

## **STRUKTURA WŁASNOŚCIOWA WĘGERSKIEGO SYSTEMU BANKOWEGO A EFEKTYWNOŚĆ POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

Zsolt Kondrat<sup>1</sup>, Gergely Koczan

---

<sup>1</sup> Narodowy Bank Węgier, [kondratzs@mnb.hu](mailto:kondratzs@mnb.hu)

## Wstęp

Na pierwszy rzut oka związek pomiędzy strukturą własnościową systemu bankowości a efektywnością polityki pieniężnej nie jest oczywisty, co może być przyczyną faktu, że nie udało nam się znaleźć w literaturze fachowej żadnego artykułu poświęconego tej konkretnej kwestii. Wydaje się, że do tej pory nie było próby opracowania tego tematu w krajach rozwiniętych, które dysponują znacznie większą liczbą danych i bogatszym doświadczeniem w tym względzie. Z pewnością o wiele trudniejszym zadaniem jest analiza wspomnianego związku w bardzo młodej gospodarce rynkowej, która liczy sobie niewiele ponad 10 lat i w której fundamentalne zmiany strukturalne stanowią raczej regułą niż wyjątek. Kwestie te są jednak niezwykle istotne dla całego regionu, gdyż udział własności zagranicznej w sektorze bankowym jest tu znacznie większy niż w rozwiniętych krajach Europy Zachodniej (patrz Tabela 1 i 2).

*Tabela 1: Udział banków zagranicznych w krajowych systemach bankowości w Europie Środkowej i Wschodniej (stosunek aktywów banków zagranicznych do aktywów ogółem; %)*

Kraj	1998	1999	2000	2001
Bułgaria	74,4	nie dotyczy	nie dotyczy	nie dotyczy
Republika Czeska	25,7	28,1	65,5	90,1
Estonia	5,1	90,0	93,0	97,5
Polska	16,6	47,2	69,6	68,4
Łotwa	78,7	78,2	77,2	62,6
Litwa	51,8	38,3	57,0	83,9
Rumunia	20,0	47,5	50,9	55,0
Słowacja	nie dotyczy	28,2	42,7	81,0
Węgry	58,9	61,8	62,9	65,5

Źródło: Komisja Europejska (2002)<sup>1</sup>

*Tabela 2. Udział banków zagranicznych w krajowych systemach bankowości w krajach Unii Europejskiej w 1997 r. (aktywa banków zagranicznych w stosunku do aktywów ogółem; %)*

Kraj	Udział	Kraj	Udział
Irlandia	53,8	Holandia	7,7
Wielka Brytania	52,1	Finlandia	7,1
Belgia	36,3	Włochy	6,8
Grecja	21,9	Niemcy	4,3
Hiszpania	11,7	Austria	3,3
Portugalia	10,5	Szwecja	1,6
Francja	9,8	Dania	0,0

Źródło: Europejski Bank Centralny<sup>2</sup>

Chociaż struktura własnościowa banków na Węgrzech w ciągu ostatnich 10 lat przeszła dramatyczne zmiany, dające w rezultacie decydującą kontrolę nad bankami zagranicznym udziałowcom, nasza wiedza o efektywności węgierskiej polityki pieniężnej sprzed wspomnianych zmian jest bardzo ograniczona. Utrudnia to bardzo

<sup>1</sup> Podano w: Gros (2002)

<sup>2</sup> Podano w: Gros (2002)

ocenę zmian efektywności polityki pieniężnej w tym okresie. Ponadto, w celu udowodnienia, że ten związek istnieje, i zbadania go, powinniśmy porównać obecny stan rzeczy z sytuacją, w której banki stanowią prywatną własność podmiotów krajowych. 40 lat komunistycznego ucisku oznacza, że powinniśmy sięgnąć do czasów sprzed II wojny światowej, co dotyczy Węgier i innych krajów regionu w równym stopniu – ale i wtedy sektor bankowy nie był zbyt rozwinięty. Co więcej, jest bardzo trudno – a z czysto metodologicznego punktu widzenia jest to niemożliwe – oddzielić skutki zmian struktury własnościowej w systemie bankowości od skutków innych fundamentalnych zmian strukturalnych, które miały miejsce w gospodarce Węgier w latach 90-tych. Rozwój rynku pieniężnego i kapitałowego, deregulacja, liberalizacja i, na koniec, prywatyzacja banków – czyli przejście od własności państwowej do prywatnej niezależnie od struktury prywatnych właścicieli – wszystko to per se wpłynęło na sposób funkcjonowania polityki pieniężnej.

Dlatego właśnie postanowiliśmy oprzeć nasze dociekania bardziej na logice teoretycznej i wybranych faktach, niż na ściśle empirycznych badaniach. Należy jednak na samym początku podkreślić, że w procesie przejściowym nie istniała żadna realna alternatywa dla wejścia obcego kapitału i prywatyzacji banków i przedsiębiorstw na rzecz kapitału zagranicznego. W podobny sposób decydenci nie mieli wielkiego wyboru co do tego, jakie przyjąć instrumenty i cele polityki pieniężnej. Pomimo różnic w czasie i szczegółach, inne kraje regionu podobnie eksperymentowały w zakresie polityki pieniężnej i wszystkie sprywatyzowały swój sektor bankowy, co pozwala przypuszczać, że jest bardziej prawdopodobne, iż wejście kapitału zagranicznego i rozwiązania zastosowane w polityce pieniężnej to jednoczesne konsekwencje szczególnego położenia ekonomicznego i geograficznego tych krajów, niż że jedno pociąga za sobą drugie.

Nasza praca jest skonstruowana następująco: W rozdziale I dokonujemy przeglądu historii procesu przejściowego i podajemy szczegółowy opis systemu bankowości Węgier i jego struktury własnościowej. Rozdział II to próba zestawienia wybranych aspektów zagranicznej własności banków. W rozdziale III przyglądamy się różnym kanałom transmisji polityki pieniężnej i oceniamy, jaki wpływ może mieć na nie struktura własnościowa banków. Rozdział IV stanowi zakończenie pracy.

## **I. Transformacja ekonomiczna i zmiany strukturalne**

W 1989 roku, po 40 latach ucisku komunistycznego, Węgry postanowiły przekształcić swoją niedomagającą, centralnie sterowaną gospodarkę w nowoczesne środowisko gospodarcze na wzór zachodni, z wolnym rynkiem jako głównym mechanizmem koordynującym. Był to początek triumfalnego marszu transformacji ekonomicznej, który w ciągu ubiegłych 13 lat przyniósł stały spadek kontroli państwa nad gospodarką, tak że w chwili obecnej sektor prywatny tworzy więcej niż 80 procent PKB. W początkach tego procesu w gospodarce miała miejsce gwałtowna liberalizacja i deregulacja, którym towarzyszyło tworzenie wielu nowych aktów prawnych (przepisy o standardach księgowości, postępowaniu upadłościowym, o spółkach i bankach), niezbędnych przy kładzeniu fundamentów gospodarki rynkowej. Mimo to, funkcjonowanie tej świeżo narodzonej gospodarki rynkowej było w dalszym ciągu utrudnione przez ogromny niedobór kapitału i łańcuch wzajemnego zadłużenia przedsiębiorstw państwowych, co doprowadziło też do utraty płynności. Był to okres ciężkiej recesji z powodu utraty rynków wschodnich, słabej konkurencyjności, braku dopływu know-how i zacofania technologicznego. Nie było po prostu innego wyjścia, niż stworzenie właściwych, nowych ram prawnych i prywatyzacji na skalę masową. Z powodu całkowitego braku kapitału w gospodarce węgierskiej państwo musiało się pogodzić ze sprzedażą części swojego majątku cudzoziemcom. Jednym z jaśniejszych momentów w najnowszej historii gospodarczej była chwila, kiedy władze uznały wielkie znaczenie właściwego zarządzania przedsiębiorstwami i postanowiły sprzedawać majątek państwowy głównie inwestorom profesjonalnym, a w mniejszym stopniu inwestorom finansowym. Proces prywatyzacji zakończył się przed rokiem 1997. Jednocześnie z początkiem 1994 r. wskaźniki makroekonomiczne (zwłaszcza te odnoszące się do bilansu zagranicznego) pogorszyły się gwałtownie. Istniały poważne obawy, że gospodarka może wpaść w pułapkę zadłużenia i „przedsiębiorstwo Węgry S.A. zbankrutuje”. Drugi z kolei rząd wybrany w wolnych wyborach postanowił zatem wprowadzić drastyczne ograniczenia w celu ustabilizowania gospodarki: chociaż są one w do dziś przedmiotem ożywionej dyskusji, wyniki gospodarki w następnych latach były bezsprzecznie lepsze. Prywatyzacja, stabilizacja i potężny napływ bezpośredniego

kapitału zagranicznego przyczyniły się do znacznie wyższego tempa wzrostu PKB niż w krajach Unii Europejskiej.

Jednocześnie otwartość gospodarki węgierskiej dalej się zwiększała dzięki nastawionym na eksport spółkom wielonarodowym, które osiedliły się na Węgrzech. Obecnie węgierski handel zagraniczny w 60 procentach odbywa się z Unią Europejską (głównie z członkami Unii Gospodarczej i Walutowej). W tej chwili gospodarkę węgierską można scharakteryzować jako funkcjonującą gospodarkę rynkową o całkowicie zliberalizowanych transakcjach kapitałowych i z jednym z najlepiej rozwiniętych systemów bankowości. Ta ekonomiczna transformacja przeprowadzona w zapierającym dech w piersi tempie nie mogłaby mieć miejsca, gdyby kapitał zagraniczny nie odegrał w niej aktywnej roli. Odnosi się to szczególnie do systemu bankowości. Węgierski sektor bankowy, „urodzony” w roku 1987, we wczesnych latach 90-tych miał o wiele za mało kapitału, żeby bezpiecznie służyć interesom swoich klientów. Prywatyzacji banków należy przypisać wielką zasługę umożliwienia Węgrom rozpoczęcia negocjacji w sprawie przystąpienia do UE i wejścia do Unii Gospodarczej i Walutowej.

### *Ewolucja sektora bankowego Węgier i jego struktura własnościowa<sup>3</sup>*

Jedną z najważniejszych reform ekonomicznych u zarania transformacji węgierskiej było stworzenie w 1987 r. dwupoziomowego sektora bankowego, co oznaczało wydzielenie banków wcześniej pracujących jako filie Narodowego Banku Węgier<sup>4</sup>. W ten sposób wydzielono 3 banki z NBW; oprócz nich dwa już istniejące banki (MKB i ÁÉB) dostały zezwolenie na prowadzenie pełnej komercyjnej działalności bankowej. W 1988 r. utworzono Postabank w celu wykorzystania mocy detalicznych Węgierskiego Przedsiębiorstwa Poczтового i stworzenia konkurencji dla dotychczasowego monopolisty OTP w bankowości detalicznej (istniały oczywiście kasy oszczędnościowe, ale miały bardzo mały udział w rynku). W 1989 r. zniesiono prawny

---

<sup>3</sup> Rozdział ten jest w przeważającej części oparty na Várhegyi [2002], znakomitym opisie ewolucji węgierskiego systemu bankowości.

<sup>4</sup> Po drugiej wojnie światowej i przejęciu władzy przez komunistów węgierskie banki zostały znacjonalizowane. Większość z nich wyeliminowano, pozostały tylko pełniące funkcje specjalne: NBW jako bank centralny, OTP jako bank „detaliczny”, MKB jako bank finansujący handel zagraniczny,

podział na (komercyjną) działalność detaliczną i hurtową; banki komercyjne zajęły się także tą drugą. Jeśli natomiast chodzi o konkurencję, to naprawdę zetknął się z nią właśnie sektor hurtowy (który i tak rozwijał się wolno), podczas kiedy w działalności detalicznej nie istnieli prawdziwi nowi konkurenci z powodu wysokich kosztów tworzenia sieci detalicznej i potęgi rynkowej OTP i Postabanku, którą można przypisać „przyzwyczajeniom” ludzi.

