

Rácz Tamás Attila

**PÉNZÜGYI RENDSZER ÉS GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS KAPCSOLATA
A POSZTSZOCIALISTA ORSZÁGOK KÖRÉBEN**

Doktori értekezés tézisei

Szeged, 2025

Szegedi Tudományegyetem
Gazdaságtudományi Kar
Közgazdaságtani Doktori Iskola

**PÉNZÜGYI RENDSZER ÉS GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS KAPCSOLATA
A POSZTSZOCIALISTA ORSZÁGOK KÖRÉBEN**

Doktori értekezés tézisei

Témavezetők:

Dr. Kovács György
egyetemi docens
Szegedi Tudományegyetem
Gazdaságtudományi Kar

Dr. Kovács Péter
egyetemi docens
Szegedi Tudományegyetem
Gazdaságtudományi Kar

Szeged, 2025

Tartalomjegyzék

1. Bevezetés	1
1.1. A témaválasztás indoklása	1
1.2. A dolgozat célja	2
1.3. A dolgozat hipotézisei	2
2. A dolgozat elméleti háttere	4
2.1. Gondolatok a pénzügyi rendszer és a gazdasági növekedés kapcsolatáról	5
2.2. Korábbi empirikus kutatások eredményei	10
2.3. A posztoszocialista országok esete	12
3. Adatok forrása és az elemzések módszertana	14
4. A dolgozat főbb eredményei és tézisei	19
5. A kutatás korlátai	26
6. Jövőbeli kutatási irányok	26
A tézisfüzetben felhasznált irodalom	28
Az értekezés témakörében megjelent saját publikációk	30

Táblák jegyzéke

1. Táblázat: A pénzügyek és gazdasági növekedés kapcsolatával foglalkozó főbb elméletek összefoglalása	9
2. Táblázat: Az elemzésekhez felhasznált változók	15
3. Táblázat: A regressziókban használt időszakok a függő- és független változók esetében ..	17
4. Táblázat: Hosszú távú regressziók során alkalmazott kontroll változók	17
5. Táblázat: Gazdasági növekedés éves változásának becslése a tőkepiac indikátoraival, fix-hatású panelregressziók segítségével, különböző országcsoportokban	25

Ábrák jegyzéke

1. Ábra: Kereskedelmi bankok GDP arányos hitelállományának alakulása	20
2. Ábra: A részvénytőkepiacok átlagos forgási sebességének alakulása különböző országcsoportokban	21
3. Ábra: A külföldi bankok arányának és a gazdaság növekedésének kontroll változókkal történő becslésének reziduuma a posztoszocialista országokban (2012-2019)	23

1. Bevezetés

A téziszfüzet első szerkezeti egysége ismerteti az témaválasztás indoklását, a kutatás célját és bemutatja a dolgozat hipotéziseit.

1.1. A témaválasztás indoklása

A pénzügyek gazdaságban betöltött szerepe már több mint két évszázada foglalkoztatja a gazdaságpolitikai döntéshozókat. A téma különösen nagy figyelmet kapott a nyolcvanas éveket követően, az érdeklődést pedig tovább fokozta a 2008-2009-es pénzügyi és gazdasági világválság.

Az elmúlt évtizedek szakirodalmi alapján, a pénzügyi közvetítő intézmények gazdaságban betöltött szerepével kapcsolatban három fontosabb megállapítás és ezzel együtt három kutatási irány rajzolódott ki. Elsőként, hogy a közvetítőrendszerek fejlettsége és a gazdaság növekedése között szoros, pozitív irányú kapcsolat áll fenn. Másodszor, hogy általában a fejlettebb pénzügyi rendszer az, ami hatást gyakorol a reálgazdaságra és nem fordítva. Harmadszor, hogy ez a fajta kapcsolat nem csak növekedési fázisokban, de recessziókban is fenn áll. Tehát, egy jobban működő pénzügyi rendszer elméletileg hatékonyan képes egy válság negatív hatásait ellensúlyozni. Habár olyan tanulmányok is napvilágot láttak, melyek szembe mentek ezekkel az állításokkal (Minsky 1978, Wijnbergen 1983, Buffie 1984, Stiglitz 1985) kritikáikra csak akkor figyeltek fel, amikor a gyakorlat végül több országban is őket igazolta.

Az értekezés ezen három nagy terület közül az elsőt; a közvetítőrendszerek fejlettsége és a gazdasági növekedés közötti kapcsolatot járja körbe a posztoszocialista országcsoportban. A választás azért esett ezekre az országokra, mert a témában ugyan jelentős számban készültek esettanulmányok fejlett és fejlődő országokról, illetve országcsoportokról egyaránt, a rendszerváltozáson keresztülment országokkal csak kevesen foglalkoztak. Ennek legfőbb oka, hogy a különböző hosszútávú hatások vizsgálatára (10-30 éves időhorizonton) egészen a kétezres évek közepéig nem volt lehetőség, mivel a legtöbb posztoszocialista országban a pénzügyi rendszerre vonatkozó statisztikák csak a 90-es évek második felétől váltak elemzésekre alkalmas számban és minőségben elérhetővé.

A posztoszocialista országok pénzügyi rendszerei azért különlegesek, mert a rendszerváltozást követően rendkívül gyors fejlődésen mentek keresztül és gyakorlatilag a nulláról próbáltak minél hamarabb felzárkózni a fejlettebb országok rendszereihez, annak érdekében, hogy gazdaságaik minél hamarabb bekapcsolódhassanak a nemzetközi piacgazdaság vérkeringésébe. Éppen ezért logikus feltételezés, hogy a posztoszocialista országok pénzügyi rendszerei egymáshoz hasonló, azonban más országcsoportoktól jelentős mértékben eltérő módon fejlődtek és napjainkban is sajátos jellemvonásokkal rendelkeznek. Erre többek között Demetriades és Hussein (1996) is rámutatott, akik a rendszerváltozáson keresztülment országok pénzügyi rendszereinek növekedése és a regularizáció közötti kényes egyensúlyra hívták fel a figyelmet már a kilencvenes évek elején. Magyar vonatkozásban Mérő Katalin foglalkozott részletesebben a témával, illetve Pálosi-Németh Balázs 2008-ban megjelent könyvét érdemes kiemelni, mely a kelet-közép európai térség tőkepiacainak gazdaságban betöltött szerepéről szól. A disszertációban a teljes pénzügyi rendszert vizsgálom, emellett arra is választ keresek, hogy a 2008-as válság hogyan változtatta meg a posztoszocialista országok pénzügyi rendszereinek fejlődését.

1.2. A dolgozat célja

A dolgozat célja a pénzügyi rendszer és a gazdaság növekedése között fennálló kapcsolatrendszer vizsgálata a posztoszocialista országok körében. A kutatás a posztoszocialista országcsoportra általánosságban jellemző, más országcsoportoktól jelentősen eltérő, egyedi jellemvonásokat igyekszik feltárni, különböző statisztikai és ökonometria módszerek segítségével. A dolgozatnak nem célja az egyes országokra jellemző országspecifikus hatások vizsgálata, nem alkalmaz esettanulmány jellegű megközelítéseket.

A vizsgált időszak a kilencvenes évek második felétől a COVID vírushelyzet kirobbanásáig, 1996-tól 2019-ig tart, amit éppen félbevág a 2008-as gazdasági világválság. Ezért a dolgozat több esetben külön figyelmet szentel a válságot megelőző és az azt követő időszak vizsgálatára és a két időszak összehasonlítására. Ezáltal közvetve bemutatásra kerül, hogy a válság hogyan befolyásolta a pénzügyek és reálgazdaság kapcsolatát.

1.3. A dolgozat hipotézisei

Az elméletek és a korábbi empirikus kutatások is sok esetben ellentmondanak egymásnak. A különböző növekedésemelvények a pénzügyi rendszerek más és más funkcióit tartották fontosnak és a reálgazdaságra gyakorolt hatásokról is megoszlanak a vélemények. Az empirikus kutatások

pedig, attól függően, hogy milyen időszakban és melyik országokat vizsgálták teljesen más eredményekre vezettek. Ezért a hipotéziseim azokra az alapkérdésekre fókuszálnak, melyekhez ezek az ellentmondások kapcsolódnak.

1. Hipotézis: A posztoszocialista országok pénzügyi rendszerei egyedi, rájuk jellemző, más országcsoportoktól jól elkülöníthető tulajdonságokkal rendelkeztek a teljes vizsgált időszak alatt.

A rendszerváltozás kezdetével a posztoszocialista országok pénzügyi rendszereinek jóformán a nulláról kellett felzárkózniuk, annak érdekében, hogy gazdaságaik minél hamarabb becsatlakozhassanak a globális kereskedelembe (Redek – Sušjan 2005). Ráadásul az 1989-es washingtoni konszenzus is arra ösztönözte az országokat, hogy minél hamarabb liberalizálják tőke- és devizapiacukat, utat adva a szabad tőkeáramlásnak és a piacok dinamikus fejlődésének. Ennek a gyors és szabályozatlan növekedésre motivált környezetnek köszönhető, hogy a posztoszocialista országok pénzügyi rendszerei más országcsoportoktól eltérő, sajátos utat jártak be (Filer et al. 2000). Pálosi (2008a) részletesen foglalkozott Magyarországgal és a térség többi, az Európai Unióhoz 2004-ben csatlakozott posztoszocialista ország tőkepiacának sajátos fejlődésével. Megállapította, hogy a posztoszocialista országok tőkepiacai nemcsak eltérő módon fejlődtek, de a 2008-as válságot megelőzően is jelentősen elmaradtak a fejlett országok szintjétől. Disszertációmban nemcsak a tőkepiacot, de a bankrendszert is vizsgálom, és úgy gondolom ez a lemaradás a bankrendszer esetében ugyanúgy megfigyelhető. Emellett arra keresem a választ, hogy a 2008-as válságot követően hogyan változott a posztoszocialista országok pénzügyi rendszereinek fejlődése.

2. Hipotézis: A pénzügyi rendszer indikátorai a válságot megelőző és azt követő időszakban egyaránt hatással voltak a gazdaság növekedésére a posztoszocialista országok körében, ugyanakkor a hatásmechanizmusok különböztek a globális vagy más országcsoportokban megfigyelt trendektől.

Korábbi kutatások több országcsoportban, különböző időszakokban is igazolták, hogy a pénzügyi rendszer aktuális fejlettsége hatással van a következő évtizedek gazdasági növekedésére. A latin-amerikai országok esetében Bittencourt (2012), a MENA országokban Abid és szerzőtársai (2016), vagy a BRICS országokban Guru és Yadav (2018) végeztek a témában átfogó kutatásokat. Ezt a hosszú távú hatást elsősorban a pénzügyek relatív méretével igazolták, de az elméleti tanulmányok hangsúlyozták a pénzügyi rendszer egyéb

paramétereinek, hatékonysági (Diaz-Alejandro 1985), aktivitási és stabilitási (Bencivenga – Smith 1991) mutatóinak gazdaságban betöltött szerepét. A kilencvenes évekre vonatkozó empirikus tanulmányok rámutattak arra, hogy a posztszocialista országok esetében nem feltétlenül a méret járul hozzá legnagyobb mértékben a gazdaság növekedéséhez (Demetriades – Hussein 1996). Emellett a bankrendszer és a tőkepiac eltérő szerepére is érdemes nagyobb hangsúlyt fektetni, mivel az elméletek és más országcsoportokra vonatkozó empirikus tanulmányok eredményei alapján a felzárkózó országokban a bankrendszer nagyobb mértékben képes a gazdaság növekedéséhez hozzájárulni, mint a tőkepiac. Ezért a posztszocialista országokban a bankrendszer indikátorai nagyobb mértékben magyarázhatják a tagországok növekedési rátáiban tapasztalt különbözőségeket, mint a tőkepiaci változók.

