

## Csávás Csaba:

### A devizatartalék-megfelelés értékelésének nemzetközi trendjei

*A gazdasági válság rámutatott a külső sérülékenység veszélyeire és ebből adódóan a nemzetközi devizatartalékok jelentőségére. A devizatartalék-megfelelés értékelésének nincs standard, mindenki által elfogadott módszertana, de a nemzetközi gyakorlat abban szinte egységes, hogy a befektetők a legtöbb feltörekvő ország tekintetében kiemelt figyelemmel kísérik a Guidotti-szabály teljesülését, ami szerint a devizatartalékoknak fedezniük kell az ország egy éven belül lejáró külföldi adósságát. A Guidotti-mutató népszerűségéhez hozzájárulhatott, hogy a tartalékok rövid külső adóssághoz viszonyított aránya korábbi vizsgálatok alapján jó válságelőrejelző mutatónak bizonyult. A nemzetközi gyakorlat sok esetben a Guidotti-szabályon felül egyéb mutatókkal kiegészítve értékeli a tartalék-megfelelést. Ezzel összhangban az MNB is a Guidotti-mutatót tekinti a legfontosabb indikátornak, emellett szükség esetén egyéb, a befektetők által gyakran használt mutatókat is figyelembe vesz a tartalék-megfelelés értékelése és az azt övező kockázatok beazonosítása során.*

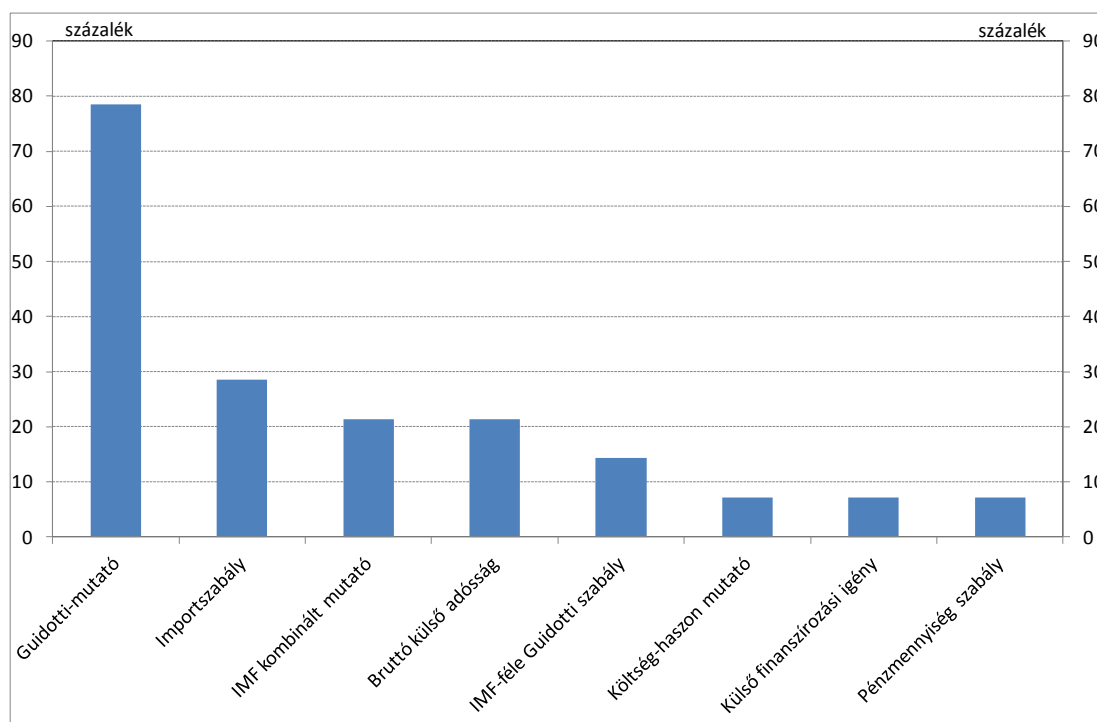
**Cikkünkben áttekintjük, hogy a befektetők, nemzetközi intézmények milyen mutatók alapján értékelik az egyes országok devizatartalékainak nagyságát, tartalék-megfelelését.** A globális pénzügyi válság kitörése rávilágított arra, hogy a befektetők elvárják elegendő devizatartalék tartását az esetleges pénzügyi sokkok kivédésére. A külföldi befektetők rendszeresen nyomon követik az országok tartalék-megfelelését, ami a külső sebezhetőség egyik fontos indikátora, és hatással van a befektetési döntéseikre. A nemzetközi intézmények is rendszeresen értékelik a tartalék megfelelést, ami a befektetők gondolkodását is orientálja. Az optimálisnak tekinthető devizatartalék szint meghatározásában nincs konszenzus sem az akadémiai irodalomban, sem a gyakorlati szakemberek körében. Időről időre változik, hogy a piaci szereplők mely mutatókat tekintik a legfontosabbnak. Cikkünkben az utóbbi évek tendenciáit, a legnépszerűbb, illetve az újonnan előtérbe került mutatókat igyekszünk körbejárni.

