

DANCSIK BÁLINT,
DRABANCZ ÁRON,
EL-MEOUCH NEDIM MÁRTON,
NAGY KOPPÁNY,
BENSE RICHÁRD,
TÖRÖK LÁSZLÓ,
G. SZABÓ ANDRÁS

A GAZDASÁG
FINANSZÍROZÁSÁNAK ÚJ
ÉS FENNTARTHATÓ FORMÁI
Előnyök és dilemmák

*„A sokoldalú, kiegyensúlyozott és
széles körben elérhető finanszírozási
struktúra képes megalapozni
Magyarország további felzárkózását”*

A FEJEZETHEZ
TOVÁBBI ONLINE
HÁTTÉRANYAGOK
ÉRHETŐK EL



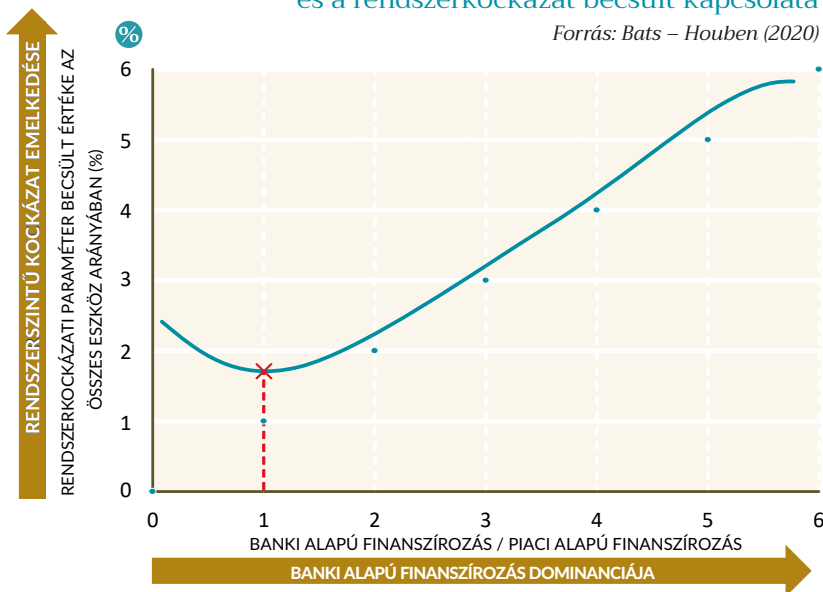
A külső finanszírozás bevonása javítja a gazdaság szereplőinek fejlődési lehetőségeit, hiszen beruházásaikat, terveiket korábban és nagyobb volumenben valósíthatják meg, mint ahogy arra saját erőből képesek lennének. Fontos azonban, hogy a **finanszírozás fenntartható legyen**, amely alatt a jelen fejezetben nem kifejezetten a „zöld” célok teljesülését értjük, hanem a pénzügyi szempontot, tehát azt, hogy a gazdasági szereplők jelentősebb volatilitás nélkül, folyamatosan hozzáférjenek a kellő külső forrásokhoz, a számukra megszokott vagy megcélzott forrásszerkezetben. Ezzel kapcsolatban fő célokként kiemelhetők, hogy egyrészt a finanszírozási lehetőségek megfelelően **diverzifikáltak** és **célzottak** legyenek, így a hazai **tőkepiac** erősítése kulcsfeladat. Másrészt a fintech/bigtech finanszírozás elterjedése kapcsán a **hatékonyság** és a **személyes adatok védelme** közötti egyensúlyt kell fenntartani. Harmadrészt pedig elengedhetetlen a **pénzügyi bevonódás** és **pénzügyi stabilitási** célok közötti megfelelő összhang. A fenntartható gazdasági fejlődéshez elengedhetetlen **intézményi befektetők** (biztosítók, nyugdíjalapok, alapkezelők) szerepe egyre növekszik, melyek jellemzően kis összegű lakossági megtakarításokat gyűjtenek hosszú távon tartalékolva, így stabil és folyamatos keresletet biztosítanak a hazai részvények és állampapírok iránt, közvetlenül finanszírozva az államadósságot és a gazdaság növekedését.