3. Hipotézis: A pénzügyi rendszer indikátorai a vizsgált időszak alatt képesek voltak a posztszocialista országok rövid távú gazdasági növekedését megbecsülni.

A pénzügyi rendszer rövid távú hatásairól sokkal inkább megoszlanak a vélemények. Egyes tanulmányok igazolták a pénzügyi változók növekedésre gyakorolt pozitív (Jung 1986), illetve negatív (Gregorio – Guidotti 1995) szignifikáns hatásait, míg mások nem találtak jelentősebb kapcsolatot a két változó között (Demetriades – Hussein 1996, Mhadhbi et al. 2020). Egyes elméletek szerint a pénzügyi rendszernek rövid távon nem is lehet közvetlen hatása a gazdaság növekedésére. Sokkal inkább a stabilitást képes javítani, növelni egy gazdaság válságokkal szembeni ellenállóképességét (Lopez – Spiegel 2002). A válságok vizsgálata a disszertáció fókuszán kívül esik, azonban a növekedéssel kapcsolatos ellentmondások ellenére érdemes a gazdasági növekedést a pénzügyi rendszer indikátoraival megbecsülni. Közvetlen vagy közvetett hatásoktól függetlenül ez választ ad arra, hogy érdemes-e a pénzügyi változókat a rövid távú gazdasági előrejelzések során figyelembe venni.

2. A dolgozat elméleti háttere

Az elmülethez kapcsolódó első fejezetben időrendben, különböző növekedésméletek mentén mutattam be, mit gondoltak a kor közgazdászai a pénzügyek gazdaságban betöltött szerepéről. **Ezt követően a pénzügyi rendszer mérésének lehetőségeit ismerttettem, melyben két indikátorrendszert mutattam be, melyet széleskörben alkalmaztak korábbi empirikus kutatások során, emellett a Nemzetközi Valutaalap és a Világbank is elméleti alapként használt a pénzügyi rendszerhez kapcsolódó adatbázisaik összeállítása során. A harmadik fejezetben a korábbi empirikus kutatások főbb eredményei, illetve az eredményeket befolyásoló fontosabb**

tényezők kerültek részletes kifejtésre. Végül a posztszocialista országok speciális helyzete és az országsoportra vonatkozó korábbi empirikus kutatások eredményei kerültek bemutatásra.

2.1. Gondolatok a pénzügyi rendszer és a gazdasági növekedés kapcsolatáról

A pénzügyi rendszerrel kapcsolatban minden időszakban volt egy uralkodó, a főáramú növekedésmodellekbe illeszkedő elmélet, mely gyakran a gazdaságpolitikában is megnyilvánult és nagymértékben befolyásolta a pénzügyi rendszerek fejlődését. Ugyan mindig voltak a főárammal ellentétes vélemények, ahogy az általános növekedésemelletek, ezek is csak válság kirobbanását követően kaptak nagyobb figyelmet.

A gazdasági vonatkozású szakirodalmak többsége elsőként **Bagehot (1873)** nevét említi meg, aki a pénzügyi rendszer és a gazdasági növekedés kapcsolatával részletesen foglalkozott. Könyve, a *Lombard Street: Az angol pénzpiac leírása* az 1866-os bankválságot követően került kiadásra, melyben a szerző mindenki számára, köznyelven érthető módon mutatja be az angol pénzpiac működését. Elsőként szakítva a mennyiségi pénzelmélet megközelítésével, nem a bankrendszer pénzteremtésében, hanem a pénz forgatásában, újraelosztásában látta meg a gazdasági növekedés gyökerét.

A 19. század végén, az egyre nagyobb teret hódító neoklasszikus gazdaságtanban a pénzügyek gazdaságban betöltött szerepe ismét háttérbe szorult. Egészen **Schumpeter (1912)** megjelenéséig várni kellett, aki a főáramú nézőpontokkal szakítva megkérdőjelezte a tökéletes piacok feltételrendszerét és az egyensúlyi növekedés elméletét. A schumpeteri növekedésemelélet alapvezérlése, hogy a növekedésre egyfajta ciklikusság jellemző. Ezek a gazdasági ciklusok az innovációknak köszönhetően jönnek létre, melyek hosszabb távon egy magasabb szinten meghatározott egyensúlyi növekedést eredményeznek. Mivel ezeket az innovációkat jelentős bizonytalanság és tőkeszükséglet jellemzi, az egyéni befektetők számára túl nagy kockázatot és költséget jelent a finanszírozásuk, ezért a bankok feladata, hogy a társadalom megbízásából értékeljék és kiválasszák a hitelezésre alkalmas vállalkozásokat.

A világháború, majd az azt követő 1929–33-as világválság gyökereiben változtatta meg a gazdasági növekedéshez kapcsolódó gondolkodást. Az állami intervenciók jelentős szerepe a gazdaság általános működésében a pénzügyi rendszerekre is kiterjedt. **Keynes (1936)** fő művének, *A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elméletének* megjelenésétől a klasszikus, hosszú távú egyensúlyi növekedést feltételező elméletet felváltotta a rövid távú, aggregált kereslet befolyásolására építő növekedésemelélet. Ebben a keretrendszerben a

pénzügyi intézményeknek szerepe is a gazdaságpolitikai céloknak volt alárendelve. Az elméletek mellett a gyakorlat, a nemzetközi gazdaságpolitika is olyan környezetet teremtett, melyben a pénzügyi intézményeknek egyfajta alárendelt szerep jutott. Ez a pénzügyi represszióként is emlegetett gazdaságpolitika a nemzetközi tőkeáramlás korlátozásának és a belföldi kamatlábak leszorításának kombinációjaként definiálható.

A II. világháborútól egészen az 1973-as olajválságig ugyan tovább erősödött az állami intervenciókra épülő gazdaságpolitika, Solow (1956) és Swan (1956) munkái alapján a neoklasszikus közgazdaságtan is megerősödött, mely szembe ment a keynesi elméletekkel. A neoklasszikus növekedési modellek alaptézise, hogy a gazdaságok hosszú távú, egyensúlyi növekedési pályát írnak le, melyet elsősorban olyan külső tényezők determinálnak, mint a technológiai színvonal, illetve az emberi és fizikai tőkefelhalmozás. A korai neoklasszikusok ugyan elismerték, hogy a pénzügyi rendszer a gazdaság szerves részét képezi, a technológiához hasonlóan külső adottságnak tekintették, így nem tulajdonítottak neki fontosabb szerepet (Ligeti 2002).

Némileg eltérő véleményen volt **Robinson (1952)**, aki szerint a pénzügyi rendszer és a gazdasági növekedés között valóban szoros kapcsolat áll fenn, de a kapcsolat iránya éppen fordított. Szerinte a vállalati szféra azáltal, hogy folyamatosan fejlődik, újabb és újabb finanszírozási igényeket támaszt, melyeket a pénzügyi szféra igyekszik kielégíteni. Ebben a megközelítésben a reálgazdaság fejlődése az elsődleges folyamat, ami keresletet támaszt, és ez ösztönzi a pénzügyi rendszer fejlődését.

Az első olyan áttörésre, mely a növekedésméletek terén is megváltoztatta a főáram gondolkodási irányát egészen az 1973-as olajválságig várni kellett, mikor **McKinnon (1973)** és **Shaw (1973)** publikálták pénzügyi liberalizációs hipotézisüket. Rávilágítottak arra, hogy a túlzott pénzügyi kontroll dualizálja a gazdaságot, méghozzá kettős értelemben. Egyrészt a likviditási csapdahelyzet miatt csökken a megtakarítási hajlandóság, ami a beruházások visszaesését eredményezi. Másrészt az államadósság csökkentésére irányuló adópolitikának és az irányított hitelezéseknek köszönhetően bizonyos iparágak versenyelőnybe kerülnek, míg a kormány által kevésbé preferált iparágak kénytelenek rövid távon, magas hozamígéret mellett a pénzpiacra lépni, hogy egyáltalán befektetőket találjanak. Ilyen helyzetben eltűnik a gazdaságból a kamatok által biztosított, automatikus piactisztítási effektus, ami átirányítaná a tőkét a kevésbé eredményes vállalatoktól a jövedelmezőbb beruházások felé. Mindezekből arra a következtetésre jutottak, hogy liberalizáltabb pénzügyi rendszerekre van szükség, hiszen

ekkor a piaci kamatok szabadon mozoghatnak, ami a vállalatok finanszírozása szempontjából biztosít egyfajta automatikus szelekciót.

A pénzügyi liberalizáció és az általános neoklasszikus elméletek kritikái ugyan csak az 1990-es években kezdtek el szélesebb körű támogatásra lelteni, a post-keynesiánusok már korábban is hangoztatták, hogy a pénzügyek terén nagyobb állami kontrollra van szükség. Ennek egyik jeles képviselője **Minsky (1978)**, akinek pénzügyi instabilitási hipotézise csak az elmúlt évtizedekben, a 2007-2008-as válságot követően tett szert nagyobb népszerűsége. Az elmélet lényege, hogy a gazdasági fellendülések során a pénzügyi rendszerek egyfajta természetes velejárója, hogy miközben növekednek és egyre nagyobb szerepet töltenek be a gazdaságban, egyre sérülékenyebbé is válnak, így egy idő után összeomlanak.

A 20. század végén a neoklasszikus modelleket érő legfőbb kritika az egyensúlyi növekedés következményeként létrejövő konvergencia ellen szólt. A konvergencia hipotézis értelmében az egyes országok minden esetben a saját egyensúlyi növekedési pályájukhoz tartanak, hosszú távon pedig eltűnnek a jövedelmi különbségek azon országok között, melyek hasonló paraméterekkel rendelkeznek, vagyis egyfajta feltételes konvergencia valósul meg. Ezt az elméletet azonban egyre kevésbé lehetett empirikus úton alátámasztani, elsősorban a fejlődő országok növekedéseinél tapasztalt nagymértékű eltérések miatt. Ennek a konvergencia problémának a megoldása hívta életre az endogén növekedéseméletet, melynek alapötlete Romer (1986) nevéhez köthető, aki először vezette le a gazdasági növekedést a technikai fejlődés és a humántőke-felhalmozás explicit modelljében. A neoklasszikusokkal ellentétben a technikai haladásra már nem exogén változóként tekintett, hanem racionálisan viselkedő gazdasági szereplők tevékenységének az eredményeként.

