

A devizatartalék-befektetés gyakorlata jelentős változáson ment keresztül az elmúlt évtizedekben, különösen a válság óta eltelt időszakban. A 90-es évektől kezdve a pénzügyi gondolkodás megújulása és különböző globális makropénzügyi folyamatok következtében a devizatartalék allokációjában is megjelentek diverzifikációs törekvések, mind kockázatosabb eszközök felé nyitással, mind földrajzi diverzifikáció által. A válság után a rendkívül alacsony kamatkörnyezet miatt a tőkeveszteség egyre valószínűbbé válik a tartalékezelők számára, ami új megoldások alkalmazására sarkallja őket. Az új környezetben egyfajta útkeresés folyik a magasabb hozamú konzervatív kialakítása érdekében: a jegybankok újabb eszközosztályok és devizák felé nyitnak – a konzervatív szemléletből eredően lassan és fokozatosan kísérletezve. Emellett a válság hatására a tartalékportfólió egyéb stratégiai jellemzőit (pl. kamatérzékenység, kockázatkezelés) is újragondolják a jegybankok.

1. BEVEZETÉS

A jegybanki devizatartalék-kezelés területét a globális pénzügyi-gazdasági válság újabb kihívások és dilemmák elé állította. Ennek nyomán a devizatartalék-stratégia több aspektusát, köztük a befektetési politikát tekintve jelentős változásoknak lehettünk szemtanúi a nemzetközi gyakorlatban. Cikkünkben elsősorban a devizatartalékokkal kapcsolatos befektetési döntéseket övező kérdésekre, a befektetési stratégiák hosszabb távú, illetve közelmúltbeli, jórészt a válság által meghatározott alakulására fókuszálunk, próbálva megragadni a fontosabb nemzetközi tendenciákat.

A devizatartalék-kezelés általános kereteit, a jegybankok befektetői viselkedését elsősorban a tartaléktartás céljai befolyásolják. A világ jegybankjai rendkívül sokrétű célok mentén tartanak devizatartalékot, amit többek között az árfolyamrendszer, az adott országnak és devizájának a világgazdaságban betöltött szerepe, és számos egyéb tényező befolyásol.¹ A hazánk szempontjából leginkább releváns – inflációs célkövetéssel, rugalmas árfolyamrendszerrel jellemezhető, kirívó többlettartalékot nem tartó, kis, nyitott – gazdaságok jegybankjai főképpen a monetáris és árfolyam-politika támogatása (gyakorlatilag intervenció kapacitás), a gazdaság szereplői számára biztosított devizalikviditás, illetve a befektetői bizalom fenntartása és pénzügyi stabilitási célok érdekében tartanak devizatartalékokat. Mindez jól magyarázza a jegybankok konzervatív befektetői mivoltát, illetve a befektetési döntések során a likviditási és biztonság szempontok hangsúlyosságát.

A devizatartalékok szintjére és a befektetési politikára vonatkozó stratégiai kérdések nagyrészt elválaszthatók egymástól. A tartalék funkciói alapján határozzák meg a jegybankok, hogy milyen alapvető szempontok mentén alakítják ki tartalék-portfóliójukat, amelyet aztán az aktuális pénzügyi-gazdasági környezet, a pénzügyi-közgazdaságtani elméletek fejlődése, a befektetői gondolkodás tovább formál, amint azt részletesen bemutatjuk. Ugyanakkor írásunknak nem célja a devizatartalékok kívánatos mértékével, az ideális tartalékszinttel kapcsolatos elméletek, javasolt mutatószámok, dilemmák tárgyalása.

Az egyedi tartalékezelési trendekről viszonylag kevés információ áll rendelkezésre, a jegybankok jellemzően nem hozzák nyilvánosságra befektetési stratégiájukat. A fontosabb jellemzőkről leginkább nemzetközi szervezetek, befektetési bankok felméréseinek összesített eredményei érhetők el, ezekből – bizonyos korlátok között – relatíve jól kirajzolódnak a főbb nemzetközi tendenciák. A cikkben több, viszonylag friss – 2012-2014 közötti – nemzetközi felmérés eredményeit mutatjuk be. A felmérések széles jegybanki körben készültek, a válaszadó jegybankok által kezelt vagyon a globális devizatartalékok számottevő részét lefedi, a földrajzi és méretbeli megoszlás alapján feltételezhető, hogy az eredmények reprezentatívak és jól megragadják a globális folyamatokat.

