

Monetáris politika 3. – Tartalékrendszerek	Olvasási idő: 20 perc 	Készítette: Dr. habil. Kiss Gábor Dávid 
---	---	---

Nemzetközi tartalékok

- A nemzetközi tartalék az alábbi eszközök tartását jelenti:
 - devizatartalék
 - arany,
 - SDR,
 - az IMF-fel szembeni követelés,
 - nemzetközi repokövetelés.

Devizatartalék:

- Egy ország devizatartalékába beleszámít
 - minden olyan pénzügyi eszköz,
 - amely idegen devizában denominált,
 - külföldiekkel szembeni követelést testesít meg
 - és a monetáris hatóság számára hozzáférhető.
- Tehát a jegybank devizában denominált külföldi betétei és kötvényei
 - A devizatartalék tehát pénzügyi eszközök portfólióját jelöli, amelyből nem kerülnek levonásra a monetáris hatóság külfölddel szembeni kötelezettségei
- A legtöbb esetben a devizatartalék nem képezi az adott monetáris hatóság (ország) nettó vagyonát → azt jegybanki vagy kormányzati adósság finanszírozza.
- A devizatartalék-tartás tehát jellemzően
 - egy viszonylag likvid,
 - adósságból finanszírozott
 - bruttó vagyonalap fenntartását jelenti,
 - aminek nemzetgazdasági hasznai, ugyanakkor közvetlen és közvetett költségei is vannak
- A Magyar Nemzeti Bank (MNB) jegybanktörvényben rögzített feladata az ország devizatartalékainak kezelése.
 - → Jellemzően USD és EUR-ban kibocsátott kötvények és abban elhelyezett betétek állományáról van szó.

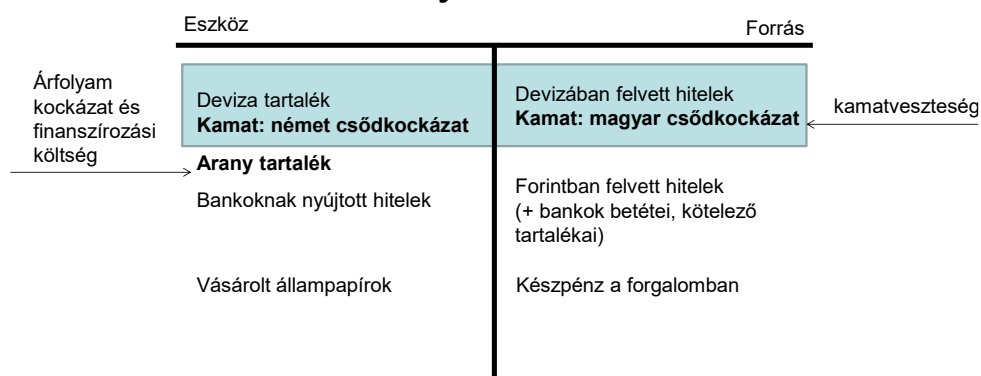
Mire jó a devizatartalék?

- A nemzetközi befektetői környezet elvárásainak megfelelő tartalékszint biztosítása („international collateral” funkció).
 - devizatartalék tartásával a jegybank demonstrálja a pénzügyi piacokat érő sokkok ellensúlyozására irányuló képességeit. (pl. hitelminősítők az országhoz tartozó kockázat becsléséhez)
- Az állam tranzakciós devizaigényének biztosítása (working balance)
 - jegybank vezeti a kormányzat idegen (és hazai) devizában denominált számláit

