

PETE PÉTER

Gondolatok a „pénzvilág uralmáról”, a pénzügyi rendszer megnövekedett szerepéről

A pénzügyi szektor elmúlt évtizedekben tapasztalt robbanásszerű fejlődése sokakban kelt aggodalmat. A szenvedélyes vitákban elfoglalt álláspontokat azonban gyakran mögöttes előítéletek vagy félreértések táplálják. E cikk a pénzügyi rendszer szerepének növekedését az információtechnológia fejlődésével hozza összefüggésbe, és kritikailag elemzi a szektor túlbúrjázásával, illetve élődsi jellegével kapcsolatos vélekedéseket.*

Bevezetés

„Annak, amit pénzvilágnak, a gazdaság és bolygónk társadalma felett elhelyezkedő pénzügyi szuperstruktúrának nevezünk, a legfontosabb megkülönböztető ismérve talán az, hogy fő folyamatait tekintve kiszakadt az áruvilágból, a közönséges kereskedelemből, az emberek életszükségeit kielégítő jóságok és szolgáltatások termeléséből. Ezzel párhuzamosan a gazdasági tevékenységek – értve ezen az embernek, valamint természeti és kulturális környezetének a fenntartását, újratermelését – majdnem mindenütt és majdnem minden aspektusukban a pénzvilág uralma alá kerültek az elmúlt negyedszázadban.” (Lányi [1996] 5. o.)

„Az esti gazdasági híreket nézve az NBC-n vagy a CNN-en, az embernek az a benyomása támad, hogy a gazdaság föl-le ugráló Dow Jones- és más indexekből áll, amelyek elektronikusan szaladgálnak körbe a világ tőzsdéi között, New Yorktól Frankfurtig, Londontól Tokióig. Termelés, technológia, fogyasztás és hasonló jelentéktelen ügyek alig kerülnek szóba, a hír az, ha megingatnak egy valutát, vagy valami nagy botrányt kavarnak a pénzpiacokon.

Egy túlméretezett, élődsi pénzügyi felépítmény dominálja a gazdaságot. A javak és szolgáltatások termelése a háttérbe szorult, ahol a tőke csendesesen, de gyorsan mozog a határokon át, olcsó munkaerőt keresve. A társadalmak megtanultak együtt élni az inflációval és a munkanélküliséggel, hosszan tartó recessziókkal a valós növekedés helyett.” (Augusztinovics [1996] 317–318 o.)

A pénzügyi szektor – bankok, pénzpiacok és instrumentumaik – megváltozott, radikálisan megnövekedett szerepét aggodalommal figyelő nagy tekintélyű közgazdászok közül sokan fogalmaztak hasonlóképpen az elmúlt években, és természetesen nemcsak Magyar-

* E dolgozat első változata a Mindannyiunkban van valami közös – Lányi Kamilla születésnapjára című tanulmánykötetben jelent meg (a Kopint-Datorg Alapítvány és az MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont közös kiadása). Hálával tartozom mindazoknak, akik tanácsaikkal segítették a tanulmány jelen változatának elkészültét.

országon. Igaz, az elmúlt tíz év magyarországi fejleményeit, a pénzügyi szektor itthoni térhódítását is sokan szemlélték idegenkedve vagy növekvő ellenérzéssel, ha más nem, a publicisztikai írárok tömege mindenképpen erről tanúskodik. Ám a fenti idézetek ennél sokkal többet, globális aggodalmat, a piacgazdaság általános fejlődési irányával való elégedetlenséget sugallnak. A pénzügyi folyamatok és a bankszektor egyes specialistái viszont eltúlzottnak tartják a gazdaság és a világ elfajzásának e vízióját, s a pénzügyi szektor szerepe, működése félreértésének tulajdonítják a tőle való félelmet. Sőt, rámutatnak a pénzpiaci instrumentumok nyújtotta új lehetőségekre, a kockázatkezelés új módszereiből, a tranzakciós költségek csökkentéséből, az aszimmetrikus információkkal kapcsolatos problémák enyhítéséből származó költségcsökkentési, általános hatékonyságjavulási tendenciákra.¹

Úgy tűnik, hogy ebben az igen fontos kérdésben a hazai közgazdasági szaksajtóban – szemben a publicisztikai irodalom szakértőboraival – megfontolt és tárgyyszerűsége törekvő vita kezd kibontakozni.² E dolgozattal magam is e kibontakozó vitához szeretnék hozzájárulni.

Közgazdasági elemzés vagy társadalomkritika?

Megítélésem szerint a vita jelenlegi fázisában talán nem is az a döntő kérdés, hogy hasznosnak vagy károsnak ítéljük az elmúlt két-két és fél évtized valóban lélegzetelállítóan forradalmi változásait a világgazdaság pénzügyi szektorában. Sokkal inkább az, hogy megtaláljuk azokat az okokat, amelyek a fejlődés ilyen formájához, a mai struktúrák kialakulásához vezettek. Korántsem biztos, sőt nem is valószínű, hogy a fejlődés okainak és folyamatainak tisztázása bárkit is mai értékítéletének megváltoztatására készítetne. Már csak azért sem, mert a vitákban elfoglalt pozíciók mögött legtöbbször nem szűken a pénzről vagy a pénzügyi rendszerről szóló állásfoglalás, hanem ennél sokkal mélyebb társadalomkritika húzódik meg, s ez valószínűleg mindig így volt.³ Az értékválasztást és a közgazdasági elemzést azonban szigorúan el kell választani egymástól. Az értékek (ízlés és preferencia) általában nem tárgyai a közgazdasági elemzésnek. Az olyan kijelentéseknek, hogy például devizaswapok helyett inkább sorházakba kellene fektetni, mert a lakóházak hasznosak, a devizaswapok meg (az értékelő szerint) haszontalanok, nos, az ilyen jellegű állításoknak a közgazdasági elemzés számára nincs értelmük. Azok, akik devizaswapokba fektettek, feltehetően nem így gondolták, hiszen minden bizonnyal sorházakba is fektethettek volna, ám nem ezt tették. Az élıdsdiség, túlméretezettség, feleslegesség igazolásához valamilyen, a konkrét egyéni ízlésen túlmutató, általánosabb kritériumra van szükség – olyanra, mint például a paretói hatékonysági elv.

¹ „... ezeknek a – látszólag túlméretezett és öncélú – piacoknak a működése általában csökkenti a termelés, a technológia, az építkezés, fogyasztás társadalmi költségeit. Annak, aki e fejlődés eredményeként létrejött intézményeket, azok működési mechanizmusait akarja korlátozni, annak a várható kedvező hatások mellett mindig számolnia kell az e funkciók sérüléséből fakadó társadalmi többletköltségekkel, holttelhereszteségekkel.

Az egyre újabb pénzpiaci szegmensek kialakulása általában nem öncélú folyamat, hanem a reálgazdaság működésének hatékonyabbá válása érdekében megvalósuló fejlődés.” (Csontos–Király–László [1997] 580. o.)

„Azok az intézmények, amelyek derivatív instrumentumok használatára alapozzák finanszírozási stratégiájukat, azok számára ennek költségei alig egytizedére-egyhuszadára rúgnak azokhoz képest, amelyek az eredeti, pénzpiaci eszközökkel finanszírozzák magukat. Ilyen mértékű költség-megtakarítások elé nézve elmondhatjuk, nem fogunk visszafordulni. A származékos eszközök a globális pénzügyi rendszer állandó részeivé fognak válni.” (Merton [1995] 6. o.)

² A hazai közgazdasági szaksajtóban Lányi Kamilla tett különösen sokat azért, hogy a pénzügyi szektor robbanásszerű fejlődésének potenciális következményeire irányítsa a figyelmet.

