

Paulik Éva – Tapaszi Attila
Mibe fektetik a devizatartalékokat a jegybankok?

Legfrissebb tartalékolási trendek

A jegybankok devizatartalék befektetési stratégiája világszerte óvatos, de trendszerű változáson ment keresztül az elmúlt időszakban. A központi bankok befektetési univerzuma jelentősen kibővült, amely diverzifikációs folyamat továbbra sem áll meg: a nem tradicionális tartalékeszközök (többek között vállalati kötvények, eszközfedezetű értékpapírok, részvények) népszerűsége emelkedik. Emellett a jegybanki tartalék alapvető funkciói, mint a biztonság és likviditás továbbra is prioritást élveznek, a stratégiai eszközallokáció diverzifikáltabb irányba történő elmozdulása és új tartalékelemekkel való bővítése e célok konzervatív keretrendszerben történő, ugyanakkor stabilabb, hosszú távon való hatékonyabb teljesülését szolgálja.

Az extrém alacsony globális hozamkörnyezet, a megnövekedett tartalékállományok diverzifikációs igénye és a tartalékkezelésben is megjelenő szofisztikáltabb szemléletmód nemzetközi szinten a devizatartalék-kezelés kereteinek újragondolását eredményezte. A jegybanki mérleg eszközoldalának egyik legfontosabb eleme a devizatartalék, amely a monetáris politikai és pénzügyi stabilitási célok potenciális támogatása mellett a likviditási és biztonsági szempontok figyelembevételével befektetésre is kerül. Jelen cikk a devizatartalékokra, mint befektetett eszközre fókuszál és a befektetési politika új trendjeit mutatja be. Az elmúlt években a hagyományos tartalékeszközöket extrém alacsony, vagy akár negatív várható hozam jellemezte. A zéró közeli irányadó kamatok és a biztonságos eszközök szűkülő köre egyre hosszabb időtávokon eredményezhet negatív hozamszinteket a klasszikus jegybanki befektetési univerzumban. A historikusan alacsonynak tekinthető hozamkörnyezet tartós fennmaradása hosszabb távon is kedvezőtlenül érintheti a tartalékkezelést, ami a fenti okok miatt a befektetési stratégiák változásához vezetett.

A nemzetközi felmérések és devizatartalék adatok is alátámasztják, hogy a jegybankárok körében szemléletváltás zajlik. A biztonság-likviditás-hozam kritériumhármásból a biztonság fogalmának egy új aspektusa jelenik meg, amikor a negatív várható hozam már a tőkemegőrzés biztosítását veszélyezteti. A biztonsági szempont érvényesítése egyre több jegybank számára jelenti azt, hogy a tőkevesztés elkerülése érdekében befektetési politikájában korlátozott mértékben elmozdul a kockázatos(abb) befektetések irányába, amelyek a hagyományos kötvényportfóliókkal mutatott kedvező diverzifikációs hatásuknak köszönhetően a teljes portfólió tekintetében hatékony elmozdulást jelentenek a kockázat-hozam térben.

