meg ez a növekedési arány (3. ábra).

3. ábra

A banki és árnyékbanki mérlegfőösszeg a GDP arányában, 2004–2019 (százalék)



Forrás: Bethlendi-Mérő [2022].

Összességben azt látjuk, hogy Magyarországon nem történtek meg azok a strukturális változások, amelyek a fejlett országok pénzügyi rendszerében végbementek, nem jelent meg az értékpapírosításon keresztüli hitelfinanszírozás – az úgynevezett keletkeztető és szétosztó (*originate-to-distribute*) piaci modell. A tőkepiac relatíve fejletlen maradt. Az árnyékbanki rendszeren keresztüli hitelezést zömében a bankokhoz hasonló, mérlegalapú hitelezési tevékenység jellemzi, ahol a pénzügyi vállalkozások a hiteleket azok lejáratáig megtartják.

Néhány kiemelt árnyékbanki kockázat elemzése

A fő kockázati típusok – hitelezési, piaci, működési és likviditási kockázat – méréséhez és értékeléséhez nagyon részletes mikroadatokat szükségesek. Ilyen nyilvános adatbázis azonban nem érhető el. A magyarországi pénzügyi rendszer hagyományos mérlegalapú hitelezési tevékenységét mutatja a hitelintézetek kockázattal súlyozott kitétségeinek struktúrája. A 2019 végi teljes kockázattal súlyozott kitétséérték 87 százaléka hitel- és partnerkockázatból, 12 százaléka működési kockázatból és mindössze 1 százaléka piaci kockázatból származott. A fentiek miatt elemzési módszertanunk indirekt: a fő kockázati kitétségek – a hitel- és partnerkockázat, valamint a likviditási kockázat – szerint vizsgáljuk az árnyékbanki kockázatokat, így mutatjuk be, hogy még egy relatíve fejletlen és nem túl komplex árnyékbanki rendszer is jelenthet pénzügyi stabilitási kockázatokat.

A pénzügyi vállalkozások hitel- és partnerkockázata

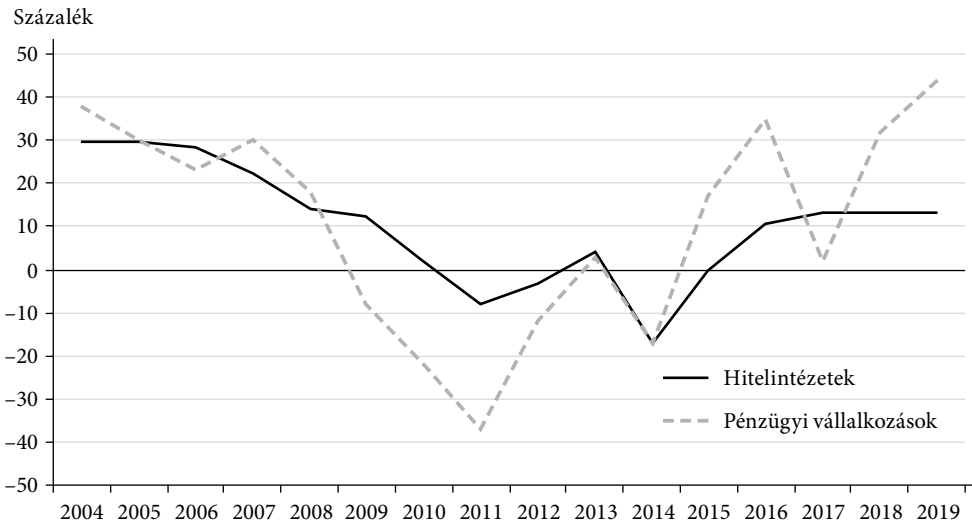
Az előzőkben megmutattuk, hogy a pénzügyi vállalkozások tevékenysége az egyik legmeghatározóbb szegmense (különösen a 2008-as válságot megelőzően) a hazai árnyékbanki rendszernek. A pénzügyi vállalkozások kockázatoságát a jövedelmezőség volatilitásával közelítjük. A magas volatilitás nagyobb kockázatot jelent. A szektor sajáttőke-arányos nyereségének (ROE) szórása (24,5 százalék) lényegesen meghaladta a bankszektorét (13,7 százalék), míg az átlagos ROE-értékük gyakorlatilag megegyezett (4. ábra).

A pénzügyi vállalkozások 2009-től évekig jelentős hitelezési veszteségeket könyveltek el, ami a pénzügyi vállalkozások tulajdonosainak és finanszírozóinak jelentős veszteségeket okozott. Csak a hitelintézeti tulajdonosoknak okozott, 2008 és 2014 közötti kumulált veszteség megközelítette az egymilliárd eurót, amely a válságot követő külföldi tulajdonosi tőkepótlás 18 százalékát tette ki (MNB [2015a] és [2015b] alapján saját becslés). Ebben nincsenek benne a pénzügyi vállalkozásokat hitelágon finanszírozók és a nem banki tulajdonú pénzügyi vállalkozások tulajdonosainak veszteségei. A veszteségek nagyságrendje és a bankrendszer irányába mutató fertőzése jelentős kockázatot mutatott.

A pénzügyi vállalkozások által vállalt hitelkockázatokból fakadó potenciális fertőzés hatását mutatja az is, hogy amikor az MNB (és 2013 előtt a PSZÁF is) – a bankok éves felügyeleti felülvizsgálati folyamata keretében – meghatározta, hogy melyek azok a kiemelten kezelt kockázatos portfólióelemek, amelyek mögé a minimális

4. ábra

Hitelintézetek és pénzügyi vállalkozások ROE-értékeinek alakulása, 2004–2019 (százalék)



Forrás: MNB.

szabályozói tőkekövetelményen felül többlettőkét ír elő, több esetben idesorolta a pénzügyi vállalkozások hitelezési tevékenységének vagy ezek egy-egy szegmensének banki refinanszírozását. Néhány erre vonatkozó példát tartalmaz a 3. táblázat. A felügyeleti többlettőke-követelmények azonban csak a banki finanszírozás oldalról tudják kezelni a kockázatokat, miközben a piacról finanszírozott és nem bankcsoporthoz tartozó pénzügyi vállalkozások kockázata nem kisebb, mint a bankok által finanszírozott és/vagy bankcsoporthoz tartozó pénzügyi vállalkozásoké.

