

A negatív saját tőke nem korlátozza a jegybankok működését

Az infláció elleni küzdelem miatt globálisan emelkedő kamatkörnyezettel párhuzamosan világszerte csökken a jegybankok számviteli eredménye. Számos központi bank esetében már a tavalyi év során jelentős veszteség keletkezett és előre tekintve is érdemi veszteségek várhatók. Ennek nyomán ismét felélénkült a közgazdasági vita a jegybanki veszteségek és a negatív jegybanki saját tőke kérdésköre kapcsán. Cikkünkben a SUEF nevű független, nemzetközi pénzügyi szervezet által szervezett online kerekasztal beszélgetés (SUEF Baffi Bocconi e-lecture – „Why are central banks reporting losses? Does it matter?”) fő gondolatait foglaljuk össze a témában. A megszólaló szakértők egyetértettek abban, hogy a negatív jegybanki saját tőke alapvetően nem befolyásolja és nem is korlátozza a jegybankok működését.

Az infláció elleni küzdelem és az irányadó kamatlábak meredek emelkedése a megnövekedett jegybanki mérlegek mellett jelentős veszteséget okoz a központi bankok számára. 2023 tavaszán elindult a jegybankok 2022. évre vonatkozó eredményéről szóló előzetes kommunikáció, majd a pénzügyi beszámolók publikálása, amelyek alapján a tavalyi évben több globálisan meghatározó és európai jegybank könyvelt el jelentős veszteséget.

- Az EKB 2022. évi auditált [eredménye](#) alapján nulla profittal zárta évet, ehhez azonban fel kellett szabadítania 1,6 milliárd eurót a pénzügyi kockázatokra korábban megképzett tartalékokból.
- A Federal Reserve a negatív jegybanki tőke elkerülése érdekében egy ún. „halasztott kötelezettség” („deferred asset”) mérlegsoron könyveli el a felgyülemelő veszteségeket. A Fed tavaly szeptemberben függesztette fel a befizetéseket a Kincstár felé veszteségei miatt és halasztott kötelezettségként év végéig 16,6 milliárd dollárt [könyvelt el](#).
- Európában a svájci jegybank historikusan magas, 132,5 milliárd svájci frank (a 2022-es svájci GDP 17,2 százalékát kitevő) veszteséggel [zárta](#) a 2022-es évet és jelentősen, 198,2 milliárd frankról 65,8 milliárd frankra csökkent a saját tőkéje.

- A német [Bundesbank](#) zéró profittal zárta az évet, azonban annak érdekében, hogy elkerülje a veszteséget, 1 milliárd euro értékben hozzá kellett nyúlnia tartalékaihoz.
- A régióban a cseh jegybank szintén [rekord mértékű](#), 411,9 milliárd korona (a 2022-es cseh GDP 6,2 százalékát kitevő) veszteséget könyvelt el tavaly, amely mellett a saját tőkéjének negatív egyenlege -481,2 milliárd koronára hízott.
- A lengyel jegybank [eredménye](#) a 2021. évi, 10,9 milliárd zloty nyereséget követően tavaly 16,9 milliárd zloty összegű veszteségbe fordult, főként a kamatok emelkedése következtében.

1. táblázat: Egyes országok jegybankjának 2022. évi GDP-arányos eredménye (százalék)

	Éves eredmény
Svájc	-17,1
Csehország	-6,2
Svédország	-1,3
Magyarország	-0,6
Lengyelország	-0,6
Dánia	-0,3
Szlovákia	-0,1
Belgium	-0,1
Németország	0,0

A növekvő jegybanki veszteségek következtében ismét fókuszba került a jegybanki eredmény és negatív saját tőke kérdésköre. Mindez korábban kevésbé volt középpontban, hiszen az évekig alacsony kamatkörnyezet miatt a jegybankok kamatkiadásai jellemzően mérsékelten alakultak. Az utóbbi időben azonban a potenciális jövőbeni veszteségek kapcsán felerősödött a központi bankok és a közgazdászok körében a negatív jegybanki saját tőke kérdéskörével kapcsolatos gondolkodás, valamint ezzel kapcsolatban a jegybanki eredmény és veszteségek kezelése. Ennek kapcsán számos tanulmány, vita és kerekasztal beszélgetés is tárgyalta a jegybanki eredmény és a veszteségtérítés témakörét.

Az egyik ilyen, a SUERF nevű független, nemzetközi pénzügyi szervezet által 2023. márciusban szervezett online [kerekasztal beszélgetés](#) során a kérdéssel foglalkozó szakértők tárgyalták a jegybanki veszteségek kérdését. A témában a BIS szakértői februárban egy [tanulmányt](#) is publikáltak. A panel résztvevői Sarah Bell, a BIS Jegybanki Tanulmányok vezetője, Ulrich Bindseil, az EKB Piaci Infrastruktúra és

Fizetések Divíziójának ügyvezető igazgatója, Patricia Mosser, az MPA Columbia igazgatója, valamint Peter Wierts, a holland jegybank tanácsadója voltak. A beszélgetés középpontjában a jegybankok növekvő kamatkiadásából adódó veszteségek és az esetlegesen felmerülő negatív saját tőkének a kezelése volt. Megállapításuk szerint általánosságban a jegybankok jellemzően kétféle módon szenvednek el veszteséget napjainkban, attól függően, hogy fejlett vagy felzárkózó ország jegybankjáról beszélünk. Egyrészt – elsősorban jellemzően a fejlett gazdaságokban az eszközvásárlások nyomán megnövekedett jegybanki mérleg miatt – az emelkedő kamatok növelik a jegybanki kamatkiadásokat, amely veszteséget okoz a központi bankok számára. Másrészt a külső sokkok tompítására tartott nagy devizatartalékkal rendelkező jegybankok – jellemzően feltörekvő és kis nyitott gazdaságok jegybankjai – az árfolyam mozgások következtében további veszteséget szenvedhetnek el.