³ Lásd erről például Csontos–Király–László [1997] 570. o.

A pénzzel, pénzügyi szférával szemben megfogalmazott ellenérzések jelentős része mögött egyszerűen a kapitalizmus vagy a piacgazdaság rendszerének elutasítása áll. A pénzügyi szféra kétségkívül a cseregazdaság terméke, nem véletlen, hogy korábbi, központi tervezésű gazdaságunknak nemhogy szüksége nem volt igazi bankokra vagy pénzpiacokra, de azok spontán kialakulását gátolta, sőt büntette. Megítélésem szerint azonban félreértés, mi több a dolgok teljes összekuszálásához vezet, ha a szabad piacon alapuló gazdasági rendszert egyik, a szabad cserét hatékonyabbá tévő intézményével, a pénzzel, illetve a pénzügyi rendszerrel azonosítjuk. Ha valaki az egyéni kalkuláción alapuló magatartás helyett a társadalom általa tételezett közös értékeinek követését, a rendelkezésre álló erőforrások kollektív hasznosítását és valamely szociális igazságkritériumnak megfelelő jövedelemelosztást tart kívánatosnak a „gyengéket legázoló kegyetlen versennyel, vadkapitalizmussal és önző profithajszával” szemben, az eme értékválasztását anélkül is megteheti, hogy utóbbi negatívumokat a pénzzel vagy a pénzügyi szektor aktivitásaival szimbolizálja. A pénzpiacok szerepének tisztázását inkább gátolja, mintsem segítené a mögé csempészett társadalomkritika.

Ez persze egyáltalán nem azt jelenti, hogy a pénzügyi szektor utóbbi évtizedekben bekövetkezett előretörésének ne volnának társadalmi következményei. Persze, hogy vannak. Sőt, e szektor gazdaságon belüli pozícióinak erősödését – ha úgy tetszik: a gazdasági hatalom folytonos újrendeződését a pénzügyi szféra javára – is naivitás volna tagadni, még akkor is, ha ezt nehéz tudományosan is védhető, egzakt módon definiálni, és főleg bizonyítani. Az azonban, hogy az egyes gazdasági szférák eltérő sebességgel fejlődnek, s ezáltal egyesek időnként dominánssá válnak, mások pedig visszaszorulnak, a gazdaság fejlődésének a történelemben korábban is tapasztalt szokásos velejárója. Ráadásul a tágran értelmezett pénzvilág előretörése egyáltalán nem új keletű jelenség, a közgazdaságtan már nagyon régóta kimutatta a gazdasági növekedés és a pénzvilág különböző indikátorai közti pozitív kapcsolatot, ezen belül azt, hogy a piacgazdaság fejlődése során a pénzügyi szektor hosszú távon a többit jóval meghaladó ütemben bővül.

Simon Kuznets híres, az egy főre jutó nemzeti jövedelem és a gazdasági ágazatok részarányának kapcsolatát vizsgáló, 57 ország 1958-as adatait felhasználó keresztmetszeti elemzésében (*Kuznets* [1971]) kimutatta, hogy az alacsonyabb jövedelmű országoktól a magasabb jövedelműek felé haladva, a banki és biztosítási ágazatok nemzeti jövedelemhez való hozzájárulása radikális növekedést mutat. Pedig az idő tájt még kevés szó esett globális pénzügyi piacokról vagy származékos ügyletekről. R. Goldsmith az ötvenes és hatvanas években publikált vizsgálataiban azt tapasztalta, hogy a múlt század közepétől e század közepéig terjedő időszakban – akár a nemzeti összvagyonhoz, akár a GNP-hez viszonyítunk – a pénzügyi vagyon aránya jelentősen emelkedett (*Goldsmith* [1958], [1969]). Hasonlóképpen a gazdasági fejlődéssel párhuzamosan egyes pénz- és hitelaggregátumok jelentős GNP-hez viszonyított növekedését tapasztalta *Mc.Kinnon* [1973].⁴ A pénzügyi szektorral szembeni ellenérzést nyilván felerősítette, hogy a korábbiakban is tapasztalható jelenségek, az eddigi folyamatos térnyerési trend az elmúlt húsz évben rakétasebességre kapcsol, s amint az ilyenkor szokásos, a gyors fejlődés gyakran kelti a mások rovására való fejlődés képzetét. Különösen azokban a társadalmi csoportokban, amelyek nem, vagy kevésbé vesznek részt benne.

Mi sem természetesebb, mint az, hogy az éppen fellendülőben lévő ágazat képviselőinek társadalmi pozíciói is erősödnek. Ha a modern gazdaság pénzügyi intézményrendszere valóban „túlméretezett”, netán „élősdí”, akkor az ehhez kapcsolódó társadalmi-

⁴ Azóta a fenti empirikusan megfigyelt trendek elméleti-logikai modellekkel való magyarázatára is születtek biztató kísérletek. Lásd *Townsend* [1983].

gazdasági pozíciójavulás is teljes egészében indokoltan utasítható el. Ezek azonban olyan állítások, amelyeket bizonyítani kellene. Az az eljárás, amely rosszállással regisztrálja a pénzügyi elitnek megnövekedett hatalmát és befolyását, s ebből automatikusan jut el a szektor túlméretezettségéhez, feleslegességéhez vezető következtetésekhez anélkül, hogy a szektor megnövekedett szerepének okait egyáltalán vizsgálná, nos, az ilyen eljárás nem tekinthető tudományosnak.

A gazdasági élet eltorzulása miatt aggodalmat érzőkkel szemben én úgy látom, hogy a pénzpiacok, pénzügyi tranzakciók és az azt bonyolító, ellátó intézmények példátlan fejlődése egészen egyszerűen a közelmúlt évtizedek technikai-technológiai fejlődésének egyenes következménye. Mielőtt páni félelembe esnénk a pénzvilág megerősödő pozíciói láttán, előbb célszerű elgondolkodni azon, hogy milyen változások történtek az elmúlt húsz évben a tudomány és technika egyes ágaiban, pontosabban, hogy melyek voltak azok a területek, ahol a technika az utóbbi évtizedekben a leglátványosabb fejlődést produkálta. Hadd illusztráljam mondandómat egy mindenki által ismert példával! Tudjuk, hogy az ipari forradalom milyen sokat köszönhet a gőzgép feltalálásának. A gépi nagyipar kialakulásának előfeltétele volt, hogy az eszközök, gépek működtetéséhez az állati vagy közvetlen emberi erő kifejtésénél sokszorosan nagyobb, sokoldalúan felhasználható mechanikai erőforrás szülessen. A gépi nagyipar pedig átalakította a társadalmi-gazdasági struktúrát, dominánssá tette az ipart a tradicionális szektorokkal szemben, és győzelemre segítette képviselőiket a földbirtokos arisztokráciával szemben.

