

**Botos Katalin**

## **Nobel díjas közgazdák 2022-ben (*Bankok a gazdaságban*)**

A bankoknak a gazdaságban betöltött szerepe tárgyában 2022-ben a következők kapták – megosztva – a közgazdasági Nobel díjat: Ben S. Bernanke, Douglas W. Diamond, és Philip H. Dybvig.

A Nobel díj Bizottság az indokolásában az érintett szerzők sok évvel ezelőtti munkásságára hivatkozott. Nem egyedülálló esetről van szó: Reinhard Selten ugyancsak negyven évvel korábbi munkássága elismeréseképpen kapott 2005-ben megosztott Nobel díjat, „a játékelmélet alapulvétele a konfliktusok megoldásában” tárgyában. Késői értékelői azt mondták, kooperációra, együttműködésre ösztönző elméletének nemcsak a gazdasági, de a politikai konfliktusok kezelésében is használható következtetései voltak. Úgy vélték, szerepe volt elméletének az atomkatasztrófa elhárításában, a hatvanas évek elején.

Hasonló volt az indoklás a 2022-es év kitüntetettjei esetében is. Ezúttal arra hivatkoztak az értékelők, hogy e szerzőknek a kutatásai, majd az e kutatásokra alapozott további elméleti munkák segítettek jobban megérteni a pénzügyi szektor szerepét a válságok keletkezésében – és következményeinek elhárításában.

Azt már régóta tudjuk, hogy Ben Bernanke, volt FED elnök, e pozícióját megelőzően egyetemi kutatásaiban a nagy válság elemzésével foglalkozott; s hogy ennek tanulságait – mint a Jegybank elnöke – valóban alkalmazta is a 2008-as pénzügyi válság kezelésekor. Empirikus adatok alapján elemezte kutatóként az 1929-33-as Nagy Válságot, s rámutatott, hogy a szektornak magának komoly szerepe volt a válság elmélyítésében. Éppen hitelezési elvei vezettek a *hitelszűke* keletkeztetésével, a válság elmélyítéséhez

Addig a bankválságokat mint a gazdasági válság *következményeit* kezelték. Bernanke kutatásai megváltoztatták az értékelést: maga a szektor működési mechanizmusa is a válság-*okok* között szerepelt.

Ben Bernanke elemzése erősen támaszkodott *Irving Fisher*<sup>1</sup> munkásságára; ez a Nobel díj Bizottság tanulmányából is kitűnik. Az is látszik az összefoglalóból, hogy a témával később

---

<sup>1</sup> **Botos, Katalin** (2022) What Can Posterity Learn from **Irving Fisher**? FINANCIAL AND ECONOMIC REVIEW, 21 (2). pp. 175-187. ISSN 2415-9271 ...

foglalkozó számos kutató közül kiemelkedően fontos Raghuram Rajan<sup>2</sup> tevékenysége. Nehéz nem gondolni arra, hogy Bernanke tudományos munkásságánál talán nagyobb súllyal esett latba az a tényleges gyakorlati tevékenysége, amellyel saját, és a két másik szerző elméleti munkájának tanulságait a gyakorlatban alkalmazta, mint maga az általa hozott elméleti nívó. Az alkalmazott módszerekkel ugyanis megmentette az összeomlástól az amerikai pénzügyi intézményrendszert, és segítette a világgazdaságot kiemelkedni a súlyos nemzetközi pénzügyi válságból. (Alighanem a Sveriges Riskbank által létrehozott Nobel díj értékelésénél ez a szempont nem kis szerepet játszott a díj odaítélésekor.) Mindenesetre, Bernanke empirikus analízise bizonyító erővel támasztotta alá a másik két díjazott elméletét.

A témában járatos szakembereknek napjainkban azok a tételek, amelyekre Diamont és Dyvbig munkásságának méltatásakor az értékelők hivatkoztak, nem tűnnek egyáltalán újak. Természetesen, bizonyára tény, hogy az elméleti irodalomban valóban e szerzők rögzítették a maguk idejében ezeket az elveket a szakirodalomban az elsők között (ha eltekintünk Irving Fisher munkásságától, aki azonban nem modell-szerűen foglalkozott e kérdéssel). Mindenesetre, a bankfelügyeleték mindenütt ezen elvek szerint végzik hosszú ideje a munkájukat. S a Deposit Insurance (FDIC), a betétbiztosítás intézménye, amely a Nagy Válság után került megalapításra az USA-ban, és az egyik legfontosabb szereplő a bankok elleni rohamok megakadályozásában, azóta is fontos eleme a rendszernek. Gyakorlatilag mindenütt létrehozták, önkéntes, vagy állami alapon. (Mellesleg Európában pontosan ugyanakkor jött létre a német törvényhozásban, mint Amerikában – sőt, néhány héttel előbb...)