3. táblázat

Példák a bankok pénzügyi vállalkozások tevékenységét refinanszírozó hiteleivel és egyéb árnyékbanki kitétségeivel szemben a PSZÁF/MNB által előírt többlettőke-követelményekre

| Év | Kockázattípus | Többlettőke-követelmény (százalék) |
|------------|---|------------------------------------|
| 2008, 2009 | 1 milliárd forintnál kisebb szavatoló tőkájú bankok pénzügyi vállalkozásokat refinanszírozó hitele | 0–100 |
| 2011 | Jelzáloghitel nyújtó, illetve <i>work-out</i> tevékenységet végző pénzügyi vállalkozások tevékenységének refinanszírozása | 50–100 |
| 2014 | Részvétel kockázati tőkealapok finanszírozásában | 150–833 |

Forrás: MNB módszertani útmutatók.⁵

⁵ <https://www.mnb.hu/felugyelet/szabalyozas/felugyeleti-szabalyozo-eszkozok/felugyeleti-szabalyozo-eszkozok-archivuma/icaap-srep-ilaap-bma-modszertani-utmutatok-es-kapcsolodo-dokumentumok-archivum>.

Likviditási kockázat

A nyilvános, nyílt végű befektetési alapok befektetési jegyei akár napi szinten visszaválthatók az ügyfelek által. Ha az alapok befektetési kevésbé likvidek (ingatlanbefektetések, vállalati kötvények), akkor likviditási kockázatnak, ügyfélrohamnak vannak kitéve. A magyarországi piacon a nyilvános, nyílt végű ingatlanalapok széles körben, régóta elterjedtek. Az alapkezelők az ügyfélrohamok ellen likviditási pufferral (pénzállománnyal) védekeztek. Ez egyben választást (*trade-off*) is jelent az alap hozama és biztonsága között. A magas likviditási pufferral rendelkező alapok *ceteris paribus* relatíve alacsonyabb hozamúak, de biztonságosabbak.

A pénzügyi válságot megelőzően – 2007 végén – a hazai ingatlanalapok állománya 498 milliárd forint volt, amely a hazai befektetésialap-piac 15 százalékát tette ki. 2008 novemberében, a globális pénzügyi válság hatására bekövetkező ügyfélroham miatt Magyarországon a nyílt végű ingatlanalapok befektetési jegyeinek forgalmazását a felügyeletnek fel kellett függesztenie. A felfüggesztési időszakban az alapkezelőknek lehetőségük volt az alapot zárt végűvé változtatni vagy a korábbi, tipikusan $T + 3$ napos elszámolási határidőket módosítani maximum 90 napra (Szűcs [2009]). A sokk hatására az ingatlanalapok jelentősége valamelyest visszaesett. Részesedésük egészen 2015-ig a hazai alapok nettó eszközértékének 10-11 százalékos szintjén mozgott.

2016-tól a hazai ingatlanpiac felpörgésével az ingatlanalapok állománya és részesedése gyors növekedésnek indult, és ma már sokszorosa a pénzügyi válság előtti szintnek. 2019 végén állományuk 2290 milliárd forint volt, míg a részesedésük 33 százalékos lett. Magyarországon az ingatlanalapok többségében rövid időn belül visszaválthatók. A kockázatot látva az MNB 2019-ben kibocsátott egy ajánlást, amelyben az új nyilvános, nyílt végű ingatlanalapok befektetési jegyeinek esetében már legalább 180 napos visszaváltási időszakot tartja elvártnak. A meglévő alapokat és azok sorozatainak túlnyomó többségét azonban az ajánlást megelőzően hozták létre, így az nem vonatkozik rájuk.⁶ A fentiek alapján az ingatlanpiac tartósabb visszaesésével és az alternatív hozamok tartós emelkedésével (például állampapírok) nem elhanyagolható a kockázata egy újabb tömeges befektetési jegy-visszaváltásnak. Ezért, véleményünk szerint, az ingatlanalapok jelentik ma a legnagyobb árnyékbanki kockázatot.

A Questor-ügy

Kecskés-Zéman [2018] az árnyékbanki tevékenység hazai iskolapéldájaként elemzi a Questor csoport 2015-ben bekövetkezett bukását, amelyet elsősorban a Questor csalárd tevékenysége okozott, hiszen fiktív kötvényeket bocsátott ki kisbefektetők számára, amelyeket csak részben fordított a cégcsoporton belüli befektetések finanszírozására, más részükkel piramisjátékként működve finanszírozta a kötvényprogram fenntartását. A fiktív kötvénykibocsátás és a piramisjáték nem árnyékbanki kockázatok, hanem közönséges csalások. Mégis a Questor-ügynek számos olyan eleme

⁶ <https://www.mnb.hu/letoltes/5-2019-ingatlanalapok.pdf>.