Az endogén növekedésemélet egyik legnagyobb alakja, Lucas (1988) kidolgozta a humán tőkére és a tudás felhalmozódásra épülő növekedési modelljét, kihangsúlyozta, hogy a közgazdászok túlértékelik a pénzügyi tényezők gazdasági növekedésben betöltött szerepét. Azonban a Lucas-féle modellek mellett megjelent az endogén elméletek másik meghatározó halmaza, melyek az innovációra, az új termékekre és technológiák épültek. Ezek a megközelítések párhuzamba állíthatók Schumpeter növekedésről alkotott elképzelésével, ahol a gazdasági növekedés ciklikus, és a ciklusok fordulópontját a különböző innovációk hozzák létre. Ezek közül az egyik talán legismertebb modell **Pagano (1993)** nevéhez köthető. Ebben a pénzügyi rendszer fejlettsége közvetlen hatással van arra, hogy a megtakarítások mekkora hányada válik beruházásokká. Úgy is fogalmazhatunk, hogy a beruházások és a megtakarítások, neoklasszikusoknál alapvetőnek számító ekvivalenciája csak akkor áll fenn, ha a pénzügyi

rendszer tökéletesen működik. Tehát, a pénzügyi rendszer közvetlenül képes hatni a beruházások abszolút mértékére és a tőke határtermelékenységére.

Fontos megemlíteni **Bencivenga és Smith (1991)** által felírt endogén növekedési modellt is, mely a pénzügyi rendszer és a gazdasági növekedés stabilitása közötti összefüggést foglalja endogén keretek közé. Pagano elméletéhez hasonlóan oly módon ragadják meg a pénzügyi rendszer növekedésben betöltött szerepét, hogy az a megtakarításokon keresztül hat a beruházások mértékére. A lényeges különbség, hogy a modellbe építik a diverzifikációt is, ami a gazdaságban szereplő likvid tőke arányára van pozitív hatással. A szerzők lényegében abból indulnak ki, hogy egy fejlettebb pénzügyi rendszerben a befektetők diverzifikáltabb portfóliókat hozhatnak létre, ezáltal hatékonyabban tudják a pénzügyi eszközök lejáratát összehangolni. Ez csökkenti a likviditási kockázatot, ami ösztönzi a hosszabb távú beruházások megvalósítását és ezen keresztül hozzájárul a gazdasági növekedéshez.

Összefoglalva, a pénzügyek gazdaságban betöltött szerepéről alkotott vélemények az évtizedek során folyamatosan változtak. A legtöbb főáramú növekedéstudomány a pénzügyi indikátorokat is igyekezett beépíteni a modelljeibe. A 4. táblázat főbb üzenetei rámutatnak, hogy a pénzügyi rendszernek több csatornáját is azonosították, melyek hozzájárulnak a gazdaság növekedéséhez. Ezek a funkciók meghatározták, hogy a különböző empirikus kutatások során mivel mérték a pénzügyi rendszerek fejlettségét. Amíg a korai elméletek a pénzügyi rendszer aktivitásával és méretével foglalkoztak, melyek olyan mutatókkal mérhetők, mint a hitelállomány, a piaci kapitalizáció vagy a részvénykereskedelem volumene, addig a később megjelent elméletek a stabilitásra, a hatékonyságra és a diverzifikációra helyezték a hangsúlyt, melyek közvetlenül nehezen mérhető tényezők, inkább különböző jövedelmezőségi mutatókkal, szórásokkal vagy egyéb puha mutatókkal jellemezhetők.

1. Táblázat: A pénzügyek és gazdasági növekedés kapcsolatával foglalkozó főbb elméletek összefoglalása

Korszak	Uralkodó elmélet	Kiemelt képviselő	A pénzügyi rendszer és a gazdasági növekedés kapcsolata
1871 - 1936	Klasszikus és neoklasszikus közgazdaságtan: A piacok tökéletesen működnek, nincs szükség fejlett pénzügyi közvetítőrendszerre.	Bagehot (1873)	Az aktívabb hitelezés hozzájárul a gazdaság növekedéséhez.
		Schumpeter (1912)	A bankrendszer a megfelelő vállalkozók kiválasztásával közvetlenül hozzájárul az innovációk létrejöttéhez.
1936 - 1973	Keynesi gazdaságpolitika: A pénzügyi rendszer a kamatokon keresztül befolyásolja a gazdaságot.	Keynes (1936)	A pénzügyi rendszer a kormány gazdasági intervencióinak egyik eszköze.
	Korai neoklasszikus növekedésmélet: A pénzügyi rendszer endogén változó.	Robinson (1952)	A gazdaság fejlődése az elsődleges folyamat, ezt csak leköveti a pénzügyi rendszer.
1973 -	Neoklasszikus növekedésmélet: A kamatoknak egyrészt piactisztító hatása van, másrészt hozzájárulnak a tőkeáramláshoz és a tőkefelhalmozáshoz.	McKinnon és Shaw (1973)	Csak a liberalizált pénzügyi rendszerek járulhatnak hozzá a gazdaság dinamikus növekedéséhez.
	Posztkeynesiánus elmélet: Az állami szabályozás elengedhetetlen a gazdaság stabil működéséhez.	Minsky (1978)	A pénzügyek természetes velejárója a buborékok létrehozása, ezért szükség van megfelelő szabályozásra.
1986 -	Endogén növekedésmélet: A gazdaság elsődleges motorja a technológiai fejlődés, amire a pénzügyi rendszer hatással van.	Pagano (1993)	A megtakarítások tökéletes átcsoportosítása csak hatékonyan működő pénzügyi rendszerrel valósulhat meg.
		Bencivenga és Smith (1991)	A pénzügyi piac által biztosított diverzifikáció ösztönzi a hosszú távú beruházásokat, ezzel hozzájárulva a gazdaság növekedéséhez.

Forrás: Saját szerkesztés

A pénzügyi rendszer általános szerepe mellett a struktúra jelentőségéről is megoszlanak a vélemények. A bankrendszernek és a tőkepiacnak egyaránt megvannak a maguk elméleti előnyei és hátrányai, melyek a kilencvenes évek előtt, mikor a pénzügyi szabályozórendszerek jóval szigorúbbak voltak, valóban megmutatkoztak. Azonban ezt követően, különösen az 1989-es washingtoni konszenzus után, a liberalizáció térnyerésével a határvonalak egyre inkább elmosódtak. A bankrendszer egyre több tőkepiacra jellemző funkcióval rendelkezett, jelentős értékpapírosítás vette kezdetét, emellett a vállalatok és a megtakarítók is egyre könnyebben jelenhettek meg a tőkepiacon, így sokkal inkább egymás helyettesítőjévé vált a két intézmény. A túlzásba vitt deregularizációnak a 2008-as válság vetett véget, mely a politikai döntéshozókat ráébresztette, hogy bizonyos fokig szükség van szigorításokra és állami szabályozásra. Ezek a változások főképp a bankok tőkekövetelményeiben és makroprudenciális szabályozásokban öltöttek testet. De ilyen elhatárolási célt szolgált például az is, hogy az állam szabályozta a bankok befektetési alapjainak portfólióját. Ezt követően lassabb, kiegyensúlyozottabb növekedés vette kezdetét, melynek a 2020-ban kirobbant vírushelyzet és az azt követő orosz-ukrán háború vetett véget. Azóta inkább a túlzott szabályozás, a pénzügyi piacok, főleg a bankok korlátozása a jellemző, ami újra felerősítheti a két intézmény különbségeit és azok gazdasági növekedésre gyakorolt hatásait.

2.2. Korábbi empirikus kutatások eredményei

A témában nagy valószínűséggel Goldsmith (1969) végezte a legelső empirikus kutatást, aki 35 ország esetében hosszú távú, pozitív, szignifikáns kapcsolatot állapított meg a közvetítőrendszerek fejlettsége és a gazdasági növekedés között. Azonban a kilencvenes évekig inkább elméleti tanulmányok, illetve egy-egy országgal, országcsoporttal foglalkozó gazdaságtörténeti írások jelentek meg, átfogó empirikus kutatásokkal nem vizsgálták a pénzügyi rendszer és a gazdasági növekedés kapcsolatát.

Levine és King (1993) nevéhez köthető az első, nagyobb mintán elvégzett kutatás, melyet a témában a mai napig a legtöbbet hivatkoznak. Ebben a szerzők több mint 80 országot vizsgáltak 1960 és 1989 között. A két legfontosabb megállapításuk, hogy egyrészt szignifikáns kapcsolat van pénzügyi közvetítés magasabb szintje és a gazdasági növekedés különböző mutatószámai között, másrészt, hogy a közvetítőrendszer fejlettségének adott szintje jól előrejelzi egy ország azt követő 10-30 évben bekövetkező gazdasági növekedését. Ezt követően a pénzügyek és gazdasági növekedés kapcsolatával foglalkozó empirikus tanulmányok száma exponenciálisan

kezdett el növekedni. A kutatások alapvetően három kérdésre keresték a választ, amire a kezdeti empíriák nem adtak kielégítő választ és a kapcsolat dinamikáját nagyban befolyásolhatják:

- 1) A kapcsolat térbelisége: A pénzügyi rendszer fejlettsége és a gazdasági növekedés között fennálló pozitív kapcsolat globálisan, minden országcsoporthoz esetében fennáll?
- 2) A kapcsolat időbelisége: Kizárólag hosszú távon mutatkozik meg a kapcsolat, vagy megfigyelhető rövid távon, esetleg válságok esetén is összefüggés a két tényező között?
- 3) A kapcsolat iránya: Mi az ok és mi az okozat? Előfordulhat-e, hogy a kapcsolat iránya fordított és a gazdasági növekedés hat a pénzügyi intézmények fejlődésére?

Arestis és Demetriades (1997) elsőként hívták fel a figyelmet arra, hogy a kilencvenes évek elején készült keresztmetszeti kutatásoknál általában azt a hibát követték el, hogy implicit módon feltételezték a vizsgálatba bevont országok homogenitását gazdasági, demográfiai és technológiai szempontból egyaránt. Az eltérő fejlettségű országcsoporthoz vonatkozó vizsgálatok azt bizonyítják, hogy a gazdasági fejlettség és a vizsgált időtáv befolyással van a pénzügyi rendszer és a gazdasági növekedés közötti kapcsolat erejére és annak dinamikájára. Egyrészt, az aktuális gazdasági fejlettség függvényében egyfajta fordított U-alakú összefüggés figyelhető meg a két tényező kapcsolatában. Másrészt, az ok-okozati vizsgálatok alapján a pénzügyi rendszer inkább a fejlettebb országokban volt hatással a gazdaság növekedésére, míg a fejlődő országokban nem, vagy inkább fordított volt a hatásmechanizmus.

Nemcsak a kapcsolat erejében, de annak irányában, a hatások dinamikájában is felfedezhető ellentmondás, melyek az országok heterogenitása mellett az eltérő vizsgált időszakokkal is magyarázhatók. Az ezredfordulóhoz közeli időszakokra vonatkozó kutatások esetében nagyobb arányban találtak arra bizonyítékot, hogy a pénzügyi rendszer van hatással a gazdaság növekedésére, míg fordított hatások inkább a korábbi, kilencvenes éveket megelőző időszakokra voltak jellemzők.