Úgy tűnik, a díjazottak értékelését végző bizottság nem igazán volt figyelemmel a pénzügyek világában az elmúlt évtizedekben végbement fontos változásokra. Kitérnek ugyan az összefoglaló szerzői a közelmúlt nagy problémáinak elemzésekor arra, hogy a *bankok és nem-banki pénzügyi intézmények* egyaránt szerepet játszottak a 2008-as válságban, de – megítélésünk szerint – nem kellően mutatnak rá a két intézmény típus közötti lényeges különbségre. A kereskedelmi bankok a számlavezetés révén ugyanis sokkal hamarabb szétteríthetik a problémát a gazdaságban, hiszen ha egy bank nem tud fizetni a kliense számlájáról, akkor annak ügyfél-partnere is fizetési nehézségbe kerül, s ez fokozhatja a gazdasági problémákat. Sőt, bár halványan utalnak rá, arról sincs érdemben szó, hogy *a két*

---

<sup>2</sup>Botos, Katalin. (2019) Doing what has to be done. Financial and Economic Review, Vol. 18 Issue 4, December 2019, pp. 166–173

*megoldás kombinációja, az un. értékpapírosítás – ami viszonylag újabb jelenség volt a pénzügyekben –, milyen sajátos problémákat eredményezett.*

A tőkepiaci közvetítés lényege ugyanis az, hogy ez esetben az értékpapírok, kötvények *vásárlói – akik tulajdonképpen a kölcsönt adják – viselik a kockázatokat.* A bankoknál azonban a betétesektől – valójában *ők is hitelezők!* – ezt *átvállalja* a bank. Mintha ki se lenne helyezve a betétes pénze... Kérdéses azonban, hogy az adósok valóban képesek lesznek-e majd a felvett összegek visszafizetésére? *Ez a kockázat a bankoknál marad.* Ugyanakkor a bank működése során további kockázat is keletkezik: *lejárat transzformációt is* végrehajt, azaz, rövid lejáratú pénzeket adott esetben hosszú lejáratra helyez ki. Lehet, hogy az adós rendben fizetne, de mi van akkor, ha a betétes hamarabb kéri vissza a pénzét? Itt tehát további kockázat jelentkezhethet, ha a bankszámla két oldala nincsen *lejárat szempontból* összhangban. A betét bármikor visszahívható, ezt a bankok biztosítani kell. A likviditását, (azonnali fizetőképességét) mindenkor őriznie kell. Csak olyan hosszú időre helyezhet ki, mint amilyen hosszú időre vannak lekötve a forrásai. A gyakorlatban a bankok a lejárat összhangot úgy biztosítják, hogy a látra szóló betéteknek csak egy részét helyezik ki. (Egész konkrétan a német bankszabályozásnál csak az ilyen betéteknek a 40 százalékát helyezik ki hosszabb lejáratra). Nyilván az húzódik meg e mögött a szabály mögött, hogy az emberek általában hosszabb távú célok érdekében takarítanak meg. És ha nem kötik le a pénzüket hosszabb időre, azért teszik, mert folyó kifizetésekhez – magánembereknél például a rezi fizetéséhez – , mindig kell, hogy a folyószámlájukon legyen pénz. De többnyire a kamatokban rejlő ösztönzés miatt le is kötik a pénzüket, s csak akkor veszik ki váratlanul a bankból, ha valami aggodalommal tölti el őket. Mindenesetre, a *bankroham* lehetősége fennáll. Valahogy úgy van, ahogy a mondás tartja: „Ha megvan a pénzem, nem kérem, ha nincs meg, kérem.” Ezért kell a banknak saját tőkével rendelkeznie, hogy *mindenkor* fizetőképese legyen (ezt nevezzük szolvenciának), ha kell, a saját tőkéje terhére is. A bankoknak tisztességes, az *azonnali* és a *mindenkori* fizetőképességet biztosító tevékenységet kell folytatniuk.<sup>3</sup> Ez a likviditás, szolvencia, prudencia hármassága a bankok szabályozásában.