- **Fix/sávós árfolyamrendszer fenntartása**
 - Árfolyamrendszert intervenció alkalmazásával megvédeni
- **Devizapiaci intervenció kapacitás biztosítása**
 - A devizapiac likviditásának kiszáradása, a piac infrastruktúrájának meggyengülése további szélsőséges árfolyammozgásokat idézhet elő.
- **Fizetési mérleg finanszírozása, annak sokkjaira való felkészülés**
 - nem létezik likvid devizapiac, közvetlenül a jegybanki devizatartalékon keresztül történik a külkereskedelemből eredő devizakereslet és -kínálat kielégítése, valamint az esetlegesen beáramló tőke felszívása
- **belföldi monetáris politikai eszköztár bővítése**
 - a jegybank számára fedezetül elfogadható értékpapírok állománya korlátozott (pl. alacsony államadósság – Ausztrália, Új-Zéland)
 - monetáris politikai eszközök mögött esetenként nem értékpapír-, hanem devizafedezet áll, azaz repo helyett FX-swap formában hitelezi a jegybank a kereskedelmi bankokat
- **„Végső mentsvár” (lender of last resort) hitelnyújtás devizában**
 - egyedi banki válságok esetén
- **Végső tartalék szélsőséges globális pénzügyi összeomlás esetére**
- **Likviditáshiány kezelése a devizaswap-piacon**
- **MNB és devizatartalékok:**
 - a piaci szereplők elvárásainak megfelelő tartalékszint biztosítása („international collateral”);
 - intervenció kapacitás biztosítása;
 - devizalikviditási problémák enyhítése rendszerszintű likviditási válságok esetén;
 - tranzakciós devizaigény biztosítása (az állam devizakifizetéseihez szükséges devizalikviditás biztosítása).

Mekkora devizatartalékra van szükség?

Miért jobb a deviza mint az aranytartalék?



Forrás: saját szerkesztés.

A devizatartalék és a rövid futamidejű külső adósság aránya (Guidotti–Greenspan-szabály)

- **éven belül lejáró külső adóssággal kell megegyeznie**
- 1997–98-as ázsiai válság
 - legjelentősebb külső kockázat nem a folyó fizetésimérleg-hiány finanszírozásához, hanem a hirtelen tőkekiáramláshoz köthető

- **Kiegészítések:**

- optimális tartalékszint fedezi a folyó fizetési mérleg adott évi hiányát
- kamatfizetési kötelezettséggel növelik meg
- a külföldi devizában denominált adósságelemeket

- **Kritika**

- Adathiány
- a rövid lejáratú adósság rendkívül gyorsan emelkedhet
- a mutató rosszul méri a külső források elapadása, a külföldi befektetők menekülése esetén fellépő devizaeszköz-igényt
 - Anyabanki-leánybanki kapcsolatok

- **A teljes külső adósság mértékét figyelembe vevő tartalékmutatók**

- (1) az adatok jobb elérhetősége;
- (2) az egyéves határ meghúzása önkényes és értelmetlen,
- (3) a hosszú adósságelemek sem feltétlenül stabilabbak, mint a rövidek (válsághelyzetben a hosszú lejáratú eszközökkel rendelkezők rövid időn belül fedezhetik magukat, ami ugyanúgy hozzájárulhat az árfolyam gyengüléséhez).

- **M2-alapú mutatók**

- **2 évnél rövidebb lejáratú banki megtakarítások egy adott százalékát**
- m2 jól méri a bankrendszer belső likvid forrásainak mértékét, és ezen keresztül azt a finanszírozási kockázatot, amely egy bankválság esetén a belföldi szereplők bizalomvesztése mellett bekövetkezhet
- 5–25 százalékos sávban
- hasonló fundamentumokkal jellemezhető országokkal történő összehasonlítás

- **Importszabály**

- **a devizatartaléknak legalább a 3 havi importszámlát fedeznie kell**
- folyó fizetésimérleg-hiány finanszírozásával kapcsolatos kockázatokat próbálja megragadni
- kötött devizagazdálkodás
- tőkepiacok liberalizálódásával az importfedezeti mutató a szakirodalom szerint gyakorlatilag elveszítette jelentőségét

- **Optimalizáló modellek**

- devizatartalék a tőkeáramlás hirtelen megfordulásaként definiált válság elkerülésére, illetve kezelésére használható biztosításként fogható fel
- tartalék tartásának haszna
 - A válságban a tartalék hiányában elszenvedett kibocsátásvisszaesés mértékével, illetve a válság bekövetkezésének valószínűségével mérhető,
- a tartaléktartás költsége
 - valamilyen **hozammutatóval ragadható meg**