A struktúrával kapcsolatban az empíriák többsége igazolta, hogy függetlenül attól, hogy a bankot, vagy pedig a tőkepiacot tekintjük jellemző változónak, a közvetítés mélysége mindkét esetben jól előre jelzi a hosszú távú gazdasági növekedését. Azonban rövid távon egyfajta trade-off figyelhető meg a stabilabb és lassabb banki, illetve a volatilisabb, ám dinamikusabb növekedést jelentő tőkepiaci finanszírozás között.

Globális kutatások mellett homogénebb országcsoportokra vonatkozó empirikus vizsgálatok is nagyszámban készültek. Bittencourt (2012) a latin amerikai országokra vonatkozóan végzett vizsgálatokat, melynek eredményei alapján a pénzügyi fejlettség indikátorai ebben az országcsoportban is erőteljes kapcsolatban álltak a gazdaság növekedésével. Guru és Yadav (2018) a BRICS országok körében készített becslései alapján a bankrendszer fejlettségi indikátorai, mint a GDP arányos hitelállomány vagy a hitelek betétekhez viszonyított aránya pozitív hatást gyakorolt a gazdaság növekedésére. Ezzel szemben a tőkepiac indikátorai csak abban az esetben bizonyultak szignifikánsnak, ha azok bankrendszerrel egy irányba változtak (együtt javultak vagy romlottak), jóformán felerősítve egymás hatásait. Ugyancsak a BRICS országokat és Mauritius-t vizsgálták Bhavish és szerzőtársai (2018), akik erős, pozitív irányú kapcsolatokat állapítottak meg a két változó között. Érdekes még megemlíteni Abid és szerzőtársai (2016) MENA országokra vonatkozó kutatását, melyben a tőkepiac és a gazdasági fejlettség kapcsolatát vizsgálták. Eredményeik alapján nemcsak az adott ország tőkepiaci indikátorai, de a szomszédos országok piaci mutatói is jelentős mértékben befolyásolják egy gazdaság növekedési pályáját.

2.3. A posztszocialista országok esete

A pénzügyi rendszer és a gazdasági növekedés kapcsolatát elsősorban azért érdemes a posztszocialista országok körében részletesen is megvizsgálni, mert ezen országok pénzügyi rendszereinek a rendszerváltozást követően gyakorlatilag teljesen át kellett alakulnia és felzárkóznia annak érdekében, hogy minél hamarabb bekapcsolódhassanak a globális pénzpiaci körforgásba. Ez a felzárkózási kényszer, a pénzügyek gyors fejlődése jelentős mértékben befolyásolhatta a kapcsolat dinamikáját és intenzifikálhatta a hatásokat.

Azért is időszerű a posztszocialista országok pénzügyi rendszereinek reálgazdaságra gyakorolt hatásait vizsgálni, mert ahogyan az korábban olvasható volt, a témában ugyan jelentős számban készültek tanulmányok fejlett és fejlődő országokról, illetve országcsoportokról egyaránt, a rendszerváltozáson keresztülment országokat jóformán elkerülték ezek a vizsgálatok. Ennek legfőbb oka az, hogy korábban nem állt rendelkezésre elegendő adat a hosszú távú hatások (15-30 év) vizsgálatára. Ha pedig lett is volna elegendő adat, a tranzíciós válságok és a 2008-2009-es válság hatásai jelentős mértékben torzították volna az elemzések eredményeit.

Ennek ellenére készült néhány kutatás, azonban ezek gyakran csak a bankrendszerre és nem a pénzügyi rendszer egészére fókuszáltak. Koivu (2002) volt az első és sokáig az egyetlen, aki 25 posztszocialista országot vizsgált, ahol a bankrendszer gazdasági növekedésre gyakorolt

hatását elemezte 1993 és 2000 között, fix hatású panelregressziós eljárás segítségével. A bankrendszer méretét a GDP arányos hitelállomány mutatóval, míg a hatékonyságát a nettó kamatmarzssal mérte. Eredményei alapján a hitelállománynak inkább negatív hatása volt a gazdaság növekedésére.

Cojocarú és szerzőtársai (2016) ugyancsak erre a 25 országra, azonban hosszabb időtávon, 1990 és 2008 között vizsgálva már pozitív kapcsolatot talált a hitelállomány és a gazdasági növekedés között. Ezt egyrészt a hosszabb időintervallummal, másrészt az eltérő módszertannal indokolják, ugyanis fix hatású modell helyett dinamikus pannellel dolgoztak.

Rajtuk kívül, ha nem is a teljes posztoszocialista országsoportot, de annak egy részét többen is vizsgálták. Caporale és szerzőtársai (2014) a 2004-ben csatlakozott 10 uniós tagország körében vizsgálta a pénzügyi fejlettség és a gazdasági növekedés kapcsolatát, ugyancsak panelregressziós eljárások segítségével 1997 és 2007 között. A hitelállomány esetében ugyancsak arra a megállapításra jutottak, mint Koivu, miszerint annak növekedése nem volt pozitív hatással a gazdasági növekedésre. Azonban a GDP arányos likvid pénzeszközök és a tőkepiaci kapitalizáció esetében, ha nem is túl erős, de szignifikáns, pozitív hatásokat detektáltak. Stemmer (2017) 15 kelet-közép-európai posztoszocialista ország esetében vizsgálta a két tényező dinamikáját 1994 és 2014 között, azonban kizárólag bankrendszeri indikátorokkal. A tanulmány érdekessége, hogy nemcsak a bankrendszer méretének vagy hatékonyságának, hanem annak szerkezetének gazdasági növekedésre gyakorolt hatását is vizsgálta, a bankrendszer koncentráltóságának és a külföldi bankok arányának segítségével. A mérettel kapcsolatos eredményei hasonlóak voltak a korábbi megállapításokhoz, a magasabb hitelállomány negatív kapcsolatban állt a gazdaság növekedésével, amit a szerző ugyancsak a kontraproduktív hitelállománnyal és az ehhez nagyban hozzájáruló puha költségvetési korláttal magyarázott. Azonban a magasabb külföldi tulajdonrátá esetében pozitív, szignifikáns hatás volt megfigyelhető, ami arra utal, hogy a külföldi bankok olyan tudást hoztak be a posztoszocialista bankrendszerekbe, ami elősegítette a hatékonyabb tőkeáramlást.

Az eddig megjelent empirikus eredmények alapján két fontos megállapítást tehetünk. Egyrészt, hogy az átmeneti gazdaságokban a bankrendszer szerkezetével kapcsolatos tényezők nagyobb hangsúlyt kaptak. Ilyen a külföldi tulajdonhányad, vagy a bankrendszer koncentráltága. A másik fontos megállapítás, hogy rendkívül kevés a posztoszocialista országokra vonatkozó empirikus kutatás és ezek között is jelentős ellentmondások fedezhetők fel. Cojocarú és szerzőtársai (2016) véleménye szerint az ő cikküket egyedül Koivu (2002) cikke előzte meg.

Tehát, közel másfél évtizeden keresztül nem volt olyan tanulmány, ami ezt a témát általánosan, a teljes posztszocialista országsoportra vizsgálta volna. Ráadásul ezek a kutatások is csak a 2008-as válságig terjedő időszakot dolgozták fel. Jelen disszertáció az ezzel kapcsolatos tudást próbálja bővíteni, illetve a válság óta eltelt évtized tanulságaival kiegészíteni.

3. Adatok forrása és az elemzések módszertana

A dolgozat igyekszik a posztszocialista országokra vonatkozó eredményeket, megállapításokat tágabb kontextusban értelmezni. Ez igaz az elméletre és az elemzésekre egyaránt. Minden esetben a tágabb kontextus bemutatása az első, ami a pénzügyek és gazdasági növekedés kapcsolatának globális trendjeit mutatja be. Ezt követik a posztszocialista országokra vonatkozó elemzések, melyek így elhelyezhetők a globális kontextusban. Az eredmények összehasonlításra kerülnek másik két országsoporttal; a nem posztszocialista közepes jövedelmű országokkal és a nem posztszocialista európai országokkal. Ennek célja, hogy a posztszocialista országokra vonatkozó eredmények összevethetők legyenek egyrészt a hozzájuk hasonló gazdasági fejlettséggel rendelkező országokkal, másrészt egy fejlettebb, de földrajzilag közel elhelyezkedő országsoporttal.

A kutatás során posztszocialista országnak minősülnek azok az európai országok és a volt Szovjetunió tagállamai, melyekben a Szovjetunió felbomlásával egy időben, 1989 és 1991 között teljeskörű gazdasági átalakulás vette kezdetét. Connolly (2012) három alcsoportba sorolta ezeket az országokat. Közép-Európa és a Baltikum csoportjába tartozó tagállamok: Csehország, Észtország, Magyarország, Lettország, Litvánia, Lengyelország, Szlovákia, Szlovénia. A dél-kelet európai csoport tagjai: Albánia, Bosznia és Hercegovina, Bulgária, Horvátország, Macedónia, Montenegró, Románia és Szerbia. És a harmadik csoportba a Független Államok Közösségének tagjai tartoznak: Örményország, Azerbajdzsán, Fehéroroszország, Grúzia, Kazahsztán, Kirgizisztán, Moldova, Oroszország, Tádzsikisztán, Türkmenisztán, Ukrajna és Üzbegisztán. Illetve ezeken kívül Mongólia tartozik a posztszocialista országok közé. Ez összesen 29 ország, melyek a vizsgálat célcsoportját jelentik.

Az időszakok megválasztásánál, másrészt az elemzéshez felhasznált változók szelektálásánál arra törekedtem, hogy a lehető legtöbb posztszocialista országra vonatkozóan rendelkezek adatokkal, illetve a legfontosabb változókat, a korábban említett tényezőket valamilyen más mutatók segítségével helyettesíteni tudjam. Ezért **a kezdeti időszak a kilencvenes évek közepére, 1996-ra tehető. A vizsgálat utolsó éve pedig 2019, annak érdekében, hogy a 2020**

elején kirobbant vírushelyzet és az azt követő gazdasági recesszió ne befolyásolja az eredményeket.

A pénzügyi rendszer fejlettségét reprezentáló változók alapját a Világbank Globális Pénzügyi Fejlettség Adatbázisa jelentette, melyet kiegészítettem a Világbank Pénzügyi Struktúra Adatbázisával. **Összesen 20 darab olyan változót gyűjtöttem össze, mely a szakirodalmak alapján releváns változó lehet a témában.**

2. Táblázat: Az elemzésekhez felhasznált változók

Változó	Pénzügyi dimenzió
100 ezer felnőtt lakosra jutó bankfiókok száma	Bankok hozzáférhetősége
100 ezer felnőtt lakosra jutó ATM-ek száma	
Kereskedelmi bankok által nyújtott magánhitelállomány (% GDP)	Bankrendszer mélysége
Kereskedelmi bankok és egyéb pénzügy intézmények által nyújtott magánhitelállomány (% GDP)	
Kereskedelmi bankok eszközállománya (% GDP)	
Bankbetétek állománya (% GDP)	
Nettó kamatmarzs mutató (%)	Bankok hatékonysága
Bankok eszközarányos közvetett költsége (%)	
Eszközarányos megtérülési ráta (%)	
Tőkearányos megtérülési ráta (%)	
Hitelek betétekhez viszonyított aránya (%)	Bankrendszer stabilitása
Bankrendszer Z-score értéke	
Külföldi bankok számának aránya (%)	Bankrendszer szerkezete
Bankrendszer koncentráltága (CR ₃ ,%)	
Részvénypiaci kapitalizáció (%)	Tőkepiac mérete
1 millió főre jutó tőzsdén jegyzett vállalatok száma (db)	
Részvényforgalom (%GDP)	Tőkepiac aktivitása
Részvények forgási sebessége (%)	
Részvényindex éves növekedése (%)	Tőkepiac hatékonysága
Részvénypiaci index volatilitása	Tőkepiac stabilitása

Forrás: Saját szerkesztés

Az elemzések során a gazdasági növekedést minden esetben az egy főre jutó, vásárlóerő-paritáson mért (PPP) GDP jelöli.

