

10. fejezet

A gazdaság finanszírozásának új és fenntartható formái: előnyök és dilemmák

Dancsik Bálint – Drabancz Áron – El-Meouch Nedim Márton –
Nagy Koppány – dr. Bense Richárd – Török László – G. Szabó András

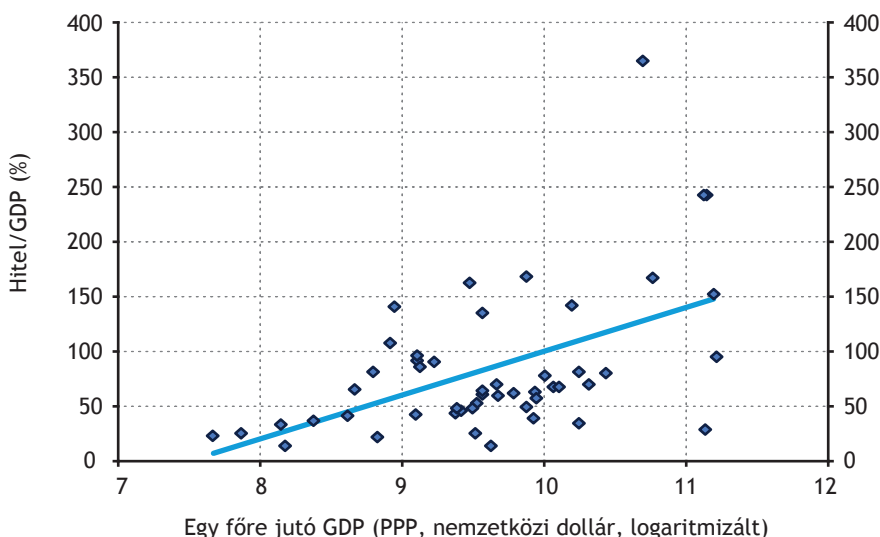
A külső finanszírozás bevonása javítja a gazdaság szereplőinek fejlődési lehetőségeit, hiszen beruházásaikat, terveiket korábban és nagyobb volumenben valósíthatják meg, mintha arra csupán saját erőből képesek lennének. Fontos azonban, hogy a finanszírozás fenntartható legyen, amely alatt a jelen fejezetben nem kifejezetten a „zöld” célok teljesülését értjük, hanem azt, hogy a gazdasági szereplők jelentősebb volatilitás nélkül, folyamatosan hozzáférjenek a kellő külső forrásokhoz, a számukra megszokott vagy megcélzott forrásszerkezetben. Ennek elérését több tényező együttes megvalósulása támogathatja. Egyrészt szükség van arra, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer további mélyülésének megvalósulása során a megfelelő ágazatok jussanak forráshoz, valamint a finanszírozási lehetőségek megfelelően diverzifikáltak legyenek, a pénzügyi intézményrendszer pedig ne épüljön túlságosan egy-egy intézménytípusra. A tőkepiac hazai szerepének erősítése kulcsfeladat, míg a fintech/bigtech cégek hitelezésének elterjedésénél a hatékonyság (személyre szabhatóság) és a személyes adatok védelme közötti egyensúly megtalálását, megtartását tekintjük meghatározónak. Emellett kezelni kell az új szereplők térnyerésével esetleg megjelenő kockázatos tranzíciós periódus negatív externáliáit. Szükséges továbbá, hogy a szabályozók megfelelően egyensúlyozzanak a pénzügyi stabilitási célok teljesítése és a pénzügyi bevonódás elősegítése között. Utóbbi esetében kiemelt jelentőséggel bír, hogy a hitelintézetek minél nagyobb erőfeszítéseket tegyenek az online banki megoldások (ki)fejlesztésében, valamint a lakosság pénzügyi és technológiai tudatosságának erősítésében. A fenntartható gazdasági fejlődéshez elengedhetetlenül szükséges intézményi befektetők (biztosítók, nyugdíjalapok, alapkezelők) szerepe egyre növekszik, az utóbbi néhány évben pedig világszinten a pénzügyi eszközeik összességében már meghaladták a bankok pénzügyi eszközeit. Ezek az intézmények jellemzően kisösszegű lakossági megtakarításokat

gyűjtenek, melyeket hosszú távon tartalékolnak, így stabil és folyamatos keresletet biztosítanak a hazai részvények és állampapírok iránt, így közvetlenül tudják finanszírozni az államadósságot és a gazdaság növekedését.

10.1. Pénzügyi mélyülés és optimális formái

A pénzügyi, gazdasági és akadémiai szférában állandó kérdésnek számít, hogy mi a kapcsolat a gazdasági és a pénzügyi fejlettség között. A pénzügyi fejlettséget és annak „mélyülését” jellemzően az adott ország hitel/GDP mutatójának szintjével és változásával, a gazdasági fejlettséget pedig a vásárlóerő paritáson mért egy főre eső GDP-vel szokás mérni. A változókat összevetve megfigyelhető, hogy a gazdaságilag fejlett országok pénzügyileg is fejlettek (1. ábra), azonban ebből önmagában nem lehet megállapítani azt, hogy ok-okozati kapcsolat van-e a két változó között, és ha igen, akkor az milyen irányú. Azaz a fejlettebb pénzügyi rendszer *hozzájárul* a gazdasági fejlődéshez, vagy annak következménye, „mellékterméke”.

1. ábra: Az egyes országok hitel/GDP aránya és az egy főre jutó GDP (2019)



Forrás: Világbank

A kapcsolat létét és viszonyát tekintve többféle elmélet is versengett egymással a téma kutatói között (Erdős – Mérő, 2010):

- 1) A *klasszikus növekedéselméletekben* a pénzügyi rendszernek nem volt szerepe, az elmélet alapján a gazdasági növekedést reálgazdasági folyamatok indukálják (tőkefelhalmozás, humántőke, technológiai fejlődés), így *nincs kapcsolat* a gazdasági és pénzügyi fejlettség között.
- 2) A második megközelítés szerint van kapcsolat a gazdasági és pénzügyi fejlettség között, de a pénzügyi közvetítőrendszer fejlődése *követi* a reálgazdasági fejlődést, a pénzügyi rendszer fejlődése nem más, mint a reálgazdaság által támasztott kereslet kielégítésének eszköze.
- 3) A pénzügyi közvetítőrendszer nem csak, hogy kapcsolatban áll a gazdasági fejlettséggel, annak fejlettsége *meghatározó szerepet tölt be* a gazdasági növekedésben. Ezen elmélet alapján a pénzügyi rendszer intézményi fejlettsége előfeltétele a növekedésnek, aktív, ok-okozati jellegű szerepe van a növekedés elősegítésében.

Sokáig vita övezte, hogy melyik elmélet jellemzi leginkább megfelelően a pénzügyi közvetítőrendszer szerepét, ám ez a tudományos diskurzus mára úgy tűnik, konszenzushoz vezetett. Kutatások sora bizonyítja ugyanis, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer fejlettsége megelőzi a reálgazdaság fejlődését, és pozitív hatást gyakorol rá. Először Schumpeter (1911) munkájában került elő markánsan az a gondolat, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer által nyújtott szolgáltatások meghatározóak a gazdasági fejlettséget tekintve. Ezen elgondolás mentén King – Levine (1993b) mutatta meg empirikusan, hogy a pénzügyi fejlettség megelőzi a gazdasági fejlődést, tehát okozója annak. 80 ország 1960-1989 közötti adatait elemezve jutottak arra, hogy egy ország pénzügyi fejlettségi szintje és időbeli alakulása jelentős pozitív hatással bír az egy főre jutó reál GDP növekedését tekintve. Ezen eredményt, vagyis, hogy a (jellemzően hitel/GDP-ben mért) pénzügyi fejlettség okozója a (jellemzően egy főre jutó reál GDP-ben mért) gazdasági növekedésnek,

később más szerzők is alátámasztották tanulmányaikban (King – Levine, 1993a; Levine – Zervos, 1998; Levine et al., 2000; Beck et al., 2000; Beck et al.; 2012; Laeven – Levine – Michalopoulos, 2015). Mindezen eredmények rámutatnak, hogy egy fenntartható, túlzott kilengésektől mentes pénzügyi rendszer a gazdasági növekedés, így a társadalmi jólét szempontjából is elengedhetetlen.

Árnyalja a képet, hogy az IMF (2015) elemzése alapján a kapcsolat nem lineáris, a pénzügyi mélyülés határhaszna csökkenő, Law – Singh (2014) szerint pedig a pénzügy rendszer burjánzása egy bizonyos szint felett már káros, amely szintet hozzávetőlegesen a magánszektornak nyújtott hitel GDP-hez viszonyított arányának 100 százalékához kötik (Arcand et al., 2012).²⁷ Ezen szint felett már nem tűnik hasznosnak, gazdasági növekedést serkentőnek a banki hitelezés további, GDP növekedést meghaladó növekedése. Nem mindegy továbbá a pénzügyi rendszer mélyülésének gyorsasága sem, mely a kevésbé fejlett gazdaságok esetében túl gyorsan is végbemehet.

Emellett a pénzügyi közvetítőrendszer megfelelő célzottsága is kihívásokat jelent napjainkban. Nagyvolumenű, már-már túlzó mértékű finanszírozás irányul ugyanis olyan hagyományos szektorokba, amelyek növekedése érdemben már nem növeli az adott ország bruttó hozzáadott össztermékét, sőt hosszú távon akár kontraproduktív hatásokat is eredményezhet, miközben ezzel párhuzamosan a technológiai és zöld ágazatok nem jutnak megfelelő finanszírozáshoz. Ennek egyik oka, hogy a bankrendszer a jól kalkulálható kockázatokat keresi, így a nagy bizonytalansággal járó, de egyben diszruptív iparágak forráshoz jutását

²⁷ Ezen megállapítások esetében fontos hangsúlyozni, hogy a határként megkapott 100 százalékos Hitel/GDP szint nagyban függ attól, hogy milyen fejlettségi szintű országokat vizsgálunk, a tanulmányok jellemzően a fejlettebb országok mintáján elemeztek.