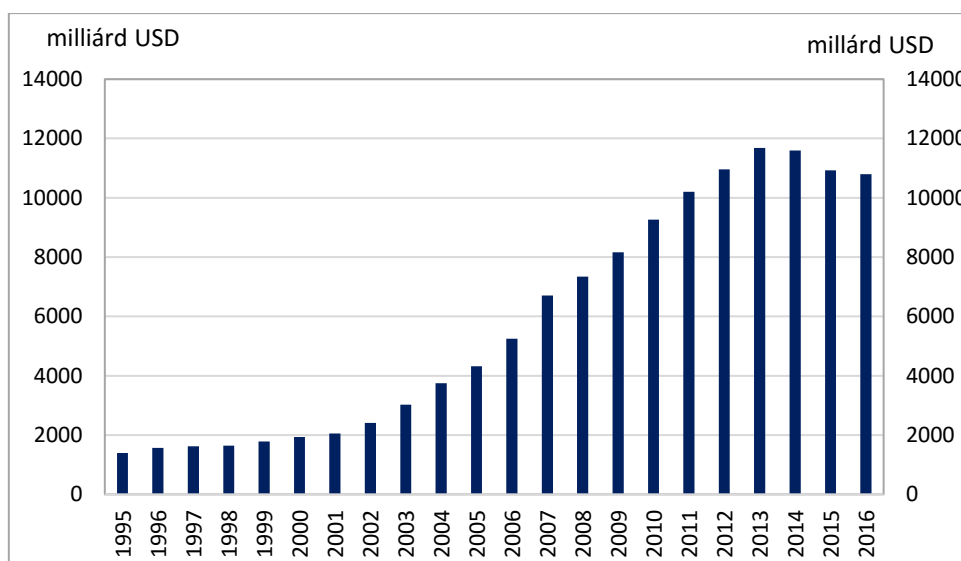
A jegybanki tartalékkezelési trendek bemutatása egy rendszeres, éves gyakoriságú reprezentatív felmérés eredményein alapszik, amelyet a Central Banking Publications pénzügyi kiadó cég idén az egyik legnagyobb globális jelenlétű kereskedelmi bankkal, az HSBC-vel közösen készített. Az immáron 13. alkalommal elvégzett felmérés a 2017. februári-márciusi időszakban készült, és alapvetően a megelőző egy éves időszak változásaira fókuszál. Az HSBC éves összefoglalója 80 – európai, amerikai, ázsiai, afrikai - jegybank által kitöltött kérdőív alapján készült, melyek között egyaránt találunk magas, 100 milliárd dollárt meghaladó tartalékkal rendelkező bankokat és kisebb, akár 1 milliárd dollárnál alacsonyabb tartalékot tartókat is. A felmérés elsősorban a tartalékkezelésben

végbemenő változásokra és azok mögöttes okaira fókuszál. A felmérés főbb következtetései az alábbiak:

- a jegybankok többsége változtatott a befektetési stratégiáján, mely elsősorban az eszközallokációt érintette;
- az eszközallokációs változtatások a jegybankok jelentős részénél nemcsak a meglévő eszközosztályok közötti átrendezést, hanem újakra történő befektetést, szélesebb diverzifikációt is jelentenek;
- a tartalékezelésre az eurozóna gyengülésétől és a nagyobb eszközár korrekcióktól való félelem is jelentős hatást gyakorol;
- az elmúlt években a jegybanki tartalékok devizaszerkezete nem tradicionális tartalékdevizákkal (például kínai renminbi, kanadai dollár, ausztrál dollár) bővült, míg a releváns tartalékdevizák közül az euro és az angol font számít a legkevésbé vonzóknak, utóbbi érdemben veszített népszerűségéből az elmúlt egy év során;
- a diverzifikációs hatás és a magasabb várható hozam miatt számos jegybank döntött olyan kockázatosabb eszközök tartalékezelésbe történő bevonása mellett, mint például az amerikai jelzálog-fedezetű értékpapírok (MBS, melyről további információk [itt](#) érhetők el), vagy a részvény.

A globális jegybanki tartalékok mérete 1995-től egészen 2013-ig folyamatosan emelkedett, ezt követően stabilizálódás, illetve némi csökkenés volt megfigyelhető, elsősorban a kínai devizatartalék változásának következtében. (Ennek okai az [itt](#) elérhető cikkben kerültek részletezésre.) A tartalékok jelenlegi szintje azonban még mindig az 1995-ös szint több mint ötszörösét teszi ki, 2017 első negyedévének végén mértéke 10876 milliárd dollár volt (1. ábra). A legnagyobb nemzetközi tartalékkal rendelkező ország Kína, amely a világ összes devizatartalékának 28 százalékát birtokolja, öt Japán követi 11 százalékkal és Svájc 6 százalékkal. A többi ország devizatartaléka az összes jegybanki tartalékhoz viszonyítva 5 százalék alatti.

