

## Vissza az alapokhoz – mi a baj a pénzügyi rendszerrel?\*

*Baranyai Eszter*

*Vedat Akgiray:*

*Helyes pénzügy – Avagy miért szükséges a pénzügyi rendszer újragondolása*

*Pallas Athéné Könyvkiadó, Budapest, 2020, p. 155*

*ISBN: 978-615-5884-65-8*

A pénzügyi rendszer első számú feladata a reálgazdaság szolgálata kell legyen. Hogy ezt a szerepet mennyire jól tölti be, annak nem egyöntetű a megítélése. Mariana *Mazzucato* (2017), napjaink egyik neves közgazdásza szerint inkább szipolyoz ki értéket, mintsem teremti azt, és hasonló a kiindulópontja Vedat Akgiray könyvének is.

Miért tűnik úgy, hogy a pénzügy elszakadt a reálgazdaságtól, és maga lett a vég? Mik a pénzügyi rendszer hibái és milyen orvosságok léteznek? A válság szükségszerű hagyatéka a reflexió. Egy olyan környezetben, ahol a világgazdaság nehézkesen tudott csak kilábalni a 2008-ban kezdődő válságból és ismételten válságban találja magát, ahol még frissen él az emlékezetekben, ahogy a globális pénzügyi rendszer prominens szereplőit adófizetői pénzből kisegítették, ahol a jövedelmi egyenlőtlenségek növekedése mellett a nemzetközi bankok vezetői az átlagos munkavállalókhöz képest gyakran több mint százszoros fizetést kapnak, talán nem meglepő, hogy széleskörű érdeklődésnek örvend a téma. Akgiray könyve azonban nem csupán egy a sok közül, amely a témát érinti, hanem több szempontból is figyelemreméltó.

A szerző egészen alapvető kérdéseket tesz fel, nem feltételezve nagyfokú pénzügyi rendszerrel kapcsolatos tájékozottságot az olvasótól; a háttéranyagot maga mutatja be gondosan összeállított, beszédes statisztikákkal. Egy olyan ember tollából született a mű, aki tudományos háttere és egyetemi oktatói múltja mellett gyakorlati szakember is, Törökország tőkepiaci hatóságát vezette, a 2008-ban kezdődő válság alatt nemzetközi szervezetek egyik fontos szereplőjévé vált. A könyv ennek megfelelően kellemben ötvözi az elméletet és a gyakorlati tapasztalatot. Nem utolsósorban kiemelendő, hogy bár a szerző a fejlett világ pénzügyi folyamatait is közelről ismerte – már csak az Értékpapír-felügyeleték Nemzetközi Szervezetében (IOSCO) végzett

---

\* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

*Baranyai Eszter a Budapesti Corvinus Egyetem mesteroktatója. E-mail: eszter.baranyai@uni-corvinus.hu*

munkája miatt is –, alapvetően egy fejlődő országhoz, Törökországhoz kapcsolódik. Egy kevésbé fejlett pénzügyi rendszer szemszöge talán bátorságot kölcsönöz ahhoz, hogy a nagy és komplex pénzügyi világ hozzáadott értékét kérdőjelezze meg, kiegészítve a könyvespolcon sorakozó, gyakran fejlett országok íróitól származó nemzetközileg elismert műveket.

A könyv a pénzügy céljával indít, kiemelve, hogy a pénzügy időben és térben összekapcsolja a különféle szereplőket, pénz- és kockázataáramlást lehetővé téve. Ezután rövid történeti áttekintés következik, amelyben dokumentálja, hogy gyorsabban fejlődtek a hatékony pénzügyi rendszerrel rendelkező országok. A magas jövedelmű országokban GDP-arányosan sokkal nagyobb a pénzügyi piac, mint akár a közepes, akár az alacsony jövedelmű országokban. Az 1980-as évek óta látványos a magas jövedelmű országok pénzügyi piacainak növekedése, ami összefügg a deregulációs intézkedésekkel, a globális szabadkereskedelem térnyerésével, a technológiai fejlődéssel, illetve a – fogyasztói társadalom és a fejlődő országok növekedési szükségletei táplálta – hitelnövekedéssel. Amíg korábban jellemzően térben elszigetelt válságokról beszélhettünk, a globális pénzügyi rendszer működésének következménye a széleskörű szétterjedés. Bár a szerző sem írja kizárólag a pénzügyi rendszer számlájára a 2008-ban kirobbant gazdasági világválságot, megállapítja – ahogy számos tanulmány is –, hogy a pénzügyi válságok felerősítik a reálgazdasági válságokat.