¹ A témáról egy részletesebb összefoglaló: Nagy-Palotai [2013]

2. A DEVIZATARTALÉK-KEZELÉS FEJLŐDÉSE A VÁLSÁG ELŐTT

A válságot megelőző 2-3 évtizedben a tartalékkezelést egyrészt a pénzügyi innováció, így különösen a befektetésekről és a kockázatokról történő gondolkodás alapvető megváltozása, másrészt pedig a globális pénzügyi és makrogazdasági környezet átalakulása formálta. A pénzügyi innováció elmúlt évtizedekben tapasztalható felgyorsulása a devizatartalék-kezelés gyakorlatára - csakúgy, mint minden más pénzügyi tevékenységre – óriási hatással bírt. A pénzügyi innováció a pénz- és tőkepiacok nagymértékű szélesedését és mélyülését eredményezte, amitől a pénzügyi folyamatok, különösen a kockázatok kezelésének elméleti és gyakorlati megújulása elválaszthatatlan folyamat.² A modern portfólióelmélet vívmányait a 60-as és 70-es évektől kezdődően a gyakorlatba is átültették a befektetési döntéseket meghatározó szereplők, ám ez a transzformáció értelemszerűen lassabb volt a konzervatívabb profilú portfóliókezelők körében³, így a jegybankoknál is. A modern pénzügyi gondolkodás alábbi elemei a 80-as évektől kezdve a jegybankoknál is nagymértékben meghatározták a devizatartalék-kezelést:

- A kockázat és hozam közötti átváltással („trade-off”) jellemezhető kapcsolat központi elemévé vált a befektetések értékelésének. Ennek az alapvető kapcsolatnak a vizsgálata teszi lehetővé az egyes eszközök és a portfóliók fair összehasonlíthatóságát és az allokációs döntések megalapozását.
- A hozamok és kockázatok vizsgálatakor az egyes portfólióelemek nem vizsgálhatóak külön-külön, a teljes portfóliót kell figyelembe venni. Ezáltal a portfólióeszközök egyedi kockázata és hozama csak a többi portfólióelemhez viszonyítva, a korreláció mértékéből fakadó diverzifikációs hatást figyelembe véve válik érdekessé, önmagában értékelve egy eszköz nem zárható ki kockázatosága miatt.
- A diverzifikáció kifejezetten szükséges a prudencia fenntartása érdekében. A diverzifikáció a nem szisztematikus kockázat csökkenését idézi elő, így valamilyen szinten alapvető követelmény lett minden portfóliónál.
- A pénzügyi termékek világa annyira szerteágazó lett a XX. század végére, hogy egy jól diverzifikált portfólió egy intézményen belüli megalkotásához jelentős kompetenciákra van szükség. A kiszervezés megjelenése könnyebbé és hatékonyabbá teheti a portfóliókezelést – a megfelelő óvintézkedések megtétele mellett. A pénzügyi innovációból eredt annak a gyakorlatnak az általánossá válása, hogy a befektetések egy részének kezelését delegálják a portfóliókezelők.

A pénzügyi innováció okozta szemléletváltás mellett a tartalékok összetételének változásában több globális pénzügyi és reálgazdasági folyamat is érdemi szerepet játszott:

- Az arany Bretton-Woods-i rendszerben betöltött kiemelt szerepének elpárolgásával más eszközök felé kellett nyitniuk a tartalékkezelőknek, a globális aranytartalékok a 80-as évektől kezdődően indultak csökkenésnek.
- A 90-es évek végétől kezdve a fejlett országokban (különösen az USA-ban és Japánban) folytatott laza kamatpolitika egyre kisebb hozam elérését teszi lehetővé az alacsony kockázattúrésszel rendelkező befektetőknek.
- A feltörekvő, exportvezérelt gazdaságok jelentős súlyt kezdtek betölteni a külkereskedelemben, fizetési mérleg többletük jelentőssé vált. A 90-es évek árfolyamváltásait követően – több okból kifolyólag – ezek a gazdaságok úgy döntöttek, hogy a fizetési mérleg többletüket tartalékként halmozzák föl, így a likviditási-biztonsági szempontból szükségesnek gondolt mennyiségnél több tartalékot tartanak.⁴ Mivel a devizatartalékon realizált hozamok jellemzően alacsonyabbak a saját deviza hozamainál, a devizatartalék tartásának van egy költsége, ami csökkenhető a devizatartalék hozamának növelésével.
- Az euro bevezetése megkérdőjelezte a dollár egyeduralkodó világváltozó szerepét.

² A különböző derivatív termékek és azok piacai, robbanásszerű fejlődése például elválaszthatatlan a létjogosultságukat megalapozó elméletektől.