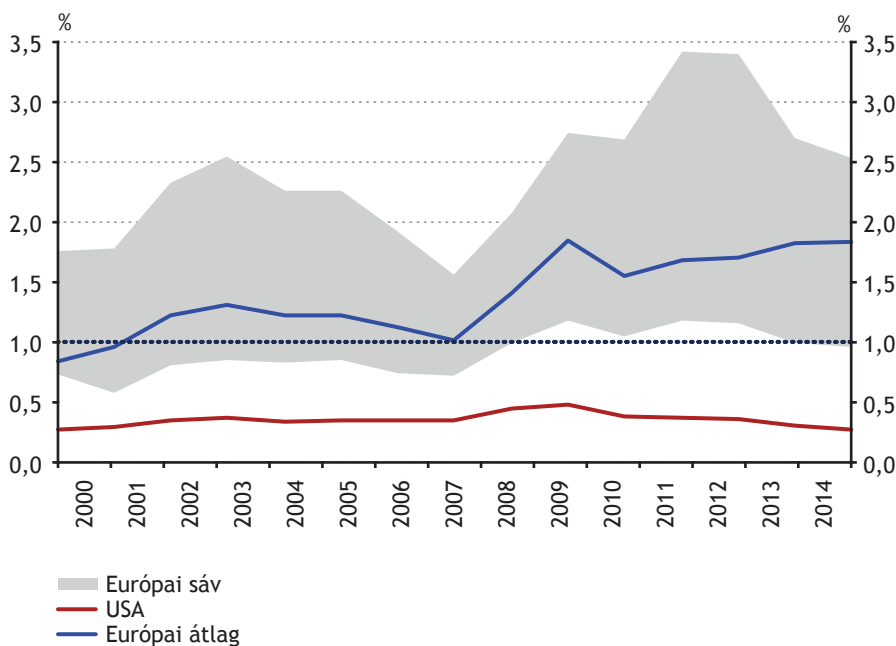
alapvetően nem szívesen biztosítja.²⁸ A fenntarthatóbb pénzügyi közvetítőrendszer kialakításakor így arra is figyelniünk kell, hogy a pénzügyi mélyüléssel párhuzamosan a megfelelő iparágak, így a tudásintenzív és az alacsony karbonintenzitású gazdaságot megalapozó ágazatok is kielégítő mértékű finanszírozáshoz jussanak.

Éppen ezért a pénzügyi mélyülés másik nagy dilemmája az egyes finanszírozási formák egymáshoz viszonyított aránya, amiben az intézményi adottságoknak meghatározó szerepe van. A kontinentális Európa pénzügyi közvetítőrendszerei például hagyományosan bankközpontúak, míg az angolszász pénzügyi rendszerekben a tőkepiacoknak jut nagyobb szerep (2. ábra). 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 trade-off áll fenn a pénzügyi mélyülés kapcsán a pénzügyi stabilitás és a gazdasági fejlődés között. A pénzügyi rendszer kockázatoságának szintjét emeli a banki hitelekben mért pénzügyi mélyülés növekedése, amennyiben ez nem jár együtt az egyéb finanszírozási források részarányának növekedésével (3. ábra), ezért fontos szempont a pénzügyi rendszer diverzifikációja is. Bats – Houben (2020) tanulmánya rámutat, hogy a túlzottan egyoldalú finanszírozási struktúrájú gazdaságokban – akár a banki hitelezés, akár a piaci alapú források vannak túlsúlyban –, jelentősen növekedhetnek a rendszerszintű kockázatok, amelynek minimális szintjét a két finanszírozási forma azonos mértéke esetére becsülték a szerzők. Összességében elmondható, hogy a fenntartható pénzügyi rendszer megvalósításánál a túlságosan gyorsan végbemenő, túlzott mértékű, illetve a túllontúl egyoldalú, nem diverzifikált pénzügyi mélyülés kockázatokat hordoz magában, illetve szuboptimális

²⁸ Erre példa, hogy csupán 2020 nyarán indult el a vállalati zöld kötvénypiac hazánkban, a kibocsátott zöld kötvények részaránya egyelőre mindössze 5,6%-os a fennálló kötvényállomány arányában, míg a befektetési alapokon belül csupán 0,5%-os súlyt képviselnek környezeti vagy társadalmi fenntarthatósággal (ESG) kapcsolatos befektetési alapok (MNB, 2021a) (a témát lásd részletesen a 18. fejezetben).

eredményre vezethet. Bár nem létezik egy univerzálisan elfogadott, optimálisnak tartott policy-mix a pénzügyi rendszer szerkezetét tekintve, ahogy nincs ideális recept a pénzügyi rendszer felzárkózására sem, fontosnak tűnik a diverzifikáció a pénzügyi mélyülés folyamata során.

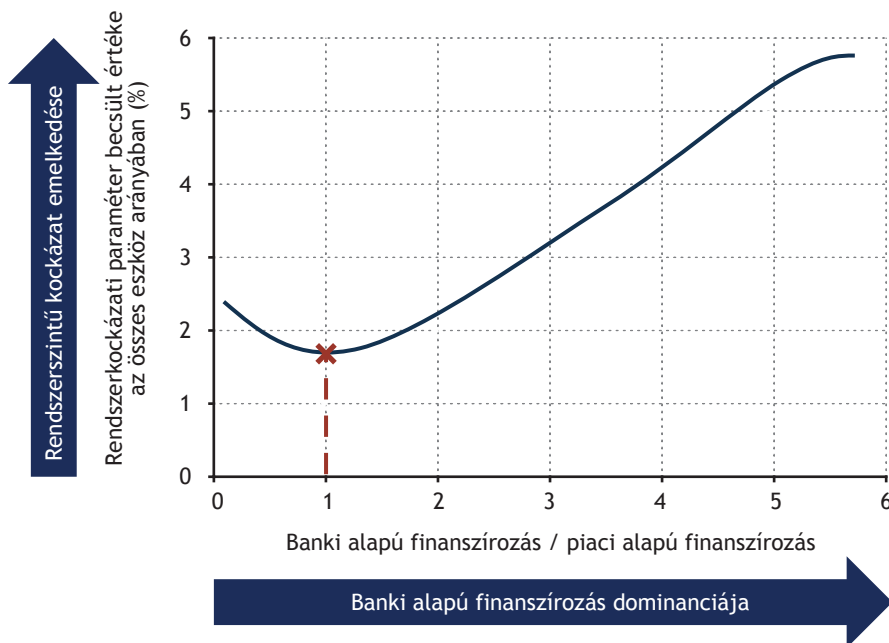
2. ábra: Banki hitelek és piaci források aránya nemzetközi összehasonlításban



Megjegyzés: 1 alatti érték esetén a tőkepiac, még 1 feletti érték esetén a bankhitel a túlsúlyos a finanszírozási szerkezeten belül.

Forrás: Arcand et al. (2012); Bats - Houben (2020)

3. ábra: A finanszírozási struktúra és a rendszerkockázat becslt kapcsolata



Megjegyzés: A vízszintes tengely a banki hitelállomány, valamint a nem-banki adósságalomány és a tőkepiaci kapitalizáció összegének aránya. A függőleges tengely a rendszerkockázati paraméter becslt értéke a pénzügyi intézmények összes eszközének arányában. Rendszerkockázati paraméter: a tőzsdén jegyzett pénzügyi intézmények tőkehiánya egy 6 hónap alatt történő, 40 százalékos tőkepiaci leértékelődés esetén. Forrás: Bats - Houben (2020).

Fontos kitérni a pénzügyi mélyülés és a pénzügyi bevonódás kapcsolataira is. Alapvető törvényszerűség, hogy széles körű pénzügyi bevonódás nélkül a pénzügyi mélyülés is korlátok közé szorul, a gazdaságot támogató nagymértékű pénzügyi fejlettséghez szükséges a társadalom minél nagyobb arányú beintegrálása a formális pénzügyi rendszerbe. A pénzügyi bevonódás és így a pénzügyi fejlettség mértéke pedig nagyban összefügg a társadalmi berendezkedés egyenlőségével (egyenlőtlenségével), ahogy azt több tanulmány is tárgyalja. Coibion et al. (2014) tanulmányukban kimutatták, hogy az egyenlőtlenebb társadalmakban a szegényebb rétegek a jövedelmükhöz képest kevésbé adósodnak el,

mint az egyenlőbb társadalmakban. Ez azt indukálja, hogy a társadalmi egyenlőtlenségek növekedése hozzájárulhat a pénzügyi mélyülés lassulásához, és ezáltal hosszú távon a gazdasági fejlődést, GDP növekedést is lassíthatja. Turégeno – Herrero (2018) a kapcsolatot másik irányból támasztották alá, eredményeik szerint azon országokban, ahol magasabb a pénzügyi bevonódás szintje, a jövedelem is egyenlőbben oszlik meg. Ezen eredmények megmutatják, hogy a pénzügyi mélyülés együtt jár a pénzügyi bevonódás bővülésével is, amely szoros kapcsolatban áll a társadalmi egyenlőség szintjével, amelyek így a fenntartható és gazdaságot támogató pénzügyi rendszer alapját kell képezzék.

10.2. A gazdasági szereplők „alternatív”, nembanki forráshoz jutási lehetőségei

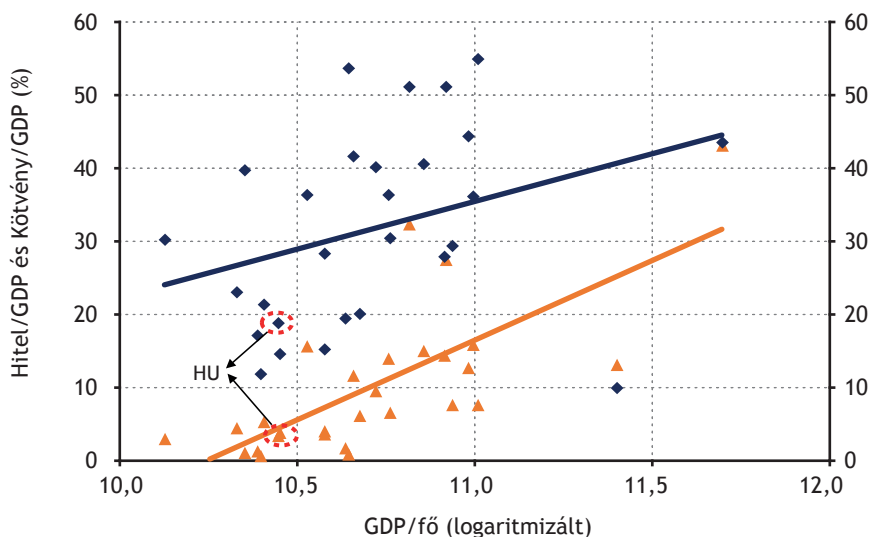
10.2.1. Részvénypiac, kötvénypiac, kockázati tőke

A banki hitelek mellett a pénzügyi piacok is rendelkezésre bocsáthatják a vállalatok számára a működésükhöz és bővülésükhöz szükséges forrásokat. Ezek összetétele és formája azonban érdemben befolyásolja a vállalatok működési lehetőségeit. Összességében csak megfelelő struktúrájú finanszírozási szerkezettel rendelkező pénzpiac mellett valósulhat meg fenntartható gazdasági növekedés. Az alfejezetben bemutatjuk a vállalatok számára legfontosabb forrásbevonást lehetővé tevő piacok (hitelpiac, kötvénypiac, részvénypiac) magyarországi helyzetét, illetve, hogy az elmúlt években milyen új forrásbevonási lehetőségek nyíltak a fiatal, innovatív vállalatok számára.