van, amelyek miatt az az árnyékbanki kockázatok közé sorolható. A legfontosabb ilyen tényező, hogy a csoport létrehozta a Questor Financial Hírújságot, egy különleges célú gazdasági egységet, amely a fejlett világ értékpapírosítási folyamatait lebonyolító speciális rendeltetésű társaságok (*special purpose vehicle, SPV*) hazai megfelelője (*Bujtár–Kecskés* [2015]). Bár a csoport nem végzett értékpapírosítást, az SPV-n keresztül szervezetileg nehezen követhető, több pénzügyi intézményen átfolyó (befektetési alapkezelő, brókerház, pénzügyi vállalkozás), értékpapír-alapú finanszírozási struktúrát alakítottak ki, amely nagyon hasonlít az értékpapírosításon alapuló átláthatatlan struktúrákhoz. Amiben viszont a Questor-ügy különbözik a tipikus árnyékbanki finanszírozási ügyektől, az az, hogy a pénzügyi csoportján keresztül kizárólag a saját befektetéseit finanszírozta, nem pedig a piacon elérhető üzleti lehetőségeket. Így a csalás mellett a legfőbb problémák az általuk létrehozott pénzügyi intézmények nem megfelelő vállalatirányítási gyakorlatából származtak.

A másodlagos árnyékbankrendszer

Másodlagos árnyékbankrendszernek nevezzük azt a jelenséget, amikor a hazai piacon nem közvetlenül figyelhető meg az árnyékbanki körbe tartozó intézmények és tevékenységek jelenléte, hanem közvetetten. Ez Magyarország esetében azt jelentette, hogy a 2000-es évek elején, a válság előtt a lakossági devizahitelezés növekedését a külföldi anyabankok és néhány más külföldi bank rövid lejáratú bankközi devizahitelei, illetve a svájcifrank-alapú hitelek esetében az anyabanki euróhitelekhez kapcsolódó keresztdevizás kamatlábcseré-ügylet finanszírozta (*Bethlendi* [2015]). A bankközi finanszírozás nem jelent eleve árnyékbanki tevékenységet, az a hagyományos banktevékenység része. Ebben az esetben viszont a külföldi partnerbankok forrásai között jelentek meg egyre növekvő mértékben az árnyékbanki intézményektől és tevékenységekből származó piaci források (*Hardie–Howarth* [2013]), így a külföldi árnyékbanki finanszírozás közvetetten egyre nagyobb mértékben vált a magyarországi hitel növekedés forrásává. A finanszírozás tőkepiaci jellegét tovább erősítette a kapcsolódó derivatívesszerek széles körű használata. A bankok sok esetben szintetikusán állították elő a svájcifrank-alapú devizaforrásokat (anyabanki euróhitel és keresztdevizás kamatlábcseré-ügylet együttes alkalmazásával), és ezen rövid forrásokból finanszírozták hosszú lejáratú hiteleiket, nem elhanyagolható megújítási kockázattal.

A jelenség a hazai bankrendszer jól ismert és alaposan elemzett tulajdonsága. A korábbi kutatások a külföldi bankoknak a devizahitelezés felfutásában, majd a 2008-as válságot követő években a devizahitelek kockázatainak materializálódásában betöltött szerepét vizsgálták (*Banai és szerzőtársai* [2010], *Bethlendi* [2011], *Dancsik és szerzőtársai* [2019], *Király* [2019]). A mi megközelítésünk ettől lényegében különbözik, hiszen nem azt a kérdést veti fel, hogy általában mi volt a külföldi bankok szerepe a hazai devizahitelezés elterjedésében, hanem azt, hogy az árnyékbanki források, ezen belül a hazai és külföldi piaci források mennyire vették át a bankbetétek és banki kibocsátású kötvények szerepét a bankok forrásai között. Más szóval azt a kérdést elemezzük, hogy mekkora volt a (közvetlen és közvetett) árnyékbanki

források szerepe a devizahitelezés válság előtti felfutásában, majd milyen szerepük maradt a válságot követően.

Az árnyékbankrendszernek a banki forrásstruktúráján keresztüli elemzése *Harutyunyan és szerzőtársai* [2015] árnyékbanki megközelítésén alapul, ami az árnyékbankrendszert a pénzügyi intézmények nem alapvető forrásaival (*noncore liabilities*) méri. A szerzők megközelítését mi annak egy részhalmazára, a hagyományos kereskedelmi bankok nem alapvető forrásainak elemzésére és ezen keresztül az általunk másodlagosnak nevezett árnyékbankrendszer bemutatására alkalmazzuk. Harutyunyanék definíciója szerint a nem alapvető források közé a pénz- és tőkepiacokról bevont források tartoznak, akármilyen is annak a formája (betét, hitelfelvét, hiteljellegű értékpapír-kibocsátás).

A bankközi és a jegybanktól felvett hiteleket nem sorolják be a nem alapvető források közé, azzal az indokkal, hogy azok a piacok megfelelő működését és nem a hitelfinanszírozást szolgálják. Ez a bankközi hitelek közül Magyarországon csak a belföldi bankközi hitelekre vonatkozik. Mivel a külföldi bankok által nyújtott források szerepe nem a piaci átmeneti likviditáshiányok és -többletek bankok közötti kiegyenlítése, hanem a magyarországi hitelezési potenciál növelése, így elemzésünkben mi a külföldi bankközi forrásokat is ebbe a kategóriába soroljuk. A külföldi bankközi források másodlagos árnyékbanki megjelenítését indokolja az is, hogy a hazai bankrendszer számára bankközi forrást nyújtó bankok esetében is bőven 100 százalék feletti hitel/betét mutató volt a jellemző a vizsgált időszakban, különösen annak a 2008-as válságot megelőző szakaszában. A magyar piacon domináns bankközi finanszírozást nyújtó német, francia és osztrák bankok összesített hitel/betét mutatója például 2007-ben rendre 148 százalék, 124 százalék, illetve 129 százalék volt, és bár Ausztria és Németország esetében az arányok csökkenő tendenciát mutatnak, 2016-ra egyedül Németországban került 100 százalék alá (93,4 százalék) a betétek hitelekhez viszonyított aránya (*Bethlendi–Mérő* [2020b]). Vagyis a bankok valóban nem a székhely szerinti ország piacán gyűjtött betéteket (alapvető forrásaikat), hanem a pénzügyi piacokról bevont forrásokat adták tovább a magyar leány- és partnerbankjaiknak bankközi finanszírozás formájában. Nyitott gazdaságok esetében a külföldi bankközi források nem alapvető forrásként való definiálása mellett érvel *Shin–Shin* [2011] is, hiszen azok a piaci forrásokhoz hasonlóan viselkednek.