**A devizatartalék tartásának céljaiból levezethetőek a releváns tartaléktartási mutatók, a legtöbb tartalékolási cél a külső sérülékenységet tükröző mutatókkal van összhangban.** A feltörekvő országok jegybankjai számos cél kielégítése céljából tartanak devizatartalékot. Ezek közül a legfontosabbak az országok többségében a monetáris politika és a pénzügyi stabilitás támogatása, devizalikviditás biztosítása a bankrendszer számára és az állam tranzakciós igényének kielégítéséhez, illetve általában a befektetői bizalom erősítése. A pénzügyi stabilitást és a bankrendszer számára szükséges devizalikviditás mértékét számos tényező befolyásolja, köztük a bankrendszer vagy az ország külföldi adóssága. Így ezen célok kielégítésével olyan adósság típusú tartalékmutatók állnak leginkább összhangban, amelyek a külső adósságra, vagy azon belül kiemelten a rövid külső adósságra épülnek.

**A befektetők körében a legnépszerűbb a Guidotti-mutató, azaz a rövid külső adósság szabály, emellett más tradicionális és összetett mutatók használata is gyakori.** A feltörekvő országok széles körére vonatkozó, közelmúltban megjelent befektetési banki elemzések alapján a vizsgált bankok túlnyomó többsége, közel 80 százaléka használja a Guidotti-mutatót a tartalék-megfelelés értékeléséhez (1. ábra). Ez alapján bizonyos értelemben azt mondhatjuk, hogy a tartalék-megfelelés értékelése és a Guidotti-szabály használata szinte szinonimává vált. A többi mutatót a befektetők 5-30 százaléka követi nyomon. A hagyományos mutatók közül használják például az importszabályt vagy ritkábban a pénzmennyiség alapú szabályt, emellett van példa összetett mutatók használatára is. Cikkünkben ebben a csoportosításban mutatjuk be a

tartalékmutatókat, kiemelve külön a Guidotti-mutatót, majd a legfontosabb egyéb tradicionális mutatókat, végül pedig az összetett (kombinált) indikátorokat.

1. ábra: A piaci szereplők által használt tartalékmutatók gyakorisága (százalék)



*Forrás: MNB. Az adott mutatót legalább egy országra vonatkozóan említő bankok százalékos aránya a mintában. 2014 eleje óta megjelent, összesen 27 feltörekvő országra vonatkozó elemzés alapján. (Bank of America, Barclays, Citibank, Credit Suisse, Concorde, Deutsche Bank, Franklin Templeton, Goldman Sachs, HSBC, Merrill Lynch, Natixis, OTP, Societe Generale, Unicredit.)*