A történelmi bevezető után Akgiray a pénzügyi rendszer általa legelementárisabbnak tartott problémáit veszi egyesével számba. Először is túlméretezettnek tartja a pénzügyi szektort, amely az 1980-as évek óta nagyságrenddel gyorsabban növekedett, mint akár a kereskedelmi forgalom, akár a világgazdaság. A pénzügyi eszközök egyik fajtájának, a derivatíváknak a kereskedése elsöprő többségben pénzügyi intézmények között történik, amelyet Akgiray valamelyest vitatható módon bizonyítékként hoz arra, hogy a pénzügy önmagát szolgálja. Egy nagyobb pénzügyi szektorban vajon megjelenik-e a méretgazdaságosság? A szerző válasza egy határozott nem, sőt kiemeli, hogy a szektor produktivitása a méret növekedésével csökkent. Gondoljunk csak egy részvényalapra, amely kezelési díjait az általa kezelt eszközök arányában határozza meg: ha a piac emelkedőben van, ugyanúgy növekszik a kezelési díj is, noha nem egyértelmű, miért kerülne ilyenkor többre a kezelés vagy a tanácsadás. A technológiai újításoknak és a globalizációból fakadó szinergiáknak pedig a közvetítés fajlagos költségét csökkentenie kellett volna.

A túlméretezett pénzügyi rendszer a reálgazdaság szempontjából sem jó, hiszen túl sok hitelezést jelenthet, aminek egy részét kevésbé profitábilis, kockázatos projektek és hitelfelvevők teszik ki. Másrészt a szektor magas fizetései más, produktívabb szektortól elvonhatják a legjobb munkavállalókat. James Tobint, korának egyik meghatározó közgazdászát idézve *„e(E)gyre több erőforrást – beleértve az ifjúságunk legjavát – pazarolunk az áruk és szolgáltatások előállításától távol eső pénzügyi tevékenységekre” (Tobin 1984:14).*

A túlméretezett pénzügyi rendszerrel szorosan összefügg a magas hitel- és adósságszint. A válság óta (GDP-arányosan is) még inkább eladósodott a világ. Noha Európában és az Egyesült Királyságban csökkent a bankhitelek mennyisége, Kínában a bankhitelek növekedése ezt felülmúlta, és világszinten mind az állampapír-, mind a vállalatikötvény-állomány emelkedett. Közgazdász berkekben a magas eladósodottság sérülékenységet növelő, és gazdasági fejlődést visszafogó potenciálját kevesen kérdőjelezik meg. Mégis miért nem képes a szabályozás megfékezni a hitelek és adósságok növekedését? A szerző szerint az intézményalapú szabályozói megközelítés a hibás. A piaci hitelezés felé történő elmozdulás részint annak az eredménye, hogy a keresletre válaszolva a piac új hiteleket hoz létre, amelyeket nem korlátoznak létező előírások.

A magas adósságállomány rendszerszinten kevés tőkével párosul. Egyre kevesebb a tőzsdei bevezetéssel kapcsolatos első nyilvános részvénykibocsátás (IPO). Ami még érdekesebb, hogy a nyugati országokban egyre csökken a nyilvános tőzsdéken jegyzett vállalatok száma. Népszerűvé vált magánvállalattá visszaalakulni, ami során gyakran hitelből vásárolják vissza a részvényeket. A tőzsdei kereskedés során kialakuló árazással – illetve a hosszú távú faktorok szerepével – kapcsolatos kételyeken túl a szerző a sokat hangoztatott adókönyvet emeli ki. Míg a hitelek kamatfizetése társasági adót csökkentő tétel, addig nincs ez így a részvények után járó osztalékfizetések esetében. Az OECD-országokban egyébként átlagosan 10 százalékkal magasabb a tőkére kivetett effektív adókulcs, mint adósságtípusú finanszírozásnál.