A magyar bankok forrásszerkezetének elemzésekor a következő tételeket soroljuk a nem alapvető források közé: 1. a pénzügyi és befektetési vállalkozásoktól és befektetési alapoktól bevont forrásokat (kivéve a pénzpiaci alapokat), 2. a pénzpiaci alapokat, 3. a biztosítóktól és nyugdíjpénztáraktól bevont forrásokat, 4. a bankok által kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat, valamint 5. a külföldi bankközi forrásokat. Az 1–4. kategóriákat együttesen piaci forrásoknak nevezzük, ami ebben a megközelítésben a bankok közvetlen árnyékbanki finanszírozása.⁷ A külföldi bankközi források jelentik a bankok által bevont másodlagos árnyékbanki forrásokat.

⁷ Bár a biztosítók és nyugdíjpénztárak intézményi szemléletben nem tartoznak az árnyékbankrendszer intézményei közé, a bankok számára való forrásnyújtás mint tevékenység definíció szerint árnyékbanki tevékenységet jelent, hiszen nem banki intézményként vesznek részt a hitelközvetítésben.

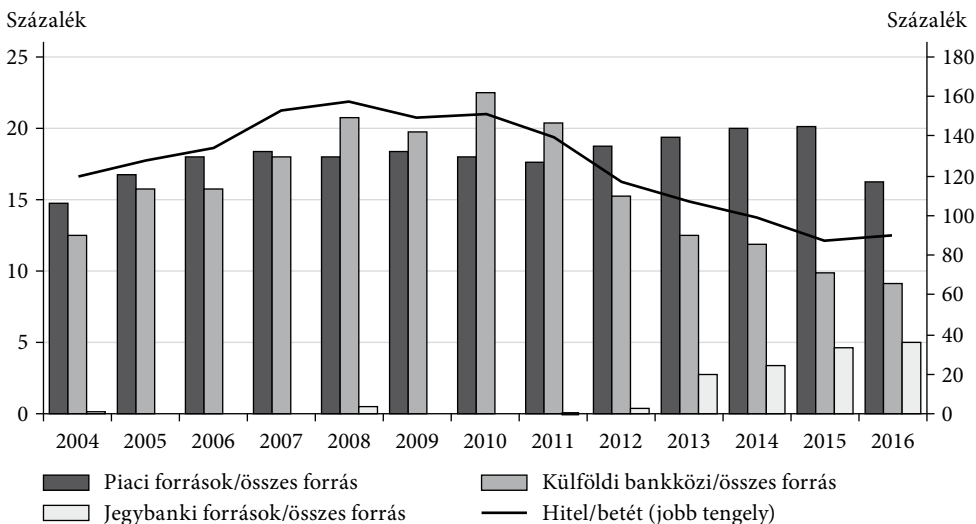
A két kategória együttes alakulása pedig annak az indikátora, hogy mennyire piaci alapú a magyar bankszektor forrásszerkezete.

Az elemzés ezen részének időhorizontja 2004–2016. Ennek az oka, hogy megfelelő bontású adatokat csak 2016-ig tett közzé az MNB. 2017-től kezdődően – az IFRS-alapú számvitel⁸ fokozatos bevezetésével egyidejűleg – az IFRS szerinti beszámolót készítő bankokra vonatkozóan a bankok forrásszerkezetét bemutató adatok a korábbi, több mint 300 soros adattartalomról 34 sorosra szűkültek, ami a közvetlen és közvetett piaci források elkülönítését már nem teszi lehetővé. A legtöbb hazai nagybank (OTP, CIB, UniCredit, K&H) már 2017-től áttért az IFRS szerinti beszámoló készítésére. Így hiába van még meg a bevezetés átmeneti időszakában a magyar számvitel szerinti beszámolót készítő bankokra a korábbi, részletes adattartalom, ebből nem lehet a bankrendszer forrásszerkezetére vonatkozó következtetéseket levonni.

A magyar bankrendszer forrásainak szerkezetén belül – amit a mérlegfőösszeg mínusz saját tőke különbségeként definiálunk – az 5. ábra mutatja a közvetlen piaci források, a külföldi bankközi hitelek és a jegybanki források finanszírozó szerepét. Ezek közül a kétféle nem alapvető banki forrásalelem változása eltérő mintázatot mutat. A piaci források fokozatos, jellemzően évi maximum egyszázalékos részarány-növekedést mutattak a 2004–2015 közötti időszakban. Majd 2016-ban, amikor hosszú idő után megkezdődött a hitelezés fellendülése, ami a betétállomány hasonló mértékű növekedésével párosult, a piaci források aránya egy év alatt 20 százalékról 16 százalékra csökkent.

5. ábra

A piaci, a külföldi bankközi és a jegybanki források részesedése a hazai bankok forrásaiból, 2004–2016 (százalék)



Forrás: MNB: A hitelintézeti szektor auditált részletes adatai.⁹

⁸ Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Standardok (*International Financial Reporting Standards, IFRS*).