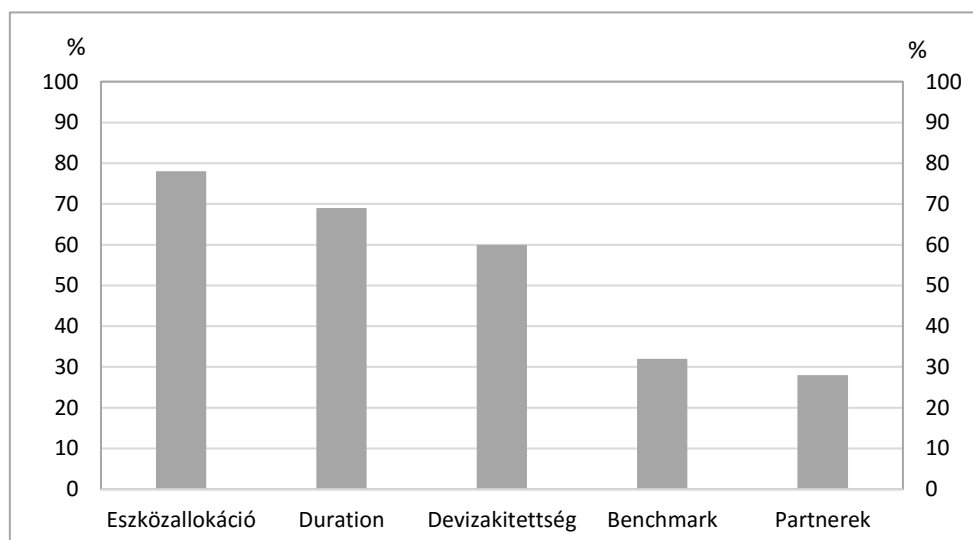
1. ábra: A jegybanki tartalékok méretének alakulása



Forrás: HSBC Reserve Management Trends 2017, IMF COFER Statistics

Az HSBC felmérése alapján a megkérdezett jegybankok többsége, 81 százaléka változtatott a portfóliójának kezelésén az elmúlt évben. A devizatartalék-portfóliók befektetési szerkezetét meghatározó tényezők az eszközallokáció (azaz milyen főbb eszközosztályokba – kötvény, részvény, pénzpiac, arany, stb. – fektet be a jegybank), a kamatkockázat vagy a duration (azaz egyszerűsítve milyen lejáratokon, időtávon történik a befektetés), a devizális, illetve földrajzi kitéttesség, és a partnerkockázat (azaz milyen típusú és kockázatú entitások fogadhatók el befektetési vagy kereskedési partnerként). Hagyományosan a jegybanki tartalékok jelentős részét a rövid lejáratú, magas hitelbesorolású kötvények alkották, ami azonban némileg változott az elmúlt években. A módosítások elsősorban az eszközallokációt, a durationt és devizakitéttiséget érintették, míg a benchmarkot és a partnereket illetően kevésbé volt jellemző a változtatás (2. ábra).