A következő bekezdésekben bemutatásra kerülnek a hipotézisek vizsgálati módszerei.

H1: Posztszocialista országok pénzügyi rendszereinek sajátos jellemvonásai - Leíró statisztikák

A posztszocialista országok pénzügyi rendszereinek elkülönülését leíró statisztikák és ábrák segítségével vizsgáltam. Négy fontosabb időszakot ragadtam ki, melyekről külön-külön pillanatfelvételeket készítettem: kezdeti időszakot (1996-1998), a válság előtti (2005-2007) és közvetlenül a válság utáni állapotokat (2008-2010), illetve az utolsó, COVID előtti időszakot (2017-2019). A kiugró értékek lehetséges torzításainak elkerülése végett egyrészt minden időszakban hároméves átlagokkal dolgoztam. A változók többségét tízes alapon logaritmizáltam, annak érdekében, hogy az extrém értékekkel rendelkező országok közelebb essenek a többi adatponthoz.

Az elemzések során minden időszakban külön megvizsgáltam a bankrendszer és külön a tőkepiac indikátorait. **A táblázatokban és az ábrákon a standardizált változók átlagaira és szórásaira fókuszáltam, hogy ezáltal a posztszocialista országok relatív helyzete összehasonlítható legyen a nem posztszocialista közepes jövedelemmel rendelkező országokkal, illetve Európa egyéb országaival.**

H2: Pénzügyi rendszer és gazdasági növekedés kapcsolata hosszú távon - Regressziók

A hosszú távú hatások vizsgálata során mind a két időszakra; a válságot megelőző, illetve a válságot követő időszakra, mind a három országcsoporthoz esetében, a bankrendszerre és tőkepiacra egyaránt 2-2 regressziós modellt készítettem. Így **összesen $2 \times 3 \times 2 \times 2 = 24$ darab különböző modellt futtattam, melyek közül 8 darab vonatkozik a posztszocialista országokra.** Az eredményváltozó minden esetben az egy főre jutó GDP éves növekedési üteme, melyet az időszakra illesztett regressziós (exponenciális) becslés bétája jelöl. A magyarázóváltozók a pénzügyi fejlettséget mérő indikátorok időszak eleji átlagos értékei. A kontroll változókat pedig ugyancsak az időszakok eleji átlagos értékek reprezentálják. A válság előtti időszak elejét az 1997 és 1999 közötti értékek átlaga, míg a válságot követő időszak elejét a 2010 és 2012 közötti időszak átlagai jelentik.

3. Táblázat: A regressziókban használt időszakok a függő- és független változók esetében

Időszak	Eredményváltozó vizsgált időszaka (Egy főre jutó GDP alakulásának regressziós becslésének bétái)	Magyarázóváltozók vizsgált időszaka (Átlagok)
1. Válságig terjedő időszak	1999-2008	1997-1999
2. Válságot követő időszak	2012-2019	2010-2012

Forrás: Saját szerkesztés

A hosszútávú hatások vizsgálata során kontroll változóként bevontam hosszú távú gazdasági növekedést befolyásoló, főáramú makrováltozókat is. Korábbi tanulmányok alapján (Barro 1991, Roubini 1991, Levine – King 1993, Calderón – Liu 2003, Shen – Lee 2006, Hassan et al. 2011, Guru – Yadav 2018, Chu 2020, Nguyen et al. 2022) öt változót alkalmaztam (4. táblázat).

4. Táblázat: Hosszú távú regressziók során alkalmazott kontroll változók

Tényező	Változó	Forrás
Aktuális gazdasági fejlettség	Egy főre jutó reál GDP (PPP, \$)	Világbank
Fiskális politika szerepe	Kormányzati kiadások GDP arányos értéke (%)	IMF, World Economic Outlook
Beruházási ráta	GDP arányos beruházási ráta (%)	Világbank
Humán erőforrás	Emberi fejlettségi index	Human Development Reports
Gazdasági nyitottság	GDP arányos külkereskedelmi forgalom (%)	Világbank

Forrás: Saját szerkesztés

Mivel összesen 20 darab pénzügyi fejlettséget reprezentáló változó van, melyek egymással szoros kapcsolatban állnak és a pénzügyi rendszer ugyanazon tényezőit mérik, **a főkomponens-elemzés segítségével dimenziócsökkentést hajtottam végre.** Az információtartamok egyenletesebb eloszlása érdekében a látens változókat Varimax forgatással állítottam elő hagyományos, lineáris regressziós eljárás segítségével. Az elemzések során kulcsfontosságú figyelmet kaptak a pénzügyi változók és a gazdasági növekedés között fennálló parciális korrelációk. Ezeket több esetben is pontdiagrammokon ábrázoltam, ahol a vízszintes tengelyen

a pénzügyi indikátorok/főkomponensek kontroll változókkal történő becslésének hibatagjai, míg vertikális tengelyen a gazdasági növekedés becsléseiből származó hibatagok szerepelnek.

H3: Pénzügyi rendszer és gazdasági növekedés kapcsolata rövid távon - Panelregressziók

A pénzügyi rendszer és a gazdasági növekedés rövid távú kapcsolatrendszerét panelregressziók segítségével vizsgáltam. A **magyarázóváltozóknak minden esetben az egyszerű differenciált értékeit használtam. Az eredményváltozó, az egy főre jutó GDP esetében pedig a növekedés ütemét, a százalékos változást vettem alapul.**

Az egyes pénzügyi változókat először külön-külön, kétváltozós modellekben vizsgáltam, majd a szignifikánsnak minősült indikátorokat egy közös modellben is szerepeltettem. A nem posztoszocialista közepes jövedelemmel rendelkező országok közé azok az országok kerültek besorolásra, melyek a vizsgált 23 időszak közül legalább 20 periódusban közepes jövedelműnek minősültek.

A becslések során első lépésben mindig egy dinamikus panelregressziót futtattam, majd a Sargan-teszt segítségével ellenőriztem az instrumentális változó érvényességét, tehát, hogy érdemes-e instrumentális változót a becsléshez alkalmazni. Amennyiben a teszt nullhipotézisét 5 százalékos szignifikancia szinten elvettem, akkor hagyományos fix hatású panelregressziót alkalmaztam az eredményváltozó késleltetett értékének bevonása mellett. A fix hatású regresszió érvényességét a Hausman-teszt segítségével ellenőriztem, melynek null-hipotézise, hogy a random és a fix hatású regressziós becslés egyaránt konzisztens, de a random hatású a hatékony becslés (Hausman 1978). A hibatagok között fennálló esetleg autokorrelációt pedig a Durbin-Watson statisztika segítségével ellenőriztem, melynek értéke 1,85 és 2,15 között elfogadható (Kiss et al. 2022). A fix hatású becslések eredményeit ezt követően összevetettem a dinamikus panelmodellek eredményeivel, ugyanis az OLS és a GMM becslési eljárás másképpen reagál a kiugró értékekre és az esetlegesen jelentkező heteroszkedaszticitásra.

4. A dolgozat főbb eredményei és tézisei

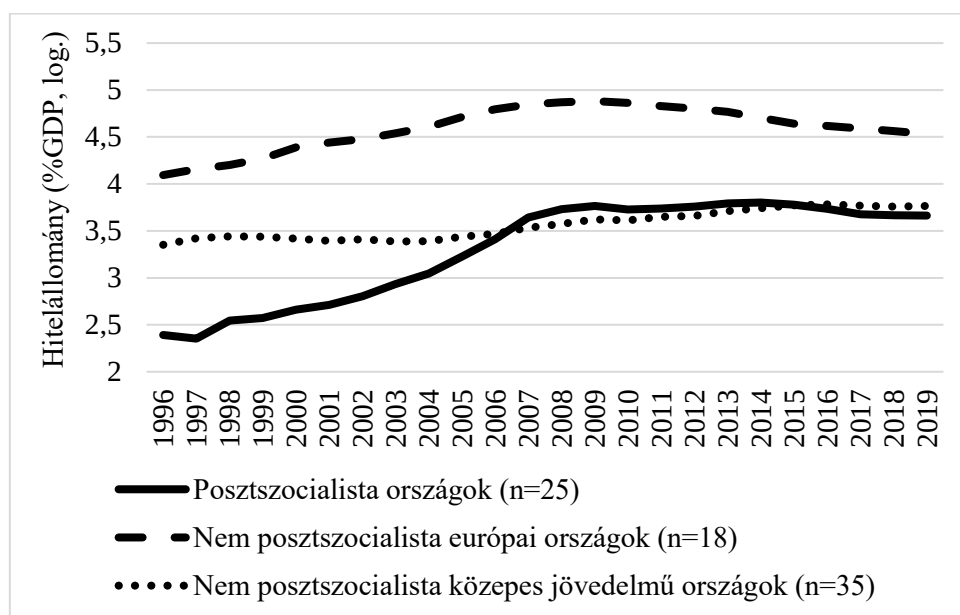
Az első hipotézist, miszerint **a posztszocialista országok pénzügyi rendszerei egyedi, rájuk jellemző, más országcsoporthoz jól elkülöníthető tulajdonságokkal rendelkeznek** elfogadtam. Azonban jelentős eltérések voltak megfigyelhetők a bankrendszer és a tőkepiacot jellemző indikátorok között, ezért ennek kapcsán két tézist is megfogalmaztam.

1/A Tézis: A posztszocialista országok bankrendszerei jelentős felzárkózáson mentek keresztül a rendszerváltozástól egészen a 2008-as válságig. Ezt követően fejlődésük megtorpant és az indikátorok többsége a közepes jövedelmű országok szintjén ragadt.

A vizsgált időszak elején a posztszocialista országok pénzügyi rendszerei nemcsak Európa fejlettebb országaihoz, de a hasonló jövedelemmel rendelkező országok pénzügyi rendszereihez képest is jelentős lemaradásban voltak. A 2008-as válságig bankrendszereik a legtöbb indikátor esetében általános felzárkózáson mentek keresztül, azonban két tényező esetében már ekkor eltérő tulajdonságokkal rendelkeztek; a külföldi tulajdonhányad és a jövedelmezőségi ráták jelentősen magasabbak voltak, mint a másik két referenciacsoportban. A válság hatására a legtöbb változó esetében a felzárkózási folyamatok megtorpantak, a bankok jövedelmezősége pedig bezuhant. A mutatók ezt követően sem tudtak a korábbi felzárkózási pályára lépni, így a posztszocialista országok bankrendszerei a közepes jövedelemmel rendelkező országok szintjén ragadtak. Egyedül a külföldi bankok aránya növekedett tovább, ami az országcsoporthoz sajátos jellemvonásává vált.