#### A Guidotti-szabály

**A Guidotti-szabály szerint a devizatartalékoknak fedezniük kell az ország egy éven belül lejáró külföldi adósságát.** Az 1990-es években a rövid külső adósság jelentősen nőtt egyes latin-amerikai és délkelet-ázsiai országokban, melyet a devizaliberalizáció terjedése tett lehetővé. Az 1994–1995-ös mexikói, az 1997–1998-as délkelet-ázsiai és az 1998–1999-es brazil válság kitöréséhez hozzájárult, hogy a devizatartalék lényegesen elmaradt a rövid külső adósság szintjétől. Ezen országok jelentős tőkekivonást szenvedtek el, melynek ellensúlyozásához a devizatartalékok nem voltak elegendőek, így a rögzített árfolyamrendszer feladására kényszerültek. E válságok tapasztalata nyomán Pablo Guidotti, az argentin jegybank korábbi alelnöke és Alan Greenspan, az amerikai Fed volt elnökének javaslatai alapján született meg a Guidotti-szabály 1999-ben (a *Guidotti-Greenspan szabály* elnevezés is használatos). A Guidotti-szabály egy olyan válsághelyzetben jelent releváns mutatót, amikor a külső finanszírozás leáll, és csak a devizatartalékból biztosítható a lejáró külső adósság visszafizetése. Ellenkező esetben, devizalikviditás hiányában az állam vagy a magánszektor nem lenne képes visszafizetni külső adósságát, melynek elkerülése jelentős realgazdasági alkalmazkodást tehet szükségessé.

**A Guidotti-mutató használatát alátámasztja, hogy a tartalékok rövid külső adóssághoz viszonyított aránya empirikus vizsgálatok alapján jó válság előrejelző mutatónak bizonyult.** A válságokat vizsgáló akadémiai irodalomban már a Guidotti-mutató 1999-es bevezetése előtt is foglalkoztak a rövid külső adósság

alakulásával. Egy tanulmány már 1998-ban azt találta, hogy a rövid külső adósság az 1997-es válságok elő-rejelzésében jó mutatónak bizonyult.<sup>1</sup> Más tanulmányok hosszabb időszakot vizsgálva (1985-2001) is ki-mutatták, hogy a rövid külső adóssághoz viszonyítva alacsonyabb tartalékkal rendelkező országokban ma-gasabb a valutaválság kialakulásának valószínűsége.<sup>2</sup> Utóbbi tanulmány azt is igazolta, hogy egy bizonyos szint felett a devizatartalék/rövid külső adósság mutató emelkedése már nem csökkenti érdemben a vál-ságok bekövetkezésének esélyét. Ázsiai és dél-amerikai országokat vizsgálva a rövid külső adósság 120 százalékát találták ilyen felső küszöbértéknek.

**A hitelminősítők a Guidotti-szabály módosított változatait használják, ugyanakkor sokszor inkább a mutató-szabály dinamikáját, relatív értékeit figyelik.** A Standard & Poor's hitelminősítő a Guidotti-mutató számításakor a devizatartalék szintjét korrigálja, csak az úgynevezett „felhasználható tartalék-részt” (*Usable reserves*) veszi figyelembe. A Moody's a külső sérülékenység értékelésénél a rövid külső adóssághoz a bankok külföldiektől szerzett, hosszú futamidejű betéteit is hozzáadja, és a tartalékokat ehhez a korrigált adósság mutatóhoz viszonyítja. A Fitch pedig a rövid külső adóssághoz még likvid kötele-zettségeket is hozzáad, mint például a külföldiek hosszú állampapír-állományát. A hitelminősítők ugya-nakkor nemcsak a mutatók szintjét, hanem azok dinamikáját is figyelembe veszik. Mivel korrigált mutatók-ról van szó, nem feltétlenül a 100 százalékos szint jelenti a küszöböt. A Standard & Poor's például sávokba osztja a mutató értékét, és ha a mutató eggyel magasabb sávba kerül, az is hozzájárulhat egy ország fel-minősítéséhez.<sup>3</sup>

