

Kuti Zsolt - Koroknai Péter- Boldizsár Anna

Ahogy a tűzoltók, úgy a jegybankok munkáját sem költségalapon kell értékelni, amikor a tüzet kell oltani

Az elmúlt hetekben erősen foglalkoztatta a közvéleményt a jegybanki veszteség és annak lehetséges következményei, többek között a Telex.hu 2023. július 3-i [cikke](#) is foglalkozott a témával. A megjelent írásokban számos olyan narratíva jelent meg, amely inkább a félreértést, mint a tisztánlátást szolgálta. Az MNB cikksorozatot is indított már a témában ([első](#), [második](#) és [harmadik](#) rész), melyek lényege és mostani írásunk fő üzenete, hogy ha egy jegybank az elmúlt évek többszörös válságeggyüttesére helyesen reagált, akkor az elkövetkező években veszteséggel és sok esetben negatív saját tőkével fog szembesülni. Ez általános trend a világban. Ugyanakkor a nemzetközi tapasztalatok alapján az is egyértelmű, hogy ez a veszteség és negatív tőkehelyzet nem jelent semmiféle korlátot a monetáris politika hatékony vitelére. Ezért hiteles inflációs célkövető monetáris politika mellett a Magyar Nemzeti Banknak sincs szüksége költségvetési tőkefeltöltésre, így nem is von el forrásokat semmilyen más költségvetési kiadás elől. Az MNB a következő években negatív saját tőke mellett is képes elérni törvényben foglalt mandátumait, biztosítva az ár- és pénzügyi stabilitást.

Kiindulás: példátlan válságeggyüttes gyors és határozott jegybanki reakciókkal

Az elmúlt három évben a világ jegybankjait, köztük az Magyar Nemzeti Bankot is, korábban nem tapasztalt kihívások érték: a járvány, az energiaár-robbanás és a háború válságok olyan kombinációját alkotta, amelyek kezelését célzó - alapvetően helyes - válaszlépések később szinte az összes jegybank esetében jelentős veszteséghez vezettek. A járvány miatt bevezetett lezárás és az ezzel járó visszaeső kereslet olyan, a munkahelyek tömeges megszűnésével járó stabilitási kockázatot jelentett, amelynek nyomán súlyos válsághelyzet alakulhatott volna ki Európában és a világ számos országában. A 2008-as pénzügyi válság tapasztalataiból a gazdaságpolitikák azt a következtetést vonták le, hogy a válsághelyzetre gyorsan és erőteljes lépésekkel kell reagálni. Aki nem ezt teszi, az azt kockáztatja, hogy egy negatív spirálba kerülhet a gazdasága, és csak hosszú, keserves küzdelem árán tud kikecmeregni a válságból.

A jegybankok a válságkezelés során olcsó forrás azonnali biztosításával reagáltak, amellyel a legkritikusabb időszakban célzottan segítették a gazdaság szereplőit – vállalatokat, bankokat, háztartásokat és az államot – miközben azonban mérlegük

jelentősen bővült. Míg azonban a korábbi recessziókat hosszan tartó helyreállási folyamat követte, amely során a jegybanki kamatok csak hosszú évek alatt, fokozatosan közelítették a válság előtti szintet, addig a mostani járvánnyal járó visszaesés után gyökeresen más történt. A gazdaság – jelentős részben az intenzív jegybanki és költségvetési intézkedéseknek köszönhető – gyors helyreállása, illetve a pont ekkor megugró energia-, nyersanyag- és élelmiszerárak, valamint a háború miatti bizonytalanság olyan külső okokból megjelenő inflációs nyomást jelentett, amire a világ számos jegybankjához hasonlóan az MNB is a kamatkörnyezet gyors és jelentős növelésével reagált.

A megugró jegybanki mérlegek és a gyorsan emelkedő kamatkörnyezet a világban mindenhol jelentős jegybanki veszteségekhez vezetnek

A koronavírus válság kezelése miatt megugró mérlegek és az infláció elleni harcban gyorsan emelkedő kamatok nagymértékben a világon mindenfele jelentősen rontották a jegybankok eredményét. Sok központi bank esetében előfordulhat, hogy a várható nagy veszteségek hatására elfogy a jegybankok tőkéje, sőt, ez több országban már most is negatív.