A fejlődést jól szemlélteti az 1. ábra, ami bankok GDP arányos hitelállományának alakulását mutatja különböző országcsoporthoz. A posztszocialista országok kereskedelmi bankjainak hitelállománya exponenciálisan növekedett a vizsgált időszak első felében, de ezt a növekedési pályát megtörte a 2008-as pénzügyi válság. Ettől kezdve egészen 2014-ig stagnálás, majd mérsékelt csökkenés jellemezte az országcsoporthoz, melynek eredményeképp a mutató átlagos értéke a közepes jövedelmű országok átlagos értékénél is alacsonyabb szintre süllyedt.

1. Ábra: Kereskedelmi bankok GDP arányos hitelállományának alakulása



Forrás: Saját szerkesztés

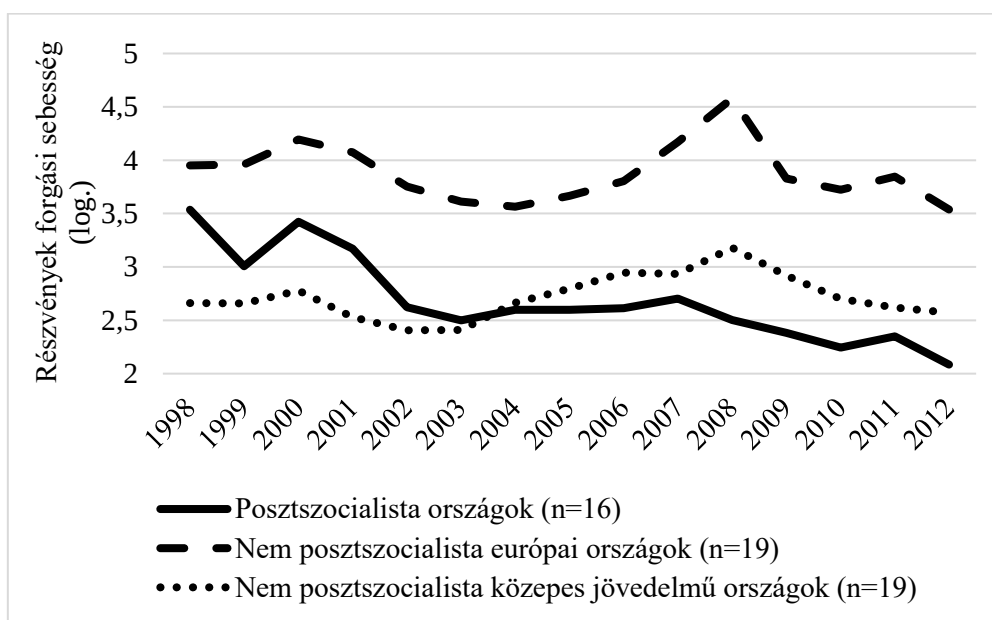
1/B Tézis: A posztoszocialista országok tőkepiacait aktív kereskedelem jellemezte a rendszerváltozást követő években, azonban ez a privatizáció lecsengésével folyamatosan csökkent. A vizsgált időszak végére a közepes jövedelemmel rendelkező országok normáihoz képest is kisebb és passzívabb tőkepiac jellemezte őket.

A tőkepiac esetében két fontos sajátosságot érdemes kiemelni. Egyrészt, hogy a tőzsdén jegyzett vállalatok átlagos mérete jelentősen alacsonyabb volt más országcsoportokhoz viszonyítva. Sőt, egyes országokban világviszonylatban is legkisebbek közé tartozott a tőzsdén jegyzett vállalatok átlagos mérete. Másrészt, a posztoszocialista országok tőkepiacai méretüket tekintve ugyan kisebbek voltak a fejlettebb országok tőkepiacaihoz képest, rendkívül élénk kereskedelem jellemezte őket, a befektetők nagy érdeklődést mutattak a térség részvényei iránt. Ez nagyrészt a privatizációnak, az új piacok vonzerejének, a magasabb realizálható hozamoknak volt köszönhető, ami elősegítette a posztoszocialista országok tőkepiacainak dinamikus fejlődését. Ez a folyamat olyan szinten sikeres volt, hogy a posztoszocialista országokban a GDP arányos tőkepiaci kapitalizáció átlagos értéke a válság előtt megközelítette Európa fejlettebb országainak átlagos értékét. Azonban a kereskedelmi aktivitás fokozatosan csökkent, a befektetők érdeklődése alábbhagyott, a válságot követően pedig a térség piacain realizálható hozamok is visszaestek. Ezt követően a piac mérete újfent zsugorodni kezdett. A vizsgált időszak végére a posztoszocialista országokat a közepes jövedelemmel rendelkező országokhoz képest is általában kisebb és passzívabb tőkepiac jellemezte. Az eredmények

alapján Pálosi (2008a) válság előtt tett azon kijelentését, miszerint a posztszocialista országok tőkepiacai továbbra is elmaradnak a fejlett országok tőkepiacaihoz képest azzal egészíteném ki, hogy nem csak a fejlett, de a hasonló fejlettségű országok tőkepiacaihoz képest is.

A részvénytőkepiac aktivitásának fokozatos csökkenését a 2. ábra szemlélteti. A kilencvenes években a posztszocialista országok tőkepiacain nem sokkal maradt el a részvények forgási sebessége a fejlettebb európai régió tőkepiacaihoz képest. Azonban a privatizáció lecsengésével a befektetők érdeklődése fokozatosan csökkent, elfordultak a térség papírjaitól. A válság előtt már a közepes jövedelemmel rendelkező országoknál is lassabb forgási sebesség jellemezte az országcsoporthoz tartozó tőzsdéit, majd ez a csökkenés a válságot követően csak tovább folytatódott.

2. Ábra: A részvénytőkepiacok átlagos forgási sebességének alakulása különböző országcsoportokban



Forrás: Saját szerkesztés

A második hipotézis a pénzügyi rendszer különböző indikátorai és a gazdasági növekedés hosszú távú kapcsolatára vonatkozott; **A pénzügyi rendszer indikátorai hatással voltak a gazdaság növekedésére a posztszocialista országok körében. A hatásmechanizmusok azonban különböztek a globális vagy más országcsoportokban megfigyelt trendektől.** Ezt a hipotézist csak részben, a válságot követő időszakra vonatkozóan fogadtam el, ezért két tézist fogalmaztam meg; egyet a válságot megelőző és egyet a válságot követő időszakra.

2/A Tézis: A pénzügyi rendszer különböző főáramú indikátorai a válságot megelőző évtizedben közvetlenül nem járultak hozzá a posztszocialista országok gazdasági növekedéséhez.

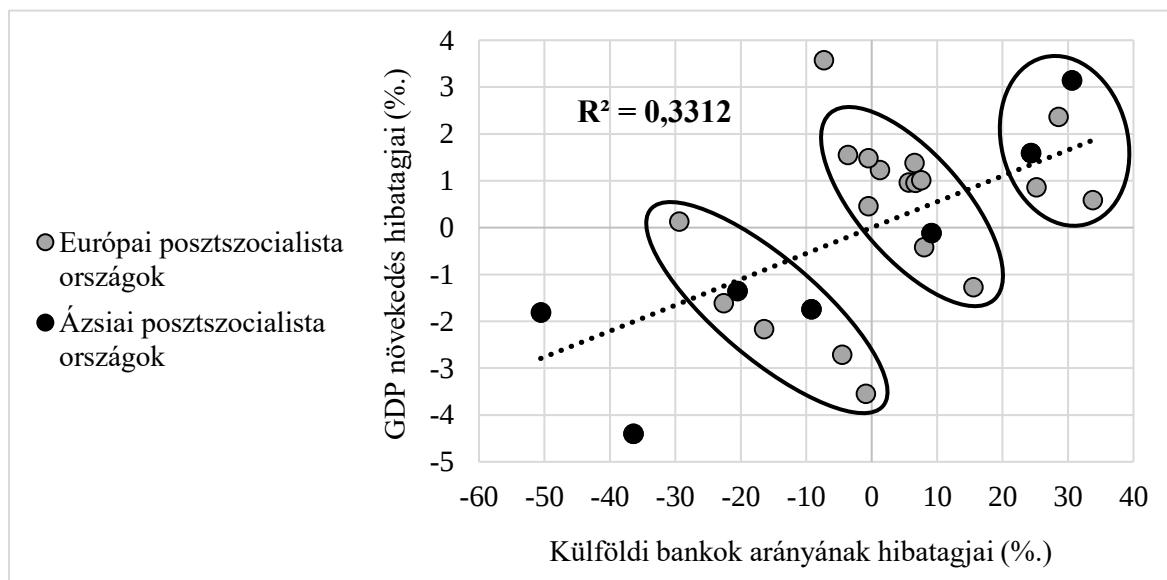
A posztoszocialista országok kevésbé fejlett pénzügyi rendszerek mellett dinamikus gazdasági növekedést produkáltak, különösen a válságot megelőző évtizedben. Ha volt is kapcsolat valamely pénzügyi változó kezdeti szintje és az azt követő időszak gazdasági növekedése között, az általában csak néhány kiugró értékének volt tulajdonítható. Ez a megállapítás szembe megy azokkal a kutatási eredményekkel, melyek a pénzügyi rendszer gazdasági növekedésre gyakorolt általános (Levine – King 1993) vagy más országcsoportokban kimutatott hatásait (Bittencourt 2012, Abid et al. 2016, Guru – Yadav 2018) igazolták. Ezáltal az az elmélet sem nyert igazolást, hogy az olyan felzárkózó gazdaságokban, mint amilyenek a posztoszocialista országok a bankrendszer nagyobb mértékben járulna hozzá a gazdasági növekedéshez, mint a tőkepiac (Boyd – Smith 1998, Lee 2012). Az eredmények azonban igazolják Pálosi (2005), még a válság előtt megfogalmazott gondolatait, miszerint az átalakulás korai szakaszában a pénzügyi közvetítés gazdasági növekedésre gyakorolt hatása minimális. Annak ellenére, hogy néhány posztoszocialista ország az Európai Unióhoz való csatlakozása kapcsán már ekkor kialakította pénzügyi infrastruktúráját, a rendszer a neki szánt szerep betöltésére ekkor még csak részben volt alkalmas. Azonban azt is fontos megjegyezni, hogy ez nem feltétlenül jelenti azt, hogy a pénzügyi rendszer szerepe gazdaságban nem volt meghatározó. Csupán azt, hogy közvetlenül nem járult hozzá a reál GDP növekedéséhez.

2/B Tézis: A válságot követő években a bankrendszer mélysége és a külföldi bankok magasabb aránya pozitívan járult hozzá a posztoszocialista országok gazdasági növekedéséhez.