**A feltörekvő országok közül csak a leginkább sebezhető országokban marad el érdemben a devizatarta-lék a Guidotti-szabálytól.** A tartalékmegfelelés értékelését a befektetők részéről megnehezíti, hogy a rö-vid külső adósságról csak az országok egy szűkebb körében érhetőek el teljes körű adatok. Gyakran ugya-nis az adatok nem tartalmazzák az úgynevezett *berövidülő adósságot*, ami az eredetileg éven túli, de idő-közben egy évnél rövidebbé vált adósságelemeket tartalmazza. Különböző adatbázisok kombinálásával ugyanakkor közelítő becslést kaphatunk a rövid külső adósság valódi szintjére (2. ábra). Ez alapján el-mondható, hogy azokban az országokban marad el érdemben a devizatartalék a Guidotti-szabálytól, me-lyet a befektetők egyébként is igen sérülékenynek tartanak (Ukrajna, Fehéroroszország). A Giudotti-szabályt becslésünk szerint megközelítőleg teljesítő országok között is vannak még igen sérülékenyek (pl. Törökország, Kolumbia). A 2014. végi adatok alapján Magyarország a közép- és kelet-európai régió belüli elől helyezkedik el, a vizsgált országok közül csak Csehország rendelkezett nagyobb mértékű extra tartalé-kokkal. A Guidotti-mutató 2014. végi 160 százalék körüli értéke Magyarország esetében azt jelenti, hogy a tartalékok jelentősen meghaladták a befektetők által minimálisan elvárt szintet.

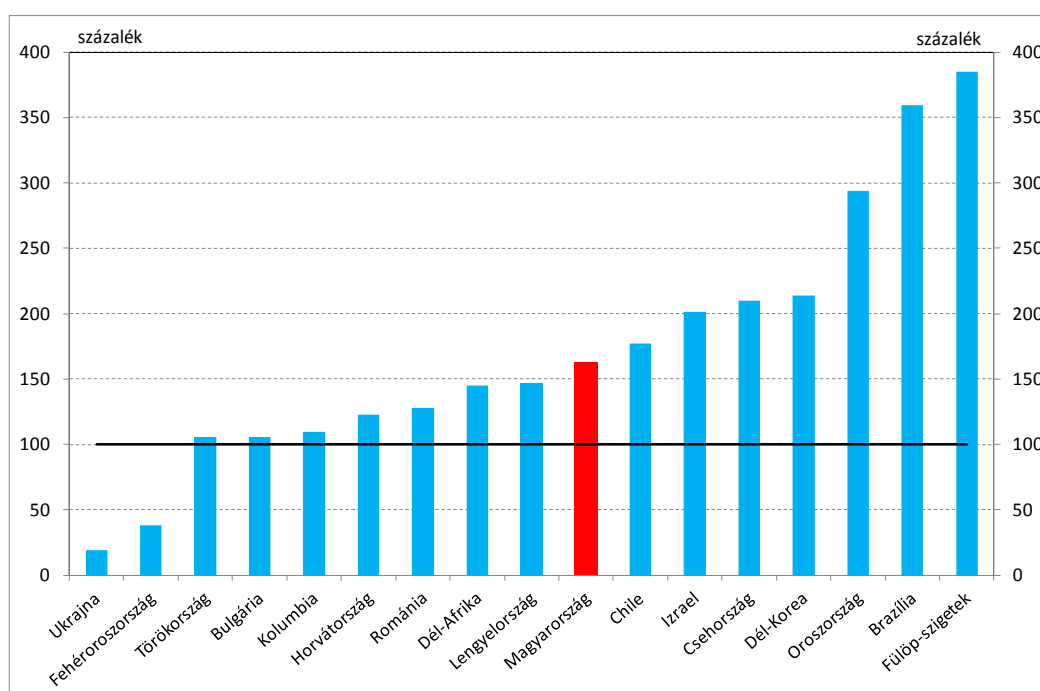
---

<sup>1</sup> Furman, J. – Stiglitz, J. E. (1998): Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia. Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 29(2), p. 1-136.