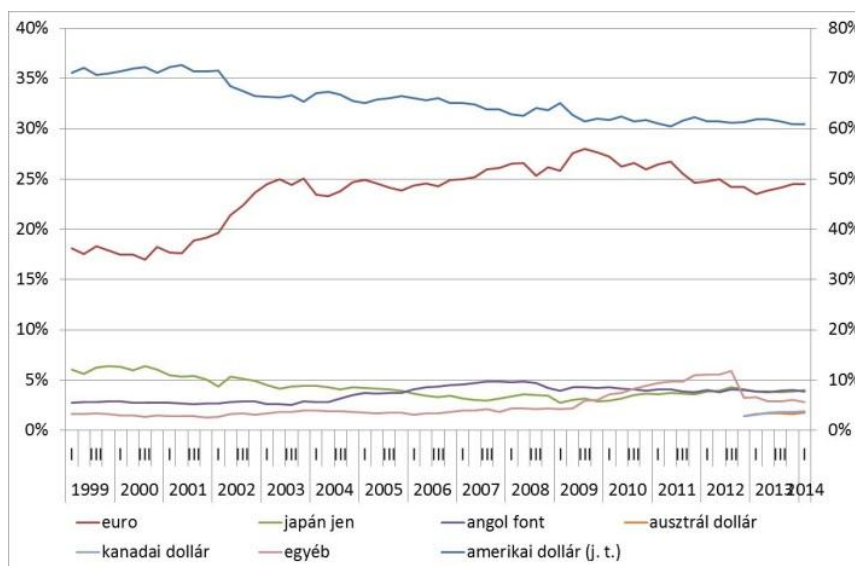
³ Jól példázza a változások lassúságát az egyik legkonzervatívabb befektetési formát, a trust-okat érintő szabályozás módosítása az Egyesült Államokban. A 40-es években kodifikált „Prudent Man Rule” 1994-ben került először komolyabb módosításra, mindaddig az alapkezelőket bíróság előtt számon kérhették egyes portfólióelemek vártnál alacsonyabb hozamai miatt, emellett több pénzügyi eszköztípus portfólióba emelése kifejezetten tilos volt spekulatív voltuk miatt, és tilos volt a befektetési feladatok delegálása is.

⁴ A témáról egy részletesebb összefoglaló: Antal-Gereben [2011]

Mindennek eredményeként a tartalékkezelésben komolyabb súlyt kaptak a hozamszemponatok, és a tartalék-összetételben megjelenhettek a pénzügyi innováció eredményei is, ami az alábbi kibontakozó trendekben érhető tetten:

- **A fenti tényezők hatására a befektetési univerzum a tartalékkezelők számára is kitért és ennek megfelelően új típusú eszközökbe allokálták tartalékaikat.** Az aranyak a jegybanki tartalékokban képviselt aránya a 80-as évektől kezdve 60 százalékról 10 százalék alá csökkent a 2000-es évek közepére, mára leginkább a tartalékdevizával rendelkező országok (USA, eurozóna tagállamai, Japán) tartanak fenn érdemi aranytartalékot. Ezzel párhuzamosan a devizatartalékok összetétele eleinte leginkább az állampapírok és bankbetétek irányába mozgott el, majd a 90-es évektől egyre több jegybank alakított ki hitelkockázatos portfóliót, nyitottak magasabb kockázatú eszközök (pl. jelzáloglevelek, eszköz-fedezetű kötvények, vállalati kötvények) felé. Ennek a tudatos kockázatvállalásnak köszönhetően egyre jelentősebbé vált a kockázatkezelési célú derivatív ügyletek szerepe is.
- **A diverzifikáció földrajzilag is megjelent, a tartalékkezelők a 80-as és 90-es években az amerikai dollárról bővítettek az SDR-devizák⁵, majd később a nem SDR-devizák felé** (ld. 1. ábra). Az euro bevezetése kulcsfontosságú momentum volt ebben a folyamatban, hiszen az eurozónát alkotó országok pénzügyi és reálgazdasági jelentősége egy devizába összpontosult és ennek megfelelően 2008-ig fokozatos átsúlyozódás figyelhető meg az amerikai kitétség rovására. Az amerikai dollár dominanciája azonban még mindig jelentős, a globális devizatartalékokban képviselt súlya még mindig 60% fölött van, az SDR-devizák összesített súlya pedig 90% fölötti.
- **A tartalékfelesleg emelkedésével és a diverzifikáció megjelenésével a tartalékkezelők bátrabban alakítottak ki al-portfóliókat jellemzően a kockázat-hozam profil, a devizabontás, vagy eszközosztályok alapján.** Emellett olyan piacokon, ahol a kellő kompetenciákat nem tartották hatékonynak házon belül kialakítani, ki is szervezték azokat külső portfóliókezelőknek.
- A hozamszemponatok előtérbe kerülésével a pénzügyi és működési kockázatok kezelése terén is ki kellett alakítani a megfelelő struktúrákat és folyamatokat.