---

<sup>3</sup> Botos Katalin: Likviditás, szolvencia , prudencia [http://acta.bibl.u-szeged.hu > juridpol\\_058\\_091-1...](http://acta.bibl.u-szeged.hu > juridpol_058_091-1...)  
[Acta Universitatis Szegediensis : Acta juridica et politica, ISSN 0563-0606 , 2000. \(58. Tom.\)](http://acta.bibl.u-szeged.hu > juridpol_058_091-1...)

Számunkra, európaiak számára magától értetődő, hogy a gazdaság finanszírozásának döntő részét a bankok végzik. Az USA-ban azonban sokkal nagyobb hagyománya van a tőkepiaci finanszírozásnak. Raghuram Rajan publikációiban, könyveiben vázolja a különbséget a két fajta rendszer között. Luigi Zingalesel írt munkájukban („Mentsük meg a kapitalizmust a kapitalistáktól”<sup>4</sup>) bemutatja, miért van szükség fejlett pénzközvetítő rendszerekre a kapitalizmusban a versenyen alapuló, hatékony gazdálkodáshoz. A kapitalista gazdasági rend – amely profitmotiváción alapuló forrásallokációt tételez fel – a leghatékonyabb a gazdasági rendszerek közül. Nem működhet azonban fejlett pénzügyek nélkül. Éppen ezért volt fontos a most díjazott jelöltek munkája.

A korszerű, rugalmas pénzügyi rendszer kiépítése – hogy őszinték legyünk – nem mindig áll a bennfentes vállalatok érdekében, mert másokat is helyzetbe hoz. A piac magára hagyatva nem eléggé hatékony, szüksége van az állami szabályozásra. Azonban ez sem kockázatmentes, mert a bennfentes vállalkozók gyakran az államot a saját érdekük szolgálatába állítják, s elnyomják a piac működését. A gyenge állami szabályozás Scyllája és a fejletlen piac Charybdise között kell tehát megtalálni a helyes utat a kapitalizmus előnyeinek érvényre juttatásához! Fejlett pénzügyi intézményrendszer kell, de gondos állami szabályozás mellett!

A jelen Nobel-díjasok azt állították a középpontba, hogy a bankrendszernek módja van *delegált monitorozásra*, azaz, elvégzi az ellenőrzés és figyelemmel kísérés nehéz feladatát az adósokat illetően, a hitelezők, azaz a betétesek helyett. A bankrendszer számára a legfontosabb kockázatok egyike valóban a *hitelkockázat*, vagyis az adós fizetőképességének esetleges bizonytalansága. Ezért kell a reálgazdasági vállalkozásokat monitorozni, *előzetesen* a hitelképességet felmérni, s aztán a hitelfutamidő folyamán figyelemmel kísérni, hogyan alakul pénzügyi helyzetük. Ezt a bankok a *vállalatokkal fennálló viszonyuk alapján* meg tudják tenni – nem minden költség nélkül, természetesen. De mindenesetre, olcsóbban tudják felmérni a kockázatokat, mint ha azt egy magánhitelező saját maga próbálná meg... Hiszen, egyfajta *hiteltörténelem* mindig létezik, azaz, hogy milyen eredményeket mutatott fel korábban a finanszírozott vállalkozás (ha csak nem éppen most kezd...). A számlavezetés alapján a bankok mindenesetre képesek lehetnek az általuk finanszírozott vállalatok pénzügyi helyzetéről. Vagy a személyes adósokról hatalmas adatbázisok alapján lehet valószínűség

---

<sup>4</sup> Botos Katalin „Mentsük meg a kapitalizmust a kapitalistáktól!” Pénzügyi Szemle, 2012/1  
<https://www.penzugyiszemle.hu > documents >>

alapján megbecsülni, mekkora lehet a fizetéseképtelenség esetleges kockázata. Ennek fedezetét kell beleépíteni a mindenki által fizetett kamatba.