A válságot követő években a bankrendszer változóinak szerepe felerősödött. Két tényező is; a bankrendszer mélységét jellemző főkomponens és a külföldi bankok arányának kezdeti szintje is szignifikáns kapcsolatot mutatott az időszak gazdasági növekedésével és az ábrák alapján ezek a kapcsolatok robusztusak voltak. A két változó mellett a stabilitást mérő Z-score mutató volt képes érdemben tovább növelni a növekedési modell hatékonyságát. A külföldi bankok aránya egy olyan változó, mely nem képezi a főáramú modellek szerves részét, a posztoszocialista országokban mégis fontos szerepet játszott a gazdaság növekedésében. A külföldi anyabankok gazdasági előnyeit és hátrányait Caporale és szerzőtársai (2015) részletezték, és úgy tűnik ezek az előnyök a posztoszocialista országokban jelentősen ellensúlyozták a válságok kapcsán (elméletileg) felmerülő hátrányokat. Erre már Pálosi (2008b) is felhívta a figyelmet a 2004-ben csatlakozott uniós tagországok kapcsán, miszerint a bankrendszereik tulajdonosi szerkezetében olyan külföldi anyabankok játszottak szerepet, melyek relatív kedvező likviditással, kiegyensúlyozott tőkehelyzettel rendelkeztek a válság

kirobbanásakor. A két változó parciális kapcsolatát a 3. ábra szemlélteti. Emellett inkább az országok egyfajta csoportosulása figyelhető meg, mintsem folytonos kapcsolat a két változó között.

3. Ábra: A külföldi bankok arányának és a gazdaság növekedésének kontroll változókkal történő becslésének reziduumaiban a posztoszocialista országokban (2012-2019)



Forrás: Saját szerkesztés

A külföldi bankok aránya mellett a bankok mélysége sem egy konkrét, korábbi szakirodalmakban gyakran előforduló változó, hanem egy mesterségesen előállított főkomponens. Felmerül a kérdés, ami egyben egy érdekes jövőbeli kutatási irányt jelent, hogy a hitelállomány önmagában miért nem mutatott olyan szoros kapcsolatot a gazdaság növekedésével, mint a több tényezőt is magába tömörítő főkomponens. Erre logikus magyarázat lehet, hogy a posztoszocialista országokban egyéb, főleg állami tulajdonban lévő speciális pénzügyi intézmények is nagymértékben hozzájárultak a gazdaság növekedéséhez. Ezek az eredmények Demetriades és Hussein (1996) elméletet támasztják alá, miszerint a posztoszocialista országok növekedésében nem feltétlenül a kereskedelmi bankok hitelállománya a meghatározó. A jövőben érdemes lehet a hitelállomány összetételét, különösképpen a vállalati és lakossági hitelállomány egymáshoz viszonyított arányát és ennek növekedésre gyakorolt hatását részletesebben vizsgálni. Az is vizsgálat tárgya lehet, hogy a külföldi, illetve belföldi tulajdonú bankok eltérő hitelfortfóliója és az általuk finanszírozott vállalati kör eltérő tulajdonságai milyen hatást gyakoroltak a növekedési potenciálra.

Az utolsó hipotézis arra vonatkozott, hogy **a pénzügyi rendszer indikátorai képesek a posztoszocialista országok gazdasági növekedéseinek rövid távon jelentkező különbözőségeit is magyarázni.** A hipotézist elfogadtam, mivel a pénzügyi indikátorok, különösen a tőkepiac változói szignifikánsnak bizonyultak a rövid távú gazdasági növekedés becslésénél.

3. Tézis: A pénzügyi rendszer indikátorai képesek voltak a posztoszocialista országok rövid távú gazdasági növekedését megbecsülni a vizsgált időszakban. Azonban a két intézmény közül a tőkepiac paraméterei voltak azok, melyek országcsoporttól függetlenül hasonló információt hordoztak.

Rövid távon a bankrendszer és a tőkepiac indikátorai közül több is szignifikáns kapcsolatban állt a gazdaság növekedésével. Azonban a tőkepiaci változók nagyobb arányban mutattak erősebb kapcsolatokat, mint bankrendszer változói. Ráadásul a bankrendszer esetében jelentős különbségek voltak országcsoportonként megfigyelhetők. A posztoszocialista országokban a lineáris kapcsolatot feltételező, fix hatású becslések során a bankrendszer esetében csak két változó; a hitelek betétekhez viszonyított aránya és a tőkearányos nyereség bizonyult szignifikánsnak a gazdasági növekedés becslésekor. Ezek a becslések a hasonló gazdasági fejlettséggel rendelkező, közepes jövedelmű országokban végzett becslések eredményeihez hasonlítottak. Ráadásul, míg ez a modell nem, addig a dinamikus modell GMM becslése kapcsolatot detektált a hitelállomány és a gazdasági növekedés között. Ez a torzítást a bankválságot reprezentáló dummy változó okozta, ami arra utal, hogy válságok során megváltozik a kapcsolat dinamikája. A tőkepiac esetében viszont minden változó, legalább valamely késleltetés mellett szignifikáns kapcsolatban állt a gazdasági változásával. Ráadásul ezek a változók országcsoporttól függetlenül hasonló információt hordoztak és szinte minden eredmény konzisztens volt a közgazdasági logika elvárásaival. Ezek a rövid távú kapcsolatok párhuzamba állíthatók Jung (1986) globális, 56 országon vizsgált eredményeivel, illetve Guru és Yadav (2018) tanulmányával, akik ehhez hasonló eredményeket talált a BRICS országok körében. Az pedig, hogy a bankrendszer indikátoraival végzett becslések eredményei országcsoportonként jelentősen különböztek Mhadhbi és szerzőtársai (2020) nagyobb, heterogén mintán elvégzett eredményeivel konzisztensek. Azonban fontos megjegyezni, hogy ezek a becslések nem feltétlenül jelentik azt, hogy a pénzügyi rendszer változói közvetlen hatással lennének a gazdaság rövid távú növekedésére. Csupán azt, hogy szignifikáns változóként funkcionálnak a növekedés rövid távú becslésénél. A tőkepiaci paraméterek, különösen az indexhozamok és a volatilitás inkább egyfajta befektetői hangulatot, a

gazdasággal kapcsolatos jövőbeli elvárásokat tükröz, melyek a közeljövőben valóban realizálódnak.

Az 5. táblázat az egy főre jutó reál GDP éves változásának különböző tőkepiaci indikátorokkal történő becsléseit tartalmazza. Az egyes modellek minden esetben tartalmazzák az eredményváltozó egy periódusú késleltetéseit, a hibatagok autokorreláltsága Durbin-Watson statisztikák segítségével került ellenőrzésre. Az eredményekből jól látszik, hogy a tőkepiaci kapitalizáció és a részvényindexek hozamai mind a három országcsoportban pozitív kapcsolatban álltak az egy főre jutó GDP rövid távú változásával, míg a tőkepiac stabilitását reprezentáló részvényindexek volatilitása negatív regressziós paraméterrel rendelkezett.

5. Táblázat: Gazdasági növekedés éves változásának becslése a tőkepiac indikátoraival, fix-hatású panelregressziók segítségével, különböző országcsoportokban

Modell	T	Posztszocialista országok		Nem posztszocialista európai országok		Nem posztszocialista közepes jövedelmű országok	
		B	R ²	B	R ²	B	R ²
Tőkepiaci kapitalizáció	t	0.043	24.15%	-0.005	24.93%	0.017*	18.28%
	t-1	0.129**	(N=9)	0.038**	(N=15)	0.058**	(N=23)
Részvényforgalom	t	0.111	20.86%	0.011	21.33%	0.012	8.99%
	t-1	0.190**	(N=9)	0.022**	(N=15)	-	(N=23)
Forgási sebesség	t	0.039	17.83%	0.019**	21.86%	0.002	10.42%
	t-1	-	(N=9)	-	(N=15)	-0.019*	(N=23)
Részvényindex hozama	t	0.011	20.68%	0.007	17.09%	0.029**	11.41%
	t-1	0.024**	(N=11)	0.014*	(N=18)	0.023**	(N=20)
Részvényindex volatilitása	t	-0.073**	16.23%	-0.075**	17.97%	-0.222**	14.66%
	t-1	-	(N=11)	-	(N=18)	-	(N=19)

*5 százalékos szignifikanciaszint mellett szignifikáns regressziós paraméter

**1 százalékos szignifikanciaszint mellett szignifikáns regressziós paraméter

Forrás: Saját szerkesztés

5. A kutatás korlátai

A kutatás célja a pénzügyi rendszer és a gazdasági növekedés kapcsolatának vizsgálata volt a posztszocialista országok körében. Ehhez a Világbank és a Nemzetközi Valutaalap adatbázisairól gyűjtöttem adatokat, melyekben együttesen több mint száz különböző változóval jellemzik az országok pénzügyi rendszereit. Ezek közül 20 darab változót használtam fel. Lehetséges, hogy vannak olyan egyéb pénzügyi tényezők is, melyeknek szignifikáns szerepe volt a posztszocialista országok fejlődésében. De egyrészt számtalan változó időszora, kifejezetten a kilencvenes évek elején hiányos, másrészt törekedtem arra, hogy a főáramú szakirodalmakkal konzisztens indikátorok kerüljenek az elemzésekbe. A változók mellett a megválasztott időszak is nagymértékben befolyásolhatja az eredményeket. Mivel minden posztszocialista országot együttesen szerettem volna vizsgálni, a kezdeti időszak megválasztása arra az időpontra esett, melytől minden posztszocialista országra vonatkozóan rendelkezésre állnak adatok. Azonban sok ország esetében, különösen a tőkepiaci indikátorok tekintetében csak a kilencvenes évek második felétől elérhetők az adatok. Ezért a rendszerváltozás kezdeti, kritikus évei hiányoznak az elemzésekből. Végül érdemes a kiugró értékeket is megemlíteni, melyek jelentős mértékben torzították a regressziós becslések eredményeit. Ráadásul, jelenleg nincs panelregressziókra fejlesztett, általános elfogadott outlier detektálási eszköz. Így a rövid távú becslések esetében nehéz megítélni, milyen hatással lehettek ezek a megfigyelések az eredményekre.

6. Jövőbeli kutatási irányok

A jövőbeli lehetséges kutatási irányokat ugyan a tézisek és a kutatás korlátai során már érintettem, de érdemes külön is összefoglalni:

I. A pénzügyi változók bővítése

A posztszocialista országok fejlődésében nem a pénzügyi rendszer mérete a meghatározó tényező. Érdemes lenne megvizsgálni olyan alternatív változókat, melyek ezekben az országokban nagyobb szerepet játszhattak a gazdaság növekedésében. Például a hitelállomány portfóliójának összetételét, kiváltképp a lakossági és vállalati hitelállomány arányát, vagy a belföldi és külföldi bankok hitelszerkezetének különbségét. De a külföldi közvetlentőke-befektetések mértéke is egy releváns változó lehet, mely nagymértékben befolyásolta a posztszocialista országok fejlődését, miközben kizorító hatást gyakorolt a bankrendszerre. Emellett olyan speciális állami beavatkozások szerepét is érdemes lenne elemezni, melyek

egyrészt a kamatköltségeket mesterségesen lenyomták, másrészt speciális állami intézményeken keresztül befolyásolták a tőkeallokációs folyamatok ágazati struktúráját. A tőkepiac kapcsán pedig az elsődleges és másodlagos piac súlyát, illetve az új vállalatok kibocsátásait (IPO) és a már meglévők által kibocsátott részvények (FPO) arányát lenne érdemes további változóként bevonni.