ÁLLJUNK TÖBB LÁBON FINANSZÍROZÁST TEKINTVE IS

A **hosszú távú növekedést megalapozandó kiemelten fontos az új technológiák, és azon belül is a zöld célok finanszírozása.** Az IMF (2015) tanulmánya alapján egy adott országban alacsony fejlettség mellett a pénzügyi intézmények fejlesztésének, míg magasabb fejlettség mellett a pénzügyi piacok fejlesztésének van nagyobb hozzáadott értéke. Emellett empirikusan az tapasztalható, hogy ellentét áll fenn a pénzügyi mélyülés kapcsán a pénzügyi stabilitás és a gazdasági fejlődés között. Összességében elmondható, hogy a fenntartható pénzügyi rendszer megvalósításánál a túlságosan gyorsan végbemenő, túlzott mértékű, illetve nem diverzifikált pénzügyi mélyülés kockázatokat hordoz magában (10.1. ábra).

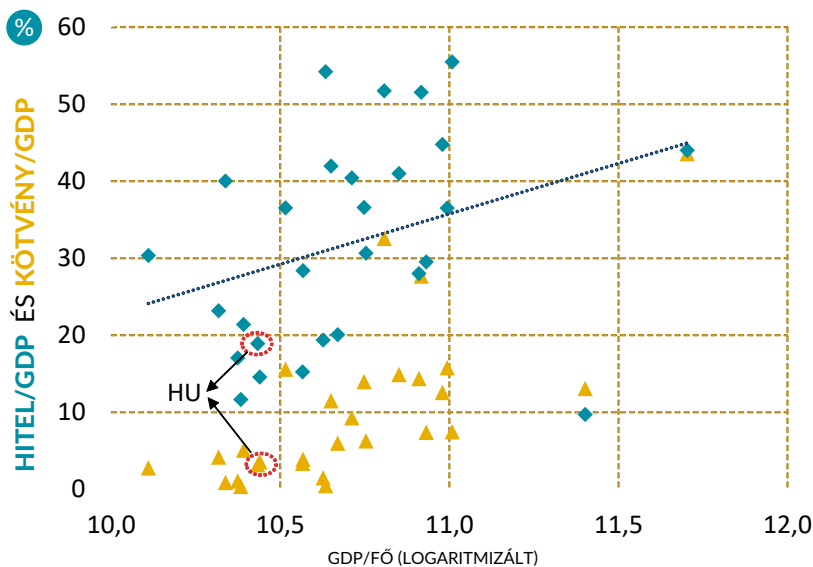
10.1. ábra: A finanszírozási struktúra és a rendszerkockázat becscült kapcsolata

Forrás: Bats – Houben (2020)



10.2. ábra: A nem-pénzügyi vállalatok banki hitelállománya és kötvényállománya GDP-arányosan a GDP/fő függvényében nemzetközi összehasonlításban

Forrás: Eurostat, OECD, EKB



A **vállalati forrásbevonás** terén kiemelt fontosságú, hogy az egyes forrásbevonást lehetővé tevő részpiacok kiegyensúlyozottan, egymást **jól kiegészítve és fenntartható módon bővüljenek**. Térségünkben, a kelet-közép-európai régióban mind a hitelpiac, mind a tőkepiac bővítésére jelentős tér áll rendelkezésre (10.2. ábra). Emellett **Európa szerte összességében nagyon alacsony a tőkepiaci finanszírozás súlya** is az angolszász országokhoz képest. Magyarországon mind a kötvénypiaci, mind a részvénytársasági finanszírozási forma részaránya magasabb, mint a többi kelet-közép európai országban (10.3. ábra), azonban GDP-arányosan mindenképp további előrelépés szükséges egy rendszerkockázati szempontból fenntarthatóbb finanszírozási struktúra kialakításához. Emellett **fontos a fiatal vállalatok támogatása is új módszerekkel**: kockázati tőkebefektetések mellett inkubáció, közösségi finanszírozás és peer-to-peer hitelezés is új csatornákat nyithat az innováció erősítésében hazánkban. A likvid vállalati kötvénypiac és egyéb innovatív pénzügyi megközelítések elősegítik az egészséges verseny növekedését a vállalatok forrásait biztosító piacok között és így a jegybanki kamatdöntések is hatékonyabban érvényesülnek a jövőben, valamint a több forrásból származó finanszírozás a vállalatok ellenállóképességét, így a pénzügyi stabilitást is erősítik.