<sup>2</sup> Calafell, J. G. – Del Bosque, R. P. (2002): The ratio of International reserves to short-term external debt as an indicator of external vulnerability: some lessons from the experience of Mexico and other emerging economies. G24 Research Papers.

<sup>3</sup> Standard & Poor's Ratings Services: Sovereign Rating Methodology, 2014. dec. 23. Moody's Investor service: Rating Methodology - Sovereign Bond Ratings, 2013. szept. 12. Fitch Ratings: Sovereign Rating Criteria, 2012. augusztus.

2. ábra: Feltörekvő országok devizatartaléka a Guidotti-mutató alapján (2014)



*Forrás: IMF, Világbank, MNB. Magyarország kivételével becslés, mely azzal a feltételezéssel készült, hogy a IV. cikkely szerinti IMF országelemzésekben az IMF által becsült rövid külső adósság adat minden országnál tartalmazza a tulajdonosi hitelek 20 százalékát (ahogy Magyarország esetében). A tulajdonosi hitelek 20 százalékát az IMF által közölt értékekből levontunk.*

### Egyéb tradicionális mutatók

**Az importfedezeti mutató szerint 3 havi importra elegendő fedezetet kell nyújtania a tartalékoknak.** Az importszabály egy olyan típusú fizetési mérleg válság esetében releváns, amikor az exportértékesítési lehetőségek beszűkülnek, és az importhoz szükséges deviza csak a tartalékból biztosítható. Az importszabály főleg olyan országok esetén releváns, amelyek kötött devizagazdálkodást folytatnak, vagy rögzített árfolyamrendszert alkalmaznak. A tőkepiacok fejlődésével az importfedezeti mutató veszített jelentőségéből, mivel a fizetési mérleg finanszírozási tételeinek volatilitása sokkal nagyobb is lehet, mint a folyó fizetési mérlegé. E mutatót főként az alacsonyabb jövedelmű, fejlődő országokban találták jó válság-előrejelző mutatónak.<sup>4</sup> Ennek ellenére sok befektető nézi az importszabályt a feltörekvő országok széles körére vonatkozóan, a Guidotti-mutató után az általunk vizsgált bankok között ez a második legnépszerűbb.

**A pénzmennyiség alapú szabályok szerint a tartalékoknak a monetáris aggregátum adott hányadát kell fedeznie.** A pénzmennyiség alapú szabályok szerint a tartalékoknak fedezniük kell a szélesebb monetáris aggregátumok (M2 vagy ritkábban az M3) összegének egy adott hányadát. Az IMF például az M2 esetében (készpénz és a 2 évnél rövidebb lejáratú bankbetétek) 20 százalékos szintet vár el. A mutató a devizatartalék igényt egy olyan válsághelyzetben próbálja megragadni, amikor a szereplők elkezdnek megszabadulni a bankbetétben vagy készpénzben tartott megtakarításaiktól, azokat külföldi eszközökre váltva. A mutató kevésbé népszerű, melyben szerepet játszhat, hogy nincs egy olyan általánosan elfogadott arányszám, mint az importszabály esetében.

<sup>4</sup> Moghadam, R. - Ostry, J. D. - Sheehy, R. (2011): Assessing Reserve Adequacy. SM/11/31, February, IMF.

**Ritkábban a devizatartalék bruttó külső adóssághoz viszonyított arányát is vizsgálják a befektetők.** A devizatartalék bruttó külső adóssághoz viszonyított arányának mint tartalékmutatónak a használata azon alapszik, hogy az éven belüli adósság nem feltétlenül méri jól a külső források elapadása esetén fellépő devizaigényt, a hosszú adósságelemek nem feltétlenül stabilabbak, mint a rövidek. A bruttó külső adóssághoz viszonyított arány tekintetében nincs olyan konszenzus az irodalomban, mint a rövid külső adósság esetén. Ezt a mutatót a befektetők jellemzően dinamikájában, illetve nemzetközi összehasonlításban elemzik.

