

## 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 kérdésfelvetéseivel, 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.