2. ábra: A jegybankok portfóliókezelést érintő változtatásai az elmúlt évben



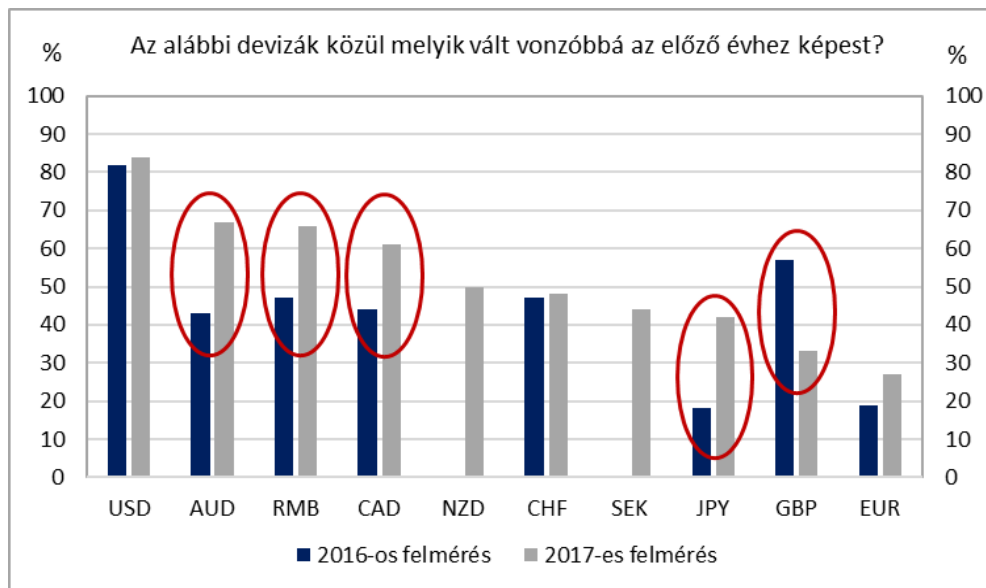
Forrás: HSBC Reserve Management Trends 2017

A felmérés időpontjában a válaszadó jegybankok az eurozóna gyengülését, instabilitását érezték a legnagyobb kockázatnak a tartalékkezelésük szempontjából. Emellett úgy gondolták, hogy a politikai kockázatokból, központi banki intézkedésekből fakadó nagyobb eszközár korrekciók is jelentősen befolyásolhatják a tartalékkezelést. A jegybankok angol fonttal kapcsolatos nézetei rövid távon változtak a Brexit hatására, mely elsősorban a kilépés miatti bizonytalanságra vezethető vissza. Hosszú távon a kilépés hatásától és a font más tartalékeszközökkel vett korrelációjától függ a deviza vonzereje. A vizsgált időszakban nem változtak az amerikai dollárral kapcsolatos nézetek, továbbra is hisznek abban, hogy a dollár megtartja vezető szerepét a tartalékdevizák körében.

Az elmúlt időszak, azaz a 2016-os év a jegybanki tartalékok jellemző devizaszerkezetének változását, a befektetett devizák körének bővülését hozta. Az HSBC felmérése szerint az előző évben olyan nem tradicionális devizák, mint a kínai renminbi, a kanadai dollár, az ausztrál dollár, az új-zélandi dollár, a svéd korona, valamint a japán jen (ez utóbbi a jen befektetések esetén hosszú ideje tapasztalt kedvező finanszírozási költségeknek (FX swap bázis) köszönhetően) is vonzóbb devizává váltak a jegybanki tartalékkezelés szempontjából, míg az angol font esetében jelentős

visszaesés tapasztalható a Brexit körüli bizonytalanságnak is betudhatóan (3. ábra). A tartalékdevizák körének bővítése mögött diverzifikációs és hozamnövelési stratégiai célok állnak.