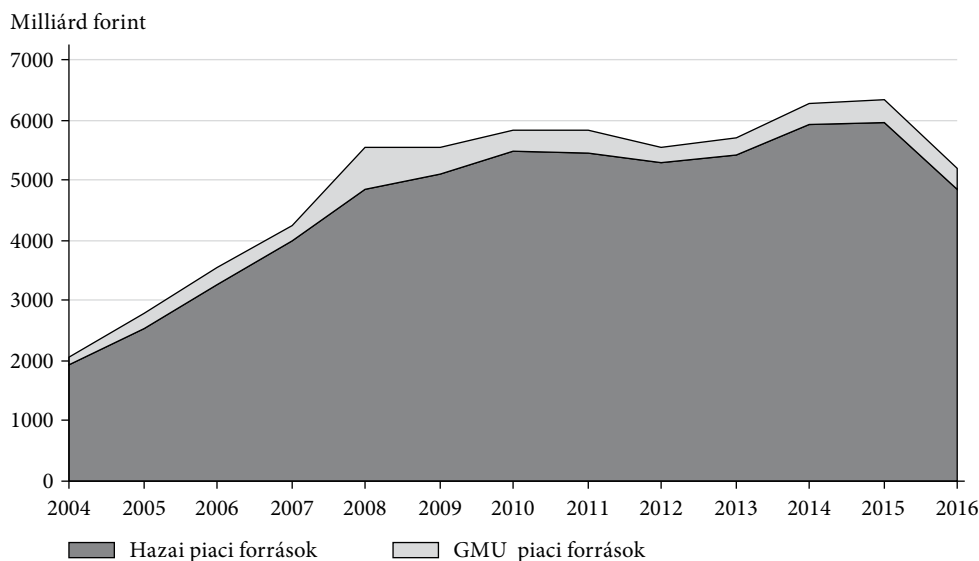
⁹ Elérhető: <https://statistika.mnb.hu/publikacios-temak/felugyeleti-statisztikak/penz--es-hitelpiaci-szervezetek/hitelintezeti-publikaciok-archivuma>.

A külföldi bankközi források finanszírozószerepe 2004-ben még kisebb volt a piaci forrásokénál, de a gyorsabb növekedési ütem hatására a kétféle forrás részaránya a banki forrásstruktúrán belül 2007-re kiegyenlítődt, majd az utóbbi magasabbá vált. Ebben komoly szerepet játszott az anyabankoknak a válság alatti azon kötelezettségvállalása, hogy nem vonják ki a forrásaikat a régiós bankokból.¹⁰ A külföldi bankközi források részaránya 2010-ben 22 százalékon tetőzött, majd csökkenésnek indult. 2012-ben a devizahitelek kedvező áron való végtörlesztésének lehetősége is jelentősen mérsékelte a devizahitelek külföldi refinanszírozása iránti igényt. Ugyanabban az évben a külföldi bankközi források részaránya a forrásokon belül több mint 5 százalékkal csökkent, és folyamatosan csökkenő pályára állt. Ehhez hozzájárult az időközben kibontakozó euróövezeti válság is, ami a külföldi bankok finanszírozási képességét csökkentette. 2012-re már a piaci források szerepe újra meghaladta a külföldi banki forrásokét.

A külföldi árnyékbanki források – bár jóval kisebb mértékben – közvetlenül, a külföldi piaci források formájában is megjelentek a hazai bankok forrásai között (6. ábra). A Monetáris Unió tagállamai pénz- és tőkepiaci forrásainak aránya a teljes vizsgált időszakban az összes piaci forrás 5–10 százaléka között mozgott. Vagyis a külföldi árnyékbanki források jellemzően nem elsődlegesen, hanem másodlagosan finanszírozták a hazai hitelezést.

6. ábra

A hazai és az euróövezet országaitól bevont piaci források (milliárd forint)



Forrás: MNB: A hitelintézeti szektor auditált részletes adatai.¹¹

¹⁰ Erre az anyabankok az úgynevezett bécsi kezdeményezés keretében vállaltak kötelezettséget annak érdekében, hogy elkerüljék a régióban a tömeges bankválságokat (lásd: <https://vienna-initiative.com/>).

¹¹ Elérhető: <https://statisztika.mnb.hu/publikacios-temak/felugyeleti-statisztikak/penz-es-hitelpiaci-szervezetek/hitelintezeti-publikaciok-archivuma>.

A külföldi bankközi források visszaszorulását csak részben ellensúlyozta a betét-állomány részarányának növekedése: miközben 2011-től kezdődően a hitel/betét mutató is folyamatosan csökkent, 2013-tól folyamatosan nőtt a bankok számára a növekedési hitelprogram keretében nyújtott jegybanki források részaránya is. A jegybanki források így részben a külföldi forrásigényt váltották ki.

Összegezve az 5. és a 6. ábra alapján azt látjuk, hogy a bankok forrásai között Magyarországon is megjelentek az árnyékbanki források. A globális pénzügyi válság előtti években, majd azt követően még egészen 2011-ig a külföldi bankközi hitelek és a hozzájuk kapcsolódó keresztdevizás kamatlábcserre formájában megjelenő másodlagos árnyékbanki források arányának növekedése a jellemző. Ez látenszen növelte a hazai bankok árnyékbanki kitettségét, hiszen az árnyékbankok mérésére vonatkozó nemzetközi módszertanok, így a Pénzügyi Stabilitási Tanács, illetve az Európai Rendszerkockázati Testület által alkalmazott módszertanok (FSB [2015], ESRB [2016]) ezt a másodlagos árnyékbanki jelenléteket nem veszik figyelembe. Magyarország esetében pedig ez igen jelentős kockázati tényező volt, hiszen ahogy a bankközi hitelekhez kapcsolódó keresztdevizás kamatlábcserre-ügyletek megújítása ellehetetlenült, a bankok finanszírozási modellje fenntarthatatlanná vált. Az árnyékbankrendszernek ez a megközelítési és mérési módja arra is felhívja a figyelmet, hogy az árnyékbanki tevékenység felépülése a globális pénzügyi válságot megelőzően Magyarországon is számottevő szerepet játszott, és az árnyékbanki kockázatok itt is jelentősek voltak, még ha más megjelenési formában is, mint a fejlettebb pénzügyi rendszerű országok esetében. A devizahitelezés kockázatainak materializálódása pedig tekinthető a másodlagos árnyékbankrendszer térnyeréséből fakadó kockázatok materializálódásaként is.