A beszélgetés résztvevőinek véleménye szerint a jegybankok tökéletesen működhetnek veszteségesen is. A jegybankok negatív saját tőkéje nem befolyásolja a működésüket, hiszen pénzteremtő képességüknél fogva nem tudnak csődbe menni. Jelenleg is több ország jegybankja működik már hosszú évek óta negatív saját tőke mellett, ilyen például Európában a cseh jegybank vagy Dél-Amerikában a chilei jegybank.

A kerekasztal beszélgetés résztvevői egyetértettek abban, hogy sem a jegybanki veszteségek, sem a negatív tőke nem veszélyezteti a jegybankok azon képességét, hogy teljesítsék mandátumukat. A jegybanki sikeresség mércéje ugyanis nem a profitabilitás, hanem az árstabilitás elérése, és a jegybankoknak minden esetben kizárólag a mandátumuk teljesítésére kell koncentrálniuk. A szakértői vélemények között elhangzott, hogy a jegybanki célokat alááshatja, ha a jegybankok nyereség elérésére törekednek, és rendkívül káros lehet az is, ha a közeljövőben a jegybankok a veszteség minimalizálására koncentrálnak mandátumuk teljesítése helyett.

A jegybanki veszteséget különböző módon lehet kezelni, amelyet a helyi szabályozás is befolyásolhat. A világban számos megoldást alkalmaznak a jegybankok veszteségük kezelésére. A megközelítések jegybankonként eltérőek, de leggyakrabban a veszteséget a korábban felhalmozott nyereségből finanszírozzák, az ezt meghaladó veszteségeket változtatatosan kezelik, de a negatív tőke elkerülésére már kevés országban van szabály.

A jegybanki veszteség költségvetési megtérítésével kapcsolatosan néhány érvet és ellenérvet is megemlítettek a résztvevők. Mellette szól, hogy tisztázza, a monetáris politika költsége nem kizárólag a jegybanké, hanem a teljes államháztartásé, és a térítés által biztosított a pénzügyi forrás a jegybank számára a monetáris politika viteléhez. Ellene szól azonban, hogy a kötelező költségvetési térítés miatt sérülhet a jegybank függetlensége, ezáltal adott esetben nyomás alá helyezve a jegybankot és korlátozva monetáris politikáját.

Elhangzott ugyanakkor az is, hogy vannak bizonyos trade-offok a monetáris politika vitele és a veszteségek mértéke között. Törekedni kell a jegybanki cél hatékony – minél alacsonyabb költség melletti – elérésére, mert a negatív jegybanki saját tőke bizonyos esetekben okozhat feszültséget. Ilyen eset lehet például, ha a kormány a jegybanki veszteségeket (vagy a feltőkésítés szükségességét) arra használja fel, hogy nyomást gyakoroljon a jegybanki politikára. Szélsőségesen rossz monetáris politika alkalmazása vagy az állami hitelesség hiánya mellett pedig a veszteségek jelentősen ronthatják a jegybank megítélését, és ezzel az inflációs cél elérésének esélyét.

A beszélgetés során a résztvevők egyetértettek abban, hogy a jegybankoknak törekedniük kell a minél nagyobb transzparenciára és fontos a konszolidált szemlélet. Az átláthatóság hiánya, valamint a növekvő politikai és társadalmi nyomás alááshatja a jegybankok hitelességét, így veszélyeztetve a függetlenség és az árstabilitási cél elérését. A jegybanki hitelesség biztosítása érdekében világossá kell tenni mindenki számára, hogy miért keletkeznek jegybanki veszteségek: hogy a jegybank közpolitikai célok érdekében tevékenykedik, az eredmény alakulása e politikának a „mellékterméke” és fontos az államháztartással konszolidált szemlélet.

Az egyes országok eltérő elszámolási és veszteségkezelési szabályai nehezítik a nemzetközi összehasonlíthatóságot és átláthatóságot, ezen szabályok egységesítésére pedig a közeljövőben csekély esély mutatkozik. A panelbeszélgetés résztvevői szerint a szabályok harmonizációjának lehetőségei korlátozottak, továbbá a szabályok változtatása és nem megfelelő időzítése aggályokat vethet fel, azonban tájékoztató jelleggel a mark to market, azaz az aktuális piaci áron számított eszközértékelés bemutatása segíthetne növelni a transzparenciát.

A szakértői beszélgetésen elhangzott vélemények egybehangzóak annak tekintetében, hogy az ár- és pénzügyi rendszer stabilitásának biztosítása elsődleges prioritás a jegybanki eredményesség kérdésével szemben. Ennek ellenére a

jegybanki veszteségtérítés kérdésköre a következő időszakban jelentősebb figyelmet kaphat. Ahogyan arra a kerekasztal beszélgetés is rámutatott, nemzetközi szakmai körökben általános a meggyőződés arról, hogy sem a jegybanki veszteségek, sem a negatív tőke nem veszélyezteti a jegybankok azon képességét, hogy teljesítsék mandátumukat, így negatív saját tőke mellett is megfelelően tudnak működni. Ezt támasztja alá, hogy minderre a múltban is több példa mutatkozott.

„Szerkesztett formában megjelent a Világgazdaság.hu oldalon 2023. június 30-án.”