Érdekes azonban elgondolkodni azon, hogy miért is alakul ki ez a veszteség. A jegybankok sikeres válságkezelő intézkedései a források biztosításával segítették a munkahelyek megtartását, a vállalatok beruházási aktivitásának és az állampapír-piac stabilitásának a fenntartását. Így egy súlyos válsághelyzet sikerült elkerülni. E nemzetközi folyamatokba illeszkedett az MNB intézkedéssorozata is: a magyar jegybank által nyújtott 11 000 milliárd forintot meghaladó olcsó forrás ma is ott van a gazdaság vérkeringésében – gyarapítva a vállalatok, háztartások, bankok és az állam vagyonát. A veszteség közel teljes összegét kitevő jegybanki kamatkidadásokkal hasonló a helyzet: bár legnagyobb részük közvetlenül a bankrendszerhez kerül, a jegybanknál elhelyezett banki betétekre fizetett kamat formájában, azonban közvetetten – a bankok által kifizetett kamatok, adók, illetékek formájában – az összegek jelentős része az állam, a vállalatok és a lakosság bevételeit gyarapítja.

A jegybanki veszteség tehát korántsem egyedülálló magyar jelenség. A világ jegybankjainak a válságkezelés érdekében végrehajtott mérlegbővítő intézkedések után egy hajtűkanyarral mind a kamatemelések irányába kellett fordulniuk az inflációs nyomás kezelése érdekében. Így a náluk elhelyezett megnövekedett betétállományra kifizetendő magasabb kamatokon keresztül a kiadásaik jelentős mértékben megemelkedtek, miközben a válságkezelés során vásárolt eszközeik leértékelődtek.

Egyes országokban a jegybank GDP-arányos vesztesége a magyar 0,6 százalékos érték többszörösét tette ki 2022-ben. Az EKB 2004 óta nem látott, 1,6 milliárd eurós veszteséget ért el, a svájci jegybank rekord összegű, 132 milliárd svájci frank összegű veszteséget mutatott ki 2022-ben és az eurozónán kívüli tagállamok jegybankjai is többségében (pl. lengyel, cseh, dán, svéd) veszteségesek voltak. Mindenhol mások az elszámolási szabályok, ezért az értékek nehezen hasonlíthatóak össze, de talán érdemes néhány példát felvillantani: Svédországban a hazai érték dupláját, a GDP 1,3 százalékát, Csehországban bő tízszeresét, a GDP több mint 6 százalékát, míg Svájcban közel harmincszorosát, a GDP 17 százalékát teszi ki a jegybank vesztesége. Az EKB vesztesége következményeként elmaradó nyereségelosztás mellett több tagállami jegybank is veszteséges volt 2022-ben, ami a kockázatokra képzett tartalékaik felhasználását tette szükségessé. A német jegybank négy évtized óta nem tapasztalt, 172 millió eurós 2022. évi veszteségét egyes szakértők szerint a következő években további, akár több száz milliárd eurós nagyságrendű veszteségek követhetik. Hiába való tehát egyedi, intézményi okokat keresni az MNB veszteségének hátterében. A tények szerint éppen a jegybankok elsődleges feladatának ellátása melletti elkötelezettség, és az ennek érdekében hozott határozott, gyors intézkedések azok, amelyek a veszteségek kialakulásának hátterében állnak. Sokkal nagyobb költsége lett volna annak (például a reáljövedelmekben vagy a megtakarítások értékében), ha a jegybankok nem hajtották volna végre ezeket a lépéseket.

A jegybankokat inkább a tűzoltókhöz, mintsem kereskedelmi bankokhoz érdemes hasonlítani

A közvélemény és a szakemberek részéről is fel szokott merülni a kérdés, hogy mi a következménye a veszteségeknek, egy jegybank működhet-e negatív saját tőkével, vagy azonnal pótolni kell a tőkéjét. A válasz egyértelmű: a nemzetközi tapasztalatok alapján konszenzus van abban, hogy a jegybankok negatív saját tőkéje nem korlátozza a monetáris politika hatékony vitelét, azaz önmagában nem veszélyezteti a jegybank hitelességét és az árstabilitás elérését.