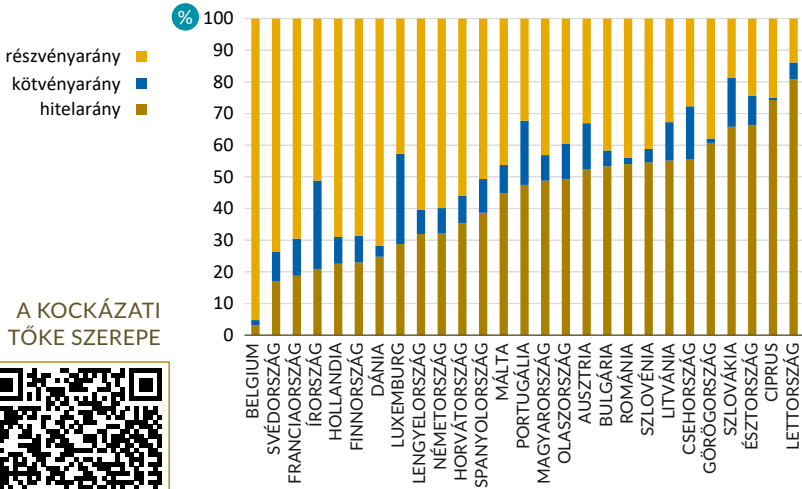
CSAK OKOSAN AZ ÚJ TECHNOLÓGIÁVAL

A hagyományos pénzügyi közvetítőkön túl az utóbbi néhány évben új, innovatív szereplők is feltűntek a közvetítői piac szereplői között. Ezek az új szereplők jellemzően online platformokon keresztül, adatcentrikusan végzik a tevékenységüket. A fintech és bigtech cégek jelentősége a hitelezésben ugyan globális szinten még csekély, azonban egyes térségekben egyre növekvő szerepet vállalnak a pénzügyi közvetítésben. **2019-ben becslések szerint 223 milliárd dollárnyi fintech és 572 milliárd dollárnyi bigtech hitel áramlott ki globálisan**. A fintech és főleg a bigtech cégek hitelezési tevékenysége során többek között az ügyfélről elérhető szélesebb körű információk jelentik azt az előnyt, amelyet ezek a vállalatok ki tudnak használni a hagyományos („inkumbens”) bankokkal szemben. Míg a hitelbírálat folyamata a „rég” közvetítőik esetében jellemzően a hiteligénylőkor begyűjtött, formalizált és megfelelően alátámasztott dokumentáción alapul (pl. jövedelemigazolás, központi hitelinformációs rendszer negatív adatai), addig az új szereplők számára nagyméretű, bár gyakran nem strukturált adathalmaz áll rendelkezésre (10.4. ábra). A technológiai és az elemzési eszközök fejlődése azonban nem csak előnyökkel járhat.