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, így a további pénzügyi mélyülés a gazdasági növekedésre is kedvezően hathat. Jelenleg hazánkban mind

a hitel/GDP, mind a kötvény/GDP mutató értéke még a relatív gazdasági fejlettségünkkel korrigálva is alacsonynak tekinthető nemzetközi összehasonlításban (4. ábra), a pénzügyi piacok mélyítése így kiemelt nemzetgazdasági célnak tekinthető. A pénzügyi és gazdasági fejlettségünk egyelőre jelentősen elmarad a fejlett nyugat-európai versenytársainktól, így a pénzügyi mélyülés határhaszna hazánkban vélhetően magas (IMF, 2015), a mélyüléssel párhuzamosan a potenciális gazdasági növekedésünk is gyorsulhatna.²⁹

4. ábra: A nem-pénzügyi vállalatok banki hitelállománya (kék) és kötvényállománya (narancssárga) GDP-arányosan a GDP/fő függvényében nemzetközi összehasonlításban



Megjegyzés: Az ábrán az EU tagállamainak értékei találhatóak, 2020 év végi adatok alapján.

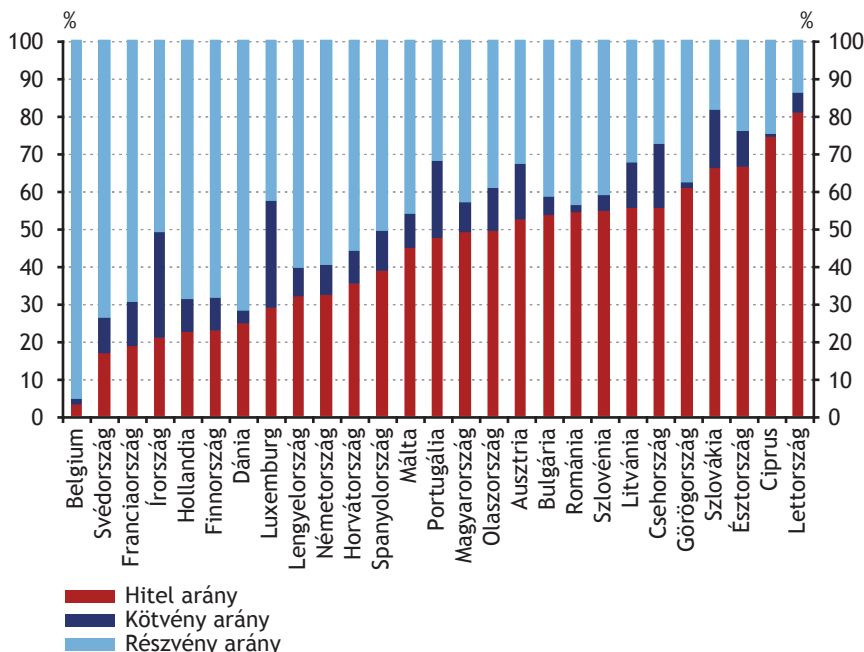
Forrás: BIS, EKB

²⁹ 2020 év végi adatok alapján a nem-pénzügyi vállalatok banki hitelállománya 18,9 százalékot tett ki a GDP arányában Magyarországon, ami Európai Uniói összevetésben a hatodik legalacsonyabbnak tekinthető, még az eurózónában ugyanezen mutató a magyarnak közel kétszeresét, 37,6 százalékot ért el a GDP arányában.

A hitelpiac növekedésének támogatása mellett azonban még fontosabb a tőkepiac megerősítése. Európa szerte összességében nagyon alacsony a tőkepiaci finanszírozás súlya az angolszász országokhoz képest. Az öreg kontinens országai, azon belül is leginkább a kelet-közép-európai térség túlságosan banki központú finanszírozási modellje jelentős rendszerkockázatot jelent, többek között a banki működés prociklikalitása miatt, így fontos minél jobban elmozdulni a tőkepiaci finanszírozási struktúrák irányába, mivel a diverzifikálódó pénzügyi struktúra érdemben növelhetné a térség pénzügyi ellenállóképességét. Magyarországon mind a kötvénypiaci, mind a részvénytőkepiaci finanszírozási forma részaránya magasabb, mint a többi kelet-közép európai országban (5. ábra), azonban GDP-arányosan mindenképp további előrelépés szükséges egy rendszerkockázati szempontból fenntarthatóbb finanszírozási struktúra kialakításához.³⁰ A pénzügyi stabilitás növekedése mellett egy likvid vállalati kötvénypiac elősegítené az egészséges verseny növekedését a vállalatok forrásait biztosító piacok között és így a jegybanki kamatdöntések is hatékonyabban érvényesülnének a jövőben.

³⁰ A kötvénypiaci finanszírozás struktúrájában fennálló jelentős lemaradásra válaszul a Magyar Nemzeti Bank 2019 nyarán elindította a Növekedési Kötvényprogramját, hogy a túlzottan hitelpiac dominálta vállalati forrásbevonás diverzifikáltabbá váljon.

5. ábra: Finanszírozási források megoszlása Európa egyes országait tekintve



Megjegyzés: A hitelrész a hitelintézeteknél lévő hitelállomány, a kötvényszerű rész a nempénzügyi vállalatok mérlegben lévő kötvényállomány, míg a részvényrész a tőzsdén jegyzett rezidens vállalatok tőkepiaci kapitalizációja alapján számolva.

Forrás: Eurostat, OECD, EKB.

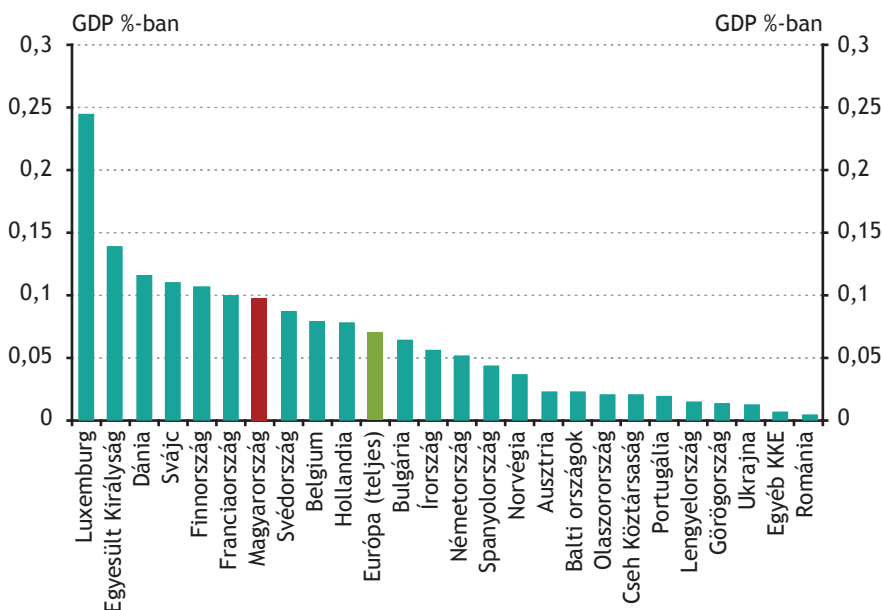
A fenti finanszírozási formák leginkább az érett vállalatok finanszírozását segítik elő, azonban gyorsan változó világunkban kifejezetten fontos, hogy a nagy kockázatú, ám nagy innovációs képességekkel rendelkező fiatal vállalatok is megfelelő forráshoz jussanak. A kockázati tőkebefektetések nagyrésze veszteségesen zárul, azonban az igazán sikeres startupok miatt a szektor profitábilis tud lenni, például a WhatsApp 2014-es eladása több, mint 1000 százalékos hozamot jelentett a kockázati tőkebefektetőknek (CBINSIGHTS, 2021). A startupok árbevétel, múltbéli teljesítmény és fizikai infrastruktúra hiányában, valamint a terveik „éles helyzetben” nem kipróbált mivolta miatt a klasszikus keretek között nem jutnak finanszírozáshoz, ám segítségükre mind intézményesült, mind jelenleg kialakuló keretek is rendelkezésre állnak. A kockázati tőkebefek-

tetők a startupok tipikus, magas kockázatot vállaló és tőkefinanszírozást nyújtó, így tulajdoni részesedést szerző intézményesült finanszírozói. A kockázati tőke-befektetők tevékenységükkel érdemben hozzájárulhatnak egy adott iparágban az innováció erősödéséhez (Faria – Barbosa, 2014), az iparági szabadalmi arányok növekedéséhez (Kortum – Lerner, 2001), valamint hosszú távon új munkahelyeket és jövedelmet generálnak (Cheng et al., 2019) a térség lakói számára. Emellett az érettebb vállalatok is megjelennek a piacon a friss versenytársaik felvásárlásával, az induló vállalatok finanszírozásával vagy inkubációjával, hogy az innovációs versenyben ne kerüljenek hátrányba. A globális kockázati tőkebefektetés egyik legfontosabb központja az Egyesült Államok, ahol a kockázati tőkealap beruházások megközelítik a GDP 0,4 százalékát. Ez GDP arányosan a hazai érték négyszerese, azonban a magyar mutató az elmúlt években javuló teljesítményt mutatott és 2020-ban az európai átlag felett teljesített (Invest Europe, 2021).



A kockázati tőke
szerepe

6. ábra: A kockázati tőkealapok beruházásai a GDP arányában Európában (%)



Forrás: Invest Europe (2021).