#### *Kombinált mutatók*

**Az egyszerű tartalékmutatók mellett összetettebb, több mutató információtartalmát egybesűrítő indikátorokat is elkezdtek használni a befektetők, bár azok számos hátrányos tulajdonsággal is bírnak.** Az egyszerűbb mutatók nem feltétlenül tükrözik jól egy-egy ország devizatartalék igényét, és az egyes mutatók egymástól eltérő devizatartalék szintet is jelezhetnek. Az egyszerűbb mutatók sokasodásával megjelent az igény kombinált mutatók használata iránt is. Az összetett mutatók az egyes komponensekhez különböző súlyokat rendelnek, ahol a súlyok jellemzően valamely optimális tartalékszintet leíró modellből származnak. Ezáltal az egyes indikátorok relatív fontossága alapján határozható meg az elvárt tartalékszint. Az összetett mutatók hátránya ugyanakkor, hogy mivel modellből származnak, számos paraméter számszerűsítése szükséges, melyek becslése bizonytalanságot hordoz és a paraméterek értékeinek kis változásaira is igen érzékenyen reagálhatnak az eredmények. Emellett az összetett mutatók a sok komponensből eredően adatigényesek, nehezebben is reprodukálhatóak, így azok használata kevésbé transzparens. Továbbá – szemben az egyszerű mutatók közül legnépszerűbb Guidotti-mutatóval – nem lehet konkrét gazdasági folyamatokhoz kötve interpretálni azokat.

**A költség-haszon alapú modellek számos mutató kombinációja alapján becslik a devizatartalék optimális szintjét.** A költség-haszon alapú modellek kedvező tulajdonsága, hogy a tartaléktartás költségeit és hasznait egyaránt figyelembe veszik az optimális tartalékszint meghatározásakor. A tartalék tartásának előnye egy válságban az, hogy segítségével elkerülhető a gazdasági teljesítmény nagyobb mértékű visszaesése. A tartaléktartás ugyanakkor költséges, mely például az állam devizakötvény hozamának devizatartalék hozama feletti felárával mérhető. A befektetők közül viszonylag kevesen használnak költség-haszon alapú modelleket, bár van erre is példa.<sup>5</sup>