10.3. ábra: Finanszírozási források megoszlása Európa egyes országait tekintve

Forrás: Eurostat, OECD, EKB (2021)



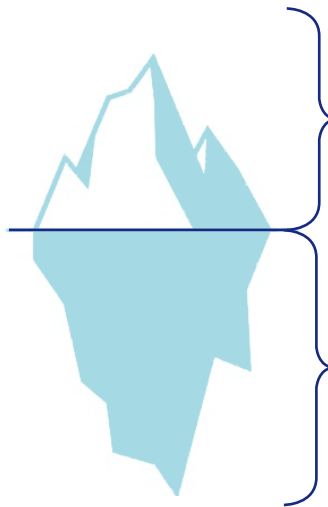
A KOCKÁZATI TŐKE SZEREPE



10.4. ábra: A hagyományos és az innovatív hitelkockázat-becslés eltérő alapjai

Forrás: Eurostat, OECD, EKB

FELFORGATÓ
TECHNOLÓGIÁK
A PÉNZÜGYI
SZEKTORBAN



„JELENTKEZÉSI SCORING”
A HITELIGÉNYLÉSKOR BEGYŰJTÖTT INFORMÁCIÓK ALAPJÁN, PÉLDÁUL JÖVEDELEM, MUNKAHELY, NEGATÍV HITELADAT

„VISELKEDÉSI SCORING”
BIG DATA ÉS AI RÉVÉN ELEMZETT ÚJ ADATFORRÁSOK, PÉLDÁUL FIZETÉSI TRANZAKCIÓK, KÁRTYAHASZNÁLAT, MOBILHASZNÁLAT, KÖZMŰBEFIZETÉSEK, SZÁLLÍTÓI TARTOZÁSOK, AKTIVITÁS KÖZÖSSÉGI OLDALAKON

Fontos dilemmát jelent, hogy hol szabjunk határt a hatékonyságnak: **mely adatok legyenek elérhetőek a pénzügyi intézmények számára, és melyek maradjanak a magánszféra határain belül.**

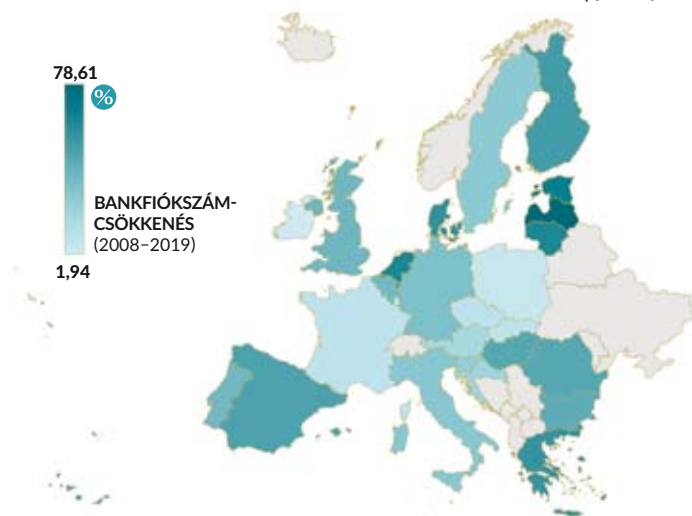
A digitalizációval párhuzamosan az Európai Unióban az elmúlt 10-15 évben nagymértékű bankfiókbezárási hullám zajlott le (10.5. ábra), a bankok az online csatorna felé próbálták meg terelni az ügyfeleiket. Ezek a fiókbezárások a költségek lefaragása mellett viszont azzal a következménnyel járnak, hogy a lakosság pénzügyi bevonódási szintje mérséklődik, hiszen csökken a lakosság számára fizikailag megközelíthető pénzügyi kiszolgálás elérhetősége. Az online megoldások térnyerését tekintve viszont **fontos a lakosság pénzügyi és technológiai tudatosságának erősítése** is, amely nélkül azok kihasználtsági szintje korlátokba ütközhet.