Az információs forradalomnak köszönhetően napjainkban új, kevésbé intézményesült finanszírozási keretek is mindinkább rendelkezésre állnak az induló vállalkozások számára. Egyre inkább elterjedtté válik a közösségi finanszírozás (*crowdfunding*), ahol a magánszemélyek online csatornán keresztül ún. mikroadományokkal előlegezik meg a tőkét a startup számára, akár ellenszolgáltatás nélkül vagy későbbi termékekért, szolgáltatásért cserébe. Természetesen a közösségi finanszírozásban a klasszikus keretekhez kapcsolódó finanszírozási modellek is elterjedtek, vagyis amely során a forrást nyújtó kisbefektetők tulajdont (részvénytípusú közösségi finanszírozás) szereznek a kezdővállalkozásból vagy csupán meghitelezik (hiteltípusú közösségi finanszírozás) azt. A technológiai fejlettség miatt ma már ezen finanszírozási forma nem ismer határokat, a platformokon keresztül bárki megpróbálkozhat tőkegyűjtéssel, valamint a befektetők alacsony tranzakciós költség mellett a világ minden táján egyszerűen fektethetnek be innovatív vállalkozásokba. A közösségi finanszírozás jelentős előnye a kockázati tőkével szemben, hogy a vállalkozók a kapott forrás ellenére sem kerülnek függő helyzetbe a befektetőktől, valamint a számtalan kisbefektető miatt kis anyagi- és időráfordítással nagymintán tudják tesztelni ötletük életképességét, pozitív fogadtatás esetén pedig a jövőbeli fogyasztóikhoz is közelebb kerülnek. Ezzel szemben a konstrukció hátránya, hogy a kockázatmegosztás kevésbé érvényesül: habár a befektetők jellemzően kismértékű hozzájárulást tesznek, a kockázatvállalásuk közvetlen az adott projektben, konkrét vállalkozási ötletet finanszíroznak. Emiatt a forrásgyűjtést követően a vállalkozás működése kötöttebbé, rugalmatlanabbá válik, hisz még új információk birtokában sem térhetnek el érdemben a forrásbevonás során meghatározott céltól. Emellett többek között a kisbefektetők tájékozatlansága vagy a nem megfelelő marketing miatt a piacfelmérés könnyen fals negatív eredményt adhat, valamint az ötletek könnyebb lemásolása, ellopása is kockázat lehet az induló vállalkozás számára. Összességében a közösségi finanszírozás a klasszikus kockázati tőke keretében finanszírozáshoz nem jutó új, innovatív startupok számára jó lehetőséget kínálhat, ezáltal hozzájárulhat a pénzügyi közvetítőrendszer hatékonyságának javulásához, amennyi-

ben mind a befektetők, mind a startupok megfelelő mértékben mérik fel ezen finanszírozási forma előnyeit és hátrányait.

A hitelezési piacon is egyre inkább teret nyer a kisösszegű, kisbefektetőktől induló, egyenlő felek közötti célzott hitelezés. Ennek egyik formája a személyközi hitelezés (peer-to-peer), ahol egyenrangú felek között közvetlenül jön létre pénzügyi tranzakció. A közösségi finanszírozáshoz hasonlóan egy online platform közvetlenül köti össze a hitelt kereső ügyfeleket a befektetőkkel, azzal a céllal, hogy a közvetítői szegmens kiiktatásával költséghatékonyabb megoldást kínáljon. Ezen pénzügyi közvetítés elméleti alapja a piaci szabályozás fejletlensége mellett, hogy a BigData és egyéb technológiai eszközök alkalmazásával, az ügyfelek által átadott puha információk birtokában hatékonyabban határozhatja meg egy személy hitelképességét, mint egy klasszikus bank. A személyközi hitelezés esetében azonban az egyének a banki működésre jellemző kockázatporlasztást nem tudják megvalósítani, a hitelkockázatot teljes mértékben viselik. Dömötör és Ölvedi (2021) szerint azonban a személyközi hitelezés költséghatékonyasága megkérdőjelezhető, az általuk vizsgált platformok költségei meghaladták a hagyományos banki közvetítés költségeit. Emellett a tanulmány arra a következtetésre jutott, hogy a személyközi hitelezés nagyobb volumenben nem jövedelmező, a legnagyobb platformok célja a piaci részesedés növelése, majd a hagyományos pénzügyi közvetítés irányába történő elmozdulás, digitális bankká alakulás. Összességében a személyközi hitelezést nyújtó platformok új belépési lehetőséget kínálhatnak a pénzügyi közvetítői piacra, ezáltal hozzájárulhatnak a piaci verseny fokozódásához, valamint a klasszikus szereplőket is erősebb digitalizációs nyomás alá helyezhetik.

Emellett a jövőben a pénzügyi közvetítőrendszer számos egyéb innovatív módon újulhat még meg: az alap kutatás és alkalmazott kutatás közötti idő lerövidülésével az egyetemek szerepe is növekedhet a jövőben, lehetőséget biztosíthatnak az új vállalatok fejlődésére start-up versenyekkel, pályázatokkal vagy az egyetemi infrastruktúrájuk megosztásával. Új szereplőként pedig mára már a média is lehetőséget te-

remt az innovatív vállalatok számára a forrásbevonásra, az ötletek és versenyek nézők számára fogyaszthatóvá tételével a startupok számára egy új platform alakult a pénzszerzésre, illetve a fogyasztói bázis bővítésére. A rendelkezésre álló adatok bővülése, valamint a digitalizáció, az algoritmikus eljárások és számítási kapacitások további fejlődése a jövőben újabb helyeken nyithatja meg a startupok számára a lehetőséget a forrásbevonásra.

A sokszínű, a vállalatok igényeit és érettségét jól kielégítő finanszírozási rendszer kialakítása érdemben befolyásolja a pénzügyi piacok fenntarthatóságát: a széles körnek elérhető, versengő finanszírozási formák hozzájárulnak ahhoz, hogy a vállalatok versenyképes áron jussanak finanszírozáshoz, míg az egyes elemek kiegyensúlyozottsága erősíti a pénzügyi stabilitást, ellenállóképességet. Emiatt fontos, hogy a pénzpiacaink mennyiségi bővülése kiegyensúlyozott módon, minőségi tényezőkkel összekapcsolódva folytatódjon a jövőben is.

10.2.2. Fintech és bigtech cégek által nyújtott hitelek: előnyök és hátrányok

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 hitel és 572 milliárd dollárnyi bigtech hitel áramlott ki globálisan. Előbbi cégek hitelezési aktivitása Kínában, az USA-ban és az Egyesült Királyságban a legnagyobb, míg a bigtech hitelek Kínában, Japánban, Dél-Koreában, Délkelet-Ázsiában és egyes afrikai és latin-amerikai országokban terjednek leginkább (Cornelli et al., 2020).



Felforgató technológiák a pénzügyi szektorban

Empirikus tapasztalatok szerint ezek az alternatív hitelezők ott tudják leginkább növelni az aktivitásukat, ahol – ceteris paribus – az egy főre jutó GDP magasabb, ahol a bankszektor által alkalmazott felárak nagyobbak vagy ahol a bankszabályozás, illetve általánosan az üzleti környezet szabályozása kevésbé szigorú. A fintech hitelek terjedését a bankfiók-hálózat sűrűsége is befolyásolja: minél kevesebb az egy főre jutó fiók, annál nagyobb mértékben tudnak elterjedni ezek a hitelek (Cornelli et al., 2020).

A fintech és főleg a bigtech cégek hitelezési tevékenysége során 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” közvetítők esetében jellemzően a hiteligényléskor begyűjtött, formalizált és megfelelően alátámasztott dokumentáción alapul (mint például jövedelem-igazolás, központi hitelinformációs rendszer negatív adatai), addig az új szereplők számára nagyméretű, bár gyakran nem strukturált adathalmaz áll rendelkezésre (7. ábra).

Az emberek és vállalatok online tevékenysége nyomán rendkívüli módon megnövekedett azon információk halmaza, amelyekből releváns következtetéseket lehet levonni egy-egy adós későbbi fizetési képességére, illetve fizetési hajlandóságára vonatkozóan. Például a digitális lábnyom sokat elárul a hitelfelvevőről: a jövedelmi helyzetéről árulkodik az, hogy milyen eszközről jelentkezik be az adott honlapra, de információ tartalma van annak is, hogy az ügyfél e-mail címében szerepel-e a neve, vagy sem. A vásárlás/hitelfelvétel időpontja az adós impulzivitásáról adhat információt, míg az, ha egy ár-összehasonlító oldalról érkezik a fogyasztó, prudens magatartásról tanúskodhat (Berg et al., 2019).

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



Forrás: Saját szerkesztés.

Egy lehetséges előrelépést jelent a hitelkockázat vizsgálata során a hitelkérelem szövegezésének elemzése is. A kérelem vagy annak egyes részei esetében a kitöltés módja sokat elárulhat az ügyfél körülményeiről, jellemvonásairól, élethelyzetéről (Netzer et al., 2019).



A mesterséges
intelligencia
kockázata

A technológiai fejlődés, az elemzési eszközök innovációja azonban nem csak előnyökkel járhat. Fontos dilemmát jelent az, hogy hol szabjunk határt a hatékonyságnak: mely adatok legyenek elérhetőek a pénzügyi intézmények számára, és melyek maradjanak a magánszféra határain belül. Például egy hitelező számára hasznos lehet, ha el tudja olvasni a hitelfelvevő chat beszélgetéseit akár évekre visszamenőleg, és láthatja, hogy hogyan nyilatkozott a pénzügyeiről. Előfordult-e, hogy inkább szórakozásra költötte a pénzét, ahelyett, hogy a számláit fizette volna be, vagy figyel-e arra, hogy minden hónapban tudjon megtakarítani. A beszélgetéseink sokat

elárulhatnak a viselkedésünk mögötti motivációkról, azonban ennek az az ára, hogy betekintést engedünk a privát szféránkba, még ha csak egy algoritmus számára is. Ezeknek az aggályoknak a kezelése minenképpen szükséges ahhoz, hogy a hatékonyságban elérhető előnyök társadalmi feszültségek nélkül kiaknázhatóak legyenek.

Kijelenthetjük, hogy manapság a fintech és bigtech cégek és az általuk nyújtott szolgáltatások az életünk részét képezik, emiatt kiemelt figyelemmel kell követnünk, hogy ezen vállalatok új, hatékonyabb megoldásaikkal hogyan változtatják meg a hitelezési piacot. Korábban sok esetben volt tapasztalható, hogy adott technológiai cégek új szolgáltatásai exponenciális növekedést elérve diszruptívan hatottak egy klasszikus piac működésére, ami még inkább óvatosságra intheti a külső finanszírozás fenntarthatóságáért aggódókat. Kiváltképpen amiatt, mert nehéz megjósolni, hogy ezen szolgáltatások népszerűsége milyen méreteket ölt a jövőben, együtt létezik-e majd a piac klasszikus szereplőivel, vagy esetleg jelentősen háttérbe is szorítja őket. A fenntartható pénzügyi rendszer szempontjából kiemelt jelentőséggel bír az, hogy a technológiai cégek hitelezési aktivitása által okozott strukturális változás ne járjon olyan kockázatokkal, amelyek problémákat okozhatnak a piac kínálatát és folytonosságát tekintve. Összességében kijelenthető, hogy a fintech és bigtech cégek hitelezése esetében az előnyök realizálása kockázatos tranzíciós periódussal járhat, melynek szoros monitoringja különösen fontos a stabil, túlzott kilengésektől mentes, fenntartható finanszírozási szektor megvalósulása érdekében.