Instytucje tworzące system bankowości w okresie 1987-1989 r. wywodziły się zatem z trzech źródeł:

1. W celu zaspokojenia potrzeb finansowych zachodnich wspólnych przedsięwzięć, które zakładano na Węgrzech w latach 70-tych, na ile pozwalało na to (już wtedy) względne otwarcie gospodarki, NBW utworzył banki-wspólne przedsięwzięcia z zagranicznymi bankami zachodnimi (CIB, Citibank, Unicbank), co przyczyniło się do modernizacji dzięki wniesieniu know-how i podniesieniu kwalifikacji pracowników banków.
2. Banki, które wydzielono z NBW i które zostały założone przez NBW w 1987 r. i między które rozdzielono kapitał kredytowy według branż (co wywarło wielki wpływ na ich wczesną działalność) (MHB, BB, OKHB + ÁVB, fundusze innowacyjne).
3. Istniejące wcześniej fundusze założone przez zjednoczenia przedsiębiorstw dla wspomnienia finansowania spółek zostały przekształcone w banki (IEB, Mezőbank, Agrobank, Corvinbank, Investbank, Ybl Bank, Iparbank).

### *Konsolidacja banków*

Systemu bankowości, który powstał w roku 1987, z pewnością nie można było nazwać zdrowym. Jak już powiedziano, banki, które wyłoniły się z NBW, podzieliły między siebie jego kapitał kredytowy według branż, co było bardzo złą decyzją zważywszy na dywersyfikację ryzyka. W dodatku odziedziczone kredyty były bardzo złej jakości. Sytuację jeszcze pogarszała ciężka recesja, która dotknęła gospodarke (między rokiem 1987 i 1991 poziom PKB spadł o 15%), przy czym pogłębiało się wspomniany już wzajemne zadłużenie przedsiębiorstw i deficyt kapitału. Wydzielone banki nie były

wystarczająco rozsądnie zarządzane, a ich kierownictwo interesowało się głównie rozszerzeniem działalności kredytowej, która odpowiadała interesom przedsiębiorstw.<sup>5</sup> Kredyty udzielane w tym okresie nie służyły finansowaniu realnych przedsięwzięć, ale po prostu pomagały firmom przetrwać. To jeszcze pogarszało złą jakość pożyczek udzielanych przedsiębiorstwom. Sytuacja wymagała jakiegoś rozwiązania, dzięki któremu udałooby się uniknąć bankructwa – bankowej spirali kryzysowej (kryzysu kredytowego). Długoterminowym rozwiązaniem mogła być oczywiście prywatyzacja, ale urynkowanie banków stojących na krawędzi kryzysu, zanim nie osiągnęły przyzwoitych dochodów, było niemożliwe. Wobec tego rząd nie miał innego wyjścia niż zasilenie przeżywających trudności banków transferami kapitałowymi (czyli państwowymi papierami wartościowymi w zamian za złe kredyty). Proces konsolidacji trwał od 1992 do 1995 roku i wszystkie banki otrzymały jakiś rodzaj transferu kapitału. Kosztowało to państwo 425 miliardów forintów według cen z 1994 roku. Z perspektywy dnia dzisiejszego konsolidacja banków była dobrym i potrzebnym posunięciem; niemniej, gdyby przeprowadzono ją wcześniej i sprawniej, koszty byłyby znacznie niższe.

### *Prywatyzacja banków*

Do roku 1994 liczba instytucji tworzących system bankowości węgierskiej podwoiła się przede wszystkim dzięki bankowym bezpośrednim inwestycjom zagranicznym<sup>6</sup>, gdyż w sektorze bankowym nie przeprowadzono jeszcze prywatyzacji. W 1994 r. nowo wybrany rząd zapoczątkował proces, który został prawie zakończony do końca roku 1997; tylko banki pełniące specjalne funkcje państwowe pozostały własnością państwa (patrz Wykres 1 i Wykres 2, Państwowy Bank Rozwoju, EXIMBANK - bank finansujący eksport oraz FHB - bank hipoteczny)<sup>7</sup>. W wyniku tego procesu udział własności państwa spadł do poniżej 10% (w przeliczeniu na udział w rynku aktywów

---

walutowych mieszkańców Węgier.

<sup>5</sup> Szanse podjęcia dobrych decyzji kredytowych zmniejszył fakt, że w celu decentralizacji własności państwo rozprawdzało portfele akcji banków państwowych między przedsiębiorstwami państwowymi, wobec czego te ostatnie mogły wywierać znaczne naciski na kierownictwo swoich banków.

<sup>6</sup> BNP, Commerzbank, Credit Lyonnais, Hypovereins Bank, ING, Volksbank, Daewoo Bank, Porsche Bank, Nomura, Creditanstalt

ogółem), podczas kiedy udział banków będących własnością zagraniczną (z przewagą kapitału zagranicznego lub z przewagą kapitału krajowego) wzrósł do 91%. Udział inwestorów zagranicznych w łącznym kapitale systemu bankowości wzrósł do 66%, reszta znajduje się w przeważającej części pod kontrolą państwa. Udział krajowego sektora prywatnego w całkowitym kapitale należącym do banków jest na Węgrzech nieznaczący. Przyczyną tego faktu jest wspomniany wcześniej brak kapitału u podmiotów krajowych. Poza bankami zdrowym systemem bankowości dysponują zwykle fundusze emerytalne i towarzystwa ubezpieczeniowe; na Węgrzech, niestety, towarzystwa ubezpieczeniowe same ucierpiały z powodu poważnego deficytu kapitału, a jedynym wysoko kapitalizowanym funduszem emerytalnym w czasie prywatyzacji był fundusz państwowy (TB), który otrzymał część udziałów państwowych dwóch wielkich banków detalicznych – nie okazał się jednak dobrym właścicielem (patrz kryzysy Postabanku). Wobec tego jedynym wyborem, który pozostał oprócz sprzedaży banków cudzoziemcom, było zaoferowanie państwowych udziałów szerokiemu ogółowi na giełdzie; skonsolidowane banki nie były jednak jeszcze na tyle silne, żeby sprzedawać akcje drobnym inwestorom.<sup>8</sup>

Z prywatyzacji banków państwo uzyskało zwrot w postaci 300 milionów USD, zaś „kanałem bezpośrednich inwestycji zagranicznych” wpłynęło do systemu bankowości węgierskiej 500 milionów USD. Pomimo tych liczb, udział rynkowy sprywatyzowanych banków wynosi 63% (w aktywach ogółem), podczas kiedy banki finansowane z bezpośrednich inwestycji zagranicznych mają udział w rynku wynoszący 28%. Opisane procesy zaowocowały bardzo silną kontrolą zagraniczną nad węgierskim systemem bankowości, w którym 32 z 42 banków znajduje się pod kontrolą większościową inwestorów zagranicznych, a 1 ma mniejszościowy udział kapitału zagranicznego<sup>9</sup>.

---

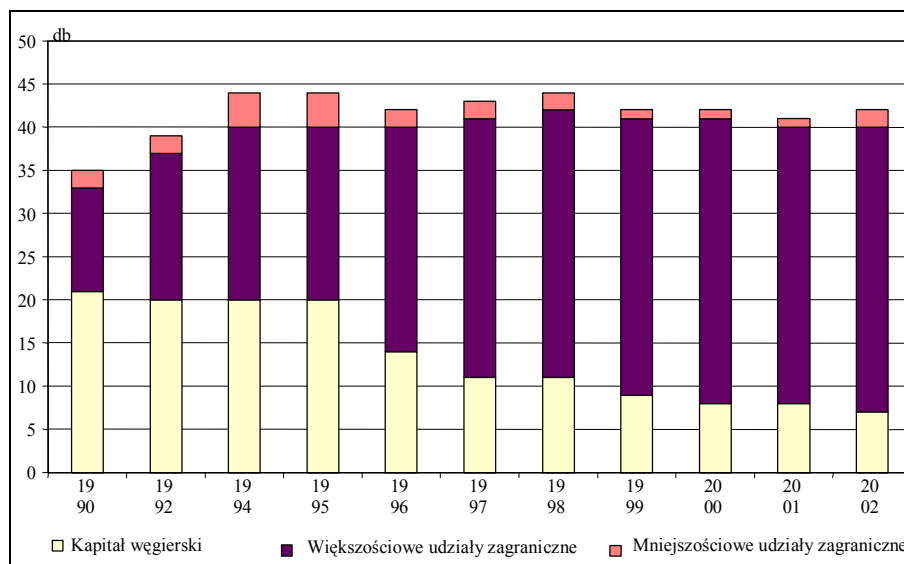
<sup>7</sup> Grupa ta powiększyła się o uratowany Postabank (dotknięty kryzysem), co stanowiło częściową, niezamierzoną re-nacjonalizację.

<sup>8</sup> Jedynymi bankami, których kredyty były na tyle zdrowe, żeby pozwolić na sprzedaż akcji drobnym inwestorom, były dwa wielkie banki detaliczne, ponieważ nie uczestniczyły one w podziale złych kredytów w 1987 r.

<sup>9</sup> Jest nim OTP, największy bank na Węgrzech, którego udział w rynku wynosi 32%

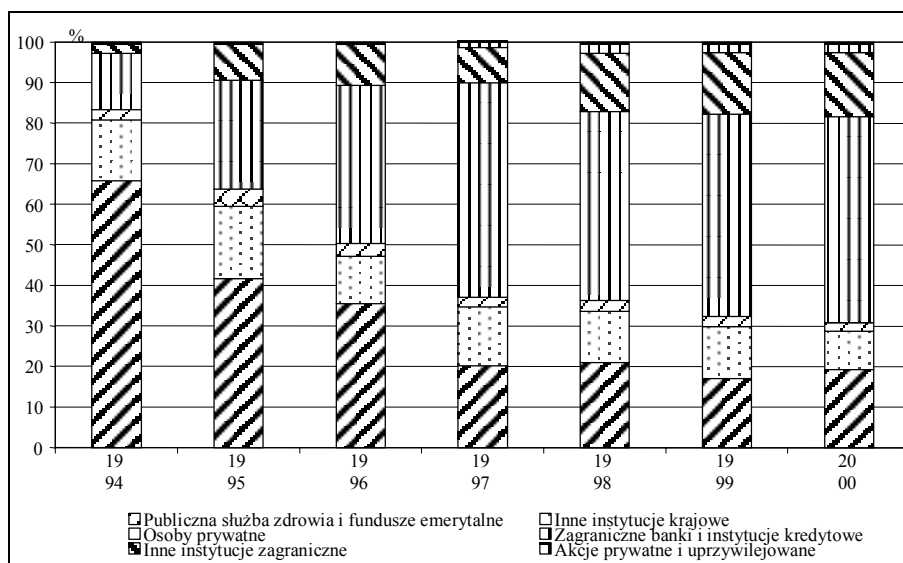


Wykres 1. Liczba banków węgierskich według właściciela



Źródło: sprawozdania PSZÁF

Wykres 1: Struktura własnościowa węgierskiego sektora bankowego



Źródło: Várhegyi (2002))

Tabela 1: Udział kapitału obcego w węgierskim sektorze bankowym w 2000 r. (dla banków z większościami udziałami kapitału zagranicznego)

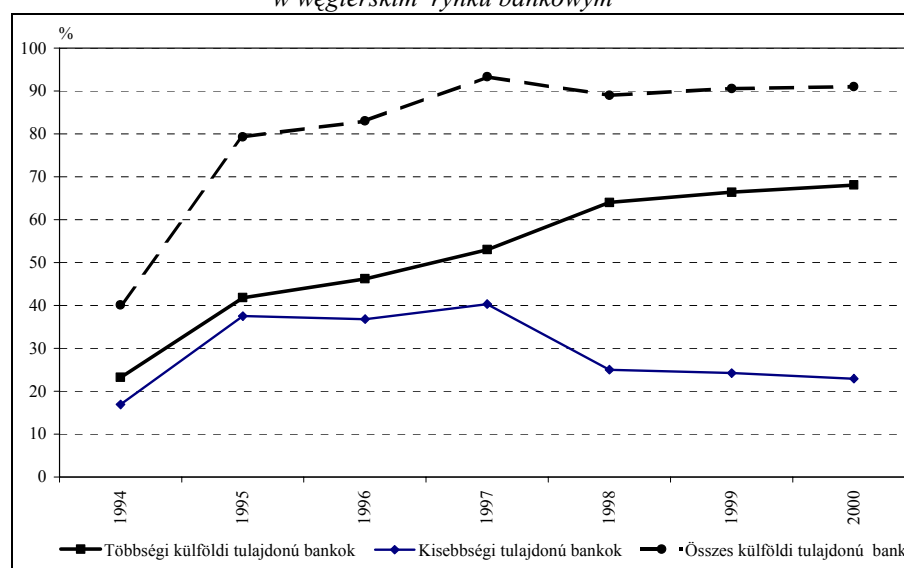
Kraj macierzysty	Łączny udział w filiach węgierskich w 2000 r. (%)
Niemcy	16,8
Austria	11,2
Włochy	10
Holandia	7,6
USA	7,6
Belgia	7,5
Rosja	3,9
Francja	2
Korea	0,6

źródło: Várhegyi (2002))

### Stabilizacja

Po zakończeniu prywatyzacji (1997), w węgierskim systemie bankowości nastąpił okres stabilizacji, która zaowocowała wzmocnieniem konkurencji na rynku bankowym, większą skutecznością i rentownością. Wzrost udziału kapitału zagranicznego można zilustrować przez udział w rynku banków będących własnością zagraniczną (patrz Wykres 3).