1. ábra: A devizatartalékok devizális összetétele⁶



⁵ Az SDR (Special Drawing Rights) egy nemzetközi tartalékeszköz, amelyet az IMF hozott létre a tagországok devizatartalékainak elszámolásának támogatása céljából. Az SDR egy kosárdeviza, értéke és árfolyama négy pénznem (angol font, amerikai dollár, japán jen, euro) súlyozott átlagából tevődik össze. Az SDR átváltható a mögöttes devizákra.

⁶ Forrás: IMF COFER adatbázis

3. A VÁLSÁG ÓTA KIBONTAKOZÓ TENDENCIÁK

A válság gyökeres változásokat jelent a tartalékkezelés terén: a jegybankoknak egyszerre kellene megfelelni a magasabb hozam és mérsékelt kockázat iránti igényeknek, miközben a pénzügyi környezet az ellenkező irányba változott. A jegybanki devizatartalék-kezelés környezetét az elmúlt néhány évben alapvetően meghatározta, hogy a pénzügyi-gazdasági válság okozta recesszió és erős defláció nyomán a fejlett világban fiskális és monetáris gazdaságélénkítő programok sorozata indult. A fiskális stimulusok és a lelassult növekedés következtében egyre szembe-tűnőbb problémaként jelent meg a fejlett gazdaságok növekvő, esetenként fenntarthatóságot megkérdőjelező mértékű eladósodása, ami a hitelkockázatok emelkedését és a kockázatmentes eszközök körének szűkülését vonta maga után. Másrészt a fejlett országok monetáris politikáját hosszabb ideje extrém laza monetáris kondíciók jellemezték: a jelentős mértékű kamatcsökkentéseket követően a „nulla alsó korlát” (ZLB) elérése mennyiségi lazítási programok sorát váltotta ki, leszorító hatást gyakorolva ezzel nemcsak a rövid, de hosszabb futamidejű eszközökön elérhető hozamokra is. Ehhez képest a devizatartalék-építés költségei, a közvélemény és a politikai szereplők által támasztott eredményelvárások és a reputációs kockázatok több oldalról helyezik nyomás alá a tartalékkezelést.

Várhatóan az elkövetkező időszakban sem lesznek támogatóak a világgazdasági körülmények a devizatartalék teljesítményének fokozásához. Az egyik legfontosabb tartalékdevizának számító euro esetében hosszabb távon is az alacsony kamatkörnyezet fennmaradása valószínűsíthető. Ugyanakkor a tartalékkezelés vonatkozásában közép-, vagy akár már rövidtávon is a Fed eszközvásárlási programjának fokozatos visszafogása, illetve a kamatemelési ciklus megkezdése lehet az egyik legnagyobb hatású esemény. Bár a Fed részéről történő monetáris szigorítás várható időpontját még számottevő bizonytalanság övezi, az USA és az euroövezet nagy valószínűséggel divergáló kamatpályái várhatóan újabb kihívások elé állítják a tartalékkezelést.

A nemzetközi felmérések⁷ alapján a jegybankok az új környezet jelentette kihívásokra a tartalékkezelés alakításával, változtatásával reagálnak. A jegybankok több mint fele az emelkedő hozamokat tartja a legrelevánsabb kockázatnak, az eszköz- és devizapiacok magas volatilitása várhatóan kisebb mértékű problémát jelent. Az új környezethez való alkalmazkodás során egyfajta útkeresés zajlik, a nagy bizonytalanság miatt a változások iránya, a kialakuló trendek gyakran nem egyértelműek. A felvállalt kockázat megváltozott környezethez való alakítása érdekében leginkább a földrajzi diverzifikáció és a befektetett eszközosztályok tekintetében eszközölték változtatásokat a jegybankok. A diverzifikációs törekvések mellett ugyanakkor egyértelműen fennmaradt a likviditás és a biztonság elsődlegessége a hozammal szemben, miközben a tőkevesztés (negatív hozam) elkerülésének nőtt a fontossága az elmúlt évek során.