10.3. Pénzügyi bevonódás és kizáródás a digitalizáció korában

10.3.1. Fiókbezárások és online bankolás³¹

Fontos cél az európai, de különösen a magyarországi bankrendszer fenntarthatóságát tekintve, hogy a bankok minél hatékonyabbá váljanak, mivel a hatékonyság javulásával elért alacsonyabb költségek – megfelelő verseny mellett – alacsonyabb kamatokat eredményeznek. A túlbankosodás strukturális problémájára a megoldás egyik kézenfekvő módja, ha a bankok bezárják azon fiókjaikat, amelyek az adott körülmények között nem képesek rentábilisan működni. 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, amely a gyakorlatban a bankfiókokat és a fiókokban elérhető szolgáltatásokat foglalja magában. Bár a digitális szolgáltatások elterjedésével a pénzügyi szolgáltatókkal (jellemzően a hitelintézetekkel és a pénzügyi vállalkozásokkal) való fizikai kapcsolattartást részben helyettesíteni képes az online ügyintézés, ennek mértékét több tényező is árnyalja. Egyrészt kínálati oldalt tekintve sem tekinthetjük teljesnek az online térben intézhető pénzügyi szolgáltatások palettáját, mert az olyan komplex hitelügyletek, mint a jelzáloghitelezés személyes jelenlétet igényelnek. Másrészt a keresleti oldalt leképező lakosság esetében sem feltételezhető, hogy mindenki rendelkezik a digitális megoldásokhoz elengedhetetlen technológiai készségekkel vagy affinitással. Ezen problémák leginkább az idősebb és alacsonyabb jövedelmű társadalmi csoportok esetében jelenthetnek akadályt.

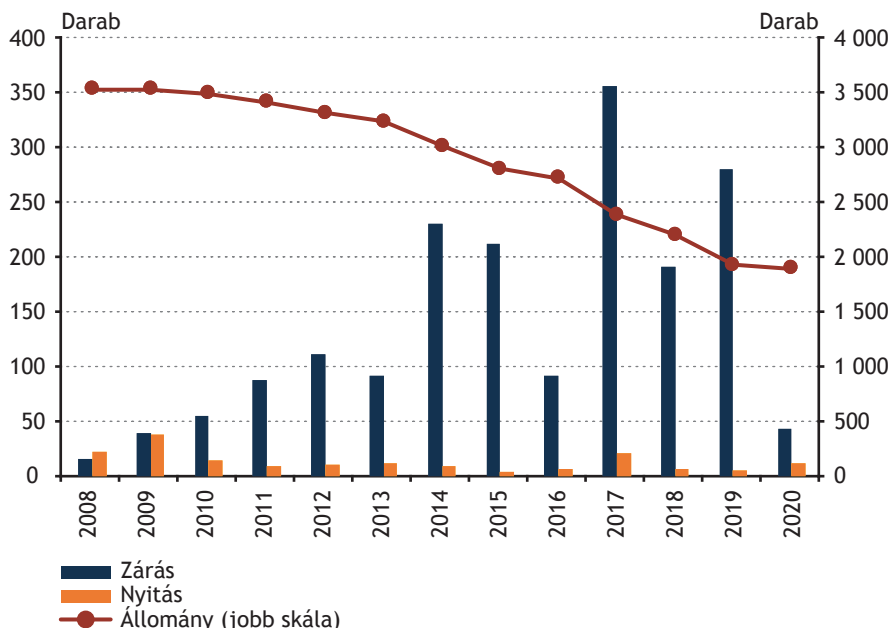
Az EKB (2021) adatai alapján 2008 és 2019 között a bankfiókok száma 31 százalékkal csökkent az Európai Unióban. A válság után rövid távon

³¹ MNB (2021b) és El-Meouch (2021) alapján.

végbement fiókbezárások alapvetően azt mutatták meg, hogy az addigi költségalapú versenyt (földrajzi terjeszkedést) nem lehetett az adott körülmények között tovább folytatni, amely a legkevesbé nyereséges egységek bezárásához vezetett. A válságot ezután egy nagyon hosszú alkalmazkodási időszak követte, amely idő alatt a lakossági hitelezés (mely a bankfiókokkal való jelenlét szempontjából a leginkább meghatározó ügyleteket foglalja magában) jelentősen visszaesett, emiatt nem volt indokolt további fiókok nyitása. A fiókhálózat további csökkentése került előtérbe, amely irányt a folyamatosan változó fogyasztási szokások (internetbankolás elterjedése) is erősítettek.

A fiókbezárási trend a magyar hitelintézeteket is nagymértékben érintette, 2008 és 2020 között két hullámban mintegy 46 százalékkal csökkent a fiókok száma. A bankfiókhálózat csökkenése számottevően 2010-től kezdődött (8. ábra), aminek alapvető oka, hogy a bankfiók nyitásról és zárásról való döntés és annak megvalósulása között szükségszerűen több-kevesebb idő el kell teljen, amely leginkább az ingatlanl, személyzettel, speciális berendezéssel, biztonsági eszközökkel kapcsolatos ügyintézésnek (bezárás esetén pl. a személyzet leépítésének) tulajdonítható. Ahogyan az a 8. ábrán megfigyelhető, a magyarországi fiókbezárások két nagyobb hullámban mentek végbe: 2012 és 2015 között jellemzően a nagyobb kereskedelmi bankok hálózati egységeinek bezárásai csökkentették a fiókok számát, míg 2017 és 2019 között a bezárások túlnyomó része a takarékszövetkezeti integrációnak tulajdonítható. A vizsgált periódusban (2008-2020) a fiókbezárások 46 százaléka (2015-2020 között 63 százaléka) községet érintett, így a bankfióki szolgáltatásokkal le nem fedett települések száma jelentősen, 1729-ről 2456-ra nőtt az időszak alatt. Ebből kifolyólag azon népesség száma is jelentős megnőtt, amely így bankfiók nyújtotta szolgáltatás nélkül maradt: a 2008-as 950 ezerről 2020-ra 2 millióra emelkedett a bankfiók nélküli településen lakók száma.

8. ábra: Bankfiók nyitások, zárások és az állomány alakulása Magyarországon
2008. szeptember és 2020. december között



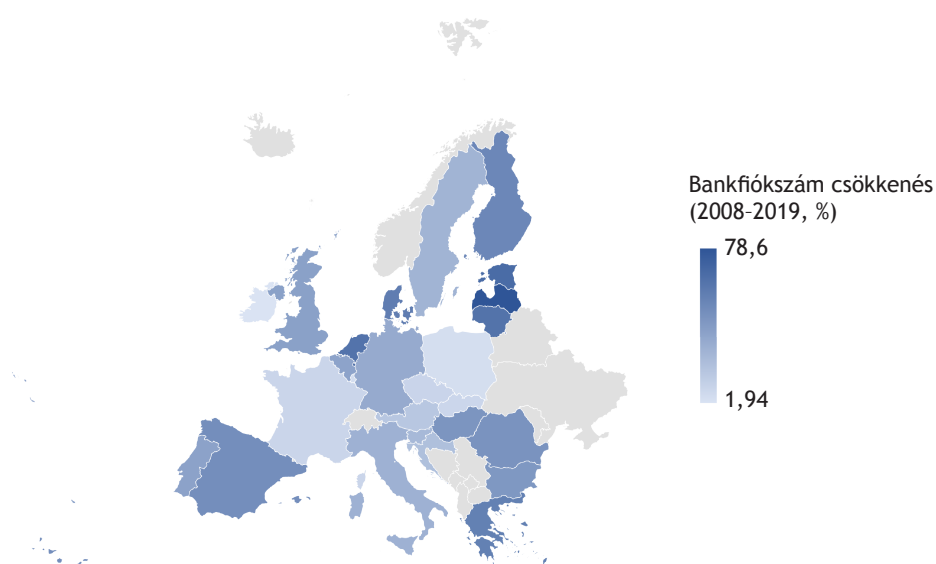
Megjegyzés: A bankfiók állomány az adott év végi állapotot tükrözi. A 2008-as bankfiók nyitások és zárások az év utolsó négy hónapjára vonatkoznak.

Forrás: MNB (2021b).

Felismerve a túlbankosodás jelentette strukturális problémát, valamint a technikai fejlődés hajtóerejét és az átalakuló ügyfélszokásokat, az Európai Unió egyes tagországaiban is hasonló méretű bankfiókhálózat csökkenés ment végbe a 2008-as gazdasági válságot követően, ezt a 9. ábra mutatja. A bankfiókok klasszikus szerepének megváltozását támasztja alá, hogy minden tagországban csökkent a fiókok száma, legnagyobb mértékben a Balti országokban és Hollandiában, de az átlagtól több hálózati egység zárt be Magyarországon, Romániában és Bulgáriában is. A digitalizáció bankfiók bezárási trendben játszott szerepét az Eurostat (2021) adatai is alátámasztják, amelyek az online bankolási megoldások használatát mutatják a lakosság körében. Legjobb példa az összefüggést tekintve, hogy a balti és skandináv országokban az átlagnál magasabb, jelentős bankfiók hálózat csökkenés következett be az időszak alatt, ami

többek között a digitális bankolás széleskörű elterjedésével párhuzamosan ment végbe. Az online bankolási rangsorban ezen országok elől helyezkednek el, meghaladva az EU és az eurózóna átlagát is (Eurostat, 2021). A 35 európai országot magában foglaló adatgyűjtés alapján a digitális banki megoldások használatát tekintve Dánia a 2., Norvégia a 3., Finnország a 4. helyen (90 százalék feletti penetrációs értékek), míg Svédország a 6. (85%), Észtország a 7. (80%), Lettország a 9. (76%), Litvánia pedig a 14. (69%) helyen áll (Eurostat, 2021). Külön érdemes lehet kiemelni Észtországot, amelynél a fiókszám harmadára csökkenését (2. legnagyobb mértékű csökkenés a vizsgált országok közül) egy nem csak online banki megoldások elterjedését eredményező, hanem az élet számos egyéb területére kiterjedő erőteljes digitalizáció kísérte végig a vizsgált bő tíz évben. Ez a jelenség, vagyis, hogy a lakosok az élet bármely területén találkozhatnak digitális készséget igénylő szolgáltatásokkal, növelheti az egyéb területeken megjelenő digitális megoldások elfogadottságát, így az online banki szolgáltatások elfogadottságát is.

9. ábra: Bankfiók szám csökkenés az Európai Unió tagországaiban 2008-2019 között



Forrás: EKB (2021) alapján saját szerkesztés.