A tőkepiaci unió (CMU) kihívásai és az árnyékbankrendszer

A 2008-as válság európai okait elemző, úgynevezett de Larosiere-jelentésnek egyik fő megállapítása az volt, hogy a tőkepiacok nem megfelelő működése is nagyban hozzájárult a válsághoz. Ezen belül három okot emeltek ki: 1. a strukturált értékpapírosításhoz köthető termékek extrém komplexitását, 2. az árnyékbankrendszer kialakulását és térnyerését, valamint azt, hogy 3. a hitelminősítők milyen nagy mértékben becsülik alá a hitelkockázatokat. A három ok erősen kapcsolódik egymáshoz, hiszen a strukturált értékpapírosítás és a hitelminősítők tevékenysége is szorosan kapcsolódik az árnyékbankrendszer működéséhez (De Larosiere Group [2009]).

A tőkepiacok jobb működésének támogatására egyrészt számos piaci szegmens (értékpapírosítás, hitelminősítők, fedezett kötvények, pénzpiaci alapok stb.) szabályozását tette sokkal szigorúbbá az EU, másrészt az európai tőkepiacok integrációjának megteremtése érdekében az Európai Bizottság elfogadta a tőkepiaci unió (Capital Markets Union, CMU) kialakítására irányuló kezdeményezést (EC [2015]). A tőkepiaci unió koncepciója is szorosan kötődik az árnyékbankrendszer tevékenységéhez, hiszen számos olyan tőkepiaci instrumentum alkalmazásának könnyítését is célul tűzi ki, amelyek az árnyékbanki tevékenység körébe tartoznak. Azt a látszólagos ellentmondást, hogy a tőkepiacok fejlesztésére a kiemelten kockázatos

árnyékbanki tevékenységek fejlesztésén keresztül vezet az út, mind globális szinten a Pénzügyi Stabilitási Tanács, mind európai szinten az Európai Rendszerkockázati Testület azzal igyekezett áthidalni, hogy kiemelt prioritásai közé sorolta az árnyékbanki tevékenység átlátható és stabil nem banki pénzügyi közvetítőrendszerre való átalakítását. A tőkepiaci unió megteremtésének időhorizontján – vagyis 2019-ig – nem sikerült az európai unióbeli tőkepiacokat erősen integrált egységes tőkepiaccá alakítani. Ezért 2020-ban az Európai Bizottság egy új akciótervet fogadott el (EC [2020]), amely a korábbi integrációs törekvések megerősítése mellett a zöld- és digitális finanszírozás fontosságát hangsúlyozta.

A tőkepiaci unió létrehozására irányuló törekvések Magyarország szempontjából számos ellentmondással terheltek. Ennek az az oka, hogy tőkepiaci fejlettsége jelentősen elmarad az EU-ra jellemző szinttől, a pénzügyi közvetítés továbbra is dominánsan banki alapú. Így az EU szintjén kialakított harmonizációs és piacfejlesztési törekvések – amelyek az EU fejlett tőkepiacú régióiban is csak mérsékelt áttörést tudtak eddig hozni – Magyarországon a fejlett tőkepiacokra jellemző volumenek és eszközök hiányában csak minimális hatást tudnak kifejteni. Ha nem fejlődnek ki a piaci alapú pénzügyi közvetítésre és a piaci alapú bankrendszerre jellemző struktúrák, akkor a tőkepiaci harmonizációból, az egységes európai tőkepiacok okozta előnyökből a magyar gazdaság a jövőben sem tud részesülni (Csaba [2018], Piroska–Epstein [2023]). Így az árnyékbankrendszeri intézményi és tevékenységi körök szabályozott és felügyelt keretek között történő fejlődése elkerülhetetlen előfeltétele a magyar gazdaság tőkepiaci finanszírozásának.

Következtetések

Cikkünkben bemutattuk, hogy Magyarországon gyakorlatilag nem fejlődtek ki azok az árnyékbanki tevékenységek, amelyek a bankok és az egyéb pénzügyi intézmények tevékenységének összefonódásával vesznek részt a magánszektor hitelezésének folyamatában. Ennek ellenére Magyarországon is megvannak azok a pénzügyi intézmények, amelyek az árnyékbanki intézmények körébe sorolhatók. Ezek közül a pénzpiaci és egyéb befektetési alapok nemzetközi összehasonlításban kis volumenűek, mégis közülük az ingatlanalapoknak komoly likviditási kockázata van. A pénzügyi vállalkozások a hazai piacokon is jelen vannak, tevékenységük azonban nem az értékpapírosításon alapul, hanem a hagyományos mérlegen belüli hitelnyújtáson. Tevékenységük jellemzően kockázatosabb a bankokénál, és mivel forrásaikon belül jelentős a banki refinanszírozás, a banktevékenységgel való összefonódásuk, potenciális fertőző hatásuk Magyarországon is megfigyelhető.

A hazai árnyékbankrendszer sajátossága az általunk másodlagos árnyékbankrendszernek nevezett jelenség. Ennek lényege, hogy a piaci források nem a hazai árnyékbanki intézményeken keresztül, hanem döntően a külföldi bankközi hitelek és esetenként a hozzájuk tartozó swapok formájában jutnak el a hazai kereskedelmi bankokhoz. Vagyis Magyarországon nem közvetlenül, hanem a külföldi bankok közbeiktatásával fonódott össze a bankrendszer és az árnyékbankok tevékenysége.