- **Panelregressziós becslések**

- egy adott országcsoport esetében a múltban megfigyelt tartalékszinteket próbálja megmagyarázni a meghatározónak vélt motivációs szempontokhoz rendelhető változókkal
- jellemzően azt vizsgálják, hogy a tartalékszintet (GDP-arányos vagy reál) az alábbiak közül az egyes tényezők milyen mértékben magyarázzák:
 - (1) a gazdaság mérete (egy főre jutó GDP, népesség);
 - (2) folyó fizetési mérleg sérülékenysége (import/GDP, [export+import]/GDP, exportvolatilitás);
 - (3) finanszírozásból fakadó sérülékenység (pénzügyi nyitottság, m2/GDP, rövid adósság/GDP, idegen devizában fennálló külső adósság aránya);

- (4) az árfolyamrendszer rugalmassága (árfolyam-volatilitás, árfolyamrendszer jellege);
- (5) a tartaléktartás alternatív költsége (kamatkülönbözet).
- **első három mutatócsoport az elmélet szerint pozitívan, a maradék kettő pedig negatívan hat a szükséges tartalékszint mértékére**

ezek gyakorlati felhasználása az MNB esetén:

- Monetáris Tanács három fő mutató
 - **Guidotti-Greenspan-szabály,**
 - **költség-haszon optimalizáló modell,**
 - **Bruttó adósság szintjét figyelembe vevő mutató**
- által kialakított sávban, számos kiegészítő indikátor figyelembevételével határozza meg a devizatartalék célértékét.

A válság tapasztalatai

• Nemzetközi tapasztalatok:

- A Guidotti-mutató alapját képező, éven belül lejáró adósság rendkívül gyorsan növekedhet
- A befektetők és hitelminősítők a válság legmélyebb pontjain is elvárták a Guidotti-szabály teljesítését a kockázatosabbnak tartott feltörekvő gazdaságok jegybankjaitól
- A külföldi anyabankokon keresztül beáramlott források a válság legkritikusabb időszakában is megújításra kerültek
- Likviditási válság esetén az azonnali (spot-) devizapiaci intervenció mellett a derivatív (swap-) piacokon is szükség lehet jegybanki likviditásnyújtásra, ami növelheti a tartalékigényt
- A „klasszikus”, a jegybankok mérlegében levő tartalék mellett a válság során nagy szerep jutott az alternatív devizaforrásoknak
- Globális válság esetén gyakran nincs lehetőség tartalékfeltöltési célú devizahitel-felvételre.