A modern közgazdasági irodalom szerint a pénz intézménye, de a pénzügyi közvetítés és a pénzpiacok, valamint a velük kapcsolatos tranzakciók és instrumentumok (a modern piacgazdaság számos más intézményéhez hasonlóan) mind-mind a gazdasági tevékenység sajátos információs, illetve az információk hiányából, bizonytalanságából és egyenlőtlen megosztásából eredő problémákat oldanak meg. A tranzakciós költségek csökkentésében betöltött szerepük is ehhez kapcsolódik, hiszen a tranzakciós költségek jó része (ha nem az egésze) a jószágokra, vagyonelemekre, üzleti lehetőségekre stb. vonatkozó információk megszerzése, illetve ezek költségessége miatt merül fel. Ha a gazdaságban létező összes információ a rendszer minden szereplője számára költségmentesen rendelkezésre állna, s nem volna bizonytalanság sem,⁵ akkor a modern gazdaságnak sem pénzre, sem pénzügyi közvetítőkre, sem a pénzpiacok instrumentumaira nem volna szüksége.⁶

Karl Brunner és Allan Meltzer idézve: „A piacok nem működnek költségmentesen. A tranzakciók végrehajtása is szűkösen rendelkezésre álló erőforrások allokációját igényli. A piaci lehetőségekről áruklódó információk megszerzése is értékes erőforrásokat emészt. Az információs és tranzakciós költségek léte miatt az emberek egy optimalizációs problémával állnak szemben. Az optimalizációs probléma megoldásaként a cserék lebonyolításához optimális eljárásokat, intézményeket igyekeznek kitalálni és létrehozni. Az optimális megoldás az, amely az elérhető minimumra csökkenti a bizonytalanságot és a tranzakciós költségeket. A pénzügyi közvetítők és a pénz cserét közvetítő szerepe ebből a keresési folyamatból származik.” (Brunner–Metzler [1993])

Mindennek ismeretében az lett volna a meglepő, ha az elmúlt évtizedek információ-technológiai forradalma, az információk továbbítását, feldolgozását stb. radikálisan átalakító komputerizációs és kommunikációs forradalom, amelynek más jellemzőivel örökölte tele van a sajtó és a média, nem alakította volna át, nem emelte volna a magasba a

⁵ Ez persze különlegesen valóságidegen absztrakció, de ne feledjük, hogy a tradicionális közgazdasági modellek jelentős része él vele. A modern közgazdaságtan legnagyobb eredményeinek jó része pontosan az ilyen absztrakciókkal való szakítás nyomán keletkezett.

⁶ A pénz intézménye és a csere információs költségei közti összefüggésről lásd *Alchian* [1977] igen szellemes modelljét.

gazdaságnak azt a szektorát, amely lényegénél fogva a gazdaságban felmerülő információs problémák megoldására, illetve kezelésére szakosodott. Ennek a fejlődésnek természetesen lehetnek olyan társadalmi következményei, amelyek sokak értékrendjét vagy ízlését sértik. Ám az ipari forradalom géprombolóira emlékeztet az, aki a technikai fejlődés társadalmi hatásait magával a technikával azonosítja. A dolgozat hátralevő részében a pénzügyi szektorral kapcsolatos mögöttes társadalomkritikai aspektusokkal nem foglalkozom, ez ugyanis messze meghaladja felkészültségemet. Gondolataimat két olyan problémakör köré csoportosítom, amelyek az utóbbi időszakban a pénzvilág uralkodó szerepét kritizáló írásokban gyakran felmerültek. Ezek: a pénzvilág öncélúvá, túlméretezetté válása és az áruvilágból való kiszakadása, valamint a pénzügyi szektor élősdisége, vagyis a gazdaság többi szektorának rovására történő fejlődése.

Túlburjánzás, öncélúság, kiszakadás a gazdaságból

Vajon mi kelti oly sokakban azt az érzetet, hogy a modern pénzügyi szektor túlságosan nagy, hogy ennyi tranzakcióra, ennyi intézményre már valójában nincs szükség? Azt ugyanis, hogy a pénzügyi rendszernek van szerepe, és igen fontos szerepe van a modern gazdaságban, persze senki sem vitatja. A javak és szolgáltatások termeléséhez tőkefelhalmozás kell, az ehhez szükséges megtakarítások túlnyomórészt nem a felhasználási helyükön keletkeznek. Valakinek el kell végeznie a megtakarítások beruházókhöz való átcsoportosítását, s ennek legsimább, leghatékonyabb ellátására – ebben közmegegyezés van – a pénzügyi rendszer a legalkalmasabb. Amikor a pénzügyi rendszer öncélúvá válásáról, túlburjánzásáról, a reálszférától való elszakadásáról beszélnek, akkor ezen éppen azt értik, hogy a modern pénzügyi rendszer elsősorban nem ezzel foglalkozik, hanem fogadásokat kínál a reálszférával szinte semmilyen kapcsolatban nem álló számok (mondjuk Dow Jones-, Dax- és Bux-indexek) jövőbeli alakulására.

Vegyük azonban észre, hogy amikor a gazdasági-gazdálkodási tevékenység „igazi” értelmét az életszükségleteinket kielégítő jóságok és szolgáltatások létrehozásaként, termeléseként és elosztásaként határozzuk meg (miként a bevezetőben idézett szerzők teszik), akkor nemcsak értékválasztást csempészünk a közgazdasági elemzésbe, ami – mint korábban már utaltunk rá – filozófiai szinten okoz gondokat. Magán a közgazdasági elemzésen belül is kimondatlanul és főleg nehezen indokolhatóan automatikusan prioritást adunk a gazdasági élet flow jelenségeinek az egyes stock jelenségekkel szemben. Persze a folyó termelés nem nélkülözheti az eddig felhalmozott tőkevagyonot, de e szemléletben a stock mindenekelőtt mint a flow termékek és szolgáltatások létrehozásának eszköze válik jelentőssé. A fogyasztói vagyon (mondjuk egy ház) oly módon, hogy közvetlen fogyasztási flow szolgáltatásokat nyújt (tudniillik lakunk benne), a termelőtőke elemei pedig mint olyan termelésben lekötött eszközök, amelyekkel életszükségleteinket kielégítő jóságokat lehet termelni. Ebből többé-kevésbé következik az, hogy a megtakarítások beruházókhöz való áramoltatásában is mindenekelőtt az új, a flow megtakarítások megfelelő (gazdaságos?) elhelyezése a fontos, és főképpen elsőbbséget élvez a már felhalmozott vagyon elemeivel való kereskedéssel szemben. Természetesen ez utóbbi sem feltétlenül értelmetlen – a pénzügyi szektor elburjánzását aggodalommal szemlélők szerint sem –, hiszen a gazdasági struktúra változik, egyes vagyonelemek új tulajdonosai esetleg jobban tudják hasznosítani a tőke megfelelő elemeit, és az ingatlanközvetítésnek is megvan a maga haszna. Az ilyen típusú tranzakciók azonban szintén a folyó termeléshez, termékekhez és szolgáltatásokhoz való viszonyukban méretnek meg. Értelmesek, ha javítják a termelési flow feltételeket, értelmetlenek, illetve öncélúak, ha ahhoz közvetlenül nem kapcsolódnak.

És ha szemléletünkben – kimondva vagy kimondatlanul – a flow világnak adunk prioritást, a stock (vagyon) pedig elsősorban csak mint a flow termeléséhez szükséges eszköz vagy flow szolgáltatások nyújtója jut szerephez, akkor azok a vagyonpiaci tranzakciók, amelyek csupán (főleg pénzügyi) vagyonelemek tulajdonosváltását testesítik meg anélkül, hogy a reáltoke mennyiségét vagy felhasználási módját érintenék, nos, ezek az „öncélúak”, már abban az értelemben, hogy – legalábbis a fenti logika szerint – nem szolgálják közvetlenül valamely, a fenti értelemben hasznosnak tekintett termelési akció végrehajtását. Ha pedig az érintett tranzakciók a vagyonelemek árváltozásához kötődnek, *horribile dictu* a jövőbeli várt árváltozások következményeinek kihasználását, nyereségszerzést vagy veszteségek elkerülését célozzák, akkor ezek már károsak is, ez élősdiség, spekuláció. Tekintettel arra, hogy az elmúlt két évtized valóban az ilyen típusú ügyletek hihetetlen sebességgel való szaporodását hozta, s a „tradicionalis”, vagyis az árukereskedelemhez, termelési folyamatokhoz közvetlenebbül kötődő tranzakciók számukat is, értékösszegüket tekintve is mára már elenyészőnek látszanak a fenti típusú ügyletekhez képest; akár megalapozottnak is tűnhet a verdikt, a pénzvilág kiszakadt az emberiség számára értelmes gazdasági tevékenységi körből, öncélúvá és értelmetlenné vált. Végül is kinek az életszínvonala emelkedik attól, ha ugyanazt az államkötvényt havonta százszor különböző árakon elcsereberéljük egymással?