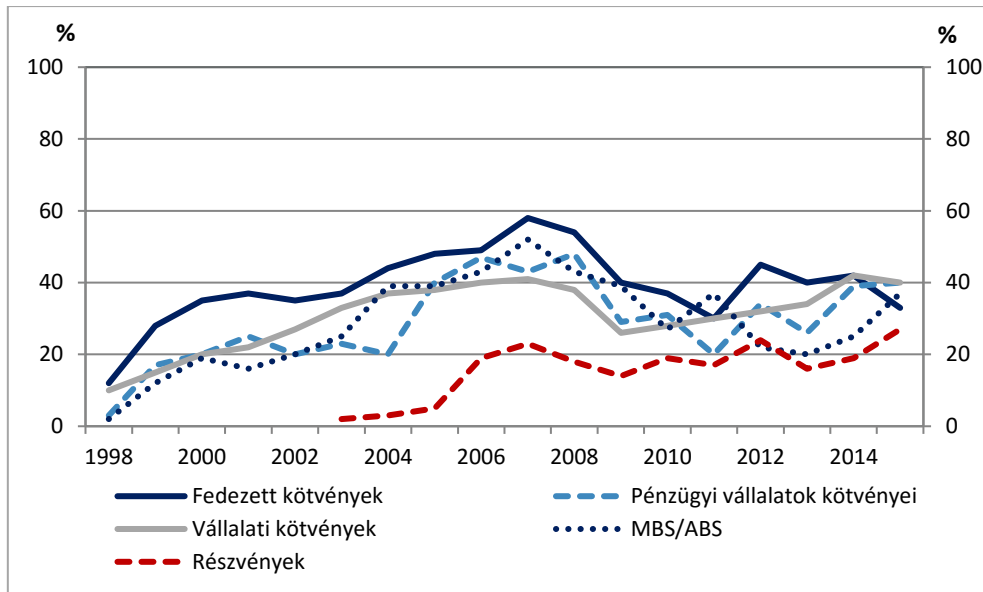
3. ábra: A főbb tartalékdevizákkal kapcsolatos jegybanki preferenciák változása



Forrás: HSBC Reserve Management Trends 2017, NZD és SEK a 2016-os felmérés kérdései között nem szerepelt

Az elmúlt évtizedben számos új eszköz jelent meg a jegybankok befektetési univerzumában, mely egyaránt érintette a feltörekvő és a fejlett piacok központi banki stratégiai eszközallokációját. Míg korábban csak nagyon szűk körben volt megfigyelhető a magas hitelbesorolású állampapírokon, hagyományos pénzügyi eszközökön és az aranyon túli instrumentumokba való befektetés, addig az elmúlt másfél évtizedben fokozatosan hódítottak teret egyéb eszközosztályok is (4. ábra). Az elmúlt néhány évben a fedezett és vállalati kötvények, valamint a pénzügyi vállalatok kötvényei iránti keresletet stagnálás, kismértékű ingadozás jellemezte, míg az MBS és részvény esetében stabil emelkedés volt megfigyelhető. Utóbbi esetben nem a direkt monetáris politika végrehajtásából fakadó kitértekről van szó (például a japán jegybank részvénypiaci jelenléte a mennyiségi lazítás keretében), hanem a hagyományos tartalékkezelési eszköztár bővüléséről.

4. ábra: Az egyes nem tradicionális eszközcsoportokba fektető jegybankok aránya



Forrás: UBS Central Bank Surveys 1998-2015, World Bank Treasury

A hagyományos tartalékezelési funkciók ellátása minden jegybank számára prioritás, a korábban elterjedt eszközöknél kockázatosabbnak tekintett eszközök bevonása pedig hosszabb távon kedvezőbb eszközallokációt eredményezhet a kiindulóponthoz képest. Ennek oka kockázati szempontból a diverzifikációs hatásban, hozamszempontból pedig a magasabb várható hozamban keresendő. A diverzifikációs hatást a kockázatosabb és a kevésbé kockázatos eszközök közötti alacsony, sok esetben negatív korreláció okozza. Míg bizonyos időszakok a biztonságos eszközöknek, addig más időszakok a kockázatosabb eszközöknek kedveznek és bár a két csoport közötti együttmozgási dinamika folyamatosan változik, alapvető következtetések vonhatók le a historikus tapasztalatokból. Ezek alapján a kockázattal súlyozott hozam mutatók (pl.: Sharpe mutató) a kockázatos eszközök hozzáadásával emelkedést mutathatnak megfelelő eszközallokációs stratégia esetén.