BELSŐ MEGTAKARÍTÁS KELL A FENNTARTHATÓ NÖVEKEDÉSHEZ

A gazdasági fejlődés általános feltétele a tőkefelhalmozás jelentős bővülése és megfelelő szerkezeti összetétele. A dinamikus gazdasági fejlődés feltétele a magas beruházási ráta, amely fokozható a belső megtakarítások emelésén keresztül. A közvetlen állampapír-vásárláson és bankbetéteken túl a lakossági megtakarítások alapvetően az intézményi befektetőkön keresztül jelennek meg a gazdaság finanszírozásában. Szerepük egyre növekszik az elmúlt két évtizedben, **világszinten az intézményi befektetők pénzügyi eszközei jobban növekedtek a banki pénzügyi eszközöknél az utóbbi néhány évben.** Az intézményi befektetőkön belül elsősorban a biztosítók és a nyugdíjalapok játszanak fontos szerepet abban, hogy az ügyfelek kis összegű megtakarításait aggregált formában csatornázzák be a gazdaságba, amely források enélkül nem biztos, hogy bekerülnének a gazdaság vérkeringésébe. Az európai országok mintáján látható, hogy a gazdasági fejlettség és a megtakarítások között hatványozott kapcsolat figyelhető meg (10.6. ábra). Ugyanakkor az ok-okozati összefüggés fordítottan is fennáll, azaz a megtakarítások mértéke a gazdaság finanszírozásán keresztül a gazdasági fejlődésre jótékonyan hat az állampapír-, részvény- és egyéb kötvénybefektetéseken keresztül. Ezért a nyugdíjcélú megtakarítási programok lefedettségének növelése ezekben az országokban is társadalompolitikai cél, amelyek mögött részben demográfiai okok, valamint a korábban említett gazdaságpolitikai célok állnak.

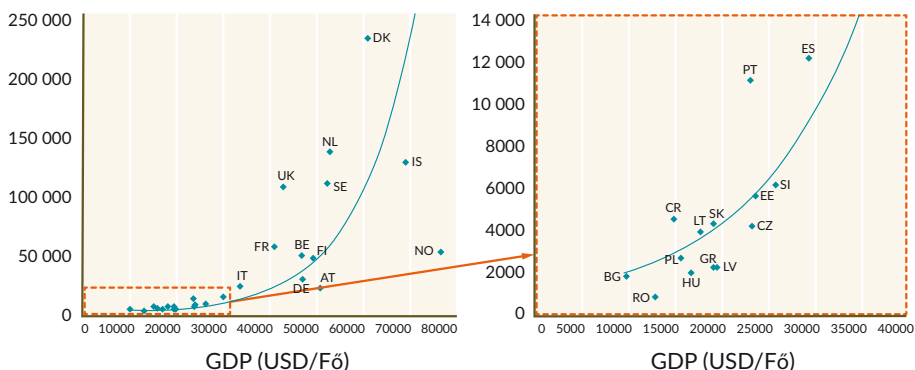
10.5. ábra: Bankfiókszám-változás az Európai Unió tagországaiban 2008–2019 között

Forrás: EKB (2021) alapján saját szerkesztés



10.6. ábra: Egy főre eső nyugdíjkiegészítő és életbiztosítási tartalék, illetve GDP összefüggése (2019)