A mögöttes társadalomkritikát magukéva tévőkön túl, az itt vázolt logika mindenekelelt azok számára válhat könnyen vonzóvá, akiknek csak igen korlátozott ismeretük van a modern pénzpiacok működéséről és az egyes financiaális ügyletek szerepéről. Ezek részletes ismertetése természetesen nem lehet tárgya e dolgozatnak, szerencsére e témában ma már kiváló magyar nyelvű szakirodalom is bőségesen rendelkezésre áll.⁷ Ám érdemes emlékeztetnünk arra, hogy az olyan típusú borongás, hogy tudniillik az emberek a dolgok árának, értékének (csereértékének) tulajdonítanak jelentőséget, és ennek alakulása szerint szervezik erőfeszítéseiket, ahelyett hogy az igazán fontosra, a „tényleges” jólét forrására, a használati értékre koncentrálnának, s ez valamiképpen a társadalom adott rendjére visszavezethető torzulás, nos, az ilyen gondolatok egyáltalán nem új keletűek. Igen, természetesen Marx Károlyra gondolok, aki az érték (csereérték) és használati érték elkülönülésében⁸ olyan ellentmondást látott, amely a munkamegosztással elválasztott, de a cserével, a piaccal összekapcsolt emberek társadalmára jellemző, s amely a tulajdonviszonyok megfelelő átalakulásával, az áru, a piac megszüntetésével feloldható.

Több mint harminc évvel a direkt központi tervezgádkodásunk működőképtelenségének nyílt beismerése⁹ és tíz évvel a szocializmus bukása után már nyilván csak nagyon kevesen kételkednek abban, hogy a közvetlenül a „használati értékekre” alapozott ösztársadalmi termelési és felhasználási program nem megvalósítható, pontosabban csak olyan primitív szinten valósítható meg, ami senkit sem elégít ki. L. Misesnek és tanítványának, F. A. Hayeknek már sokkal korábban sem voltak erről illúziói. Az osztrák iskola e nagyjai témánkhoz nagyon szorosan kapcsolódó okoknál fogva tartották lehetetlennek az erőforrások piaci árjelzések nélküli hatékony allokációját. Éppen a probléma hatalmas, végtelent közelítő információ igénye miatt. Ahogy Hayek híres, a központi tervezgádkodáson alapuló szocialista gazdaság lehetőségével foglalkozó vitáról szóló tanulmányában Miseset idézi: „Az osztrák közgazdász, *Ludwig von Mises* fogalmazta meg elsőként a

⁷ Kimerítő részletességgel tárgyalja ezeket *Kohn* [1998] kiváló munkája.

⁸ Némi malíciával beszélhetnénk az értéknek a használati értéktől való elszakadásáról és öncélúvá válásáról, esetleg az emberek életviszonyain való természetellenes uralkodásáról is. Ilyen értelemben használta Marx az áru- és pénzfetiszizmus szavakat, valójában igen hasonló tartalommal ahhoz, ahogy ma sokan a pénzvilág uralmáról beszélnek. Lásd *Marx* [1973] 74. o.

⁹ Ha szabad az 1968-as új gazdasági mechanizmust így interpretálnom.

szocialista gazdaság központi problémáját olyan határozottsággal, hogy a témát többé nem lehet levenni a viták napirendjéről. »Gazdasági kalkuláció a szocialista közösségekben« című, 1920 tavaszán megjelent cikkében kimutatta, hogy jelenlegi gazdasági rendszerünkben a racionális gazdasági kalkuláció azáltal lehetséges, hogy az árak pénz formában vannak kifejezve. A lényeges pont, amelyben Mises professzor minden elődjénél messzebb ment el, annak részletes kimutatása volt, hogy a rendelkezésre álló erőforrások gazdaságos felhasználása csak akkor válik lehetővé, ha az árképzés körébe nemcsak a végterméket, hanem az összes közbülső terméket és termelési tényezőt is bevonják, s hogy nem képzelhető el semmilyen más folyamat, amely a versenypiac árképzéséhez hasonlóan minden fontos ténytet figyelembe tudna venni.” (Hayek [1995] 174–175. o.)

A piaci ármechanizmus információközvetítő, információkoncentrátor s ezen keresztül a tranzakciós költségeket csökkentő szerepe közhely a közgazdaságtanban, mint ahogy az is, hogy a termelés költségei, így a piaci árak a termelésben mindenkor lekött tőkék áralakulásától is függenek. Am úgy tűnik, hogy a piaci ármechanizmus üdvös szerepét illető közmegegyezés csak addig tart, amíg az áraknak a flow világban betöltött jelző és orientáló szerepéről van szó. A piaci árak azonban valami mást is tesznek, meghatározzák a létező vagyonok értékét, legalábbis a vagyon azon elemeiből álló részének értékességét, amely elemeknek többé-kevésbé organizált piacuk van. Így azután – tetszik, nem tetszik – a gazdasági alanyok vagyoni helyzete jelentősen függ(het) az egyes vagyonelemek áráról, illetve e vagyonrészek áraiban bekövetkezett változásokról.

Ha természetesnek tartjuk, hogy a modern gazdaságban a megtakarító és a beruházó szerepe elválik egymástól, akkor azt is el kell fogadnunk, hogy a megtakarítók valójában édeskeveset törődnek azzal, hogy a pénzügyi közvetítők bonyolult láncolatán átfutó megtakarítások végső soron milyen gazdasági akciót finanszíroznak. Felhalmozott vagyonunk nem csekély részét jórészt hozamáért tartjuk. A pusztá hozamért történő megtakarítás pedig akár éppúgy „öncélúnak” volna minősíthető, mint az érték vagy a profit hajhászása az „igazán fontos” használati érték helyett. A dolgok ilyen olvasata persze éppúgy félreértené a munkamegosztás jelentőségét, temelékenységfokozó hatását és a piaci mechanizmus koordinációs szerepét a tőkék áramoltatásában, ahogy a használati érték prioritásának hangsúlyozása teszi a flow gazdasági folyamatok világában. Mert hiszen éppúgy munkamegosztás az is, amely a szétválást itt a stock jelenségek terén okozza, s ezáltal a finanszírozási rendszer maga kétségkívül jelentős önállóságra tesz szert. E folyamat hasznát valamennyien élvezzük, hiszen e rendszer fejlődése, a források összevonására, „átcsomagolására”, a kockázatok kezelésére kifejlődött kifinomult módszerek a finanszírozás sohasem látott bőségét teremtették meg. Ennyiben a tradicionálisan hangsúlyozott közvetítő funkció túl és annak folyamatában a pénzügyi rendszer az aktívák és passzívák párhuzamos „felfűvásával” a vagyontartás hallatlanul változatos, a vagyontartóknak a legkülönbözőbb lejáratokra, kockázatokra, hozamigényeire stb. szabott formáit hozza létre, s ennyiben nemcsak közvetít, hanem sokrétű szolgáltatásokat nyújt.