A fiókokkal való fizikai kapcsolattartást a banki digitális megoldások egyre nagyobb mértékben helyettesíthetik a jövőben is, amelyek a szolgáltatások széleskörű elterjedését, valamint a lakosság edukációját igénylik. Alapvető, a jövőben kialakítandó policy lépések szempontjából releváns összefüggés lehet viszont, hogy a fiókbezárások alapvetően azon kistelepüléseken történhetnek, amelyek lakói digitális készségeket és affinitást tekintve kevésbé fogékonyak az online megoldások használatára, illetve ahol kisebb arányban rendelkeznek a szükséges infrastruktúrával (bekötött internet, mobilinternet).³² Nagy jelentőséggel bíró szempont továbbá az online megoldások térnyerését tekintve a lakosság pénzügyi és technológiai tudatosságának erősítése is, amely nélkül azok kihasználtsági szintje korlátokba ütközhet. A pénzügyi edukáció a fenntartható finanszírozás fontos lába, amelynek fejlesztését tekintve a technológiai képességek, tudatosság lehetőségeket hordoz magában. A két szempont egymást erősíteni képes, a pénzügyi tudatosság magasabb szintje növelheti az online megoldások használatának arányát, de a digitális készségek is pozitívan hathatnak a lakosság pénzügyi tudatosságának szintjére, hiszen bizonyos nélkülözhetetlen információk, ismeretek, segédanyagok könnyebb, gyorsabb elérésének lehetőségét teremtik meg. Pozitív, az ügyfeleket a digitális megoldások irányába terelő hozadéka lehet a fiókbezárásoknak, hogy a bankfiókok nehezebb elérése az addigra már kiépült digitális infrastruktúra kihasználtságát növelheti.

10.3.2. Makroprudenciális szabályozás: a pénzügyi stabilitás és a pénzügyi bevonódás határán³³

Nem csak a fizikai infrastruktúra elérhetősége, de a pénzügyi szabályozás is befolyásolja azt, hogy ki, hogyan és milyen mértékben képes eladósodni. Magyarországon – és az EU számos más országában

³² Magyarországon esetében a bankfiók nélküli településeken az egy főre jutó internetelérést tekintve felülreprezentáltak a kevésbé lefedett települések, amelyről részletes elemzés a 2021. júniusi Pénzügyi Stabilitási Jelentésben található.

³³ Dancsik (2021) alapján.

– hatályban vannak úgynevezett adósságfék-szabályok, amelyek csak a jövedelem egy bizonyos százalékáig teszik lehetővé a hitelfelvételt a lakossági adósok számára, vagy épp a hitelfedezet arányában korlátozzák a felvehető hitelösszeget.

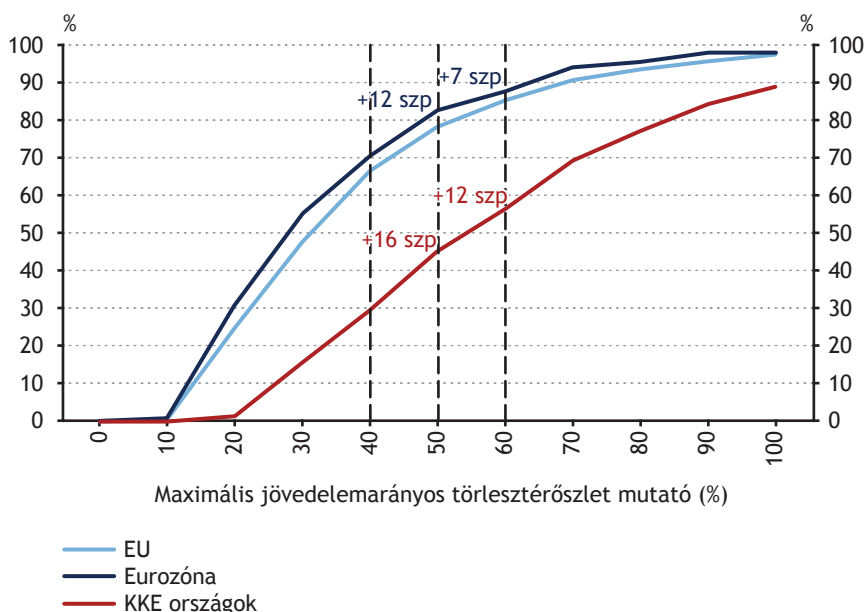
Az ilyen szabályokra azért van szükség, mert az adósok túlzott hitelfelvétele képes a saját helyzetükön túlmutató kockázatokat is okozni, akár a makrogazdaság egésze szintjén. Erre jó példa a 2007-2008-as subprime válság, ahol a krízis és az azt követő recesszió egyik fő oka a háztartások túlzott mértékű eladósodottsága és az ebből fakadó alkalmazkodási kényszer volt (Mian – Sufi, 2014).

A makrogazdasági előnyök mellett azonban ezek az adósságfék-szabályok azzal is járnak, hogy egyes adósokat kiszorítanak a hitelpiacról. Például az alacsonyabb jövedelmű, vagy alacsonyabb önerővel rendelkező hitelfelvevők számára valós korlátot jelenthetnek ezek a szabályok, és hiteligényük visszavonására, vagy módosítására – például a tervezettnél kisebb hitelösszeg felvételére – készíthetjük őket. Ez különösen a pályakezdő fiatalokat érintheti hátrányosan, és esetükben a legnagyobb a jólétveszteség is, hiszen ezen potenciális hitelfelvevők előtt az átlagosnál nagyobb mértékű bérnövekedés áll, miközben aktuális jövedelmük még alacsony, és sok esetben megfelelő önerejük sincs.

Ezeket a hatásokat szemlélteti a 10. ábra és a 11. ábra. Előbbi ábrán különböző jövedeleमारányos törlesztőrészlet mutatók (JTM) mellett bemutatjuk, hogy az EU (valamint az eurozóna és a KKE országok) népességének hány százaléka lenne képes kifizetni egy olyan hitel törlesztőrészletét, amelyből egy 50 négyzetméteres fővárosi lakás megvásárolható. A JTM limit 40 százalékról 50 százalékra történő megváltoztatása akár az EU népességének addicionális 12 százaléka esetében is lehetővé teheti egy ilyen lakás megvásárlását. Természetesen ez egy sematikus számítás, amely csupán az elméleti maximumot mutatja meg, hiszen a bankok maguktól is dönthetnek szigorúbb JTM szabályok al-

kalmazásáról.³⁴ A 11. ábra pedig azt mutatja meg, hogy hogyan változik az önerő összegyűjtésének időigénye különböző LTV maximumok mellett. Minél nagyobb hitelt tud felvenni az adós, annál kevesebb ideig szükséges megtakarítania és annál korábban saját tulajdonhoz juthat.

10. ábra: Az EU népességének hány százaléka képes megvenni egy 50 négyzetméteres fővárosi lakást hitelből történő finanszírozás esetén, különböző JTM limitek mellett

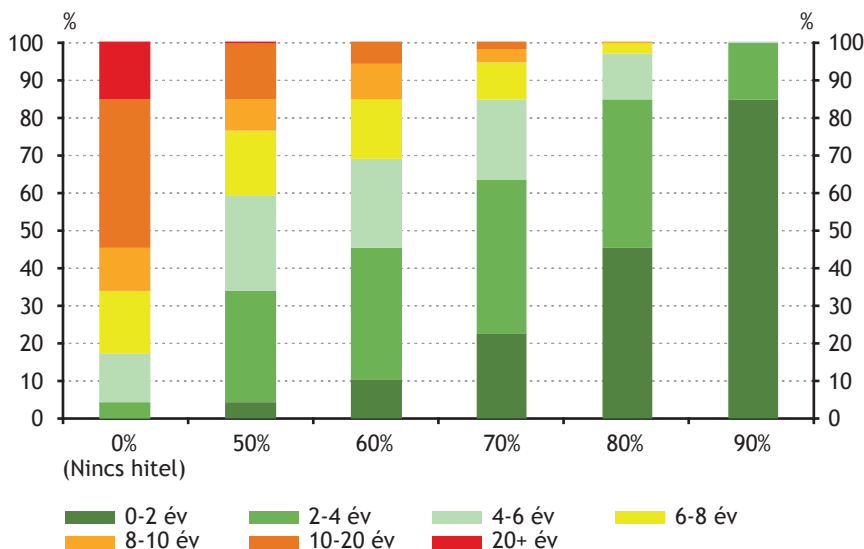


Megjegyzés: A számítást az egyes országok átlagos fővárosi négyzetméterárára alapoztuk. Megvizsgáltuk, hogy hány háztartás képes kifizetni egy 30 éves, 70 százalékos LTV mellett felvett hitel törlesztőrészletét az adott ország átlagos kamatszintjei és jövedelem eloszlása mellett (decilisenként), különböző JTM limiteket feltételezve. Minden jövedelmi decilis esetében feltételeztük, hogy az adott decilis egésze a decilis tetején lévő jövedelmet keresi, kivéve a legfelső decilis esetében, ahol a 95. percentilissel tettük egyenlővé a jövedelmeket.

Forrás: Saját szerkesztés Eurostat (EU-SILC), Numbeo.com és EKB alapján.

³⁴ És ez általában így is történik. Magyarországon például csekély azon hiteleknek az aránya, melyeket a hatályos JTM szabályozás limitjének közelében vettek fel az adósok.

11. ábra: Egy 50 négyzetméteres fővárosi lakás megvásárlásához szükséges önerő összegyűjtésének időigényének eloszlása az EU népességében, különböző LTV limitek mellett



Megjegyzés: Az ábra az EU népességének eloszlását mutatja az alapján, hogy hány évig kell félretennie a háztartásoknak a teljes jövedelmüket, hogy egy 50 négyzetméteres fővárosi lakást hitelből meg tudjanak vásárolni. A jövedelmi eloszlásra ugyanazok a feltételesek érvényesek, amelyeket a 10. ábra megjegyzésében szerepeltettünk.

Forrás: Saját szerkesztés Eurostat (EU-SILC), Numbeo.com és EKB alapján.

A fenti problémafelvetés konklúziója semmiképpen sem az, hogy az adósságfék-szabályok károsak vagy szükségtelenek. Ezek a szabályok biztosítják azt, hogy a lakossági hitelezés oldaláról ne hevüljön túl a gazdaság, egyéni és társadalmi szinten ne alakuljon ki túladóssodás. Ugyanakkor mindenképpen tisztában kell lenni azzal is, hogy a makroszintű előnyök mellett mikroszinten egyes háztartások hitelkeresletének korlátozásáról van szó. A feladatunk így az, hogy megkeressük azokat a pontokat, amelyeken keresztül úgy lehet beavatkozni a szabályozásba, hogy a makroszintű célok teljesülése ne sérüljön, de a szabályozás egyes mellékhatásait kezelni tudjuk.

10.5. Intézményi befektetők szerepe

A gazdasági fejlődés általános feltétele a tőkefelhalmozás jelentős üteme és megfelelő szerkezeti összetétele. A dinamikus gazdasági fejlődéshez magas beruházási ráta szükséges, amelyekben meghatározó szerep jut a belső megtakarításoknak. A pillanatnyi fogyasztásból történő elvonás a gazdaság finanszírozásába áramlik, így járul hozzá a fenntartható fejlődéshez, és anticiklikus hatással bír. A belső megtakarítások alapvetően az intézményi befektetők közvetítésével jelennek meg a gazdaság finanszírozásában. Az intézményi befektetők (biztosítók, nyugdíjalapok, alapkezelők) szerepe egyre növekszik az elmúlt csaknem két évtizedet tekintve. Amint azt a 12. ábra mutatja, különösen az utóbbi néhány évben az intézményi befektetők pénzügyi eszközei jobban növekedtek a banki pénzügyi eszközöknél világszinten.