Forrás: Eurostat



A MESTERSÉGES
INTELLIGENCIA
KOCKÁZATAI

VERSENYKÉPESSÉGI
PROGRAM
330 PONTBAN



A biztosítók és a nyugdíjalapok mint hosszú távú intézményi befektetők, valamint ügyfeleik földrajzi és denominációs kötődésük okán **stabil finanszírozói lehetnek a gazdaságnak**. A megtakarítások nagymértékű belföldi befektetését erősítheti az ezt célzó szabályozási- és ösztönzőrendszer kialakítása. Érdemi hatást azonban csak széles lefedettség, illetve magas penetráció esetén képesek elérni. Ennek érdekében az egyes országok különböző, hosszútávú (jellemzően nyugdíjcélú) megtakarításokat ösztönző megoldásokat alkalmaznak: adókedvezmény, közvetlen állami kiegészítés (befizetésarányos, illetve fix összeg), befektetési költségek korlátozása, speciális intézményi állampapírok, illetve automatikus beléptetés kilépési lehetőséggel. Az OECD a kötelező részvétel után az automatikus belépést (opt-out lehetőséggel) tartja és ajánlja a leghatékonyabb eszköznek a penetráció növelésére. Richard H. Thaler fogalmazta meg az alapértelmezett döntési hatás fogalmát, amely elv hatását a nyugdíjkiegészítő rendszerekre alkalmazva írta le Thaler és Benartzi az ún. SMarT-programot. Lényege, hogy az emberek ritkán térnek el az alapértelmezett megoldásoktól (default option), mert egyrészt bíznak azokban, másrészt az attól való eltérés aktivitást és saját döntést igényel. Így **az automatikus beléptetéssel és jól meghatározott alapértelmezett megoldásokkal a megtakarítási ráta jelentősen emelkedhet** úgy, hogy az érintettek ezt nem élik meg veszteséggént.

A nyugdíjkiegészítő és életbiztosítási tartalékok közötti eltéréseket a társadalmi hagyományok és a gazdasági fejlődés jellegzetességei okozzák. A nyugat-európai országok jelentős, GDP-jük többszörösét meghaladó tartalékkal rendelkeznek a kelet-közép-európai országokhoz képest, ahol az 1990-es évek gazdasági átalakulása előtt nem volt kiterjedt intézményi befektetői szektor. Rövid távon a pillanatnyi fogyasztásból történő elvonás a gazdaság finanszírozásába áramlik, így járul hozzá a fenntartható fejlődéshez, inflációt csökkentő, és anticiklikus hatással bír.

Egy jóléti fordulat alapvetése a magas háztartási (belső) megtakarítási ráta, és ezzel a hazai intézményi befektetői szektor méretének növelése Magyarország számára is pozitív hatásokat hozhat. Ennek az egyik megvalósítási módja lehet az MNB által javasolt jóléti alap koncepció továbbfejlesztése és bevezetése, amellyel a már működő önkéntes pénztári rendszerre alapozva, de az automatikus beléptetéssel kiegészítve rövid időn belül nagyobb mértékű és tartós lefedettség lenne elérhető. Ennek eredményeként a bevezetést követő években érvényesülhet az anticiklikus, valamint az inflációcsökkentő hatás. A hazai szabályozás alá tartozó szektorban pedig lehetőség lenne a felfügglendő megtakarítások tereléséhez, így a tartalékok befektetésével folyamatos keresletet biztosíthatna a hazai tőkepiac és államadósság finanszírozásához.



DIVERZIFIKÁLT PÉNZÜGYI RENDSZER



KIEGYENSÚLYOZOTT FORRÁSSZERKEZET

ELÉRHETŐ ÉS
BIZTONSÁGOS
ONLINE
BANKOLÁS



FELHASZNÁLT IRODALOM

- Arcand, Jean-Louis–Berkes, Enrico–Panizza, Ugo (2012): Too Much Finance?** IMF Working Paper, No. 12/161
- Bats, Joost V.–Houben, Aerd C. F. J. (2020): Bank-based versus market-based financing: Implications for systemic risk,** *Journal of Banking & Finance*, Vol. 114, May 2020, 105776
- Benartzi, Shlomo–Thaler, Richard H. (2004): Save More Tomorrow™: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving,** *Journal of Political Economy*, Vol. 112, No. 1 (Feb. 2004), pp. 164-187
- IMF (2015): Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets,** IMF Staff Discussion Note, May 2015.
- King, Robert G. –Levine, R. (1993a): Finance, entrepreneurship, and growth – Theory and evidence,** *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, No. 3 (Dec., 1993), pp. 513-542
- OECD (2022): OECD Roadmap for the Good Design of Defined Contribution Retirement Savings Plans**
- Magyar Nemzeti Bank (2019): Versenyképességi program 330 pontban**