Ha viszont a megtakarító vagyonát annak hozamáért tartja, akkor számára végül is mindegy, hogy e hozam forrása flow termelésnövekmény a megtakarításából létrehozott beruházáson keresztül, vagy pusztá árváltozás, egyes vagyonelemek árának más vagyonelemek árához viszonyított emelkedése. A rendszer bonyolultsága miatt a megtakarítóknak (egyszerű bankszámla-, illetve biztosítási kötvény-tulajdonosnak vagy nyugdíjpénztártagnak), ha akarná, sem volna módja arra, hogy ellenőrizze befektetése hozamának végső forrását. A megtakarítók hozamigényei, illetve a pénzügyi közvetítők, a befektetések kezelőinek versenye pedig arra kényszerítik a résztvevőket, hogy minden lehetséges hozamforrást kihasználjanak. Túl tehát azon, hogy a spekulációt, a vagyonelemek várt jövőbeli és ezért a jelenben nem ismert árváltozásából fakadó nyereségszerzési vagy veszteségelkerülési törekvést az elméleti közgazdaságtan a ma szokásos hazai értékrend-

del szemben nem tekinti elítélendő cselekménynek,¹⁰ a rendszer hallatlan bonyolultsága miatt valójában ma már nehezen húzható éles határvonal a spekulációs és nem spekulációs célú pénzügyi akciók közé.

Spekuláció persze mindig volt, mint ahogy a derivatív ügylet sem mai találmány.¹¹ Azt sem indokolt feltételeznünk, hogy az emberek szerzési, vagyongyarapítási vágya az elmúlt húsz évben radikálisan megnőtt volna, s ez magyarázná a tőkepiaci tranzakciók súlyának előretörését. Ám a tőkepiaci-vagyonpiaci tranzakcióknak sokkal magasabb volt a költsége. A tranzakciós költségeknek a tőkepiaci-vagyonpiaci forgalmat korlátozó hatásáról minden közgazdasági szakértelem nélkül bárki fogalmat alkothat magának, aki már próbált házat, telket vagy hasonló nagy értékű dolgot eladni. Magas tranzakciós költségek mellett még a pusztán hozamukért tartott vagyonelemek esetében is viszonylag nagymértékű árváltozás vagy annak anticipálása szükséges ahhoz, hogy tényleges tranzakció jöjjön létre, s ez igencsak korlátozza az ilyen típusú tranzakciók számát és gazdasági súlyát. A források végső felhasználóinak szemszögéből – s a pénzügyi uralmát vizionáló nézetek szerint ez a „helyes” szemszög – a magas tranzakciós költségekből fakadó alacsony likviditás biztosítja a termelési folyamathoz nélkülözhetetlen stabilitást. Nehéz is volna mondjuk hajót úgy gyártani, ha a hozamérzékeny tőketulajdonosok a hajógyártásba investált tőkét a hozamok néhány ezrelékes változásának hatására azonnal a divatickek gyártásába vagy más távoli területre óhajtának átirányítani. Látnunk kell persze, hogy e stabilitás értéke a befektető számára, aki pusztán a hozamban érdekelt, meglehetősen kétséges. Az ő számára ez úgy jelentkezik, hogy a konkrét befektetés alacsony likviditása miatt tétlenül kell szemlélnie befektetési értékének akár jelentős zuhanását is, hiszen lehetőségei azok kivonására nagyon korlátozottak. Ilyen körülmények között kétszer is – sokszor is – meggondolja valaki, hogy hajógyártásba investáljon.

A modern pénzügyi rendszer a források képzői (megtakarítók) és végső felhasználói (beruházók) meglehetősen eltérő igényeinek összeegyeztetését többek között a közvetítési láncok, a finanszírozási csatornák hosszának növelésével éri el. Az esetenként nagyon hosszú, egymást keresztül-kasul átszövő áttételekkel működő pénzügyi közvetítési csatornák léte ugyanakkor kétségkívül megnöveli a pénzügyi szféra viszonylagos önállóságát, hiszen a tranzakciók meglehetősen nagy részének éppen ezáltal nincs közvetlen köze ahhoz a reálgazdasági akcióhoz, amit a források végső soron finanszíroznak. Ennyiben természetesen beszélhetünk a pénzügyi szféra reálgazdaságtól való elszakadásáról. E kérdés megítélését viszont az árnyalja, ha belátjuk, hogy e nélkül az önállósodás nélkül nem képződnének jelentős felhalmozási források, hiszen a megtakarítók jó része nem kíván közvetlenül termelőtevékenységbe fektetni.

Az információs technológia fejlődése, a tranzakciós költségek csökkenése, a pénzügyi piacok felfutása és a finanszírozás elméleti és gyakorlati módszereinek kiszélesedése egymást kölcsönösen erősítő és gerjesztő módon zajlott az elmúlt években. Az újabb eredmények – új módszerek vagy tranzakciótípusok – részben a korábbiak által nyújtott lehetőségek kihasználására, részben kifejezetten a fejlődés által generált problémák megoldására, illetve kezelésére szolgáltak. A globális szervezett piacokon a teljesen homogen pénzügyi termékek adásvételén keresztül hatalmas vagyonok mozoghatnak, alakulhatnak át egyik formából – valutanemből stb. – a másikba a tranzakciók értékéhez képest elenyésző költségek mellett. E magas likviditás, az egymáshoz nagyon hasonló és könnyen elérhető befektetési lehetőségek sokasága egyfelől nagyobb mozgásteret, védelmet nyújt a befektetőnek, másfelől viszont saját maga növeli az árváltozások valószínűségét, és így

¹⁰ A spekuláció szerepéről a devizapiacokon lásd például *Friedman* [1953].

¹¹ R. C. Merton rámutat, hogy a derivatív ügyletek, a határidős és futures szerződések már a 17–18. században használatosak voltak Európában, az Egyesült Államokban és Japánban. Lásd *Merton* [1995] 5. o. lábjegyzet.

a hozamváltozás kockázatát. Ilyen körülmények között ugyanis viszonylag kismértékű árváltozás anticipálása is nagy adásvételi szándékot indukál, s a keresett vagy kínált mennyiségek hirtelen növekedése további árváltozásokat okoz. A megnövekedett volatilitás kitermelte a maga piacokonform biztosítási módszereit: előbb a kockázat azonosításának, kezelésének elméletét dolgozták ki, majd az ezeket alkalmazó speciális kockázatkezelésre alkalmas ügyletek – mindenekelőtt a sokszor kárhozottat derivatív termékek és ügyletek – szaporodtak el.

A közgazdasági irodalom már igen korán felhívta a figyelmet arra a tényre, hogy a tranzakciós költségek alacsony volta egyes pénzügyi piacokon az árak növekvő volatilitásához és fokozott instabilitáshoz, még konkrétan: önbeteljesítő spekulációs rohamokhoz vezethet. E jelenségek értékelése mindenekelőtt a devizapiacok területén történt meg, *Tobin* [1978] híressé vált javaslata, amely szerint a devizatranzakciókra kivetett kismértékű adóval kellene „homokot szórni a nemzetközi pénzpiacok túlságosan hatékony rendszerének fogaskerekei közé”, pontosan a tranzakciós költségek mesterséges megnövelésével igyekeznek megoldani a spekulációs hullámok problémáját. Racionális alapról szemlélve, a pénzügyi szektor szabályozására vonatkozó javaslatoknak természetesen csak akkor van értelmük, ha azok tényleges anomáliákat, túlzott kockázatot, instabilitást stb. kívánnak kezelni vagy megoldani. Pusztán az a tény, hogy e szektor gyorsabban növekszik, mint a többi, vagy hogy ott többet lehet keresni, mint máshol, nos, ez természetesen még nem ok e szféra megrendszabályozására.¹² Ezzel együtt a bizonytalanság növekedése tény, és azokat a szabályozási javaslatokat és megoldásokat, amelyek a piacok biztonságát anélkül növelik, hogy a tőkepiacok hatékonyságát, az általuk nyújtott költségelnyőket jelentősen csökkentenék, feltétlenül üdvözölni kell.