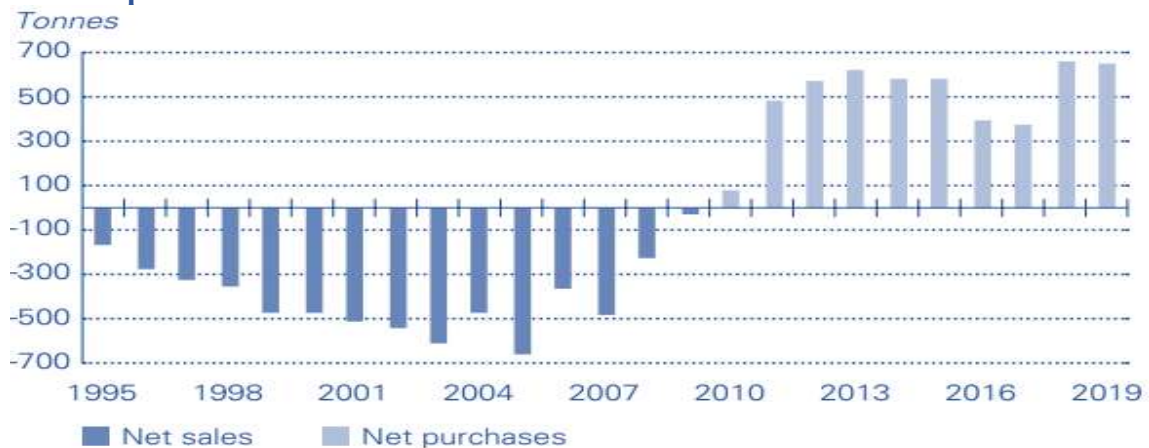
• A válság tapasztalatai és az MNB

- Magyarországon a rövid lejáratú külső adósság már a válság előestéjén gyorsan emelkedett miközben a külső finanszírozási kondíciók romlásával a tartalékfeltöltés lehetőségei egyre inkább beszűkültek.
- A válság kitörését követően a bankrendszerben kialakuló devizalikviditás-hiány gyors jegybanki beavatkozást tett szükségessé.
- A hazánkkal kapcsolatos elemzésekben a válság kitörését követően is tükröződött a tartalékok növelésére irányuló befektetői elvárás.
- Az EKB-val kötött repo- és swap megállapodás, valamint a nemzetközi hitel megállapodás bővítette a jegybanki eszközök működtetéséhez szükséges devizalikviditást, és növelte a hazánkkal kapcsolatos bizalmat.
- Fontos pozitív tapasztalat volt, hogy a rövid futamidejű adósság döntő részét kitevő anyabanki források a legkritikusabb időszakban is stabilnak bizonyultak, sőt további forrásbeáramlás történt.
- A múltbeli folyamatokból azonban nem vonhatunk le a jövőre vonatkozó általános következtetést.

Az arany szerepe a tartalékokban

- A jegybankok az aranytartalékot a **jegybanki mérleg eszköz oldalán** tartják

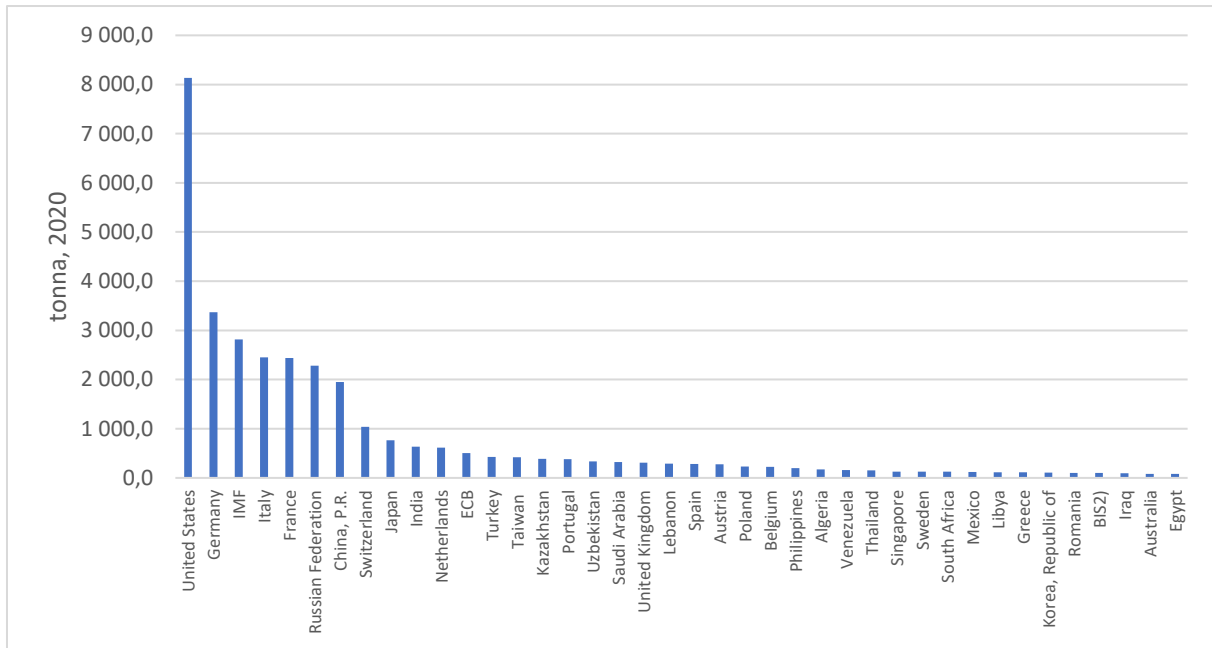
- Finanszírozásához a forrás oldalon megtalálhatunk bankjegyeket (aranystandard), kereskedelmi bankok vagy más jegybankok által elhelyezett betétet
- a devizatartalékkal ellentétben, ebben az esetben nem kell ügyelni arra, hogy devizás eszközt devizás forrásból finanszírozzunk, azaz lehetséges belföldi devizában denominált forrást igénybe venni a finanszírozáshoz. Amennyiben nem csupán készpénz kibocsátással finanszírozzuk az aranytartalék vásárlást, akkor a forrás kamatkiadása lesz az aranytartalék tartásának a költsége.
- Alacsony kamatkörnyezetben az arany tartásának az alternatív (kamat) költsége minimálisnak tekinthető, nem jellemző rá az AAA minősítésű hosszú állampapírokra jellemző negatív hozam.
 - Az aranynek elméletileg nulla a bétája (CAPM modell szerint), és a rövid lejáratú diszkontkincstárjegyhez hasonlóan kockázatmentesnek tekinthető. Emellett alkalmazható az infláció fedezésére is.
- Jelenleg **197 576 t arany van a globális gazdaságban**,
 - 47%-a ékszer, 20%-a aranyrúd vagy érme, 1% ETF befektetés, 17% (34 ezer tonna) jegybankok kezében, 14% egyéb formában létezik, míg a ki nem termelt készleteket 54 ezer tonnára becsülik.
- **A jegybankok az 1990-2008-as nettó eladási helyett 2008 óta nettó felhalmozói szerepet töltenek be:**