Wykrest 2: Udziały mniejszościowe i większościowe kapitału zagranicznego w węgierskim rynku bankowym



Źródło: Várhegyi (2002)

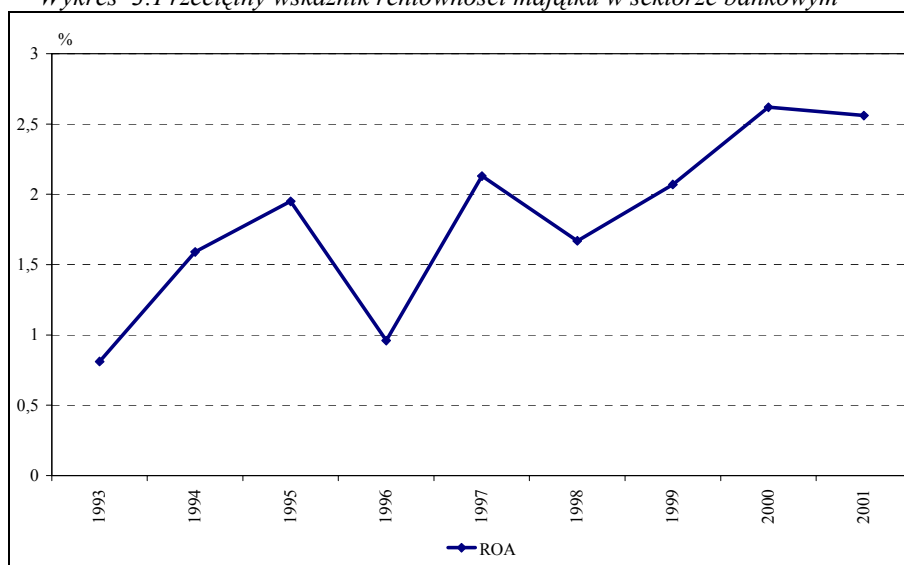
Przyczyniło się to do wzrostu konkurencji na rynku bankowym i do ogólnej poprawy usług świadczonych przez banki. Chociaż spadek koncentracji na rynku zatrzymał się w 1999 r., dobrze to posłużyło konkurencji, gdyż pojawienie się silnych, dużych banków przyniosło ze sobą prawdziwą konkurencję na rynku detalicznym, wcześniej kontrolowanym przez OTP.

Zwiększenie się konkurencji między bankami nie pociągnęło jednak za sobą do tej pory spadku liczby banków, która jest wciąż bardzo wysoka w stosunku do wielkości rynku. Ekspertzy zgadzają się co do tego, że spadek ten musi nastąpić z powodu przejęć, fuzji lub wycofania się z rynku.

Wskaźnik rentowności majątku (ROA) węgierskiego systemu bankowości wykazywał w latach 90-tych tendencję wzrostową (patrz Wykres 4); jednakże przy badaniu rentowności indywidualnej okazało się, że kontrola zagraniczna nie gwarantuje sukcesu rynkowego.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Największą stratę w ustabilizowanym systemie bankowym poniósł bank ABN AMRO Węgry i Bank K & H, należący do KBC, co rozwiązano przez fuzję tych banków (kiedy ich centrale też się połączyły)

Wykres 3:Przeciętny wskaźnik rentowności majątku w sektorze bankowym



### *Ewolucja podstaw polityki pieniężnej na Węgrzech*

Do końca lat 80-tych dla węgierskiej polityki pieniężnej charakterystyczne było szerokie użycie selektywnej kontroli kredytowej. W jednopoziomowym systemie bankowości bank centralny przyznawał kredyt refinansowy zgodnie z planem polityki pieniężnej, opartym na założeniach szerszej polityki dotyczącej rozwoju różnych sektorów gospodarki. W czasach zastoju i kolejek po wszystko [Kornai 1982] selektywna kontrola kredytowa wywierała stosunkowo silny wpływ na zachowanie przedsiębiorstw. Od chwili powstania systemu dwupoziomowego, a szczególnie od początku lat 90-tych, NBW zwrócił się ku polityce pieniężnej opartej na dyscyplinie rynkowej i instrumentach pośrednich. Fakt ten sam w sobie osłabił związek pomiędzy decyzjami polityki pieniężnej i jej celami. Z powodu zmian w całej gospodarce, zwłaszcza z powodu prywatyzacji banków i przedsiębiorstw oraz wzrastającej dominacji spółek wielonarodowych w produkcji i eksporcie, polityka pieniężna prawdopodobnie bardzo straciła na skuteczności. Rzecz jasna, wpływ kursu wymiany i zmian stóp oprocentowania na gospodarkę mógł wzrosnąć, ale w dalszym ciągu był słabszy, niż w krajach najbardziej rozwiniętych.

## II.      Skutki zagranicznej własności banków w zarysie

Wyższy udział własności zagranicznej w sektorze bankowym danego kraju może zaowocować znacznym wzrostem jego dobrobytu dzięki wyższej opłacalności, zwiększeniu konkurencji, szerszej podaży bardziej zaawansowanych usług finansowych oraz zdrowszemu i stabilniejszemu systemowi finansowemu.

Opłacalność i konkurencja mogą wpłynąć na szerzenie polityki pieniężnej poprzez skutek, jaki wywiera ona w odniesieniu do marży odsetkowej i dźwigni finansowej. Szerszy asortyment produktów i bardziej dostosowane do potrzeb usługi finansowe mogą stworzyć dodatkowy popyt i w efekcie doprowadzić do znacznego zwiększenia zapotrzebowania na kredyt. Banki o lepszej kondycji i pracujące w zdrowszym systemie mogą lepiej ochronić swoich klientów przed skutkami zmian w polityce pieniężnej.

### *Rentowność i opłacalność (własność prywatna a państwowa)*

Zarówno z teorii, jak i historii ekonomicznej wypływa wniosek, że między własnością prywatną i państwową istnieje duża różnica, gdyż przedsiębiorstwa państwowe często mają słabe ograniczenia budżetowe [Kornai (1982)], a zatem inaczej reagują na zmiany w sferze swojego działania. Firmy prywatne silniej reagują na fluktuacje kosztów i dlatego są bardziej wydajne. Wkroczenie banków zagranicznych w obszary gospodarek dawniej kontrolowanych przez państwo, np. Węgier, według wszelkiego prawdopodobieństwa wywiera wpływ na zachowanie banków głównie z powodu pojawienia się maksymalizujących zyski i uwrażliwionych na koszty właścicieli prywatnych, a nie dlatego, że ci prywatni właściciele pochodzą z zagranicy. To właśnie fakt, że są własnością prywatną, powoduje w sprywatyzowanych bankach zmiany, które prowadzą do wzrostu wydajności.

Przyjęcie przez bank tych samych technik i procedur zarządzania ryzykiem, które są stosowane w banku macierzystym, pomaga zredukować ryzyko, na jakie jest narażony, zaś pewność pomocy ze strony centrali w razie wystąpienia trudnej sytuacji finansowej zmniejsza ogólne ryzyko niewywiązania się ze zobowiązań przez bank. To zaś może

prowadzić do znacznej poprawy oceny banku oraz do *redukcji kosztów finansowania z zewnątrz*.

Poprawa zarządzania firmą, zmiany w strukturze organizacyjnej oraz redukcja stanu zatrudnienia mogą doprowadzić do radykalnego *zmniejszenia kosztów operacyjnych* i zwiększenia ogólnej opłacalności. To z kolei pozwala bankowi na osiąganie zysku przy mniejszej marży odsetkowej. Mniejsza marża oznacza, że bank może zaoferować więcej po korzystniejszych cenach, co sprzyja konkurencji.

Wszystko to razem daje w rezultacie racjonalniejszy, bardziej rentowny i liczący się z kosztami system bankowości, co oczywiście owocuje (niebezpośrednimi) następstwami dla efektywności polityki pieniężnej.

### *Konkurencja*

Wejście banków zagranicznych, drogą prywatyzacji lub bezpośrednich inwestycji zagranicznych, przynosi w efekcie zaostrzenie konkurencji w sektorze bankowym. Chociaż teoretycznie już samo obniżenie barier dostępu może doprowadzić do powstania silniejszej konkurencji, w praktyce lepiej jest, kiedy nowi konkurenci faktycznie wchodzi na rynek. Koncentracja udziału w rynku zazwyczaj się zmniejsza przy pojawieniu się wielkich banków zagranicznych. Skutkiem ostrej konkurencji może być znaczne zmniejszenie różnicy między stopą oprocentowania lokat a oprocentowaniem kredytów, jaką udaje się utrzymać bankom. Wzmacnia to związek między polityką stóp oprocentowania i stopą bankową.

Banki krajowe muszą konkurować z wielkimi bankami międzynarodowymi, cieszącymi się lepszą reputacją dysponującymi znacznie wyższym kapitałem, i dlatego ponoszą większe koszty. Claessens, Demirgüç-Kunt i Huizinga (2001) przeprowadzili empiryczne badania na ten temat i odkryli, że obecność banków zagranicznych oznaczała dla banków krajowych niższe zyski, dochody pozaodsetkowe i koszty ogólne. Potraktowali to jako sygnał, że zagraniczni konkurenci zmuszają również banki krajowe do zwiększenia efektywności.

Korzyści ze zwiększenia efektywności pochodzą z kilku różnych źródeł. Sprowadzenie know-how kilku systemów bankowych (procedury autoryzacji kredytu, przepisy

skarbowe, itd.) i produktów (kompleksowe usługi finansowe) podwyższa jakość usług bankowych i zwiększa konkurencyjność banku. Konkurencja zmusza bank do rozszerzenia swojego bilansu w stosunku do jego podstawy kapitałowej, czyli do zwiększenia dźwigni finansowej. Kiedy dźwignia finansowa jest wyższa, wtedy dany poziom marży procentowej jest zgodny z wyższym wskaźnikiem rentowności majątku. Innym skutkiem prywatyzacji sektora bankowego jest wzrost podaży kapitału, co dla banków państwowych, (zazwyczaj) cierpiących z powodu deficytu kapitału i złych pożyczek, jest całkiem nową sytuacją. Wyższy kapitał umożliwia pozyskanie nowych klientów i zdobycie udziału w rynku. Na przykład, według obecnie obowiązujących przepisów węgierskich zaległości jakiegokolwiek klienta nie mogą przekraczać 25 procent bankowego kapitału z uwzględnionym ryzykiem, a całkowite aktywa wysokiego ryzyka nie mogą być wyższe niż ośmiokrotna wielkość kapitału z uwzględnionym ryzykiem. Im większy jest kapitał banku, i im mniej ryzykowne są jego aktywa, tym więcej istnieje możliwości zaspokojenia popytu ze strony dużych klientów. Chociaż w odniesieniu do wielkich klientów upowszechniły się teraz kredyty konsorcjalne, kapitał może być w dalszym ciągu czynnikiem ograniczającym, jeśli jego wystarczalność jest za niska.

#### *Dobra kondycja banków i stabilność finansowa*

Wejście kapitału zagranicznego zwykle prowadzi do znacznego polepszenia stanu systemu bankowości dzięki uwydatnieniu roli technik zarządzania ryzykiem, co ma dobroczynny wpływ na jakość kredytów i mocniej podkreśla znaczenie ostrożności w podejmowaniu decyzji. Najnowsze, najbardziej zaawansowane metody zarządzania ryzykiem szybko przyjęły się w całym systemie bankowości, ponieważ organy nadzorcze wymagają ich stosowania także od banków słabszych, a agencje ratingowe szybko obniżają kategorię banków korzystających z dawniejszych metod [Mishkin (1996)].

Prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysów finansowych obniża się w miarę wzrostu udziału własności zagranicznej w sektorze bankowym, ponieważ banki macierzyste charakteryzują się z reguły wyższym stopniem dywersyfikacji niż ich krajowe filie, nawet jeśli aktywa banków krajowych są stosunkowo dobrze zróżnicowane i obejmują

różnych klientów i sektory rynku krajowego. Przewaga większej dywersyfikacji wywodzi się z faktu, że zagraniczny bank macierzysty nie jest w ogóle, albo jest w bardzo małym zakresie narażony na wstrząsy na rynku krajowym. Kiedy w gospodarce krajowej zdarzają się wstrząsy, co dotyczy zwłaszcza kryzysu finansowego lub kredytowego, bank macierzysty może zapewnić swojej filii płynność lub kapitał, w ten sposób sprawiając, że jej działalność będzie stabilniejsza i bardziej wiarygodna, ponieważ pozwoli to uniknąć redukcji działalności kredytowej czy bolesnego wycofywania zaległych kredytów. Finansowanie przez zagraniczny bank macierzysty w postaci pożyczek w ramach tej samej grupy przedsiębiorstw służy w takich przypadkach jako pogotowie kredytowe i pomaga utrzymać płynność banku. Goldberg, Dages i Kinney (2000) używają tego argumentu dla przypadku Argentyny i Meksyku. Okazało się, że wzrost kredytu w bankach zagranicznych był wyższy i bardziej stały niż w bankach krajowych.

Należy jednak zauważyć, że w przypadku wystąpienia symetrycznego wstrząsu w gospodarce krajowej i zagranicznej dywersyfikacja mogłaby przynieść znacznie mniejsze zyski, a zastrzyki kapitału lub transfery dla zachowania płynności mogą być niewykonalne.

Dywersyfikacja może mieć też niepożądane skutki. Niesymetryczny wstrząs dla gospodarki kraju macierzystego banku może także wpłynąć na gospodarkę krajową. Peek i Rosengren (1997)<sup>11</sup> podają doskonały przykład takiej sytuacji, która miała miejsce w Stanach Zjednoczonych. W latach 80-tych banki japońskie zdobyły duży udział w amerykańskim rynku kredytowym, a w następstwie załamania się cen akcji i postępującego pogorszenia swojej bazy kapitałowej w latach 90-tych zredukowały swoją działalność kredytową przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych, chroniąc klientów krajowych. Zachowanie to było mocno odczuwalne w oddziałach i słabiej odczuwalne, ale w dalszym ciągu zauważalne, w filiach. Chociaż przepisy obowiązujące na Węgrzech nie sprzyjają tworzeniu oddziałów, i stąd wszystkie zagraniczne banki są z punktu widzenia prawa filiami, niektóre z mniejszych banków funkcjonują na zasadzie oddziałów. Jeśli bank macierzysty jest w trudnej sytuacji finansowej, źródło pożyczek wewnętrznych mogłoby wyschnąć, prowadząc do zredukowania działalności kredytowej i skurczenia się portfela kredytowego filii.

---

<sup>11</sup> według: Hull (2002)



W okolicznościach ekstremalnych bank macierzysty mógłby nawet wchłonąć zasoby finansowe swojej filii, gdyby, na przykład, rozpaczliwie potrzebował poprawić swoją wystarczalność kapitałową [Hull (2002)]. W sytuacji wystąpienia ciężkich globalnych strat w sektorze bankowości z powodu spowolnienia gospodarki i niespotykanych dotąd problemów z zarządzaniem korporacyjnym, w sektorze bankowym także Węgier istnieją przykłady na to, że bank macierzysty ogranicza działalność swojej filii, a nawet wykorzystuje jej zasoby finansowe. Są to jednak przykłady marginalne, bez żadnych poważnych konsekwencji dla ogólnej działalności kredytowej.

W miarę wzrostu dominacji banków zagranicznych w gospodarce, funkcja kredytodawcy ostatniej szansy, którą pełni bank centralny, traci na znaczeniu. Fakt ten częściowo odzwierciedla wspomniane zmniejszenie prawdopodobieństwa wystąpienia kryzysu finansowego. Inną, chyba nawet ważniejszą przyczyną jest fakt, że ratowanie zagranicznego właściciela w trudnej sytuacji finansowej jest bardzo niepopularne z politycznego punktu widzenia [Mishkin(2001)]. Dla takich małych krajów, jak Węgry, istotną rolę odgrywa to, że utrata prestiżu z powodu bankructwa filii może liczyć się bardziej, niż koszt jej dofinansowania, nawet jeśli filia jest wielka jak na krajowe standardy. Do tego argumentu nie należy wszakże przykładać zbyt wielkiej wagi.

Reasumując, wejście kapitału zagranicznego do systemu finansowego może wpłynąć na efektywność polityki pieniężnej w obu kierunkach. Może przyczynić się do poprawy transmisji zmian stóp banku centralnego poprzez stopy bankowe, zwiększając konkurencję i wrażliwość na koszty. Udział własności zagranicznej prowadzi też do tego, że poprawia się kondycja banków, wzrasta ich stabilność i bezpieczeństwo, kapitalizacja i płynność, gdyż mają one dostęp do różnych źródeł finansowania. Pozwala to bankom na pewne „lekceważenie” krajowej koniunktury pieniężnej i własnych klientów, co zmniejsza efektywność polityki pieniężnej. Niemniej jednak jest rzeczą pewną, że dla gospodarki jako całości wejście kapitału zagranicznego do sektora bankowego ma dobroczynne skutki, ponieważ stabilność finansowa jest korzystna dla wszystkich.

### **III.    Kanäle transmissji i struktura własnościowa węgierskiego sektora bankowego**

### *Teorie transmisji impulsów polityki pieniężnej i ich znaczenie dla gospodarki węgierskiej*

Polityka pieniężna wywiera wpływ na rzeczywistość gospodarczą poprzez wiele kanałów. [Mishkin (1996)] podaje wyczerpujący opis różnych typów kanałów transmisji. Znaczenie i skuteczność poszczególnych kanałów mogą się różnić w zależności od kraju. Najczęściej różnica wypływa z ogólnego stopnia rozwoju gospodarczego danego kraju i od głębokości oraz płynności jego rynku pieniężnego i kapitałowego.

W Stanach Zjednoczonych, na przykład, ważną rolę odgrywa kanał kapitałowo-cenowy z powodu swojego efektu bogactwa, podczas kiedy na kontynencie europejskim nie ma on takiego znaczenia. Kanał ceny mieszkania jest bardzo ważny w krajach o wysokim udziale prywatnej własności nieruchomości mieszkalnych, gdzie finansowanie hipoteki jest powszechnym zjawiskiem, a rynek hipotecznych papierów wartościowych jest dobrze rozwinięty. Znaczenie kanału kursu wymiany jest ogólnie wysokie w małych, otwartych gospodarkach. W następnych rozdziałach charakteryzujemy rolę każdego z tych kanałów w polityce pieniężnej Węgier.

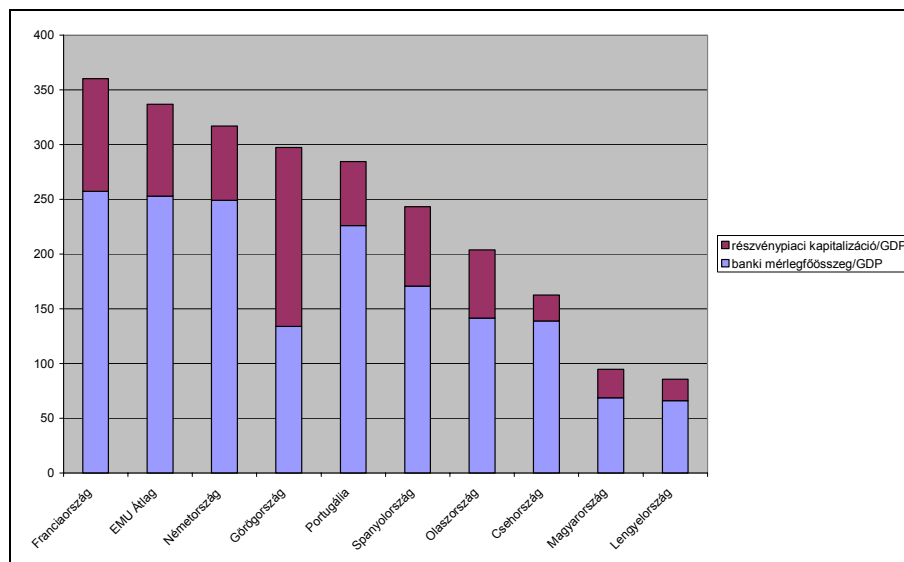
#### *Kanał rynku kapitałowego lub kapitałowo-cenowy*

Węgierski system finansowy opiera się na instytucji banku, tj. bezpośrednie finansowanie z rynku kapitałowego jest mniej ważne niż finansowanie przez banki, w przeciwieństwie do krajów anglosaskich, których system finansowy określa się jako oparty na rynku. Poza tym węgierski rynek kapitałowy jest dość słabo rozwinięty w porównaniu z innymi rynkami na kontynencie europejskim; odzwierciedla się to w niskiej kapitalizacji rynku papierów wartościowych w stosunku do wskaźnika PKB (Wykres 5), niewielkim obrocie w handlu akcjami oraz szczupłej reprezentacji drobnych inwestorów na giełdzie.

Na Węgrzech zatem efekty bogactwa w odniesieniu do różnych cen aktywów są po prostu bez znaczenia. Co więcej, można się spodziewać, że słabe wyniki Giełdy Węgierskiej (BSE) w latach 2001-2002 jeszcze pogorszyły sprawę. Wobec tego

obecność kapitału zagranicznego w sektorze bankowym nie miała większego wpływu na ten kanał.

Wykres 4: Wielkość i struktura pośrednictwa finansowego (1999, w przypadku CEE3 2000)



Źródło: OECD, IFS, Bank Światowy, narodowe banki centralne

### Kanał cen mieszkań

W przypadku Węgier polityka pieniężna nie ma większego wpływu na ceny nieruchomości. Finansowanie oparte na hipotece jest jeszcze w powijakach, chociaż, po rozruchu przed dwoma laty jest to jeden z najszybciej rozwijających się rynków na Węgrzech. W ciągu dwóch ostatnich lat nastąpił zdumiewający rozwój portfela niespłaconych kredytów hipotecznych przy realnym wzroście o 24 procent w 2000 r., 64 procent w 2001 r. Tendencja ta trwa, a nawet w r. 2002 uległa przyspieszeniu, co wskazuje, że znaczenie tego kanału w bliskiej przyszłości powinno wzrosnąć. Należy tu dodać, że stosunek łącznej sumy rynkowych kredytów hipotecznych do PKB jest w jeszcze bardzo niski na tle innych krajów europejskich.

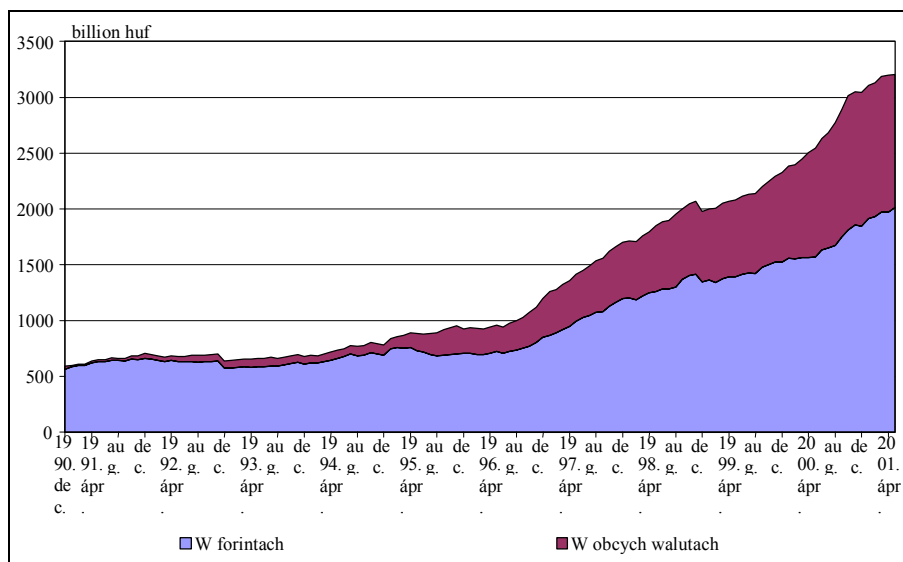
Jest oczywiste, że dynamiczny rozwój kredytu hipotecznego nie ma żadnego związku z pojawieniem się zagranicznych banków ani importem know-how oferty hipotecznej. Wynika on bez wątpienia z ciągłych zmian przepisów, niezwykle

podwyższonego dotowania stóp oprocentowania hipotek i stosowanych ulg podatkowych.