Élődsiség, más szektorok rovására való fejlődés

Az öncélúság, túlburjánzás vádjain túl gyakran találkozhatunk azzal a kritikával is, hogy a pénzügyi szektor élődsi módon a többi szektorban megtermelt jövedelmek átcsoportosításából gazdagodik, azok kizsákmányolásából, azok rovására fejlődik, de legalábbis elszívja a beruházási forrásokat a „ténylegesen fontos” reálgazdasági szektorok elől. Érdekes módon annak közgazdasági elemzése, hogy e jövedelem-, illetve vagyonátcsoportosítás konkrétan hogyan és milyen csatornákon is menne végbe, szinte fel sem merül. Még a komolyabbnak (kevésbé ideologikusnak) szánt elemzésekben is szinte kézenfekvőnek tűnik a szerzők számára, hogy a pénzügyi szektor gyors fejlődése csakis a többi rovására következhet be. Mintha ennek „bizonyítására” tökéletesen elegendő volna az, ha a reálszféra egyes – gyakran válság sújtotta – ágazatai tőkehiányra panaszkodnak, miközben a pénzügyi egyéni aktivitás magas, vagy ha a pénzügyi átlaghozamokat magasabbnak találják a reálszféra egyes, esetlegesen kiválasztott ágazataiban esetleges módon megbecsült hozamainál. Ez utóbbira hivatkoznak leggyakrabban, amikor azt igyekeznek igazolni, hogy a pénzügyi szféra valamilyen módon elvonja a forrásokat a reálgazdasági szektoroktól.¹³ Ilyen körülmények között nem meglepő, hogy a laikusoknak szánt publicisztikai írások már a bankárok és brókerek átlagosnál magasabb jövedelmét, a fényűző banképületeket és hasonló dolgokat is az élődsiség eredményének tudják be, folyamatosan azt implikálva, hogy a pénzvilág és képviselői elleni fellépéssel a meglévő értékek igazságosabb elosztására volna mód.

¹² A szabályozás és a megrendszabályozás közti nem jelentéktelen különbséget *Király-László* [1998] a témához kapcsolódó, elsősorban a szabályozás kérdéseire koncentrált írása taglalja.

¹³ A magyar gazdaságpolitikai irodalomban sokak mellett *Kopátsy Sándor* és *Matolcsy György* írásaiban tűnnek fel gyakran ilyen utalások. Lásd például *Matolcsy* [1998] cikkgyűjteményének számos írását.

Már az eddigiekből is nyilvánvaló, hogy a pénzügyi szektor élősdiségére vonatkozó állítások is súlyosan terheltek olyan értékválasztási problémákkal, amelyek az egyes emberi tevékenységek között értékalapon állítanak fel hierarchikus különbségeket – függetlenül az egyének piaci keresletben összegződő értékelésétől. Ilyen értékpremisszák mellett persze felvethető, hogy a választott igazságossági kritériumok szerint bizonyos jövedelmeknek máshol kellene keletkezniük, mint ahol éppen keletkeznek, ám ezek az értékpremisszák közgazdasági alapon nem igazolhatók, ezért is bocsátottuk előre, hogy e dolgozatban igyekszünk kerülni a probléma társadalomkritikai oldalát. Pusztán a pénzügyi piacok és a pénzügyi közvetítés mechanizmusainak és gazdasági szerepének elemzéséből viszont az élősdiség tétele nemcsak hogy nem vezethető le, de valójában a fent elutasított értékpremisszák nélkül, pusztán közgazdasági eszközökkel a tétel nem is értelmezhető.

Induljunk ki megint a pénzügyi közvetítés, a pénzügyi piacok és intézmények legfontosabb gazdasági szerepéből! Ez a szektor a gazdaság egyes szféráiban keletkező megtakarításokat mint felhalmozási forrásokat csoportosítja át azok felhasználóihoz. Ennek során olyan forrás-összevonási, átcsomagolási, közvetítői, implicit és explicit kockázatmegosztási és biztosítási szolgáltatásokat nyújt, illetve kockázatvállalási lehetőségeket kínál, amivel a megtakarítók és beruházók meglehetősen eltérő igényeit közelíteni tudja egymáshoz. A szektor jövedelme végső soron e közvetítés, illetve a nyújtott szolgáltatások díjából áll össze. Az a kérdés lényege szempontjából végül is lényegtelen, hogy a szolgáltatások igénybevevője az egyes szolgáltatáselemekért konkrétan felszámított díj, a betétek és hitelek kamatrése vagy valamilyen más formában fizet. Jövedelemoldalról az élősdiség kimutatásához annak bizonyítására volna szükség, hogy e folyamat során a pénzügyi szféra indokolatlanul magas közvetítői díjat számít fel, a felhasználók által igénybevett és velük megfizettetett szolgáltatások értéktelenek vagy túlárazottak, s ezért a láncolat két végén elhelyezkedő, a pénzügyi szektorhoz nem tartozó szereplők károsulnak.

Tekintettel arra, hogy a pénzügyi szektor nem hatóság, amely kényszerítheti ügyfeleit szolgáltatásai igénybevételére, a fenti okfejtésen alapuló panaszoknak akkor van alapjuk, ha a közvetítés mechanizmusában erős monopolhelyzetek alakulnak ki, ami a gazdasági erőfölényt használja ki. Monopolhelyzetek és ezek következményeként keletkező monopoljárdékok léte persze nem zárható ki még a fejlett piacgazdaságok pénzügyi szektoraiban sem. A hetvenes évek végéig – tehát éppen a témánk alapjául szolgáló jelenség, a világ pénzügyi rendszerének robbanásszerű fejlődése előtti időszakban – az ilyen monopolhelyzetek részben éppen az állami szabályozás versenyt korlátozó sajátosságaira (lásd Egyesült Államok), részben pedig az országghatárok szabta szűk piaci méretekre (lásd Európa) voltak visszavezethetők. Azóta azonban a pénzügyi rendszer teljesen globalizálódott, és a piaci verseny jelentősen fokozódott, ezt – gondolom – minden különösebb bizonyítási kényszer nélkül állíthatjuk.

A rendszerváltó országokban, ahol korábban szinte egyáltalán nem fejlődtek ki a modern pénzügyi infrastruktúra elemei, minden bizonnyal alapos okuk volt (van?) a felhasználóknak az ilyen természetű panaszokra. Ehhez járult még az alacsony fejlettségi szintből fakadó gyakorlatlanság, a szintén gyermekbetegségként jelentkező szabályozási, ellenőrzési hiányosságok, amelyek együttesen jóval drágábbá tették a forrásokkal való gazdálkodást, mintha e problémák nem lettek volna jelen.¹⁴

A monopolhelyzetek által lehetővé tett járadékszerzésre valóban ráillik az élősdiség jelző, ám ekkor a probléma maga nem a pénzügyi szuperstruktúra, hanem a monopólium, amely a gazdaság más területein hasonló következményekkel jár, és okkal kritizál-

¹⁴ A rendszerváltó országok pénzügyi rendszerének átalakulásáról ad áttekintést a *Rostowsky* [1995] által szerkesztett tanulmánygyűjtemény.

ható. Nem kétséges, hogy a gazdasági élet egészét átszövő finanszírozás területén éppen a közvetített források mérete miatt a monopóliumok léte sokkal nagyobb mértékű járadékszerzést tesz lehetővé, s ezért nyilván nagyobb társadalmi veszteségeket okoz, mint mondjuk a zöldségpiac közvetítő kereskedőinek monopóliuma.¹⁵ Ám mindebből még mindig csak annyi következik, hogy a monopóliumhelyzetek egyes területeken ártalmasabbak, mint más területeken, az semmiképpen sem, hogy a monopolista erőfölény a pénzügyi szektor immanens sajátossága.