12. ábra: Pénzügyi eszközök a banki és nem banki rendszerben

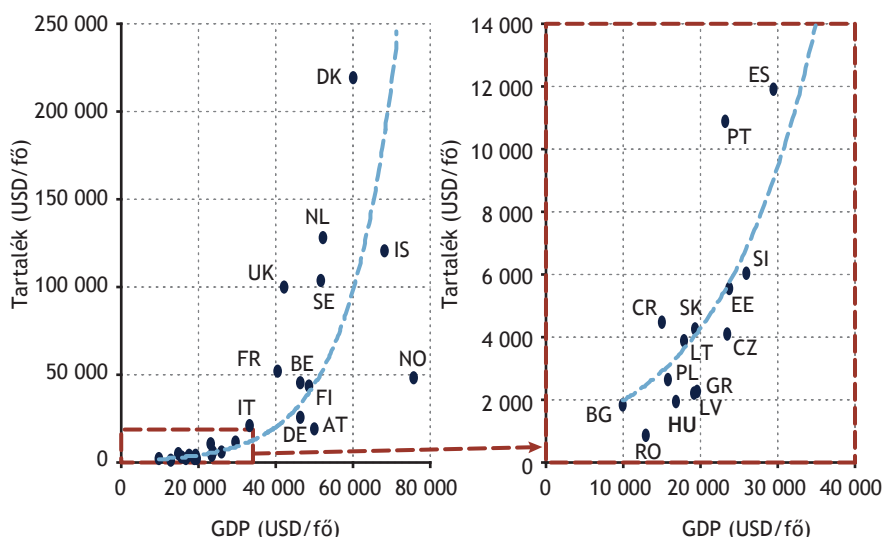


Megjegyzés: Pénzügyi eszközök pénzügyi számla adatok alapján.

Forrás: FSB

A hosszú távú megtakarításokat kezelő intézményi befektetők közül a legnagyobbak a nyugdíjalapok (nálunk nyugdíjpénztárak) és a biztosítók. A biztosítók és a nyugdíjalapok rendszeres, kisösszegű lakossági megtakarításokat gyűjtenek, melyeket hosszú távon tartalékolnak. A tartalékok formájában a gazdaságba beáramló tőke folyamatos keresletet biztosít a hazai részvények és állampapírok iránt, így a hosszú távú lakossági megtakarítások a háztartások aktivitásától függően közvetlenül tudják finanszírozni az államadósságot és a gazdaság növekedését. A nagy penetrációval rendelkező, jól működő kiegészítő nyugdíjrendszer addicionális eleme, hogy mind az állam, mind a gazdaság, illetve tőzsde finanszírozásában kulcsszerepet játszik. A lakosság szempontjából anticiklikus és kiegyensúlyozó szerepük is tetten érhető, mivel a konjunktúra idején el nem fogyasztott vagyon felhalmozása révén ezek a szektorok minden időben felkészültek a nagy veszteségek fedezésére. Természetesen azokban a gazdaságokban, ahol nagyobb a jólét, a háztartások megtakarítási hányada magasabb, és nagyobb összeget tudnak félretenni hosszú távú megtakarításokra. A 13. ábra az egy főre eső nyugdíjkiegészítő és életbiztosítási tartalékok nagyságát mutatja az egy főre eső GDP függvényében. Látható, hogy a gazdasági fejlettség és a megtakarítások között a lineárishoz képest jóval dinamikusabb a kapcsolat. Például a magyar-cseh összevetésben alig másfélszeres GDP/fő adathoz több mint kétszeres nyugdíjkiegészítő és életbiztosítási tartalék társul, míg a finnek közel háromszoros értékéhez már több mint hússzoros tartalék tartozik. Tehát a jólét növekedésével a megtakarítási hajlandóság hatványozottan nő. Ráadásul fontos megjegyezni, hogy az ok-okozati összefüggés fordítottan is fennáll, azaz a megtakarítások mértéke a gazdaság finanszírozásán keresztül a gazdasági fejlődésre is jótékonyan hat vissza.

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



Forrás: Eurostat

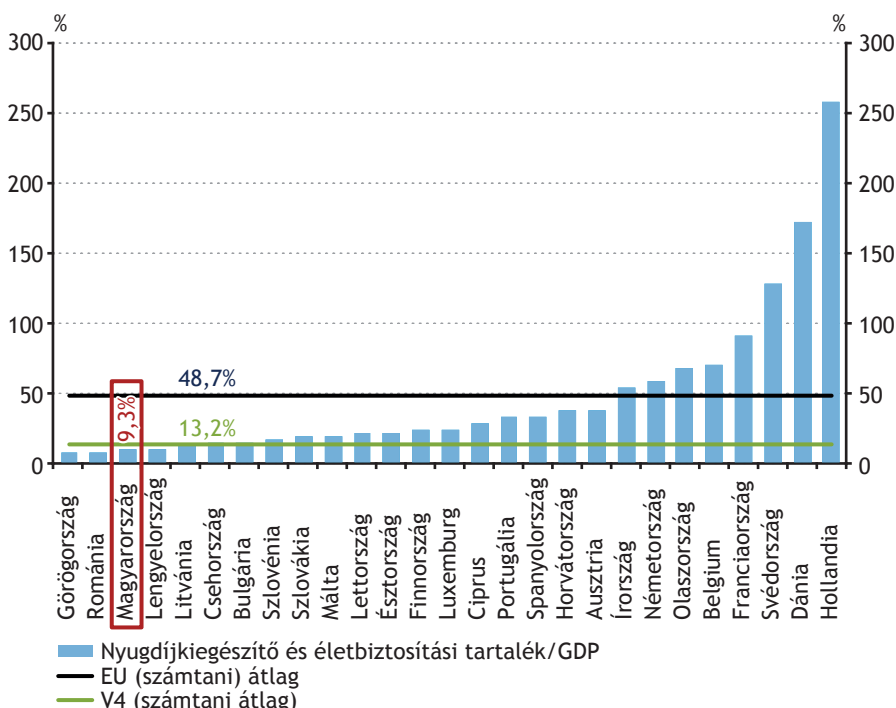
Az egyes országokat tekintve az intézményi befektetők jelentősége igen eltérő lehet a háztartások megtakarításainak kezelésében. Az intézményi befektetők szerepét és jelentőségét nemcsak a gazdaság fejlettsége, hanem a társadalmi hagyományok és gazdasági fejlődés jellegzetessége is befolyásolja. Ahol a kiegészítő nyugdíjintézményeknek hagyományosan nagyobb szerepe van az időskori jövedelem biztosításában, ott a hosszú távú megtakarításoknak jelentősebb súlya van a háztartások vagyonán belül.

Magyarországon csakúgy, mint a többi kelet-közép-európai országban, az 1990-es évek gazdasági átalakulása előtt nem volt kiterjedt intézményi befektetői szektor. Ezekben az országokban az intézményi megtakarítások szintje ezért alacsonyabb, így a gazdaságpolitika egyik célja lehet a hosszú távú megtakarítások jelentőségének erősítése. A nyugdíjcélú megtakarítási programok lefedettségének növelése azonban a fejlettebb intézményi befektetői szektorral rendelkező országokban is társadalompolitikai cél, amelyek mögött részben demográfiai okok

és az ebből fakadó, az állami nyugdíjrendszereket támogató igények, valamint a korábban említett gazdaságpolitikai célok állnak.

A fejlett nyugati országokban jelentős az életbiztosítás-technikai és nyugdíjalapok tartalékainak a GDP-hez mért nagysága (14. ábra). Az Európai Unió országaiban a tartalékok GDP arányos mértékének számtani átlaga közel 49 százalék. Ezen tartalékok legmagasabb szinten Hollandiában (263 százalék), Dániában (175 százalék) és Svédországban (131 százalék) vannak, míg Magyarországon az arány 9 százalék, és a V4 országok átlagában is csak 13 százalék. A különbségeknek részben történelmi okai vannak, hisz a nyugati országokban a felhalmozás évtizedekkel korábban megkezdődött. Ezekben az országokban többségében kiegészítő, általában foglalkoztatói nyugdíjszolgáltatók működnek, a foglalkoztató szerep vállalása a nyugdíjaskori jövedelem kiegészítésében elterjedt.

14. ábra: Az EU háztartásainak nyugdíjkiegészítő és életbiztosítási tartalékai a GDP arányában (2020)



Forrás: Eurostat

Az intézményi befektetők az ügyfelek kisösszegű megtakarításait aggregált formában csatornázzák be a gazdaságba (pl.: államadósság belső finanszírozása, hazai tőzsdefejlesztés), amellyel az ország hosszú távú versenyképességét alapvetően növelik. Ezek a kisösszegű megtakarítások más módon nem jelenhetnének meg a tőkepiacon, mivel rövid távon jellemzően fogyasztási célokat finanszíroznának. Az intézményi befektetők közvetítése előnyös az egyének számára, mivel a hosszú távú megtakarítások kezelése az intézményi befektető igénybevételével az egyén részéről nem igényel befektetési szakértelmet. Kisebb összegeket általánosságban az egyének – szakértelem és mérrethatékonyság hiányában – kevésbé hatékonyan tudnak befektetni közvetlenül. Az intézményi befektetők igénybevételével megvalósított megtakarítási program (kiegészítő nyugdíj, életbiztosítás) segít az egyéneknek az életpálya különböző szakaszain a jövedelmek időbeli kiegyenlítésében.

A hosszú távú intézményi befektetők a tőkepiacon stabilitást adhatnak. A megbízó egyének földrajzi és denominációs kötődése okán az intézmények hatékonyan tudják becsatornázni a hazai forrásokat a tőkepiac mellett a költségvetés finanszírozásába is. A biztosítók, nyugdíjalapok – hazai forrásokra támaszkodva – minél nagyobb szerepet vállalnak a költségvetés finanszírozásában, az államháztartás annál ellenállóbb lehet a külső negatív hatásokkal szemben.