### *Kanał kursu wymiany*

Gospodarka węgierska ma bardzo otwarty charakter, zwłaszcza w stosunku do krajów członkowskich Unii Europejskiej. Ciężar euro w indeksie efektywnego kursu wymiany wynosi około 90 procent. Około 25-30 procent konsumpcji na Węgrzech dotyczy towarów importowanych, stosunek wielkości importu do PKB jest wyjątkowo wysoki, wynosi ponad 60 procent. Stosunkowo spora część kredytów dla przedsiębiorstw jest regulowana w walutach obcych (patrz Wykres 6), co jeszcze powiększa znaczenie kanału kursu wymiany w porównaniu z kanałem stopy oprocentowania.<sup>12</sup> I właśnie dokładnie taka jest przyczyna stosowania w węgierskiej polityce pieniężnej od wielu lat tymczasowego kursu wymiany forint/euro; dlatego też uważa się go dziś za najważniejszy kanał.

Wykres 5: Kredyty bankowe dla przedsiębiorstw na Węgrzech w forintach i walucie obcej (źródło: NBW)



Nie natrafiliśmy do tej pory na żadną pracę, w której udałooby się ustalić korelację między kanałem kursu wymiany i obecnością kapitału zagranicznego w sektorze

<sup>12</sup> Należy zauważyć, że po rozszerzeniu zakresu kursu wymiany węgierskie firmy eksportowe i importowe powinny być zabezpieczyć się przeciwko ryzyku obcej waluty wynikającemu z naturalnego

bankowym. Gdyby nawet istniała taka zależność, nie mogłaby być bezpośrednia. Na przykład, o ile banki zagraniczne przyczyniły się do otwarcia gospodarki węgierskiej przez zachęcanie przedsiębiorstw nastawionych na eksport do zakładania tutaj swoich siedzib, to ich wkład w zwiększenie znaczenia kanału kursu wymiany jest marginalny. Mimo to dalej twierdzimy, że istnieją także mocniejsze powiązania.

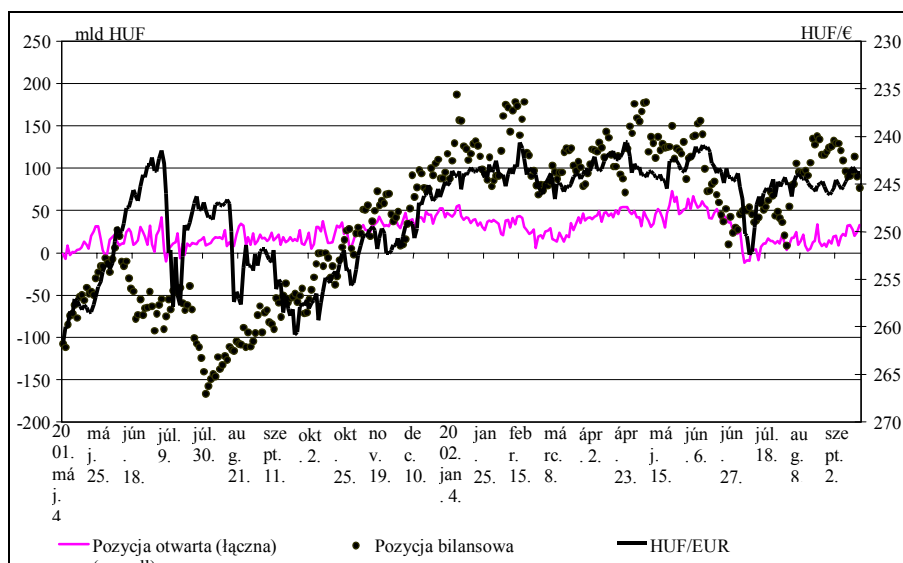
Po rozszerzeniu zakresu fluktuacji kursu wymiany w maju 2001 r. twórcom rynku forinta i firmom z naturalnie otwartymi pozycjami obcych walut potrzebne były skuteczne narzędzia zabezpieczające, które są dostępne tylko na płynnych i rozwiniętych rynkach pochodnych. Z powodu braku głębokich rynków pochodnych pojawiła się wśród węgierskich filii tendencja do zabezpieczania swoich otwartych bilansowych pozycji walutowych wobec banków macierzystych.<sup>13</sup> Ta praktyka oznacza, że system bankowości przejął rolę NBW w „sterylizowaniu” napływu obcej waluty poprzez otwarcie swojej walutowej pozycji bilansowej i w rezultacie wyrównał ruchy kursu wymiany (patrz Wykres 7). Nie wiemy, w jaki sposób krajowy system bankowości mógłby sobie poradzić z analogiczną sytuacją, ale jest bardzo prawdopodobne, że nie byłby tak elastyczny z powodu braku doświadczenia i z powodu niższych limitów partnerskich, z jakimi miałby do czynienia. Nasuwa to wniosek, że wkroczenie obcego kapitału przyczyniło się do stosunkowo niewielkiej zmienności kursu wymiany forinta. Ponieważ mniejsze wahania kursu wymiany wiążą się z jego wyższym przejściem (pass-through), rozległy zakres przewagi udziału kapitału zagranicznego we własności banków węgierskich w stosunku do przewagi kapitału krajowego prawdopodobnie zwiększył znaczenie kanału kursu wymiany.

---

niedopasowania walut. Jak wiadomo, niewiele z nich to zrobiło, co tym bardziej podkreśla znaczenie kursu wymiany jako kanału rozpowszechniania (patrz Palócz (2001))

<sup>13</sup> Oczywiście nie posiadamy informacji o tym, w jaki sposób bank macierzysty radził sobie ze swoją pozycją otwartą, ale mógł to z łatwością robić w londyńskim City, ponieważ istnieje tam płynny rynek transakcji terminowych wymiany forinta.

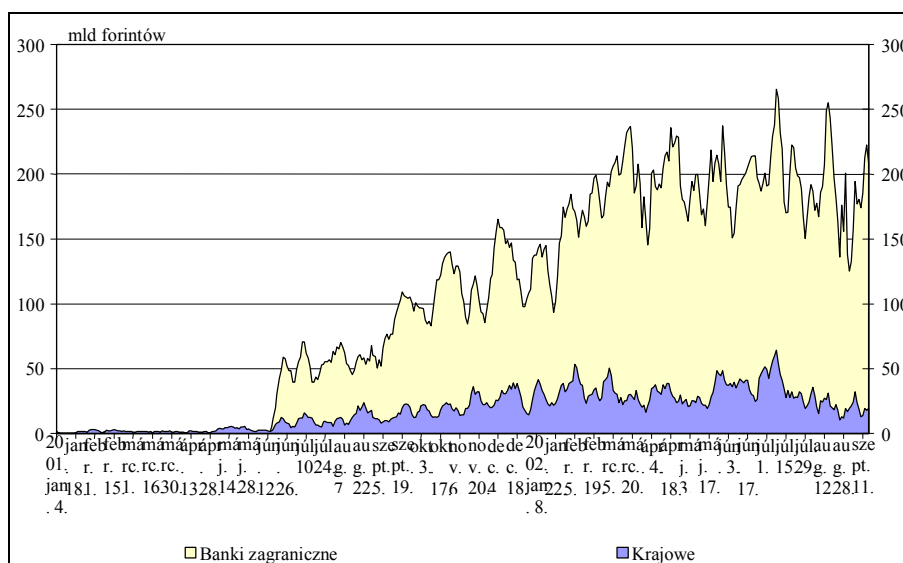
Wykres 6: Pozycja bilansowa walut obcych i ogólna otwarta pozycja walut obcych węgierskiego systemu bankowości oraz kurs wymiany HUF/EUR (źródło: NBW)



w miliardach forintów

Wpływ banków zagranicznych na węgierski międzybankowy rynek dewizowy jest najbardziej zauważalny na rynku swapowym HUF-waluty obce, gdzie dzienne obroty wzrastają nieprzerwanie od chwili uchylecia przepisów o dopuszczeniu kapitału zagranicznego do rynku dewizowego i pieniężnego (patrz Wykres 8). Przeważająca część obrotów należy do banków zagranicznych (przy zazwyczaj największym udziale wielkich międzynarodowych banków macierzystych), co zwiększa płynność i efektywność.

Wykres 7: Dzienny obrót swapowy HUF brutto węgierskiego systemu bankowości z bankami zagranicznymi i jednostkami krajowymi (źródło: NBW)



### *Kanał stopy procentowej*

Pomimo faktu, że efektywność kanału stopy procentowej jest dość niska, rynkowa stopa procentowa jako cel operacyjny odgrywa główną rolę w funkcjonowaniu węgierskiej polityki pieniężnej. W systemie zmiennego kursu wymiany, kiedy głównym kanałem transmisji tej polityki jest nominalny kurs wymiany, bank centralny próbuje osiągnąć optymalny poziom nominalnego kursu wymiany poprzez zmiany krajowej stopy oprocentowania. Im bardziej bezpośredni związek między stopą podstawową i krótkoterminową stopą rynku pieniężnego, tym bardziej wiarygodna i efektywna polityka pieniężna.

Rosnąca obecność banków zagranicznych ma prawdopodobnie większy wpływ na tradycyjny kanał stopy oprocentowania i kanał kredytowy, niż na wyżej opisane kanały kapitałowo-cenowe, stąd też można się tu domyślać w najlepszym przypadku istnienia bardzo pośredniego związku. Badania potencjalnego związku między polityką pieniężną a systemem bankowości [Alexander i Caramazza 1994), Bernanke (1993), Bernanke i Gertler (1995), Cecchetti (1995), de Bondt (1999)] wyraźnie odgraniczają tradycyjny kanał stopy procentowej od kanału kredytowego. Tradycyjny kanał stopy oprocentowania rzutuje na zobowiązania banku, podczas kiedy kanał kredytowy działa po stronie aktywów bilansu banku. Terminologia kanału kredytowego kładzie większy nacisk na decyzje banku związane z aktywami oraz na jego bezpośredni wpływ na inwestycyjne decyzje przedsiębiorstw.

Znaczenie tych dwóch kanałów dla Węgier będzie szczegółowo omówione w następnych rozdziałach ze specjalnym podkreśleniem punktów, w których udział własności zagranicznej w sektorze bankowym może odgrywać rolę.

### *Mechanizm transmisji krótkoterminowej stopy oprocentowania*

Proces transmisji stopy oprocentowania można podzielić na trzy fazy, z których tylko na pierwsze dwie ma bezpośredni wpływ jakość sektora bankowego. Te trzy etapy to transmisja stopy banku centralnego na stopy rynku pieniężnego, transmisja stóp rynku pieniężnego na stopy bankowe i wpływ stóp bankowych na zachowanie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Charakter sektora bankowego nie ma jednak wpływu na tę ostatnią fazę, albo też wpływ ten jest niewyraźny i pośredni; wobec tego skoncentrujemy się na dwóch pierwszych fazach.