Valamivel nehezebb racionális alapot találni azokra a vádakra, amelyek szerint a pénzügyi szektor tőke-, tehát stock forrásokat vonna el a reálszektorból, hátráltatva annak fejlődését. Azok az okfejtések, amelyek a pénzügyi befektetések és a reálszférába, termelésbe történő reálbefektetések egymás közti versenytől féltik a reálszférát, vélhetően merőben félreértik a pénzügyi vagyon természetét és lényegét akkor, amikor a fenti befektetési alternatívát annak analógiájára képzelik el, mint hogy mondjuk az iparba vagy inkább a mezőgazdaságba kellene-e a forrásokat csoportosítani. Miután a pénzügyi szektor közvetítője és nem célpontja a reáltőkének, a reálszférából nem lehet a pénzügyi szférába reálvagyont átcsoportosítani. Reálvagyont átcsoportosítani csak a reálszféra egyik felhasználójától a másik felhasználójához lehet, a reálmegtakarításokért, a befektethető alapokért sem a reálszféra és a pénzügyi szféra verseng, hanem a reálszféra különböző területei versengenek egymással, természetesen a pénzügyi intézmények és piacok közvetítésével, hiszen ez utóbbiak társadalmi munkamegosztásban elfoglalt szerepe pontosan a múltbéli és folyó megtakarítások felhasználókhoz való közvetítése.

Természetesen a pénzügyi szektor intézményei (ezek tulajdonosai) birtokában is van reálvagyon, az tehát közhelyszerűen igaz, hogy egy banképület felhúzása helyett arányos számban lakóházakat is lehetett volna építeni. Ám itt nyilvánvalóan nem erről van szó, a pénzügyi szektor által a saját működéséhez használt reáleszközök értéke elenyésző azokhoz az alapokhoz képest, amelyeknek kezelésével, adásvételével, átcsoportosításával foglalkozik. Éppen ezért a további okfejtésekben a pénzügyi szektort kizárólag pénzügyi vagyontárgyaival jellemezzük, és pénzügyi befektetéseken kizárólag pénzügyi termékekbe való befektetéseket értünk. A pénzügyi szféra reálvagyonától az egyszerűség kedvéért eltekintünk.

A pénzügyi vagyonelemek és a reálvagyonelemek természetüknél fogva alapvetően különböznek egymástól, mert a pénzügyi vagyon kölcsönös adósságok halmaza. Az egyén szintjén a reálvagyonelemek (ház, telek vagy résztulajdon egy vállalatban) és pénzügyi vagyonelemek összeadhatók, együtt alkotják az egyén vagyonát. A társadalom egészének szintjén azonban e kétféle vagyonelem nem összegezhető, mert a pénzügyi vagyon más gazdasági szereplők adóssága, az aggregálás során az egymással szembeni kölcsönös követelések kiesnek, a társadalom egészének vagyona tisztán reálvagyon.¹⁶ Míg tehát az egyéni gazdasági szereplő átstrukturálhatja vagyonát úgy, hogy eladja a házat, és kötvényeket vesz az árán, a társadalom egésze nem tud reálvagyont pénzügyi vagyonra cserélni. A ház megmaradt, csak most valaki más birtokolja, a kötvény meg eddig is valaki adóssága volt, most is valaki adóssága, pusztán az történt, hogy az adós most valaki másnak tartozik.

¹⁵ A termelő és fogyasztó közé ékelődő, pusztán a hasznot lefőlöző, de semmiféle hasznos szolgáltatást nem nyújtó zöldségkereskedőkről kialakított negatív társadalmi értékítélet sokban emlékeztet a pénzügyi szektor élősdiségét szapuló megnyilvánulásokhoz, s valószínűleg éppúgy a közgazdasági elemzés szféráján kívüli előítélet szolgáltat alapot hozzá (a termelés mint tevékenység kereskedelemmel szembeni felsőbbrendűsége), mint a pénzügyi szektorral kapcsolatos előítéletek esetében.

¹⁶ Az itt következő okfejtésben az egyszerűség kedvéért teljesen eltekintünk a külfölddel bonyolított tranzakciók lehetőségétől, a gazdaság egészének szintje tehát zárt gazdaságot jelent. A külföld bekapcsolása egy ilyen terjedelmű dolgot számára kezelhetetlenül bonyolulttá tenné az érvelést, de a végső konklúziókat nem módosítaná.

Ahogy a modern pénzt belső érték nélküli pénznek nevezik, ugyanez elmondható a pénzügyi eszközök mindegyikére is: azért tulajdonítunk nekik értéket, mert fizetési ígéretet testesítenek meg, nem pedig termelésben vagy fogyasztásban felhasználható tulajdonságaikért – szemben a reáljavakkal, amelyeknek éppen ezek a tulajdonságaik szolgálnak „belső értékük” alapjául. Éppen a pénzügyi jóságok e belsőérték-nélkülisége magyarázza, hogy – csakúgy mint a modern pénzt – technikai értelemben a pénzügyi eszközöket is anélkül lehet korlátlanul szaporítani, hogy ezen párhuzamos eszköz- és forrás-, vagyon- és adósságfelfúvás különösebb reálerőforrás-felhasználást igényelne. A gazdaság egészének szintjén tehát a pénzügyi eszközök nem a vagyonfelhalmozás, hanem a vagyonok elemeivel való hatékony kereskedelem, a forrásátcsoportosítás hatékony eszközei.¹⁷

Szemben a pénzügyi (a dolog természeténél fogva társadalmi szinten bruttó) vagyonnal, a reálvagyon nem teremthető tollvonással, könyvelési műveletekkel. A reálvagyon csak úgy növelhető, ha a társadalom nettó értelemben több reáljóságot termel, mint amennyit felhasznál (elfogyaszt). A pénzügyi szféra ebben az értelemben nem is tud reálvagyonot teremteni, ahogy természetesen eltüntetni, felhabzsolni, pénzügyi vagyonná átalakítani sem tudja azt. Amit ily módon a társadalom reálértelemben megtakarít, az reálvagyonként valahol fel is tűnik.¹⁸ Amikor tehát valaki folyó megtakarításából pénzügyi vagyontárgyat (mondjuk kötvényt) vett, akkor nem a pénzügyi szférába való befektetést részesítette előnyben a reálszférába való befektetéssel szemben, hanem a pénzügyi szféra közvetítésével engedte át forrásait valamely reálfelhasználónak, ahelyett, hogy közvetlenül tette volna ugyanezt.

No, de akkor mi magyarázza azt a sokak által kárhoztatott, és a mindennapi tapasztalat által sokszorosan megerősített tényt, hogy a pénzügyi szféra által kínált hozamok rendre meghaladják a termelésbe közvetlenül történő befektetések hozamait? Az, hogy a megtakarításokért versengő felhasználók (akik, mint láttuk, valamennyien a reálgazdasághoz tartoznak) korántsem mindegyike óhajtja tőkefelhalmozásra, még kevésbé termelőberuházásra fordítani a megtakarítók által felkínált forrásokat. Ha valaki megtakarít, megtakarítását kölcsönadja valaki másnak, s utóbbi e forrásokat fogyasztásra használja fel, akkor csak az egyén szintjén történt befektetés, ez az akció nem jár a társadalom összvagyonának, összértékének növekedésével, társadalmi szinten nincs megtakarítás.

Az egyéni befektető, a hitelnyújtó valóban pénzügyi eszközbe, egy hiteleszközbe fektette reálmegtakarítását, a pénzügyi rendszer azonban csak közvetített abban, hogy egy másik reálszférához tartozó felhasználó (fogyasztó) többet fogyaszthasson a jövedelménél. A folyamat során valóban keletkezett pénzügyi eszköz, de a forrásokat nem a pénzügyi szféra, hanem egy fogyasztó szívta el a termelőszféra – annak beruházása – elől.