Source: Refinitiv GFMS, Metals Focus, World Gold Council

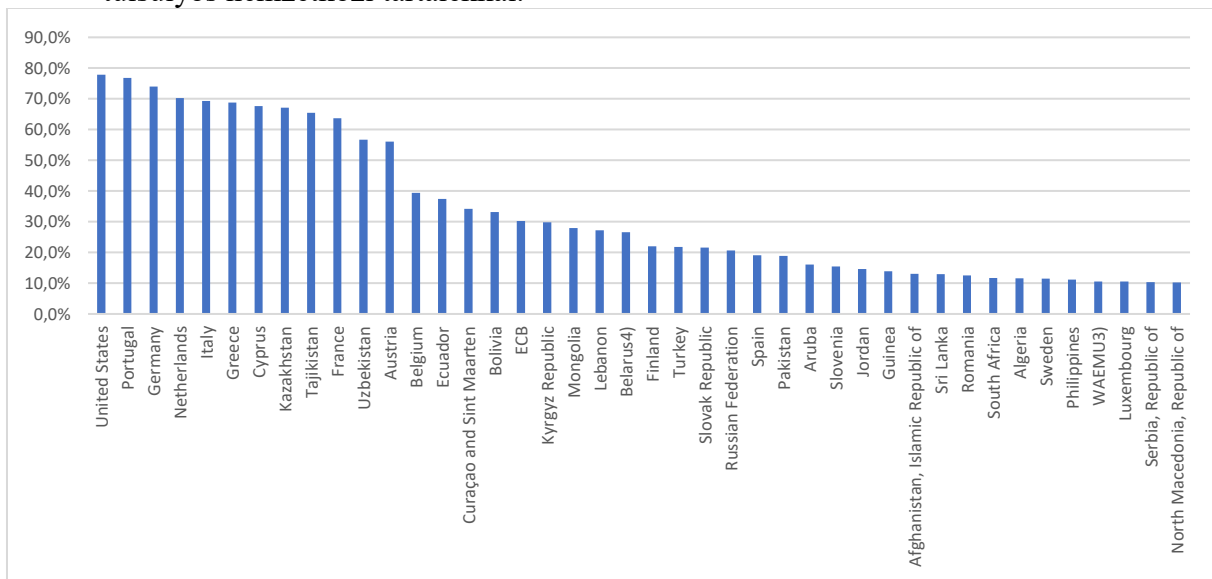
Forrás: WGC (2020)

- 2008 óta Oroszország és Kína növelte meg leginkább az aranytartalékai szintjét, előbbi 2006 óta 1700 tonnával növelte meg a tartalékát, míg utóbbi 1300 tonnával. Ez azonban elmarad az Euro övezet 10775 tonnás, vagy az USA 8133 tonnás készletétől.



Forrás: saját szerkesztés, WGC (2020)

- Arányát tekintve az USA és az európai országok rendelkeznek leginkább aránytúl súlyos nemzetközi tartalékkal.