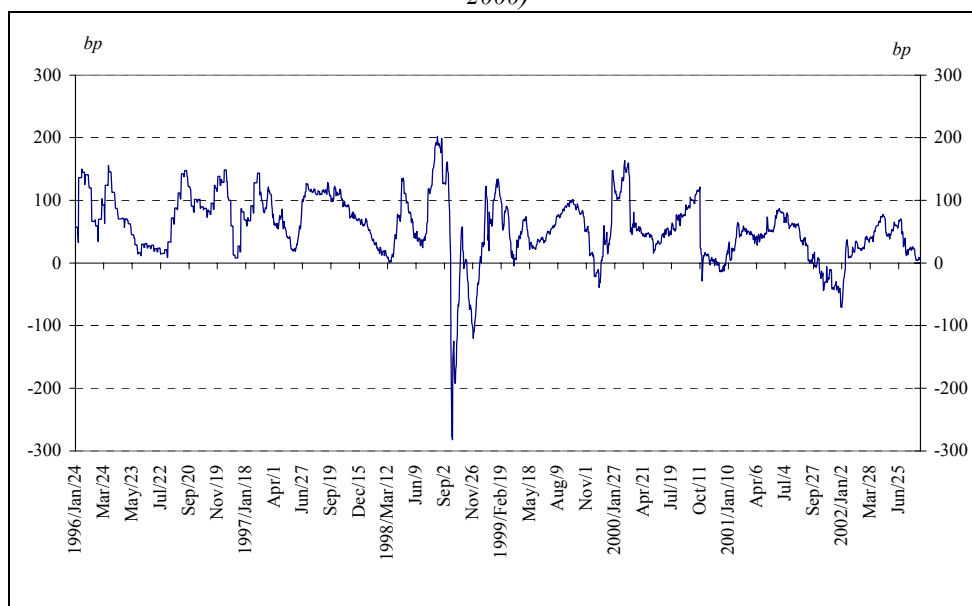
*Relacja między stopami banku centralnego i krótkoterminowymi stopami procentowymi rynku pieniężnego (stóp rynku państwowych papierów wartościowych i międzybankowych)<sup>14</sup>*

Efektywność mechanizmu transmisji krótkoterminowych stóp procentowych można „zmierzyć” zmiennością różnicy między stopą głównego instrumentu polityki pieniężnej i krótkoterminową stopą procentową na rynku pieniężnym. Jeśli nie występują oczekiwania co do zmiany stóp oprocentowania, odchylenie nie powinno ulec zmianie. Im stabilniejszy związek między tymi zmiennymi, tym efektywniejszy mechanizm transmisji.

---

<sup>14</sup> Ta faza transmisji stóp oprocentowania była bardzo wyraźna jeszcze w gospodarce okresu przejściowego w latach 90-tych, kiedy na Węgrzech miały miejsce ogromne zmiany strukturalne. Bank centralny mógł skutecznie wpływać na krótkoterminowe oprocentowanie na rynku weksli skarbowych poprzez swoją stopę strategiczną (policy rate) (patrz Wykres 10). Było to możliwe, ponieważ rynek weksli skarbowych charakteryzował się względną dojrzałością, przynajmniej w porównaniu z innymi segmentami rynku pieniężnego, i ponieważ banki miały na tym rynku pozycję dominującą. W początkach okresu przejściowego państwowe papiery wartościowe były jednym z najważniejszych typów aktywów w bilansie bankowym. Później wprowadzenie instytucji maklera handlującego papierami rządowymi, standardowego kalendarza emisji, poszerzenia spektrum zapadalności, przyczyniło się do rozwoju rynku obligacji skarbowych. Efektywniejsze rynki papierów rządowych jeszcze bardziej wzmocniły korelację między stopami banku centralnego a stopami procentowymi na rynku pieniężnym.



Wykres 8: Odchylenie *ex post* trzymiesięcznej stopy odniesienia od głównej stopy strategicznej (1996-2000)

Uwaga: W obliczeniach przyjęliśmy racjonalne oczekiwania. Obliczyliśmy różnicę między trzymiesięczną stopą oprocentowania weksli skarbowych i wirtualną efektywną stopą podstawową. Jeśli uczestnicy rynku prawidłowo przewidzieli wszystkie zmiany polityki pieniężnej, wtedy różnica wykazuje niedostatki mechanizmu transmisji.

„Szybki i niezawodny” mechanizm transmisji wymaga spełnienia kilku warunków wstępnych:

- *Dobrze funkcjonujący międzybankowy rynek pieniężny, profesjonalne zarządzanie płynnością*

Wyższa zmienność bardzo krótkoterminowych, np. typu overnight, stóp procentowych na rynku pieniężnym jest niepożądana z punktu widzenia banku centralnego, jeśli wpływa również na długoterminowe stopy procentowe. W takim przypadku codzienna sytuacja dotycząca płynności może mieć wpływ na cel operacyjny banku centralnego, co znaczy, że mechanizm transmisji został zniekształcony. Analiza danych rynkowych wykazała, że kiedy stopa overnight uporczywie odbiegała od stopy podstawowej, stopy długoterminowe także się zmieniały.<sup>15</sup> Rozwój międzybankowego rynku pieniężnego zależy od konkurencji, opłacalności działania banków komercyjnych, stopnia koncentracji itd. Wzrost liczby uczestników i obecność kapitału prywatnego (wzrost wyczerlenia na koszty) na rynku w równym stopniu przyczynia się do rozwoju

zarządzania płynnością w bankach komercyjnych i pogłębienia rynków pieniężnych.

- *Szybka realokacja portfeli banków komercyjnych, szybka regulacja stóp bankowych*

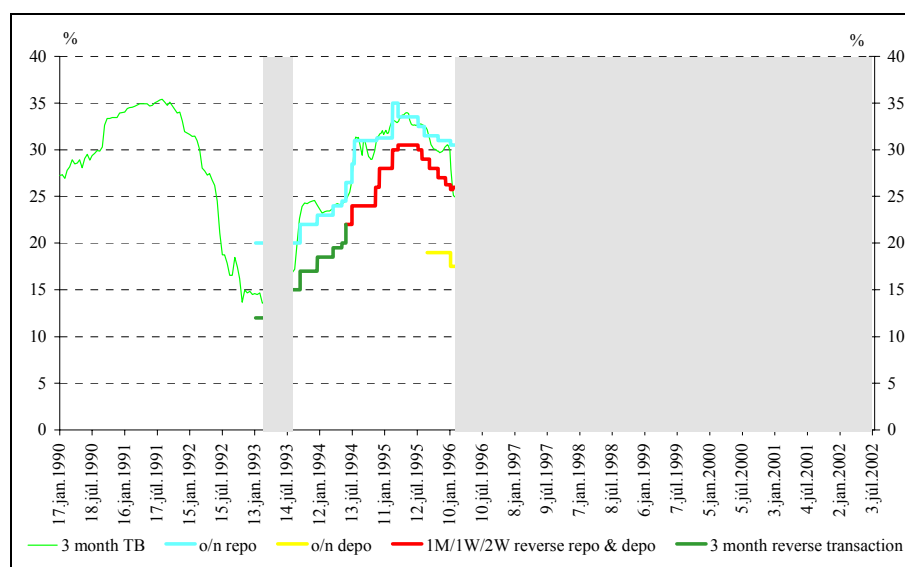
Stabilny związek między stopami krótkoterminowymi rynku pieniężnego i stopą banku centralnego jest zapewniony dzięki kilku mechanizmom rynkowym. Na przykład, jeśli spada krótkoterminowy dochód z papierów rządowych, banki komercyjne sprzedają swoje własne papiery wartościowe i zwiększają relatywną podaż papierów. Niebankowi uczestnicy rynków pieniężnych mogą sprzedawać swoje papiery i mogą lokować pieniądze w banku komercyjnym lub pożyczać mu je (transakcje repo). Aby wyżej wymienione kanały działały efektywnie, musi być spełnionych kilka warunków wstępnych w odniesieniu do zachowania banków. Po pierwsze, banki powinny szybko przeprowadzić realokację portfeli. Po drugie, banki powinny szybko dostosować swoje stopy kredytu i depozytu do podstawowej stopy strategicznej. Te warunki wstępne ściśle się wiążą z koordynacją rynku, a więc prywatnym kapitałem i istnieniem konkurencji.

Ogólnie jesteśmy zdania, że pojawienie się kapitału zagranicznego wywarło kilka dobrych skutków w odniesieniu do działania krótkoterminowego rynku pieniężnego, ponieważ obecność kapitału prywatnego, napływające know-how i wzrastająca konkurencja w sumie prowadzą do zwiększenia elastyczności cen, czyli do naprawę rynkowej koordynacji.

---

<sup>15</sup> Áron Gereben: The Interbank Money Market in Hungary (Międzybankowy rynek pieniężny na Węgrzech) (Biuletyny okolicznościowe NBW 7)

Wykres 9: Stopy procentowe NBW I krótkoterminowe stopy rynkowe



Szare pole przedstawia czasy nadwyżki płynności, kiedy bank centralny zazwyczaj wdraża politykę pieniężną przy użyciu odwróconych instrumentów absorbujących płynność (np. odwrotne repo i depozyt)

Źródło: NBW

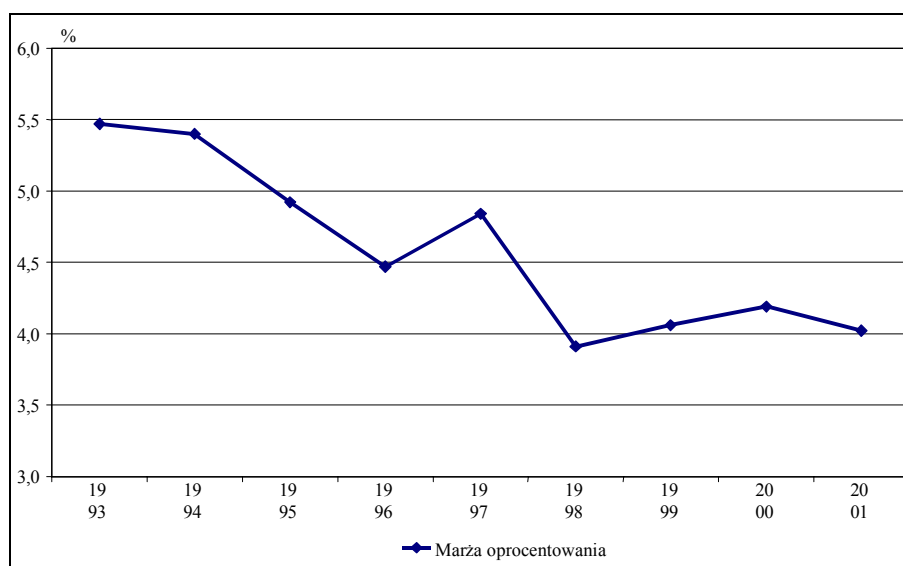
### *Transmisja między dochodem z krótkoterminowych obligacji skarbowych i stopami oprocentowania kredytów i depozytów w banku komercyjnym*

Na Węgrzech dopiero po roku 1995 można zauważyć korelację między krótkoterminowymi stopami oprocentowania na rynku pieniężnym i stopami bankowymi [Árvai (1998)]. Przed 1995 r. – głównie z powodu występowania wysokiego ryzyka odpisów na straty i z powodu bardzo ekspansywnej polityki pieniężnej – stopy kredytów nie podążały za zmniejszającymi się stopami rynku. Przy braku konkurencji w sektorze bankowym oraz stosunkowo słabo rozwiniętych rynkach kapitałowych nie istniała żadna realna siła, która sprzyjałaby pojawieniu się takiej korelacji. Dla banków komercyjnych opcja obniżenia i utrzymywania niskiego poziomu oprocentowania depozytów nie była wykonalna, gdyż łatwo było zastąpić depozyty w walucie lokalnej walutą obcą, a jednocześnie spadał dochód z portfeli obligacji skarbowych. W rezultacie prawie nie było wyboru – należało utrzymywać wysoki poziom oprocentowania kredytów, aby w ten sposób zachować rentowność.