A finanszírozási források kínálatáért a keresleti oldalon tehát nemcsak olyan potenciális felhasználók versenyeznek, akik az igénybe veendő reálmegtakarításokat reálvagyon-felhalmozásra óhajtják fordítani, hanem olyanok is, akik – feltehetően jövőbeli jövedelmük vagy megtakarításaik terhére – fogyasztásukat kívánják előrehozni. Ez utóbbiak a finanszírozási források keresleti oldalán a források egy jelentős részét való-

¹⁷ Azok a vizsgálatok – mint például az ebben a dolgozatban már idézett *Goldsmith* [1958], [1969] elemzések –, amelyek a pénzügyi szektor súlyának, jelentőségének illusztrálására a reálvagyon és pénzügyi vagyon arányát használják mint mutatószámot, a legkevésbé sem implikálnak olyasmit, hogy e kétfajta vagyon egymásba bárhogyan is átváltható vagy összeadható volna. Egyszerűen arról van szó, hogy a pénzügyi aggregátumok növekedését valamihez viszonyítani kell ahhoz, hogy a fejlődés minőségi jellemzői megítélhetők legyenek.

¹⁸ Ismét csak az egyszerűség kedvéért eltekintünk a reálvagyonértékeknek a vagyonelemek árváltozásából fakadó változásaitól.

ban leköthetik úgy, hogy ezáltal elszívhatnak beruházási forrásokat a termelőszektor elől. Miután a források közvetítése meglehetősen bonyolult láncolatokon és áttételeken át a finanszírozási rendszerben történik, a felszínen mindebből annyi érzékelhető, hogy a források igénylői felhajtják a kamatlábakat, s ez kiszorítja a potenciális beruházókat, hiszen azok nem tudnak akkora hozamot ígérni, mint amit a fogyasztani szándékozók hajlandók megfizetni.

A magánszférán belül a fogyasztói hitelek igen jelentőssé válhatnak, s e téren fogyasztás és felhalmozás valóban versenyez egymással. Ezzel együtt a fogyasztói hiteleknek piaci korlátjuk van, maguk a hitelnyújtók is kockázatként mérlegelik a hitel fogyasztásra felhasználók jövőbeli jövedelemtermelő képességeit, de a kamatlábak felhajtása – amely a reálberuházáshoz kölcsönt kérők helyzetét rontja – mérlegelésre készteti a hitelre fogyasztani szándékozókat is. A háztartások együttesen mindenhol nettó megtakarítók, makroökonómiai szinten tehát általában források nyújtói és nem igénybe vevői.

A kamatok felhajtásában legtöbbször sokkal jelentősebb szerepe van az államnak. Ráadásul az állam a privát szféránál kevésbé érzékeny a költségekre, ezért a kamatlábak alakulása kevésbé tántorít el a magánszféra megtakarításainak igénybevételétől. Az állam esetében a költségvetési finanszírozási igény magánberuházásokat kiszorító hatása közismert és széleskörűen taglalt jelenség. Amikor a polgár államkötvényt vesz, akkor nem a pénzügyi szférát preferálja a reálgazdasággal szemben, hanem államát (pontosabban az adófizetők pénzéből kínált magasabb hozamot) részesíti előnyben a gazdasággal szemben.

Mindezzel eljutottunk annak a gyakran hangoztatott állításnak a reális magváig, miszerint a pénzügyi szféra azáltal szívna el a reálgazdaságtól forrásokat, hogy a pénzügyi szférában elérhető hozamok (kamatok) meghaladják a reálberuházások hozamait. Az, hogy a piaci kamatok meghaladják a termelőberuházások várható hozamát, természetesen könnyen előfordulhat, de ennek a források közvetítésében részt vevő intézményrendszer semmiképpen sem okozója. A forrásokat nem a pénzügyi szféra szívja el, hanem a reálgazdaság más szereplői, esetenként (és kisebb mértékben) a fogyasztók, gyakrabban az állami költségvetés finanszírozási igénye.

A nemzetközi tőkepiaci liberalizáció, a finanszírozási források globális kereskedelme mindezeket a folyamatokat természetesen sokszorososan bonyolultabbá tette, hiszen a helyi beruházóknak ma már egészen távollévő beruházási projektumokkal is meg kell küzdeniük a finanszírozási forrásokért, a másik oldalon pedig kétségkívül élvezhetik a máshol keletkező forrásokhoz való jutás esélyét is. A pénzügyi szektorral szembeni aggodalmak és a globalizáció kapcsolata témánk másik igen fontos oladala. Ez a kérdés azonban már egy másik, önálló dolgozatot igényel.

Hivatkozások

- ALCHIAN, A. [1977]: Why Money. *Journal of Money Credit and Banking*, február.
- AUGUSZTINOVICS MÁRIA [1996]: Miről szól az input-output modell? *Közgazdasági Szemle*, 4. sz.
- BRUNNER, K.–MELTZER, A. [1993]: *Money and the Economy, Issues in Monetary Analysis*. Cambridge University Press, Cambridge.
- CSONTOS LÁSZLÓ–KIRÁLY JÚLIA–LÁSZLÓ GÉZA [1997]: A nagy ezredvégi borzongás. *Közgazdasági Szemle*, 7–8. sz.
- FRIEDMAN, M. [1953]: *The Case for Flexible Rates*. Megjelent: *Essays in Positive Economics*, Chicago University Press, Chicago.
- GOLDSMITH, R. [1958]: *Financial Intermediaries in the American Economy*. Princeton University Press, Princeton.
- GOLDSMITH, R. [1969]: *Financial Structure and Development*. Yale University Press, New Haven.

- HAYEK, F. A. [1995]: Szocialista kalkuláció I.: A probléma természete és története. Megjelent: Piac és szabadság. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- KIRÁLY JÚLIA–LÁSZLÓ GÉZA [1998]: Megrendszabályozni, szabályozni vagy liberalizálni: A szabályozás szerepe a pénzügyi rendszerben. Megjelent: A „túlzott központosítástól” az átmenet stratégiájáig. Tanulmányok Kornai Jánosnak. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- KOHN, M. [1998]: Bank- és pénzügyek, pénzügyi piacok. Osiris–Nemzetközi Bankárképző, Budapest.
- KUZNETS, S. [1971]: Economic Growth of Nations, Total Output and Production Structure. The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge MA. Magyarul lásd a *Kuznets, S.*: Struktúra és növekedés a modern gazdaságban című kötetben. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1981.
- LAKI MIHÁLY–PETE PÉTER–VINCE PÉTER (szerk.) [1999]: Mindannyiunkban van valami közös. Lányi Kamilla születésnapjára. Kopint–Datorg Alapítvány–MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont, Budapest.
- LÁNYI KAMILLA [1996]: A pénz hatalma, a hatalom pénze. Élet és Irodalom, július 26.
- MARX, K. [1973]: A tőke. Kossuth Könyvkiadó, Budapest.
- MATOLCSY GYÖRGY [1998]: Sokk, vagy kevés. Kairosz Könyvkiadó, Budapest.
- MC.KINNON, R. [1973]: Money and Capital in Economic Development. The Brookings Institution, Washington D. C.
- MERTON, R. C. [1995]: Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions. NBER Working Paper Series, Cambridge, MA.
- ROSTOWSKY, J. (szerk.) [1995]: Banking Reform in Central Europe and the Former Soviet Union. CEU Press, Budapest.
- TOBIN, J. [1978]: A Proposal for International Monetary Reform. Eastern Economic Journal, Vol. 4. 153–159. o.
- TOWNSEND, R. [1983]: Financial Structure and Economic Activity. The American Economic Review, Vol. 73. No. 5.