II. Alternatív fejlettségi mutatók vizsgálata

Az, hogy bizonyos pénzügyi indikátoroknak nincsen kimutatható közvetlen hatása a GDP növekedésére, még nem jelenti azt, hogy ezek a változók nem töltenek be fontos szerepet a gazdaság fejlődésében. Lehetséges, hogy elsősorban olyan kulcsfontosságú tényezőkre gyakorolnak közvetlen hatást, melyek a bruttó hazai termékben nem nyilvánulnak meg. Ilyen a gazdaság stabilitása, válságálló képessége, a monetáris politika hatékonysága, vagy akár a jövedelemegyenlőtlenség. Ezeknek a kapcsolatoknak ugyan már létezik szakirodalma, a főáramú modellekhez képest eddig háttérbe szorultak.

III. Közvetett és közvetlen kapcsolatok vizsgálata

A közvetlen hatások mellett érdemes lenne olyan tényezők közvetett kölcsönhatásait is vizsgálni, melyek a két tényező kölcsönhatását befolyásolhatják a posztoszocialista országok körében. Alternatív modellek segítségével (többlépcsős regressziók, robusztus regressziók, PLS) hatékonyabban kimutathatók különböző változók közötti kölcsönhatások. Az aktuális gazdasági fejlettséghez hasonlóan más tényezők is befolyásolhatják a kapcsolat jellegét. Például a szabályozási környezet nagymértékben meghatározza a pénzügyi intézmények működését. Érdemes lenne megvizsgálni, hogy pénzügyi szabályozás különböző fokai, változásai hogyan befolyásolták a pénzügyi indikátorok, elsősorban a bankok és a tőkepiac aktivitását és ezen keresztül a gazdaság növekedését. De ilyen tényező lehet az ipar szerkezete és az abban bekövetkező változások, vagy akár pénzügyi kultúra szintje, melyek egyaránt hatással lehetnek arra, hogy a pénzügyi rendszer mely csatornái képesek hatékonyan hozzájárulni a gazdaság növekedéséhez.

A t  zisz  zetben felhasznált irodalom

- Abid, F. – Bahloul, S. – Mroua, M. (2016): Financial development and economics growth in MENA countries. *Journal of Policy Modeling*, 38, 1099-1177. o. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2016.06.006>
- Arestis, P. – Demetriades, P. (1997): Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence. *The Economic Journal*, 107, 783-799. o. <https://www.jstor.org/stable/2957802>
- Bagehot, W. (1873): *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Hyperion Press, Westport, Connecticut.
- Barro, R. J. (1991): Economic Growth in a Cross Section of Countries. *The Quarterly Journal of Economics*, 106, 407-443. o. <https://doi.org/10.2307/2937943>
- Bencivenga, V. R. – Smith, B. D. (1991): Financial Intermediation and Endogenous Growth. *Review of Economic Studies*, 58, 195-209. o. <https://doi.org/10.2307/2297964>
- Bhavish, J. – Fauzel, S. – Soondram, H. (2018): Financial Structures and Economic Development: Empirical Evidence from BRICS Countries and Mauritius. *The Journal of Developing Areas*, 52, 131-155. o. <http://doi.org/10.1353/jda.2018.0009>
- Bittencourt, M. (2012): Financial development and economic growth in Latin America: Is Schumpeter right? *Journal of Policy Modeling*, 3, 341-355. o. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2012.01.012>
- Boyd, J. H. – Smith, B. D. (1998): The Evolution of Debt and Equity Market sin Economic Development. *Economic Theory*, 3, 519-560. o. <https://www.jstor.org/stable/25055140>
- Buffie, E. F. (1984): Financial repression, the new structuralists, and stabilization policy in semi-industrialized economies. *Journal of Development Economics*, 14, 305-322. o. [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(84\)90061-0](https://doi.org/10.1016/0304-3878(84)90061-0)
- Calderon, C. – Liu, L. (2003): The direction of causality between financial development and economic growth. *Journal of Development Economics*, 72, 321-334. o. [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(03\)00079-8](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(03)00079-8)
- Caporale, G.M. – Rault, C. – Sova, A.D. – Sova, R. (2015): Financial Development and Economic Growth: Evidence from 10 New European Union Members. *International Journal of Finance & Economics*, 20, 48–60. o. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1498>
- Chu, L.K. (2020): Financial structure and economic growth nexus revisited. *Borsa Istanbul Review*, 20, 24–36. o. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.08.003>
- Cojocaru, L. – Falaris, E.M. – Hoffman, S.D. – Miller, J.B. (2016): Financial System Development and Economic Growth in Transition Economies: New Empirical Evidence from the CEE and CIS Countries. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52, 223–236. o. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1013828>
- Demetriades, P. O. – Hussein, K. A. (1996): Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries. *Journal of Development Economics*, 2, 387-411. o. [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(96\)00421-X](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(96)00421-X)
- Diaz-Alejandro, C. (1985): Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash. *Journal of Development Economics*, 19, 1-24. o. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-3878\(85\)90036-7](http://dx.doi.org/10.1016/0304-3878(85)90036-7)
- Filer, R. K. – Gylfason, T. – Jurajda, Š. Mitchell, J. (2000): *Markets and growth in the post-*

- communist world*. World Bank Global Research Project.
- Goldsmith, R. W. (1969): *Financial Structure and Development*, Yale University, New Haven.
- Gregorio, J. D. – Guidotti, P. E. (1995): Financial development and economic growth. *World Development*, 23, 433-448. o. [https://doi.org/10.1016/0305-750X\(94\)00132-I](https://doi.org/10.1016/0305-750X(94)00132-I)
- Guru, B. K. – Yadav, S. (2018): Financial development and economic growth: panel evidence from BRICS. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 24(47), 113-126. o. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-12-2017-0125>
- Hassan, M. K. – Sanchez, B. – Yu, J. (2011): Financial development and economic growth: New evidence from panel data. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 1, 88-104. o. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2010.09.001>
- Hausman, J. A. (1978): Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*, 46, 1251-1271. o. <https://doi.org/10.2307/1913827>
- Keynes, J. M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Cambridge University Press, Cambridge
- Kiss, G. – Mészáros, M. – Rácz, T. (2022): *A nemzetközi pénzügyek elmélete és annak ökonometriai eszköztára*. Typotex kiadó
- Koivu, T. (2002): Do efficient banking sectors accelerate economic growth in transition countries? *Discussion Papers, Bank of Finland Institute for Emerging Economies (BOFIT)*, No. 14.
- Levine, R. – King, R. G. (1993): Finance and growth: Schumpeter might be right. *The Quarterly Journal of Economics*, 3, 717-737. o. <https://www.jstor.org/stable/2118406>
- Ligeti, Zs. (2002): *Gazdasági Növekedés és Felzárkózás*. Ph.D. értekezés, Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, Közgazdasági Ph.D. Program, Budapest.
- Lee, B. (2012): Bank-based and market-based financial systems: Time-series evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, 173-197. o.
- Lopez, J. A. – Spiegel, M. M. (2002): Financial structure and macroeconomic performance over the short and long run. *Pacific Basin Working Paper Series*, Federal Reserve Bank of San Francisco
- Lucas, R. E. (1988): On The Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*, 1, 3-42. o. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(88\)90168-7](https://doi.org/10.1016/0304-3932(88)90168-7)
- McKinnon, R. I. (1973): *Money and Capital in Economic Development*. The Brookings Institution, Washington.
- Mhadhbi, K. – Terzi, C. – Bouchrika, A. (2020): Banking sector development and economic growth in developing countries: a bootstrap panel Granger causality analysis. *Empirical Economics*, Springer, vol. 58(6), 2817-2836. o.
- Minsky, H. P. (1978): The Financial Instability Hypothesis: A Restatement. *Thames Papers in Political Economy*, 3, 1-25. o.
- Nguyen, H.M. – Thai-Thuong Le, Q. – Ho, C.M. – Nguyen, T.C. – Vo, D.H. (2022): Does financial development matter for economic growth in the emerging markets? *Borsa Istanbul Review*, 22, 688–698. o. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.10.004>

- Pagano, M. (1993): Financial markets and growth – An overview. *European Economic Review*, 37, 613-622. o. [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(93\)90051-B](https://doi.org/10.1016/0014-2921(93)90051-B)
- Pálosi-Németh, B. (2005): Az átalakuló gazdaságú országok pénzügyi intézményrendszerének konvergenciája – egyedi a jelenség? *Külgazdaság*, 49, 21-46. o.
- Pálosi-Németh, B. (2008a): *A feltörekvő országok tőkepiacai a pénzügyi globalizációban*. Akadémia Kiadó, Budapest
- Pálosi-Németh, B. (2008b): A pénzügyi közvetítés fejlődése és kapcsolata a hitelpiaci válsággal az új uniós tagországokban. *Hitelintézeti Szemle*, 7, 623-629. o.
- Redek, T. – Sušjan, A. (2016): The Impact of Institutions on Economic Growth: The Case of Transition Economies. *Journal of Economic Issues*, 4, 995-1027. o. <https://doi.org/10.1080/00213624.2005.11506864>
- Robinson, J. (1952): *The Rate of Interest and Other Essays*. Macmillan, London.
- Romer, P. M. (1986): Increasing Return and Long Run Growth. *Journal of Political Economy*, 5, 1002-1037. o. <https://www.jstor.org/stable/1833190>
- Schumpeter, J. A. (1912): *The Theory of Economic Development*. Harvard Economic Studies, Cambridge.
- Shaw, E. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press, New York.
- Shen, C. H. – Lee, C. C. (2006): Same Financial Development yet Different Economic Growth—Why? *Journal of Money, Credit and Banking*, 38, 1907-1944. o. <http://dx.doi.org/10.1353/mcb.2006.0095>
- Solow, R. M. (1956): A Contribution to the Theory of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 70, 65-94. o. <http://www.jstor.org/stable/1884513>
- Stemmer, M. (2017): Revisiting Finance and Growth in Transition Economies - A Panel Causality Approach. *Working Paper, Université Paris1 Panthéon-Sorbonne* <https://shs.hal.science/halshs-01524462>
- Stiglitz, J. E. (1985): Credit Markets and the Control of Capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2, 133-152. o. <https://www.jstor.org/stable/1992329>
- Swan, T. W. (1956): Economic Growth and Capital Accumulation. *Economic Record*, 32, 334-361. o. <https://doi.org/10.1111/j.1475-4932.1956.tb00434.x>
- van Wijnbergen, S. (1983): Credit policy, inflation and growth in a financially repressed economy. *Journal of Development Economics*, 13, 45-65. o. [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(83\)90049-4](https://doi.org/10.1016/0304-3878(83)90049-4)

Az értekezés témakörében megjelent saját publikációk

- Kiss, G. – Mészáros, M. – Rácz, T. (2022): *A nemzetközi pénzügyek elmélete és annak ökonometriai eszköztára*. Typotex kiadó
- Rácz, T. (2019): Gondolatok a pénzügyi rendszer és a gazdasági növekedés kapcsolatáról. In: Bíró, Gyöngyvér (szerk.): *Móra Akadémia Szakkollégiumi tanulmánykötet: Móra Ferenc Szakkollégium évkönyve*, Szeged, 52-72. o.