Mellesleg megjegyezve, az értékpapír-kibocsátások esetében – bárki legyen is a kibocsátó –, bizonyos formai követelményeknek eleget kell, hogy tegyen az értékpapírt kibocsátó, s be kell mutatnia, hogy mire óhajtja felhasználni a pénzt. De ez csak *ígéret*, a kibocsátó hitelességének függvénye, hogy igaz lesz-e. Ezért van, hogy a cégek papírjainak ingadozhat az árfolyama, viszont az állam által kibocsátott értékpapírok megbízhatónak tekinthetők: értéküket biztosan vissza fogják fizetni, ha valaki lejáratig tartja. Az állam a saját valutában kibocsátott papírjaiért tud felelni. (Vigyázat: *csak a saját valutában felvettekért*. Az idegen valutában kibocsátott papíroknál jelentkezhethet olyasféle kockázat, mint a bankoknál, az ún. árfolyamkockázat, sőt, államok esetén a valutakockázat. Hogy képes lesz-e az állam kellő mennyiségű idegen valutát szerezni... Erről mesélhetne minden adósságcsapdába esett fejlődő ország...) Az értékpapíroknál egyfajta intézményi védelem a hitelminősítő cégek léte. Ez ugyan jelent bizonyos garanciát a vásárlóknak, de láttuk az elmúlt nagy válság alkalmával, hogy semmiképpen nem ad teljes biztonságot. Különösen nem, napjaink globalizált világában.

A jelen díjazottak elméletei a *delegált monitorozás* biztonságát és előnyét emelik ki, ami hozzájárul a versenyhez a finanszírozási piacon s így a piacgazdaságban a forrásokhoz való szabad hozzáféréshez.

Ezek a szép elméleti tételek azonban a rideg valóságban nem ilyen fényesek. A hitelezés világában ugyanis egyre nagyobb szerepe lett a *fedezeteknek*, s ez bizony erősen azt a bibliai mondást idézi, hogy „akinek van, adatik, akinek pedig nincs, még amije van is, elvétetik tőle”... A kezdő vállalkozóknak, az ötletekkel rendelkezőknek, de vagyonnal nem bíróknak drágább és nehezebb a piacon forráshoz jutni.

A Nobel díj Bizottság értékelő elemzésében utal arra, hogy napjainkban a bankok messze nem csak a betétekből hiteleznek, hanem forráshoz juthatnak úgy is, hogy saját, banki értékpapírokat bocsátanak ki. Ha valaki már a 90-es években foglalkozott Magyarországon a pénzügyi rendszerrel, akkor találkozhatott az Agrobank különböző értékpapírjaival, Garas, Krajcár, stb. Éppen azért, mert korábbi pénzneveket viseltek, azt sugallták, hogy ez szinte olyan, mintha a bankba tenné a betétet; csak ezek az értékpapírok kedvezőbb kamatoztak. Az Agrobank azért is érdekes jelenség volt, mert tulajdonosa, Kovács úr nagy hangsúlyt helyezett a nyújtott hitelek monitorozására, folyamatos figyelemmel kísérésére. (Csak megjegyezzük, hogy a hitelezés során a kedvezményes egzisztencia hitelek nyújtását bizonyos

tulajdon-részesedéshez kötötte, az előzetes hitelvizsgálatot elvégző – végül is a Bank által tulajdonolt – cég javára. Ezt, mint a tárgyban hozott törvény megsértését, büntette a bíróság. (A kedvezményes hitelhez ugyanis nem volt szabad a banknak semmi más előfeltételt fűznie.) A bank a nyújtott hitelek sorsát folyamatosan ellenőrizte, s ez tulajdonképpen biztosítékot jelentett arra, hogy a Bank maga vissza tudja fizetni a MNB-től kapott egzisztencia hitelt, azaz, a privatizáció során nyújtott jegybanki pénzek nem válnak infláció forrásává. Ezt valójában jutalmazni kellett volna, nem büntetni. De a magyar pénzügyi-jogi kultúra még nem állt olyan szinten, hogy a bíróságok a helyzetet kellően mérlegelni tudták volna. (Különösen, hogy az állami szervek részéről bizonyos elvárást tapasztaltak a szigorú ítélkezés irányában. Mellesleg, ha a bíróságok a Postabank 150 Md forintos állami veszteséget okozó csődjénél a vezetője felelősségét megállapító perben csak 3 millió (!) forintra tartották büntetendőnek, erős kétségeink támadnak a felől, hogy kellő ismerettel rendelkeztek-e az érintett jogászok a modern pénzügyekről, a pénzintézetek működéséről, és szabályozásáról.)