Ugyanakkor teljesen téves értelmezés a jegybank tevékenységét és eredményét egy kereskedelmi bankkal összevetni. A jegybanki veszteség technikailag valóban hasonló eredetű, mint egy kereskedelmi bank esetében: a devizatartalékra, a gazdaságnak nyújtott hitelekre és egyéb eszközökre a jegybank kamatot kap a partnereitől, a forrásaira pedig – főként a nála elhelyezett betétekre – kamatot fizet. Ha az eszközei után kapott kamatbevétel összességében nagyobb, mint a forrásaira fizetett kiadása,

akkor nyereséges, ha azonban több kamatot fizet ki, mint amennyit kap, akkor veszteséges. Ugyanakkor a kereskedelmi bankoktól és más profitorientált vállalkozásoktól alapjaiban eltér a jegybank, hiszen ezen intézmény létezésének célja nem a profittermelés, hanem az árstabilitás elérése és pénzügyi stabilitás megőrzése. Abban is éles a különbség, hogy míg egy profitorientált bank saját tőke nélkül nem tud tovább működni, hiszen ügyfelei a fizetésektől tartva rögtön kivonják forrásait, addig a központi bank fizetőképessége és működése a pénzteremtési funkciója miatt minden körülmény között biztosított.

Ahogy az országban a megfelelő színvonalú közbiztonság, infrastruktúra, egészségügyi ellátás és oktatás, úgy az árstabilitás és pénzügyi stabilitás is kulcsfontosságú közérdek. Akkor is, ha az árstabilitás biztosítása egyszer nyereséggel, másszor pedig veszteséggel jár. Amikor ég a ház, akkor a tűzoltók munkáját sem a tűzoltás költségével szokás mérni, hanem azzal, hogy mennyire sikeresen hárították el a veszélyt. Inflációs vagy válságidőszakban így érdemes vizsgálni a jegybankokat is.

A jegybank azonban annyiban még speciálisabb a többi közfeladatot szolgáló intézményhez képest, hogy pénzteremtési funkciója miatt veszteségesen is tud működni. Vagyis teljesen felesleges (és mélyen demagóg) az olyan szembeállítás, ami akár a tanárok béremelésének, akár más közpolitikai kérdés megoldásának költségvetési akadályaként állítja be az árstabilitás elérésének költségét, azaz jelen helyzetben a jegybank veszteségét.

Ráadásul a nemzetközi porondon több példa is azt mutatja, hogy a jegybankok a gyakorlatban valóban tudnak negatív tőkével működni, ráadásul jöttányit sem csorbul a hitelességük. Európában és Európán kívül is számos példát láthatunk veszteséges jegybanki működésre, sőt, akár tartósan negatív saját tőkére is. A tengeren túli jegybankok közül például az amerikai, az ausztrál és a kanadai jegybank is veszteséget kénytelen elkönyvelni. A cseh jegybank saját tőkéje jelentős veszteségei miatt hosszú évek óta erősen negatív, de ennek nem volt semmilyen hatása a jegybank fő tevékenységére, sőt az egyik leghitelesebb intézménynek számít Európában. Mellette például Izrael, Chile vagy Mexikó jegybankja is több éven keresztül negatív saját tőkével működött, és összességében mindegyikük képes volt így is megfelelni a törvényi mandátumának. Chile jegybankja 2022-ben 5 milliárd dollárt meghaladó veszteséget könyvelt el, így a saját tőkéje a 2000-es évek túlnyomó részéhez hasonlóan – 2022-ben is negatív volt.

Konklúzió – az MNB költségvetési feltőkésítés nélkül is képes elérni az árstabilitási célt

Összességében tehát jelenleg az infláció leszorítása, azaz közös érdekünk megvalósításának irányába tett jegybanki lépések okozzák a negatív saját tőke kialakulásának kockázatát. Elméleti megfontolások és nemzetközi tapasztalatok is azt mutatják, hogy a jegybank tőkehelyzete nincs összefüggésben a monetáris politika sikerességével. Ezért a Magyar Nemzeti Bank költségvetési tőkefeltöltés nélkül, saját tőkéjének következő évekbeli negatívba fordulása mellett is képes elérni az inflációs célt. Ezzel összhangban az MNB a tőkefeltöltési szabályok változtatására vonatkozó javaslatait átadta a Kormányzat részére, amelyek tartalmilag megegyeznek a tavalyi évben átadott jegybanki javaslat irányával.

„Szerkesztett formában megjelent a Világgazdaság.hu oldalon 2023. augusztus 10-én.”