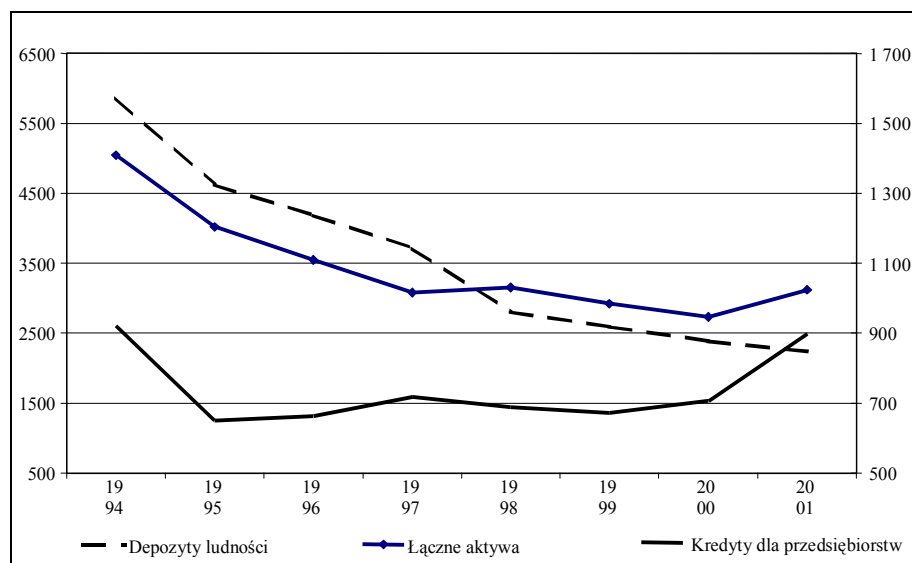
Efektywność realizacji polityki pieniężnej wzrosła wraz ze stabilizacją, która nastąpiła w roku 1995, ponieważ zmalało ryzyko poważnych odpisów, a konkurencja w sektorze

bankowości zaczęła rosnąć w rezultacie konsolidacji i prywatyzacji banków. Wraz z pojawieniem się zagranicznych inwestorów strategicznych hegemonia dwóch głównych krajowych banków detalicznych (OTP i Postabank) została stopniowo przełamana; najpierw w segmencie korporacyjnym, a później także na rynku detalicznym. Doprowadziło to, w połączeniu z dobroczynnymi skutkami usunięcia innych barier i wypaczeń, do stałego spadku różnicy między stopami oprocentowania na rynku pieniężnym i w bankach komercyjnych. Dlatego też pod tym względem wkroczenie obcego kapitału do sektora bankowego - chociaż pośrednio, poprzez zwiększenie konkurencji między bankami - poprawiło transmisję między stopami procentowymi banku i rynku (patrz Wykres 11). W ten sposób wejście własności zagranicznej do sektora bankowego miało pozytywny skutek w odniesieniu do efektywności polityki pieniężnej, zwiększając jednocześnie konkurencję na Węgrzech.

Wykres 10: Średnia różnica (%) między oprocentowaniem lokat i kredytów w węgierskim sektorze bankowym (źródło: NBW)



Wykres 11: Koncentracja (indeks Herfindahla) lokat ludności, kredytów dla przedsiębiorstw i aktywów ogółem w węgierskim systemie bankowości (źródło: NBW)



### Tradycyjny kanał stopy procentowej

Tradycyjny kanał stopy procentowej w transmisji polityki pieniężnej wpływa na gospodarkę poprzez związek realnej stopy oprocentowania i decyzji oszczędnościowych i inwestycyjnych ludności i przedsiębiorstw. Pod tym względem znaczenie realnych stóp wywodzi się z ich wpływu na decyzje o alokacji w czasie. Jeśli stopa realna *ex ante* zaczyna wzrastać, np. z przyczyny zaostrzenia polityki pieniężnej, bieżąca konsumpcja staje się relatywnie droższa w stosunku do przyszłej konsumpcji w preferencjach konsumenta. Skłoniłoby to rozsądnego konsumenta, którego krzywa użyteczności jest spokojna i normalna, do zwiększenia oszczędności i ograniczenia konsumpcji (efekt substytucji). Jednocześnie wyższa stopa realna podnosi dochód z majątku nieruchomego i część tej zwyżki jest prawdopodobnie konsumowana prawie natychmiast (efekt dochodu). Trzecim skutkiem jest fakt, że wyższa realna stopa procentowa zmniejsza zdyskontowaną obecną wartość (wartość netto) trwałych aktywów dochodu (efekt bogactwa), co także ma ujemny wpływ na bieżące spożycie.

Podczas kiedy zmiany w polityce banku centralnego znajdują dość szybko odbicie w wysokości stóp oprocentowania banków komercyjnych, tradycyjna transmisja stóp

procentowych nie działa skutecznie w fazie trzeciej z powodu słabej korelacji między stopami bankowymi i decyzjami dotyczącymi oszczędności i konsumpcji.

Ani przed rozpoczęciem prywatyzacji sektora bankowości, ani potem, klasyczny kanał stopy procentowej nie miał na Węgrzech większego znaczenia. Głównym powodem jest niska monetyzacja gospodarki węgierskiej i dominacja spółek wielonarodowych w węgierskim eksporcie i produkcji. W spółkach wielonarodowych planowanie finansowe i sporządzanie budżetu odbywa się w centrali głównej lub regionalnej z uwzględnieniem wszystkich sposobów finansowania i optymalizacji na poziomie globalnym lub lokalnym. Z reguły sprawia to, że fluktuacje lokalnych cykli działalności gospodarczej i zmiany lokalnych stóp procentowych stają się nieistotne.

#### *Kanał kredytowy transmisji polityki pieniężnej*

Wpływ obecności kapitału zagranicznego w bankowości na efektywność polityki pieniężnej wywodzi się przede wszystkim ze skutku, jaki wywiera ona w odniesieniu do mechanizmów transmisji stóp procentowych, w tym tak zwanego kanału kredytowego. Istnienie tego kanału stanowi wyraz faktu, że kredyt bankowy jest dodatkową formą finansowania, ale nie jest doskonałym substytutem innych jego form. Przeważająca część pożyczkobiorców: gospodarstw domowych i średnich i małych przedsiębiorstw, jest uzależniona od kredytu bankowego, ponieważ emisja świadectw zadłużenia na rynkach kapitałowych lub uzyskanie dostępu do międzynarodowego finansowania to dla nich rozwiązania zbyt kosztowne albo w ogóle niemożliwe. Jeśli kredyt bankowy jest trudny do uzyskania, wspomniani kredytobiorcy są zmuszeni do stopniowego obniżania konsumpcji lub inwestycji. Banki specjalizują się w stałej kontroli i ocenie sytuacji finansowej swoich klientów i w analizie ich historii, tak więc sprawniej od innych instytucji radzą sobie z problemami asymetrii informacji, wadliwych umów i zagrożenia moralnego. Umożliwia to bankom przekazywanie funduszy na linii od kredytodawców do kredytobiorców przy znacznie niższych kosztach transakcji, niż wtedy, kiedy próbują oni nawiązać bezpośrednie wzajemne stosunki handlowe na rynkach pieniężnych i kapitałowych (Alexander i Caramazza (1994))

Kredyt bankowy wpływa na gospodarkę dwoma podstawowymi kanałami, kredytowym i bilansowym [Mishkin (1996)].

1. Polityka pieniężna wpływa na działalność kredytową banku przez zmianę kosztu rezerw. Podwyższenie stóp procentowych prowadzi do wzrostu kosztu rezerw i skłania banki do zmniejszenia rezerw, co z kolei prowadzi do kurczenia się środków kredytowych i depozytowych. Kiedy podaż kredytu spada, kredytobiorcy uzależnieni od kredytu są zmuszani do zrewidowania swoich decyzji finansowych i inwestycyjnych [Cechetti (1996)].

TUTAJ: Tabela: rozkład finansowania dla węgierskich przedsiębiorstw (nie rozdzielone zyski, kredyt kupiecki, pożyczki z banków zagranicznych, pożyczki z banków krajowych, pożyczki między firmami)

2. Zgodnie z kanałem bilansowym polityka pieniężna wpływa na działalność kredytową banków poprzez oddziaływanie na wartość netto pożyczkobiorców. Podwyżka stóp procentowych zmniejsza przepływ gotówki, a tym samym wartość netto, czyli zdyskontowaną bieżącą wartość przyszłego przepływu gotówki spółek, ponieważ muszą one płacić wyższe odsetki. Banki muszą radzić sobie z asymetrią informacji, angażując się w udzielanie kredytu, kiedy niższa wartość netto przedsiębiorstwa zwiększa prawdopodobieństwo selekcji negatywnej i zagrożenia moralnego. Na przykład spółki mogłyby odczuć pokusę ukrycia prawdziwej natury ryzyka, związanego z ich planami, jeśli zaostrzenie polityki pieniężnej redukuje ich wartość netto w ramach zabezpieczenia umowy o kredyt. Banki zdają sobie sprawę z możliwości wystąpienia takiego zachowania i dlatego wymagają wyższej premii za ryzyko i obcinają kredyty.

Kiedy kapitał zagraniczny zdobywa sobie pozycję w kraju rozwijającym się, ma to dla gospodarki dwa przeciwstawne skutki. Dzięki przyczynieniu się do podwyższenia efektywności i obniżenia kosztów transakcji umożliwia on nowym gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom o ograniczonej dotychczas płynności uzyskanie dostępu do kredytu bankowego, potencjalnie zwiększając w ten sposób znaczenie kanału kredytowego i w konsekwencji efektywność polityki pieniężnej. Ponieważ obecność kapitału zagranicznego prowadzi do poprawienia kondycji sektora bankowego,

zmniejszenia jego ryzyka i uodpornienia go na wstrząsy z zewnątrz, to pośrednio osłabia ona rolę kanału kredytowego. Chociaż dla kredytobiorców kredyt jest, jak dawniej, dodatkową formą finansowania, banki mogą częściowo osłonić ich przed zmianami w polityce pieniężnej, ponieważ mają, oprócz funduszy banku centralnego, możliwość wykorzystania alternatywnych form finansowania i mogą wprowadzać zmiany w swojej działalności kredytowej w mniejszym stopniu, albo wolniej.

### *Złagodzenie ograniczeń płynności*

Decyzje polityki pieniężnej mają zwykle większe znaczenie dla gospodarstw domowych i małych i średnich przedsiębiorstw. Na Węgrzech jednak poziom monetyzacji jest jeszcze bardzo niski i znaczna część gospodarstw domowych oraz małych i średnich przedsiębiorstw jest ograniczona przez ryzyko utraty płynności. W rezultacie, z winy rosnącego zadłużenia, nie są one w stanie podążać własną drogą optymalnych oszczędności i inwestycji, a wpływ realnej stopy procentowej na rozkład w czasie ma bardzo małe znaczenie.

Dla gospodarstw domowych kredyt bankowy jest generalnie jedyną dostępną formą finansowania, są więc one bardzo od niego uzależnione, a ich reakcja ma ogromne znaczenie dla polityki pieniężnej i jej zaostrzenia [de Bondt (1999)]. Árvai i Menczel (2000) przeprowadzili badania decyzji dotyczących oszczędzania w węgierskich gospodarstwach domowych. Doszli do wniosku, że w gospodarce węgierskiej okresu transformacji wyżej opisany wpływ realnej stopy procentowej ma taką samą, albo mniejszą wagę, co inne czynniki mające związek z podejmowaniem decyzji o oszczędzaniu. Obejmują one zwiększone oczekiwania dochodu bezodsetkowego oraz powszechne występowanie motywu ostrożności przy podejmowaniu decyzji o oszczędzaniu z powodu ogólnego braku stabilności sytuacji makroekonomicznej, wysokiej i zmiennej inflacji i wysokiego ryzyka aktywów finansowych.

Małe i średnie przedsiębiorstwa też są uzależnione od kredytu bankowego, ponieważ najczęściej nie mają dostępu do międzynarodowych funduszy i rynków kapitałowych w przeciwieństwie do wielkich albo wielonarodowych spółek. Stiglitz (1993) nadmienia,



że podaż usług finansowych dla małych i średnich przedsiębiorstw może spaść, ponieważ banki zagraniczne wolą się koncentrować na ogromnych wielonarodowych klientach. Na Węgrzech jednak istnieje silna reprezentacja zagranicznych banków spółdzielczych (DG, Erste), kładących większy nacisk na finansowanie małych i średnich firm, które są nawet pomimo tego faktu w dalszym ciągu bardziej zagrożone utratą płynności niż wielkie spółki. Na Węgrzech małe i średnie przedsiębiorstwa zatrudniają 69 procent siły roboczej, a ich wkład do PKB wynosi około 45 procent,<sup>16</sup> podczas kiedy pod koniec 2001 r. kredyty dla nich stanowiły tylko 35 procent całkowitej sumy kredytów dla przedsiębiorstw i przedsiębiorców. W miarę zaostrzania się konkurencji oraz poszukiwania przez banki nowych obszarów ekspansji, wzrastało zainteresowanie małymi i średnimi przedsiębiorstwami. Łączna suma kredytów udzielonych im w 2000 r. wzrosła o 30 procent, chociaż światowa recesja odbiła się także na tym rynku. W ostatnich latach rozwinięły ożywioną działalność firmy zajmujące się poręczaniem kredytów i dzięki zmniejszeniu ryzyka pożyczek dla małych i średnich firm przyczyniły się do wzrostu działalności kredytowej banków w tym sektorze [Árvai (2002)].