Mindenesetre, az bizonyos, hogy a *delegált monitorozás* a bank fontos feladata. S az is figyelemre méltó, hogy az értékpapírosodás során ez a folyamat sérül. Hiszen, mit is jelent az un. *securitization*, azaz, az *értékpapírosítás*? Ez egyike a bankok utóbbi bő negyedszázadban gyakorolt tevékenységének. A (betétet is gyűjtő) bankok nemcsak a forrás oldalon operáltak értékpapírokkal, hanem a nyújtott hiteleiket, *asset*-jeiket, eszközeiket is átalakították a jog segítségével *eladható értékpapírrá*, s azt a tőkepiacra vitték. Ezzel az ezekben az értékpapírokba befektetőknek a kockázatává tették, hogy az „összecsomagolt” hitelek adósai fizetni fognak-e. E befektetők azonban nem rendelkeztek olyan képességekkel, mint a bankok, a monitorozást illetően. Csak annyi támpontjuk volt, hogy az un. senior kötvények kamata alacsonyabb volt – hiszen a benne szereplő hitelek nagyobb valószínűséggel lesznek a kibocsátó bank szerint hitelképesek, mint a junior kötvényeké. Az utóbbiak kockázatosabbak voltak, de magasabb kamatot is hoztak, mint a kockázat-mentesnek ítélt, un. senior kötvények. Az utóbbiakat éppen ezért szívesebben vásárolták például a nyugdíjalapok, amelyek a biztonságot első helyen kezelték. Sajnos, aztán a 2008-as pénzügyi válságban kiderült, hogy ezek a kötvények sem feleltek meg az elvárásoknak. Sokan, sokat vesztek ezen a befektetéseken, s a pénzügyi rendszer iránti bizalom hatalmasan megcsappant. Ez váltotta ki a válságot.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Király Júlia: Az amerikai másodrendű jelzálogpiaci és a magyar devizahitel-válság összehasonlító elemzése. [https://kti.krtk.hu/file/Simonovits70/19\\_Kiraly](https://kti.krtk.hu/file/Simonovits70/19_Kiraly) Botos Katalin: Törésvonalak: A válság mélyebb gyökerei. Magyar Szemle, 2013, 3-4 szám

A válságban nagy szerepe volt az amerikai jelzálogpiac átalakulásának, a lakásfinanszírozás érdekében létrehozott intézményeknek, mint a Ginnie May, Fannie May, Freddie Mac. A kibocsátott jelzálog-papírok keresletének stabilizálása érdekében a Ginnie May például felvásárolta, ha kellett, a jelzálogleveleket, s így biztosította azok értékállóságát, folyamatos piaci befektetési eszköz-jellegét.

A Freddie Mac is felvásárolta a jelzálogokat a másodlagos piacon, az ügyletet az általa kibocsátott jelzálog-fedezetű értékpapírok értékesítéséből finanszírozta. Különösen jelentős szerepe lett a takarékbankok (takarékpénztárak) forrásbiztosításában, amelyek az elsődleges piacon nyújtottak jelzáloghiteleket. A piac azonban mind a Fannie Mae-t, mind a Freddie Mac-et – noha csak a Ginnie Mae jelentett kifejezetten állami vállalkozást – lényegében államilag támogatott intézménynek tekintette.<sup>6</sup> Így jelentős hitelállományt képviselő értékpapír halmozódott fel ezeknél az állami, fél-állami intézményeknél, amelyeket a nagy pénzügyi válság idején, 2009-ben un. „*conservatorship*” alá kellett helyezni, vagyis az államosítás egy formájaként kellett kimenteni, hogy a hatalmas jelzálogpiac össze ne omoljon. (Csak a nagyságrend érzékeltetése kedvéért: Amerikában a jelzálogpiac óriási! Majdnem eléri az államkötvények piacának fele értékét!!)