Forrás: saját szerkesztés, WGC (2020)

Jegybankközi Arany Megállapodás (Central Bank Gold Agreement, CBGA)

- 1999-ben született az első, 5 évre szóló szerződés, amelyben limitálták a jegybankok a piacon értékesíthető arany mennyiségét annak érdekében, hogy megelőzzék korábbi értékesítések nyomán létrejövő árfolyam ingadozásokat. Ennek keretén belül 2000-2004 között évente legfeljebb 400 tonna aranyat értékesíthettek a felek, amelyet ki is használtak.
- A 2. CBGA esetében ezt a keretet már 2500 tonna (évente 500 tonna) arany értékesítésére növelték, azonban az első, 2005-2007 időszak után meredeken visszaestek az arany eladások, miután a válság során a jegybankoknak szükségük volt az eszköz oldal diverzifikáltságának fenntartására.
- 2010 és 2014 között volt érvényben a 3. CBGA, ahol visszatértek a 2000 tonnás kvótához, azonban ebben a korszakban már alig történtek arany értékesítések.

- A 4. CBGA-ban már nem szándékoztak a felek aranyat értékesíteni.

Szuverén alapok (Sovereign Wealth Funds, SWF)

Definíció: olyan, kormányzati befektetési ügynökségek, amelyek a nemzetközi tartalékok egy részét kezelik és fektetik be hosszú távú célokkal.

- **Befektetési politika:** diverzifikáltabb a hagyományos devizatartalék rövid távú államkötvényei és devizás bankbetétei mellett, megtalálhatóak benne hosszabb lejáratú külföldi államkötvények, valamint részvények is.
- **Létrehozásuk oka:**
 - **Nyersanyag-exportőrök:** az ország külső egyensúlya egy nyersanyag exportjától függ (pl. kőolaj), amelynek árfolyam változása ciklikus és mennyisége véges. Magasabb árfolyam mellett feltöltik az alapokat, alacsonyabb piaci árfolyam mellett a felhalmozott tőkéből stabilizálják a központi költségvetést. Pl. Szaúd-Arábia, Oroszország, Kuvait, Norvégia.
 - **Feldolgozó ipari exportőrök:** a folyamatos folyó fizetési mérleg többlet miatt a devizára állandó felértékelődési nyomás helyeződik, amelyet a jegybank folyamatos intervenciókkal (deviza vásárlásokkal) ellensúlyoz, majd ezt a devizatartalék-többletet szervezik ki az SWF-be. Pl. Kína.
- **Az SWF-ek különböző céllal jöhetnek létre:**
 - **Stabilizációs alapok:** az SWF feltöltése és a tőke felhasználása követi az exportcikk árfolyam változásainak ciklikusságát.
 - **Jövő generációk megtakarítási alapja:** a nem megújuló energiaforrásokból származó jövedelmeket fektetik be egy diverzifikált portfólióba, hosszú távon, külföldön.
 - **Tartalék befektetési alap:** a befektetéseken elérhető hozam maximalizálása a cél (ez áll legközelebb egy hagyományos befektetési alaphoz).
 - **Fejlesztési alap:** külföldi kormányoknak nyújt kedvezményes hiteleket hosszú távon, valamilyen projekt finanszírozásához, és ehhez az eszközöket is a hitelnyújtótól szerzik be.
 - **Kiegészítő nyugdíjalapok:** a magán nyugdíjmegtakarítások mellett kiegészítő nyugdíjat biztosítanak, ezáltal részben tehermentesítve a központi költségvetést.

Források:

Antal J.– Gereben Á. (2011): Feltörekvő országok devizatartalék-stratégiái – a válságon innen és túl. MNB-szemle, 2011, 1 pp. 7-19 <https://www.mnb.hu/letoltes/antal-gereben-eng.pdf>

Beck, R. – Fidora, M. (2008): The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets. ECB Occasional Paper No. 91. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1144482>

WGC (2020): The relevance of gold as a strategic asset US edition, World Gold Council <https://www.gold.org/goldhub/data/monthly-central-bank-statistics>

Önellenőrző kérdések:

1. Miért lényeges a nemzetközi tartalékok képzése az országok számára?
2. Miért nem érdemes túl nagy tartalékot képezni?
3. Mi a különbség a devizában és az aranyban képzett tartalékok, illetve finanszírozásuk között?
4. Milyen módokon lehetséges megállapítani azt, hogy elegendő devizatartaléka van-e az adott országnak?
5. Miért kényelmes egy kiváló adóminősítésű (pl.: német) államadósságot finanszírozni?

Jelen tananyag a Szegedi Tudományegyetemen készült az Európai Unió támogatásával.
Projekt azonosító: EFOP-3.4.3-16-2016-00014