A másodlagos árnyékbankrendszer kialakulása elfedte azt a tényt, hogy a hazai pénzügyi rendszerben is megjelent a banki és árnyékbanki összefonódás, amelynek kockázatai materializálódtak is a 2008-as válságot követő években.

A 2010-es éveket az árnyékbankrendszernek az árnyékból a fénybe való kivezetésére irányuló törekvés jellemezte, vagyis az, hogy a pénzügyi stabilitásért felelős intézmények egyik kiemelt céljává vált az árnyékbanki tevékenység stabil, szabályozott tevékenységgé való átalakítása. Erre épül a tőkepiaci unió (CMU) is, amely az európai tőkepiacok fejlesztését és integrációját célozta meg, többek között az árnyékbanki körbe tartozó tevékenységek és intézmények szabályozásának megújításával, a piac fejlődésének ösztönzésével. A sajátos magyar árnyékbanki fejlődés, a másodlagos árnyékbankrendszer dominanciája és az EU fejlett országaira jellemző struktúrák alulfejlettsége viszont az ehhez való kapcsolódást igen nehézkessé teszi Magyarország számára.

A cikk fő következtetése, hogy az alulfejlett hazai tőkepiacok és tőkepiaci intézményi rendszer, valamint az árnyékbankrendszert helyettesítő másodlagos árnyékbankrendszer olyan útfüggőséget teremtettek a hazai pénzügyi rendszer számára, amely igen nehezíti a tőkepiacok fejlődését, az európai tőkepiacokhoz való integrálódást, a tőkepiaci unió jövőbeni előnyeiből való részesedést. A magyar árnyékbanki esettanulmány alapján további kutatási kérdésként jelölhető meg, hogy vajon a többi, számottevő külföldi banki tulajdonnal jellemezhető ország pénzügyi piacain is jellemző-e a másodlagos árnyékbankrendszer, és ha igen, annak melyek a közös vagy egyedi okai, sajátosságai, hasonlóságai és különbségei, illetve a következményei.

Hivatkozások

- ADRIAN, T.–ASHCRAFT, A. B. [2012]: Shadow banking Regulation. *The Annual Review of Financial Economics*, Vol. 4. 99–140. o. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110311-101810>.
- BAN, C.–GABOR, D. [2016]: The political economy of shadow banking. *Review of International Political Economy*, Vol. 23. No. 6. 901–914. o. <https://doi.org/10.1080/09692290.2016.1264442>.
- BANAI ÁDÁM–KIRÁY JÚLIA–NAGY MÁRTON [2010]: Az aranykor vége Magyarországon. Külföldi szakmai és lokális tulajdonú bankok – válság előtt és válság után. *Közgazdasági Szemle*, 57. évf. 2. sz. 105–131. o.
- BETHLENDI ANDRÁS [2011]: Policy measures and failures on foreign currency household lending in central and eastern Europe. *Acta Oeconomica*, Vol. 61. No. 2. 193–223. o. <https://doi.org/10.1556/aoecon.61.2011.2.5>.
- BETHLENDI ANDRÁS [2015]: Egy rossz termékfejlesztésből rendszerszintű piaci kudarc. A hazai lakossági deviza-jelzáloghitelezés. *Hitelintézeti Szemle*, 14. évf. 1. sz. 5–29. o. <http://real.mtak.hu/94554/1/1-bethlendi-3.pdf>.
- BETHLENDI ANDRÁS–MÉRŐ KATALIN [2020a]: Árnyékbankrendszer a közép- és kelet-európai régióban. *Statisztikai Szemle*, 98. évf. 10. sz. 1151–1184. o. <https://doi.org/10.20311/stat2020.10.hu1151>.

- BETHLENDI ANDRÁS–MÉRŐ KATALIN [2020b]: Changes in the Structure of Financial Intermediation – Eastern-Central European Developments on the Light of Global and European Trends. *Danube*, Vol. 11. No. 4. 283–199. o. <https://doi.org/10.2478/danb-2020-0017>.
- BETHLENDI ANDRÁS–MÉRŐ KATALIN [2022]: Measuring shadow banking in Central and Eastern European countries: A new dataset, 2004–2019. *Regional Statistics*, Vol. 12. No. 4. 112–131. o. <https://doi.org/10.15196/RS120405>.
- BUJTÁR ZSOLT–KECSKÉS ANDRÁS [2015]: Merre tart a gazdasági jogi szabályozás a Quaestor-botrány után? *I. Gazdaság és Jog*, 23. évf. 11. sz. 3–8. o.
- CSABA LÁSZLÓ [2018]: Tőkepiaci unió vagy szabadságharc? *Közgazdasági Szemle*, 65. évf. 5. sz. 484–498. o. <https://doi.org/10.18414/ksz.2018.5.484>.
- DANCSIK BÁLINT–FÁBIÁN GERGELY–FELLNER ZITA [2019]: A devizahitelezés kialakulásának körülményei – okok és okozatok. Megjelent: *Bodzási Balázs (szerk.): Devizahitelezés Magyarországon. A devizahitelezés jogi és közgazdasági elemzése*. Budapesti Corvinus Egyetem, 111–135. o.
- DE LAROSIERE GROUP [2009]: Report of the high-level group on financial supervision in the EU. European Commission, Brüsszel, https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf.
- DOOLY, M.–HUTCHISON, M. [2009]: Transmission of the U.S. subprime crisis to emerging markets: Evidence on the decoupling–recoupling hypothesis. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 28. No. 8. 1330–1349. o. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2009.08.004>.
- EBA [2016]: Guidelines. Limits on exposures to shadow banking entities which carry out banking activities outside a regulated framework under Article 395(2) of Regulation (EU) No. 575/2013 EBA/GL/2015/20. European Banking Authority, <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1310259/f7e7ce6b-7075-44b5-9547-5534c8c39a37/EBA-GL-2015-20%20Final%20report%20on%20GL%20on%20Shadow%20Banking%20Entities.pdf>.
- EC [2015]: Action plan on building a capital markets union. European Commission, Brüsszel, https://finance.ec.europa.eu/publications/action-plan-building-capital-markets-union_en.
- EC [2020]: A Capital Markets Union for people and business – new action plan. COM(2020) 590 final. European Commission, Brüsszel, https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF.
- ESRB [2016]: EU Shadow Banking monitor. No 1. European Systemic Risk Board, https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/nbfi_monitor/20160727_shadow_banking_report_en.pdf.
- EU [2017]: Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/1131 rendelete (2017. június 14.) a pénzügyi alapokról. HL, L 169/8. június 30. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=CELEX:32017R1131>.
- FSB [2011]: Shadow Banking: Scoping the Issues. A Background Note of the Financial Stability Board. Financial Stability Board, https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_110412a.pdf.
- FSB [2015]: Global shadow banking monitoring report 2015. Financial Stability Board, <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2015.pdf>.
- HARDIE, I.–HOWARTH, D. (szerk.) [2013]: *Market-Based Banking and the International Financial Crisis*. Oxford University Press, <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199662289.001.0001>.
- HARDIE, I.–HOWARTH, D.–MAXFIELD, S.–VERDUN, A. [2013]: Banks and the False Dichotomy in the Comparative Political Economy of Finance. *World Politics*, Vol. 65. No. 4. 691–728. o. <https://doi.org/10.1017/s0043887113000221>.