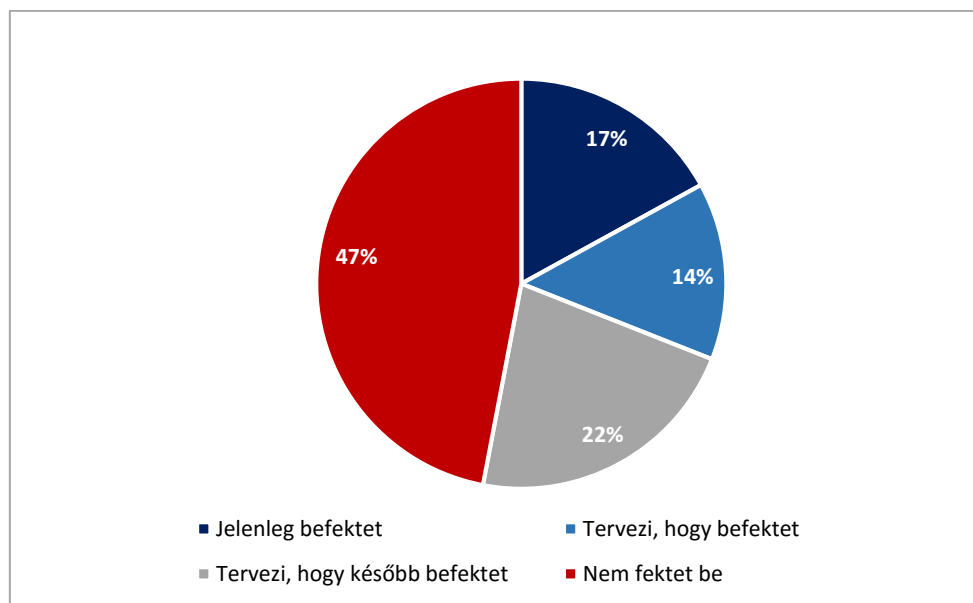
A diverzifikációs hatás és a kockázattal súlyozott várható hozam növelése miatt számos jegybank döntött az elmúlt két évtizedben úgy, hogy korábban nem használt eszközöket von be a tartalékezelésbe. Az esetek döntő hányadában az új eszközosztályok a teljes tartalékon belül kisebb súllyal, jellemzően 10-20 százalékkal szerepelnek, így megteremthető a likviditás és a biztonság prioritása és a hosszabb távú hozamcél közötti egyensúly. A következőkben bemutatásra kerül két olyan eszköz – az MBS és a részvény –, melyek a hagyományostól eltérő kitétséget jelentenek, ugyanakkor az elmúlt évtizedben egyre jelentősebb szerepet töltenek be a tartalékezelésben (4. ábra).

Az amerikai állam implicit vagy explicit garanciájával rendelkező, az állampapíroknál konzisztensen magasabb várható hozammal bíró eszközosztály az amerikai ügynökségi jelzálogpapírok (Agency Mortgage Backed Security) univerzuma. A Magyarországon is ismert jelzálogpapírokhoz képest az eltérést az MBS-ekben foglalt előtörlesztési opció jelenti, amely opciót az MBS megvásárlója „adja” el közgazdaságilag. Az amerikai jelzálogpiac sajátossága, hogy a hitelfelvevőt külön banki díj nélküli (alacsony ügyvédi díjat szükséges csak fizetni) részleges vagy teljes előtörlesztési

jog illeti meg. A jelzálog-fedezett értékpapírok befektetői számára ez a „pass-through”, „átfolyó” struktúrán keresztül azt jelenti, hogy a törlesztési menetrendben az előírtnál gyorsabban kaphatják vissza a befektetett tőkéjüket. Ez természetesen növeli a tőke újrabefektetési kockázatát, amit a fentebb leírt opció prémiuma hivatott kompenzálni. Az MBS piacon befektetni szándékozók számára ezért a kérdés ennek az opciónak az ára, illetve az előtörlesztésből fakadó kockázat (negatív konvexitás) egymáshoz viszonyított aránya. Számos kutatás támasztotta alá, hogy a jelzálog adósok nem élnek tökéletes hatékonysággal az opcióban foglalt jogukkal, így a befektetéssel a kockázatmentes állampapírhozam feletti, kockázattal súlyozott várható hozam realizálható. Szintén fontos előny, hogy a befektetés az amerikai állam explicit vagy implicit garanciája mellett érhető el, azaz hitelkockázat szempontjából biztonságos eszköznek minősülnek az MBS-ek. A jegybankok az MBS kitétség felvételére – az MBS piac speciális jellege és a jelentős operációs teher miatt – az esetek döntő többségében külső menedzsert alkalmaznak. (További információk [itt](#) érhetők el.)