Miért ecseteltük ezt ilyen részletesen? Azért, mert a problémák gyökere a *securitization* volt, a hitelek értékpapírosítása. Vagyis, a bankok delegált *monitorálásának feladása*! Úgy tűnik, ezzel a kérdéssel az értékelőknek még alaposabban kellett volna foglalkozniuk. Azaz, hogy teljesen jogos a 80-as években végzett kutatások jelentőségének kiemelése, de bizony, az utóbbi időszakban jelentkező banki tevékenységek sokban eltérnek az akkori közvetítőrendszer működésétől.

Utalnak ugyan az un. *külső és belső* pénzteremtés jelenségére, vagyis arra, hogy a bankok képesek „belső pénzt” teremteni, azzal, hogy az általuk eldöntött hiteleket a forrás oldalon az érintett cég számlájára helyezik, s így máris „megvan” a forrás. (Nem szükséges tehát előbb meglennie a betét oldalon a fedezetnek...) Természetesen, előbb-utóbb azért szüksége lesz a banknak jegybankpénzre, kölcsönvesz a bankközi piacon, de módja van kapni a jegybanktól is. Vagyis, a jegybanki pénzteremtés, más szóval, a „külső pénzteremtés” utánamegy a belső pénzteremtésnek..

---

<sup>6</sup> BOTOS K. – HALMOSI P. (2010): Jelzálogpiacok az Amerikai Egyesült Államokban és Európában. Pénzügyi Szemle. Volume 55., No. 4., 781–790.

(A témával az elmúlt évtizedben egymás után foglalkozott minden nagy központi bank, a források tanúsága szerint<sup>7</sup>.) Pénzt teremteni a „levegőből”, végső soron csak a jegybank képes; de meg is teszi, ha bankjainak szüksége van rá.

Természetesen a díjazottak is érzékelték a változásokat, s vizsgálták a folyamatokat a 90-es években. Mindenképpen világossá vált, hogy elsősorban a *nem-banki hitelközvetítők* voltak a válság fő kiváltói. A bizottság elemzői rámutatnak, milyen intézkedéseket hoztak a jegybankok, mindenekelőtt Amerikában a Bernanke-vezette Fed, hogy megakadályozzák a válság romboló hatásának továbbterjedését. Egyértelműen a jegybanki likviditás szinte korlátlan rendelkezésre bocsátása volt a megoldás... Hoztak további intézményi, jogi változásokat is – például a *Credit Default Swap*-ok, e kártékony pénzügyi innováció megtiltását –, de tudjuk, ezeket a szigorúbb szabályozásokat az elmúlt bő évtizedben ismét csak *fellazította* a szektor lobbitevékenysége...

Éppen ezért leginkább az a hiányérzetünk, hogy nem beszél az elemzés a pénzügyi innovációk következtében továbbfejlesztett pénzügyi intézményrendszer problémáiról. Végül is, arról, hogy mire ment el a válság megoldására kibocsátott rengeteg pénz, a „*helicopter money*”? Hiszen éppen az a fő probléma, hogy az értékpapírosított hiteleknel, *ahol a delegált monitorozás nem folytatódott*, a végső hitelezők, az értékpapír tulajdonosok már nem tudták, hogy mit vesznek meg a nem-banki pénzközvetítő intézményektől... Amikor kiderült, hogy ezek „nem jó hitelek”, már csak az állami mentőakció maradt. Az így a gazdaságba pumpált pénz azonban *elsősorban ezen nem-banki pénzközvetítők kimentésére szolgált*. Szűk szektor-érdeket szolgált, s nem igazán a közjót; nem a reálgazdaság szükségleteinek kielégítését.

Igazából ennek elemzését hiányoljuk a 2022-es Nobel díjasok munkásságát értékelő tanulmányból.

Csongrád, 2023. január

---

<sup>7</sup> Leay, M. – Radia, A. – Thomas, (2014): Money creation in modern economy. Bank of England Quarterly Bulletin. 2014/ Q1  
Deutsche Bundesbank, Geld und Geldpolitik, Frühjahr 2015; sowie die diese Publikation vertiefenden häufig gestellten Fragen zum Thema Geldschöpfung unter [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Dossier/Service/schule\\_und\\_bildung\\_kapitel\\_3.html?notFirst=true&docId=175774#chap](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Dossier/Service/schule_und_bildung_kapitel_3.html?notFirst=true&docId=175774#chap)