Az ügyfelek különböző céllal élhetnek az intézményi befektetők által kínált megtakarítási lehetőségekkel. Elterjedt cél a nyugdíjjövedelem kiegészítése, ezt biztosíthatja speciális nyugdíjintézmény (pl.: nyugdíjalapok, nyugdíjpénztárak), biztosító vagy befektetési alapkezelő is. Egészségügyi kiadások fedezetének gyűjtését is végezhetik intézményi befektetők, amelyek lehetnek speciális intézmények (egészségpénztárak) vagy biztosítók. Rendkívüli helyzetekben (munkanélküliség, betegség esetén) bekövetkező jövedelemkiesés pótlására is képezhetnek tartalékot, például önszegélyező pénztárakon vagy ezen kockázatokra kötött biztosításon keresztül. Egyéb megtakarítási céllal, például lakásszerzéssel (vásárlással, építéssel) kapcsolatos költségek fedezetéhez szükséges

megtakarítás összegyűjtésére is létrejöhet speciális intézményi forma. Léteznek a világban olyan fúziós megoldások is, ahol a hosszú távú megtakarítási cél, például nyugdíjmegtakarítás esetén, lehetőség van a megtakarított összeg egy részének közép vagy rövid távú felhasználására is. A Lengyelországban elindított Munkavállalói Tőketervben (PPK) a nyugdíjfelhalmozás egy részéből lakásvásárlást, -építést is lehet finanszírozni, de egyes betegségek esetén is felhasználható a megtakarítás. Szingapúrban az eredetileg nyugdíjmegtakarításra létrejött Central Provident Fund kiegészült egészségügyi és egy általános alszámlával is, és a felhalmozott megtakarításból a lakhatás költsége, tandíj vagy egészségügyi szolgáltatás is finanszírozható.

Az államok többnyire különféle eszközökkel igyekeznek ösztönözni állampolgáraikat a hosszú távú megtakarítások felhalmozására. Az ösztönzők leginkább nyugdíjcélú megtakarítások esetén elterjedtek. Ezek a fogyasztás elhalasztásáért nyújtott kompenzációként is értelmezhetők. Az ösztönzőkkel az állam egyúttal a hosszú távú megtakarítások gazdasági és társadalmi előnyeit is elismeri.

A különböző országok gyakorlatát tekintve elterjedtnek tekinthető az egyéni vagy munkáltatói befizetések közvetett támogatása adókedvezményekkel (adóviasszatérítés, adóalap-csökkentés). Jelentős ösztönző hatása van a közvetlen állami kiegészítésnek (matching contribution). Ebben az esetben az állam a befizetés egy meghatározott százalékát vagy egy fix összeget hozzáad a befizetéshez (normatív támogatás). Egyéb közvetett ösztönzők is lehetnek, amelyek vonzóbbá tehetik a hosszú távú befektetési terméket. Elterjedt, hogy a jogszabály korlátozza a hosszú távú befektetések költségeit. Ez a hazai gyakorlat is, ahol a nyugdíjpénztári költségeket jogszabály, a nyugdíjbiztosítás költségeit pedig MNB-ajánlás korlátozza. Egyes országokban az állam olyan speciális befektetési lehetőségeket is biztosít, amelyeket kifejezetten a nyugdíjcélú megtakarítást gyűjtő intézmények vehetnek igénybe (pl. nyugdíjkötvény Izraelben, speciális állampapír Szingapúrban). Jogszabályi támogatást jelent a nyugdíjcélú megtakarításoknak az automatikus

beléptetési rendszer, ahol az előírt beléptetés mellett a tagnak joga van kilépni, vagy távol maradni a nyugdíjcélú kiegészítő rendszertől, amit opcionális kilépésként (opt-out) emlegetnek. Az önkéntes bennmaradást, részvételt az ilyen automatikus beléptetési rendszerekben a fentebb említett különféle pénzügyi ösztönzők segítik (adókedvezmény, munkáltatói hozzájárulás, normatív támogatás). Vannak országok (pl. Izrael, Dél-Korea), ahol a megfelelő társadalmi lefedettség érdekében kötelező részvételt ír elő a jogszabály a kiegészítő nyugdíjrendszerekben, főként, ahol az állami pillér gyengébb.

Richard H. Thaler amerikai közgazdász, aki 2017-ben Nobel-emlékdíjat kapott a viselkedési közgazdaságtan területén végzett munkásságáért, fogalmazta meg az alapértelmezett döntési hatás fogalmát, mely szerint az akkor lép életbe, ha egy adott személy nem rendelkezik másképp.³⁵ Ezen elv hatását a nyugdíjkiegészítő rendszerekre alkalmazva írta le Thaler az alábbi, ún. SMarT-programmal. A program szerint, a résztvevők hozzájárulnak első lépésként megtakarításuk jövőbeli növeléséhez, ahol az első ilyen jövőbeli pont a következő fizetésemelésük. Ez az állapot lesz a résztvevők számára az alapértelmezett megoldás (default option). Az emberek ritkán térnek el az alapértelmezett megoldásoktól, mert egyrészt bíznak azokban, másrészt az attól való eltérés aktivitást és saját döntést igényel tőlük. Ezen alapértelmezett megoldás révén, a megtakarítás növekedése az újabb fizetésemelések révén automatikus, így a megtakarítási ráta jelentősen emelkedhet a jövőben úgy, hogy az érintettek ezt nem élik meg veszteségként.³⁶ Fontos eleme a SMarT-programnak az is, hogy a résztvevők bármikor elhagyhatják a megtakarítási programot.

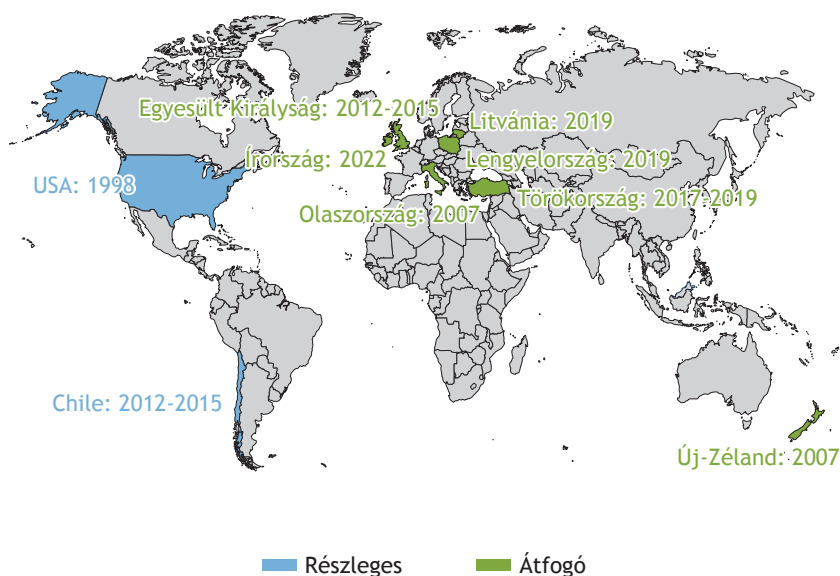
A fenti gondolatok is inspirálták – többek között – az Egyesült Királyságban bevezetett automatikus csatlakozáson, opcionális kilépéssel alapuló kiegészítő rendszert, mely kifejezetten sikeresnek bizonyult,

³⁵ R. H. Thaler–C. Sunstein (2009, *Nudge*)

³⁶ R. H. Thaler–S. Benartzi: *Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving* (2004, *Journal of Political Economy*)

magas részvételi aránnyal, de például régiókból Lengyelországban is nemrégiben indítottak el hasonlót. Az OECD a „Roadmap for the Good Design of Defined Contribution Retirement Savings Plans” -ben megfogalmazott ajánlásában a kötelező részvétel után az automatikus beléptetést (opt-out lehetőséggel) tekinti a leghatékonyabb eszköznek a penetráció növelésére. A lenti ábra az automatikus beléptetést (opcionális kilépéssel) alkalmazó országokat ismerteti.

15. ábra: Automatikus csatlakozáson, opcionális kilépésen alapuló kiegészítő nyugdíjrendszert bevezető országok



Forrás: MNB-gyűjtés

10.6. Összegzés

Jelen fejezetben a külső és a belső finanszírozás intézményi kereteinek jövőbeli fenntarthatóságát vizsgáltuk. Elemzésünk fókuszába nem a „zöld” megoldásokat, hanem a jelentős ingadozásoktól mentes, stabil külső forrásokat garantáló intézményrendszer szükséges elemeinek

bemutatását helyeztük, amely a fenntartható külső finanszírozást hosszú távon biztosíthatja. Kiemelt jelentőségűnek tartjuk a finanszírozási lehetőségek diverzifikáltságát, így a hitelintézeti szektorban végbemenő pénzügyi mélyülés mellett az egyéb külső forrást nyújtó intézmények fejlődését is. Ennek megfelelően Magyarországon a részvénytőkepiac, kötvénytőkepiac növekedése és a kockázati tőke hatékony kihasználása is fontos prioritásnak számít. Az innovatív hitelezési megoldások és szereplők (fintech/bigtech cégek) olyan csoportok számára is lehetővé teszik külső források bevonását, amelyek a klasszikus intézményrendszerben erre nem volnának képesek. Esetükben fontosnak tartjuk hangsúlyozni olyan megoldások használatát, amelyek a hatékony működés és a személyes adatok védelmét egyaránt figyelembe veszik. A fogyasztók további pénzügyi bevonódását megalapozandó, a digitális pénzügyi megoldások elterjedését, valamint a makroprudenciális szabályozások finomhangolását, az ügyfelek oldalán pedig a pénzügyi tudatosság és az új technológiák ismeretét és használatát tartjuk meghatározónak. Előbbi esetén leginkább a bankfiókbezárások okán a pénzügyi szolgáltatásoktól távol kerülő lakosok, utóbbi esetén a szabályozások miatt a finanszírozásból kiszoruló, de egyébként (jellemzően a jövőben várható bérnövekedésük miatt) kevésbé kockázatos fogyasztók bevonása, a fogyasztók oldalán pedig az oktatás teljes spektrumán megvalósuló edukáció jelenthet kiemelt célt. Az intézményi befektetők közül a biztosítók és nyugdíjalapok tartalékai több országban meghaladják az adott ország GDP-jét. Ezek közül a biztosítók és a nyugdíjalapok jellemzően hosszú távon tartalékolnak, így stabil és folyamatos keresletet biztosítanak a hazai részvények és állampapírok iránt, így közvetlenül tudják finanszírozni az államadósságot és a gazdaság növekedését, miközben a lakosság szempontjából anticiklikus és kiegyensúlyozó szerepük is tetten érhető. A nyugdíjcélú megtakarítások lefedettségének növelése enyhíti a demográfiai folyamatok hatásaként a nyugdíjrendszerekre jutó nyomást, és ezzel együtt közvetett finanszírozási módja lehet a gazdaság növekedésének. Mindezekre tekintettel, kiemelten fontos a nyugdíjcélú programok lefedettségének növelése, amelyre az ismertetett nemzetközi megoldások közül az egyik leghatékonyabb az automatikus

csatlakozás. Összegezve elmondható, hogy a külső finanszírozási lehetőségek kapcsán kiemelten fontosnak tartjuk a fenntarthatósági szempontokat, vagyis, hogy a pénzpiacok növekedése, fejlődése ne vonjon maga után jelentős mértékű kilengéseket, így fenntartható, stabil forrásbevonási lehetőséget nyújtson a gazdaság szereplőinek.