Az elmúlt évtizedben számos jegybank befektetési univerzumában jelent meg a részvénykitetés, amely elsősorban egy adott index passzív követésében testesült meg. Míg korábban a kockázatosnak tekintett részvény nem játszott jelentős szerepet a tartalékkezelésben, addig mára elfogadott eszközzé vált. Ennek fő oka a diverzifikációs és magasabb várható hozam hatás, így a 2-20 százalékos részvényarányt számos jegybank tartja optimális stratégiának. A diverzifikációs hatás következtében hosszú távon a kockázatos eszköz hozzáadása is kedvezőbb állapot elérését teszi lehetővé a kockázat-hozam térben a teljes portfólióra vetítve, amit az egyes eszközök közötti alacsony, esetenként negatív korreláció eredményez. Ahogy az 5. ábrán is látható, az HSBC felmérésben résztvevő bankok több mint fele mutat érdeklődést vagy már fektet részvénybe.

5. ábra: A felmérésben résztvevő jegybankok részvénybefektetések iránti érdeklődése



Forrás: HSBC Reserve Management Trends 2017

A részvények kockázati prémiuma historikusan 2-5 százalékkal a hosszú állampapírpiaci hozamok felett mozog, amely a standard közgazdasági modellek által becsült 1 százalékos elméleti értéknél

magasabb. A szakirodalomban „részvény-rejtélynek” nevezett jelenséget rengeteg kutatás vizsgálta – számos hagyományos és viselkedéstudományi válasz született rá –, a tényleges részvénykockázati prémium (bár az 1990-es évek óta némi csökkenést mutatott) várhatóan továbbra is a modellekben várt elméleti érték felett alakul.

A jegybankok döntő hányada passzív részvényindex követést folytat, ami több okra vezethető vissza. Ezek közül kiemelhető, hogy a jegybankok számára reputációs és egyéb (akár politikai) kockázatot hordozna egy adott globálisan elfogadott indextől való jelentős eltérés, hiszen a tartalékkezelés során nem cél a reálgazdasági tőkeallokációs folyamatok egyedi részvényekre vonatkozó döntések általi befolyásolása. Egy globálisan elfogadott index alkalmazása transzparens befektetésnek tekinthető, amely fontos tényező a stratégiai eszközallokáció során. Gyakorlati kivitelezésben külső menedzser igénybevétele és a házon belüli kezelés is előfordul.

Az elmúlt évtizedben tehát nemzetközi szinten a jegybankok tartalékkezelési stratégiájának óvatossága, de trendszerű változása figyelhető meg. Az HSBC felmérése alapján a megkérdezett jegybankok 81 százaléka jelezte, hogy az elmúlt egy évben változtatott a tartalékkezelés módján. A pénzügyi piacokon uralkodó alacsony hozamkörnyezet és a megnövekedett tartalékállományok diversifikációs igénye korábban nem használt, kockázatosabb és ezzel együtt magasabb várható hozamú eszközök felé is kiterjesztette a jegybanki tartalékkezelés fókuszát. A várakozások szerint ez a fajta szemléletváltás egy optimálisabb eszközallokáció kialakításához vezethet hosszabb távon.

„Szerkesztett formában megjelent a Világgazdaság.hu oldalon 2017. július 27-én.”