#### *Alternatywne formy finansowania*

Efektywność kanału kredytowego całkowicie zależy od kondycji i stabilności sektora bankowości. Banki w gorszej kondycji są bardziej uzależnione od funduszy banku centralnego i dlatego też mocniej reagują na zmiany stopy strategicznej niż banki o wysokiej płynności i rentowności, mające szeroką i lojalną klientelę, które z łatwością mogą skorzystać z międzynarodowych źródeł finansowania i rynków kapitałowych. Ben, Larsen i Nikolov (2002) także twierdzą, że płynność jest bardzo ważnym czynnikiem dla efektywności kanału kredytowego.

W ciągu ostatnich dwunastu lat nastąpiło wiele zmian dotyczących samej płynności i zarządzania nią w Narodowym Banku Węgier (NBW). Gwałtowny rozwój rynków finansowych umożliwił NBW uruchomienie instrumentów pośrednich od początku lat 90-tych. Od chwili wprowadzenia systemu kursu kroczącego (1995) NBW działa w warunkach strukturalnej nadpłynności. W tej sytuacji podstawowym instrumentem

---

<sup>16</sup> Źródło: <http://www.gm.hu/fomenu/vallalkozasok/htm/kkv-szech.htm>

NBW stała się stroną depozytowa. Choć cały rynek ma nadpłynność, banki znajdują się w różnej sytuacji pod tym względem. Banki prowadzące stosunkowo rozległą działalność depozytową (banki oszczędnościowe) mają normalnie ogromną nadpłynność. Inne, zwykle zagraniczne banki komercyjne „cierpią” na deficyt płynności. W początkach rozwoju sektora bankowości węgierski rynek bankowości detalicznej przypadł w udziale dwóm bankom krajowym (OTP i Postabank) i w dalszym ciągu jest dość skoncentrowany. Dlatego trudno jest porównywać zarządzanie płynnością w bankach zagranicznych i krajowych.

Im większe i bardziej płynne pierwotne i wtórne rynki papierów komercyjnych i wartościowych jakiegoś kraju, tym wyższe prawdopodobieństwo, że alternatywne źródła finansowania mają istotne znaczenie, zaś mniej ważna jest rola kredytu bankowego. Na Węgrzech rynek papierów komercyjnych jest jeszcze w powijakach, tak więc zyski oraz finansowanie zagraniczne pozostają jedynymi alternatywami dla kredytu bankowego. Do niedawna przepisy zabraniały instytucjom niebankowym zaciągania pożyczek bezpośrednio w banku zagranicznym, pozostawiając do wyboru jedynie finansowanie wewnętrzne.

TUTAJ: Tabela: kapitalizacja i obroty rynku papierów wartościowych

#### **IV. Zakończenie**

Jak wspomnieliśmy we wstępie, wpływ udziału kapitału zagranicznego na efektywność polityki pieniężnej stanowi zaniedbaną dziedzinę badań. Jest to prawdopodobnie spowodowane przez dotkliwy brak właściwych danych, splot wzajemnych zależności z innymi zmianami strukturalnymi i ograniczoną liczbę przeprowadzonych badań szczegółowych. W przypadku Węgier, rozwijającej się gospodarki poddanej wielkim zmianom strukturalnym, nie posiadającej żadnej grupy kontrolującej działalność banków zagranicznych, nawet szkieletowe omówienie faktów na temat zmiany struktury własności w sektorze bankowości jest bardzo trudnym zadaniem, a badacz musi używać bardzo ostrożnych sformułowań. Próbowaliśmy – choć nie mamy pewności, czy z powodzeniem – omówić w zarysie podstawowe fakty dotyczące gospodarki i systemu bankowości Węgier, gdyż mogło to mieć znaczenie dla naszego tematu.

Obraz, który się wyłania, jest siłą rzeczy niejednoznaczny. Z jednej strony wkroczenie banków zagranicznych niewątpliwie korzystnie wpływa na kondycję, rozsądek i siłę kapitałową węgierskiego sektora bankowego. To z kolei ma prawdopodobnie niekorzystne konsekwencje dla efektywności polityki pieniężnej z powodu udostępnienia alternatywnych form finansowania, które są mniej zależne od krajowej sytuacji pieniężnej. Z drugiej strony, wielkie i dobrze skapitalizowane banki zagraniczne zwiększyły konkurencję na rynku bankowości, co pomogło obniżyć marżę oprocentowania banków, ułatwiając w ten sposób transmisję stóp banku centralnego na stopy procentowe banków.

Problem podjęty w tytule niniejszej pracy pozostaje kwestią akademicką. Jako kraj rozwijający się, nie mający własnych inwestorów zasobnych w kapitał, Węgry nie miały innego wyjścia i musiały sprywatyzować swój system bankowości na rzecz wielkich banków zagranicznych, ale tym samym odróżnienie skutków udziału kapitału zagranicznego od skutków udziału kapitału prywatnego stało się niemożliwe.

*Literatura:*

- Alexander, W. and Caramazza, F. [1994]**, "Money Versus Credit: The Role of Banks in The Monetary Transmission Process." w: *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*, ed: Balino, T. J. T - Cottarelli, C, Waszyngton, 1994.
- Árvai, Zs. [1998]**, "The Interest Rate transmission Mechanism between Market and Commercial Bank Rates" *NBH Working Paper*, 1998/10
- Árvai, Zs. [2002]**, "A vállalatfejlődés új fejlődési irányai" *NBH*, przed publikacją
- Árvai, Zs. and Menczel, P. [2000]**, "Savings of Hungarian Households. 1995-2000" *NBH Working Paper*, 2000/8
- Barth, J. and Caprio, G. and Levine R. [2000]**, "Banking Systems Around the Globe: Do regulation and Ownership Affect Performance and Stability?" *World Bank. Policy Research Working Paper*, 1079
- Bernanke, B.S. [1993]**, "Credit in the Macroeconomy" *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, Spring, 50-70.
- Bernanke, B.S. and Gertler, P. [1995]**, "Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, Nr 1, s. 27-48.
- Cecchetti, S. [1995]**, "Distuignishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 77, Nr 3, s. 83-97.
- Cecchetti, S. [1999]**, "Legal Structure. Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism" *NBER Working Paper*, 7151
- Claessens, S. and Demirgüç-Kunt, A. and Huizinga, H. [2001]**, "How Does Foreign Entry Affect Domestic Banking Markets?" *Journal of Banking & Finance*, 25, s. 891-911.
- Csajbók, A. and Csermely, Á. (ed). [2002]**, "Adopting the euro in Hungary: expected costs. benefits and timing" *NBH Occasional Paper*, 24.
- Davis, P. [1999]**, "Banking, Corporate Finance and Monetary Policy: an Empirical Perspective" *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 10, Nr 4.
- de Bondt, G. J. [1999]**, "Credit Channels in Europe: a Cross-country Investigation" *BNL Quarterly Review*, Nr 210, Sept. 1999.
- Gereben Á. [1999]**, „The Interbank Money Market in Hungary”, *NBH Occasional Papers*, 7
- Goldberg, L. and Dages, B.G. and Kinney, D. [2000]**, "Foreign and Domestic Bank Participation in Emerging Markets: Lessons from Mexico and Argentina" *NBER Working Paper*, 7714
- Hull, L. [2002]**, "Foreign-owned Banks: Implications for New Zealand's Financial Stability" *Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper*, DP2002/05

- Kornai J. [1982]**, „A hiány” *KJK, Budapest*
- Mishkin, F. [1996]**. "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy" *NBER Working Paper*, Reprint 2054
- Mishkin, F. [2001]**. "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries" *NBER Working Paper*, 8087
- Palócz É. [2001]**, „Az árfolyamsáv kiszélesítésének hatása az exportáló vállalatok jövedelmezőségére”, *MKIK-GVI, Budapest*
- Peek, J. and Rosengren, E.S. [1997]**, "The International Transmission of Financial Shocks: the Case of Japan" *American Economic Review*, 87(4), s. 495-505.
- Reynoso, A. [2002]**, "Can Subsidiaries of Foreign Banks Contribute to the Stability of the Forex Market in Emerging Economies? A Look at Some Evidence from the Mexican Financial System" *NBER Working Paper*, 8864
- Stiglitz, J. [1991]**, "Government. Financial Markets and Economic Development" *NBER Working Paper*, 3669
- Stiglitz, J. [1993]**, "The Role of State in Financial Markets" w: *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, s. 19-52.
- Várhegyi É. [2002]**, „Bankvilág Magyarországon” , *Helikon Kiadó, Budapest*,
- Várhegyi, É. [2001]**, "Külföldi tulajdon a magyar bankrendszerben" *Közgazdasági Szemle*, XLVIII. 7-8 2001, s. 581-598.
- Wurgler, J. [2000]**, "Financial Markets and the Allocation of Capital" *Journal of Financial Economics*, 58, s. 187-214

<b>Bank węgierski</b>	<b>Aktywa</b>	<b>Właściciel zagraniczny</b>	<b>Udział (%)</b>
Országos Takarékpénztár és Kereskedelmi Bank	2 126 437		
Kereskedelmi és Hitelbank Rt.	1 130 451	KBC. ABN-Amro	
Magyar Külkereskedelmi Bank Rt.	903 275	Bayerische Landesbank	
CIB Közép-európai Nemzetközi Bank Rt	768 433	BancaIntesa	
Bank Austria Creditanstalt Magyarország Rt	539 986		
Raiffeisen Bank Részvénytársaság	464 105	Raiffeisen	
Postabank és Takarékpénztár Rt.	363 243	–	
Magyar Fejlesztési Bank Rt.	342 388	–	
Általános Értékforgalmi Bank Rt.	321 102	Gazprom Bank	
Budapest Hitel- és Fejlesztési Bank Rt.	317 454	GE Finance	
Citibank Rt	299 819	Citibank	
Erste Bank Hungary Rt	272 262	Erste Bank	
ING Bank (Magyarország) Rt.	192 086	ING	
Inter-Európa Bank Rt.	173 614	Sanpaolo IMI	
Commerzbank (Budapest) Rt	145 580	Commerzbank	
<b>Magyar Takarékszövetkezeti Bank Rt.</b>	137 451		
EXIM Bank	112 649	–	
Magyarországi Volksbank Rt	101 577	Volksbank	
Westdeutsche Landesbank Hungaria Rt	98 070	Westdeutsche Landesbank	
BNP Paribas Hungária Bank Rt	86 151	BNP Paribas	
KONZUMBANK Kereskedelmi Bank Rt.	83 079	–	
Deutsche Bank Rt.	68 023	Deutsche Bank	
<b>Merkantil Bank</b>	59 367		
<b>OTP Itp.</b>	54 081		
Credit Lyonnais Bank Magyarország Rt.	46 295	Credit Lyonnais	
Daewoo Bank (Magyarország) Rt	41 593	Daewoo	
FHJB	35 220	–	
<b>FUNDAMENTA Itp.</b>	32 481		
<b>Porsche Bank Rt.</b>	31 132		
<b>Lakáskassza Itp.</b>	23 678		
<b>Cetelem</b>	20 646	<b>Cetelem</b>	
<b>Opel Bank Rt.</b>	18 717		
Rabobank Hungária Kereskedelmi Bank Rt	17 508	Rabobank	
Dresdner Bank (Hungária) Rt.	14 060	Dresdner Bank	
Hanwha Bank Magyarország Rt	12 334	Hanwha Bank	
Nemzetközi Kereskedelmi Bank Rt.	11 395	–	
Société Générale Hungária Bank Rt	10 834	Société Générale	
<b>HJB</b>	9 895		
Credigen Bank Részvénytársaság	9 766	Credigen	
Polgári Kereskedelmi Bank Rt	3 954	–	
<b>Otthon Itp.</b>	3 826		
HYPO Vereinsbank Hungaria Rt	0	HVB	