A pénzügyi rendszer ökoszisztémája szükségtelenül bonyolulttá vált, véli Akgiray. A sok profitmaximalizáló szereplő mellett nem csoda, hogy nincs a szektorban méretgazdaságosság. Amíg az USA-ban az 1980-as éveket megelőzően a nyilvánosan kereskedett részvények döntő többsége a háztartásoknál volt, manapság főként intézményi befektetők kezébe került. Végző soron persze javarészt a háztartások a tőketulajdonosok, de mind az alapkezelők, mind a vállalati menedzserek javadalmasztási struktúrája a rövid távú részvényár-emelkedést elősegítő lépésekre buzdít, ami nem a háztartások hosszú távú érdeke. A komplex rendszerre a szabályozóhatóság komplex szabályozással válaszolt, amelynek megfelelni költséges és újabb termelékenységet csökkentő tétel.

Akgiray szerint a makroközgazdászok, a pénzügytan képviselői és a jegybankok sem eléggé nyitottak a változtatásra. A pénzügyi szabályozás területileg és tartalmilag is töredezett, a jegybankok mozgásteret szűk. A 2008-ban kezdődő válság legszomorúbb hagyatéka pedig az, hogy az embereknek nincs bizalma a pénzügyi rendszerben.

A világnak azonban égető szüksége lenne egy pénzügyi paradigmaváltásra. Ezt szem előtt tartva, a problémákra megoldási irányvonalakat jelöl ki a szerző. Limitálni kell a fenntarthatatlan hitelfelvételt, meg kell változtatni a vállalatok adózási szabályait – kivezetve belőle a hitelfelvétel ösztönzését –, elő kell mozdítani

a részvénykibocsátásokat a tőzsdei modell átalakításával, illetve a szabályozási terhek újragondolásával, külön figyelmet fordítva a kis cégekre. A fogyasztói társadalom generálta hitelfelvételt ugyan nem könnyű megfékezni, de a hitelező szempontjából érdemes erősíteni a „skin in the game” megközelítést, vagyis hogy maga is vigye a bőrét a vásárra.

A pénzügyi szabályozást funkció szerint, nem pedig intézményi alapokon kell felépíteni – a FinTech-ek megjelenésével ez a vélekedés egyébként egyre inkább teret nyer. Ennek megfelelően a bank- és értékpapírpiacon felügyelőknél célszerű egyesülniük, ugyanígy a nemzetek közötti együttműködést is szorosabbra kell fűzni, tükrözve a pénzügyi piacok globális jellegét. Egyszerűsíteni kell a rendszert. „Abszurdum értékes erőforrásokat pazarolni olyan kockázatok kezelésére, amelyek saját bonyolultságuk miatt alakultak ki.” (132. old.)

Az általános pénzügyi műveltség előmozdítása világszerte népszerű cél. Az OECD (2017) szerint legalább 55 országban léteznek előrehaladott tervek, vagy már el is kezdték a pénzügyi oktatás nemzeti stratégiájának az implementálását. Akgiray mindenesetre nem az átlagemberek oktatására teszi a hangsúlyt. Szerinte különösen fontos, hogy a jövő korlátozottan népes pénzügyi szakembergárdájának a képzését helyezték új alapokra, hiszen a ma oktatott elméleti pénzügy elszakadt a világtól.

Akgiray könyvének nem célja, hogy egyetlen kérdést aprólékosan, ha úgy tetszik, bogarászó módon megvizsgáljon, érveket és ellenérveket hosszasan egymásnak ütköztetve. Ehelyett a teljes képre összpontosít vitaindító jelleggel, világos érvekkel. Párbeszédet kezdeményez. Egy kiábrándult szerző sorait olvashatjuk, aki évtizedekig hitt abban, hogy a „pénzügy a társadalom legjavát szolgálja”. Akgiray szavaival élve „bölcsebb embereket” szeretne rávenni arra, hogy elgondolkodjanak a pénzügyi rendszer hibáin és azon, hogy miként lehet ezeket kijavítani. Az alapokat megkérdőjelező hozzáállásával, világos kérdésvetéseivel, a témákhoz felsorakoztatott statisztikáival és nem utolsósorban olvasmányos stílusával a könyv tökéletesen szolgálja ezt a célt. Jó olvasást!

## Felhasznált irodalom

Mazzucato, M. (2018): *The Value of Everything*. Penguin, Allen Lane-Penguin, London.

OECD (2017): *OECD/INFE Progress Report on Financial Education*. <https://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/OECD-INFE-Fin-Ed-G20-2014-Progress-Report.pdf>

Tobin, J. (1984): *On the Efficiency of the Financial System*. *Lloyds Bank Review* 153: 1–15.