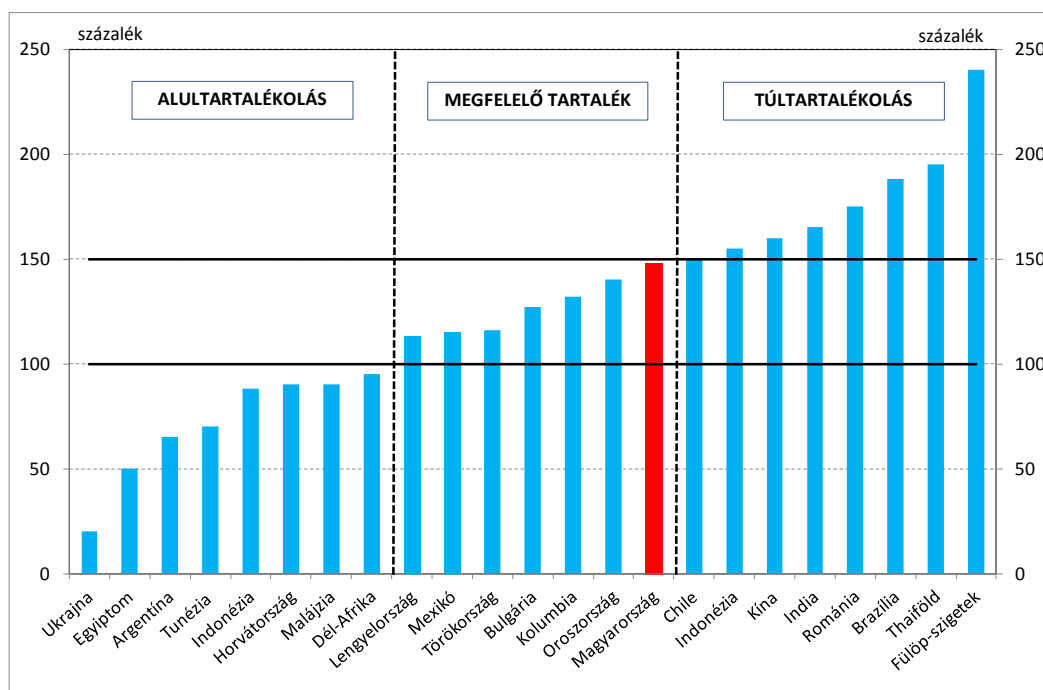
**Az IMF az utóbbi években elkezdett használni egy kombinált mutatót, melyben a rövid külső adósságnak van a legnagyobb súlya.** Az IMF szakértői által 2011-ben javasolt mutató négy indikátor súlyozott átlaga alapján határozza meg a devizatartalékok szükséges szintjét: (1) rövid lejáratú külső adósság, (2) portfólió tartozások és egyéb hosszú külső adósság, (3) pénzmennyiség, (4) export.<sup>6</sup> Az egyes mutatókhoz különböző súlyok tartoznak, így a tartalék-megfelelés az egyes indikátorok relatív fontossága alapján ítéltető meg. A rövid külső adósság súlya például 30 százalék, míg a portfólió tartozás és egyéb külső adósság súlya 10-20 százalékos. A mutatók kiválasztása mögötti motiváció az volt, hogy a korábban megfigyelt válságok során melyek voltak azok a változók, amelyeknél jelentős kiáramlás volt megfigyelhető. A súlyok meghatározásánál a szerzők módszertana a múltbeli válságok során megfigyelt kiáramlás szélsőséges értékeit vette figyelembe. A súlyozott mutató egy sávot jelöl ki, mely sáv meghatározásánál a szerzők költség-haszon alapú modellek eredményét is figyelembe vették. Bár az IMF féle mutató komplex, sok információt tömörítő mérőszám, a befektetők már elkezdtek használni a tartalék-megfelelés mérésére.

---

<sup>5</sup> Goldman Sachs Global Investment Research (2013): Central bank FX reserves as a differentiation factor. EM Macro Daily, Aug. 21, 2013

<sup>6</sup> Moghadam, R. - Ostry, J. D. - Sheehy, R. (2011): Assessing Reserve Adequacy. SM/11/31, February, IMF.

3. ábra: Feltörekvő országok devizatartaléka az IMF új, kombinált mutatója alapján (2014)



Forrás: IMF. A Törökországról és Kolumbiáról készült 2014-es IV. cikkely szerinti ország-  
elemzésekben szereplő adatok alapján.

**Az IMF kombinált mutatója nem egy pontszerű értéket, hanem egy sávot határoz meg, és a 100-150 százalék közti értékkel rendelkező országok esetében értékeli megfelelőnek az IMF a tartalékok szintjét.** Az IMF évente végzett értékelései alapján elmondható, hogy amelyik országban 100 százalék alatt volt a mutató értéke, ott lényegében a többi tartalékmutatótól függetlenül elégtelennek ítélte az IMF a tartalékokat (3. ábra). Ahol viszont a sávon belül voltak a tartalékok, ott már csak árnyalatnyi eltérések voltak a tartalék-megfelelés értékelésében, megfelelőnek találták a tartalékok szintjét lényegében függetlenül a többi mutató értékétől. Magyarország esetében a 2014 végi 150 százalékhöz közeli érték azt jelenti, hogy az IMF értékelése szerint e mutató alapján megfelelő volt a devizatartalékok mértéke. Mivel a sávon belül alacsonyabb tartalék is elegendő lehet, így e mutató szerint is van tér a devizatartalék csökkentésére, a tartalékmegfelelés sérülése nélkül.

„Szerkesztett formában megjelent a [Portfolio.hu](http://Portfolio.hu) oldalon 2015. július 20-án.”