- HARUTYUNYAN, A.–MASSARA, A.–UGAZIO, G.–AMIDZIC, G.–WALTON, R. [2015]: Shedding Light on Shadow Banking. IMF Working Paper, WP/15/1. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1501.pdf>.
- KECSKÉS ANDRÁS–ZÉMAN ZOLTÁN [2018]: Az árnyékbankrendszer klasszikus és jövőbeni kihívásai Magyarországon. *Gazdaság és Pénzügy*, 5. évf. 4. sz. 364–375. o. <https://bankszovetseg.hu/Public/gep/2018/jav%20imp%20364-376%20Kecskesuj.pdf>.
- KIRÁLY JÚLIA [2019]: A tornádó oldalszele. Szubjektív válságtörténet, 2007–2013. Park Könyvkiadó, Budapest.
- KIRÁLY JÚLIA–MÉRŐ KATALIN [2010]: No free lunch – no decoupling. The crisis and Hungary: a case study. Megjelent: *Gup, B. E. (szerk.): The Financial and Economic Crises. An International Perspective*. Edward Elgar, Cheltenham–Northampton, 79–102. o.
- LYSANDROU, P.–NESVETAILOVA, A. [2015]: The role of shadow banking entities in the financial crisis: a disaggregated view. *Review of International Political Economy*, Vol. 22. No. 2. 257–279. o. <https://doi.org/10.1080/09692290.2014.896269>.
- McCULLEY, P. [2009]: The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey. Megjelent: *Siegel, L. B. (szerk.): Insight into the Global Financial Crisis*. The Research Foundation of CFA Institute, 257–268. o.
- MNB [2015a]: Pénzügyi stabilitási jelentés (2015. május). Magyar Nemzeti Bank, Budapest, <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/penzugyi-stabilitasi-jelentes/penzugyi-stabilitasi-jelentes-2015-majus>.
- MNB [2015b]: Pénzügyi stabilitási jelentés (2015. november). Magyar Nemzeti Bank, Budapest, <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/penzugyi-stabilitasi-jelentes/penzugyi-stabilitasi-jelentes-2015-november>.
- MNB [2016]: A Magyar Nemzeti Bank 11/2016. (XII.1.) számú ajánlása az árnyékbanki tevékenységet végző szervezetekkel szembeni kitettségek korlátozásáról. Magyar Nemzeti Bank, <https://www.mnb.hu/letoltes/11-2016-shadow-banking.pdf>.
- PIROSKA, D.–EPSTEIN, R. A. [2023]: Stalled by design: New paradoxes in the European Union's single financial market. *Journal of European Integration*, Vol. 45. No. 1. 181–201. o. <https://doi.org/10.1080/07036337.2022.2154344>.
- POZSAR ZOLTÁN–ADRIAN, T.–ASHCARFT, A.–BOESKY, H. [2010]: Shadow Banking. Federal Reserve Bank of New York. Staff Report, No. 458. https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr458.pdf.
- RAIFFEISEN [2013]: A Raiffeisen Bankcsoport kockázatkezelésre vonatkozó információinak nyilvánosságra hozatala. Raiffeisen Bank, https://www.raiffeisen.hu/documents/bank/jelentes/eves/kockazatkzelesi_informaciok_bankcsoport_2013.pdf.
- SHIN, H. S.–SHIN, K. [2011]: Procyclicality and monetary aggregates. NBER Working Paper Series, 16836. <https://doi.org/10.3386/w16836>.
- SZÜCS JÓZSEF [2009]: Az ingatlanalapok jogi szabályozása és gazdasági helyzete. *Hitelintézeteti Szemle*, 8. évf. 6. sz. 528–555. o. https://www.bankszovetseg.hu/Content/Hitelintezeti/HSZ6_2009_szucs_jozsef.pdf.
- THIEMMAN, M. [2018]: The growth of shadow banking. Cambridge University Press, <https://doi.org/10.1017/9781316676837>.