3.1. Földrajzi diverzifikáció

A dollár és euro tartós hegemóniája mellett érezhetően megindult egy lassú, fokozatos diverzifikáció a nem tradicionális (azaz nem SDR) devizaeszközök irányába, ami a fejlett, fundamentálisan stabil nem-SDR devizák kamatpiacainak kedvezett a leginkább. Az IMF adatbázisában az SDR devizákon túlmenően az ausztrál és kanadai dollár van nevesítve⁸ (2012 negyedik negyedévével kezdődően), e két deviza térnyerése az elmúlt évek legfontosabb változása, részesedésük immár a „mérhető” tartományba, két-két százalék közelébe emelkedett. A felmérések visszaigazolják a két deviza növekvő népszerűségét: a jegybankok mintegy fele fektet ausztrál és kanadai dollárban denominált eszközökbe, míg további 20-30 százalék tervezi/jelenleg vizsgálja a lehetőségét. A második vonalba szintén stabil fundamentumokkal és legjobb hitelminősítéssel rendelkező országok devizái kerültek. Az új-zélandi dollár, norvég és svéd korona felé azonban még lényegesen kevesebben mozdultak el: a jegybankok 20-25 százaléka fektet be jelenleg, és további 20 százalék megfontolja. A szándékok alapján nem állt meg a diverzifikációs folyamat, folytatódhatnak az

⁷ Egyedi nyilvános adatok híján következtetéseinket olyan felmérésekre alapozzuk, amelyek a jegybankok anonim válaszában alapulnak. A fejezetben leírtakat egyrészt az IMF (Morahan-Mulder [2013]) gondozásában publikált tavalyi felmérésre, másrészt az HSBC (Carver [2014]), illetve azt megelőzően a Royal Bank of Scotland által éves rendszerességgel elkészített megkérdezésének eredményeire alapozzuk. A felmérések a tartalékportfóliók eszközallokációs és egyéb kockázati jellemzőire irányuló kérdések mellett a tartalékkezelők véleményét is kikéri a befektetési környezet és a portfóliók jövőbeli alakulását illetően.

⁸ Az IMF COFER adatbázisában a svájci frank szintén nevesítve van már hosszabb ideje, ugyanakkor a részesedése elhanyagolható, nem éri el a fél százalékot sem.

elmúlt évek tendenciái. Az alapján, hogy az egyes devizákban előtekintve várhatóan növelik vagy csökkentik a befektetéseket a jegybankok, a következő évek nyertesei – az amerikai dollár és a font mellett – a kanadai és ausztrál dollár lehetnek, míg az euróban, és különösen a jenben denominált eszközökbe kevesebbet terveznek befektetni a tartalékkezelők.

Néhány nagyobb feltörekvő piaci ország devizáinak kamatpiacai is a tartalékkezelés látóterébe kerültek, tényleges befektetést azonban még nagyon kevesen eszközöltek. A diverzifikációs törekvések során egyre inkább felmerül – főként nagyobb – feltörekvő piaci gazdaságok devizáinak neve is, főként ezen gazdaságok magasabb növekedési potenciáljának kiaknázása céljából. A brazil réal, mexikói pesó, vagy a koreai won azonban jelenleg még a megfontolandók között szerepel: a jegybankok nagyon kis (1% alatti) százaléka fektet be.

A potenciális tartalékdevizák között különös helye van a kínai renminbinek. A renminbi világgazdasági súlya folyamatosan nő: a renminbiben elszámolt külkereskedelem mára meghaladta az euróban elszámoltat és a felmérések alapján 20 jegybank már jelenleg is felvállal kínai kitétséget a tartalékaiban. Egyes várakozások szerint a renminbi válhat a harmadik mértékadó tartalékdevizává, ehhez azonban elengedhetetlen a konvertibilissé válása. A renminbi azonban még nem konvertibilis, így az IMF módszertana szerint jelenleg nem képezheti részét a hivatalos devizataraléknak.

A tartalékeszközök devizális összetételének változása lassú folyamat. A szélesebb földrajzi diverzifikáció egy nemrégiben megindult, jelenleg is zajló folyamat, amelyben számos jegybank még a döntés-előkészítés fázisában van; az SDR-devizák aránya például mintegy tíz év alatt csökkent 98 százalékról 93 százalékra. A jegybankok jelentős része jelenleg a lehetőségek vizsgálatánál tart, de még nem fektetett be új devizákba, sokan a végső döntés előtt vannak, amit hosszabb, mélyebb analízis előz meg. A felmérésekből jól kirajzolódik az is, hogy a diverzifikáció során a jegybankok alapvetően a fokozatosság elvét követik: kezdetben kis összeggel nyitnak új devizák felé, és tapasztalatszerzés, a piac megismerése után lépnek tovább.

3.2. Eszközosztályok diverzifikációja, kamatkockázat, kockázatkezelés

A válság hatására beszűkült a kockázatmentes eszközök univerzuma, ami az eszköztípusokban is diverzifikációs folyamatokat indított el. A válság sajátos kettősséget okozott a tartalék-portfóliók tekintetében. Egyrészt jelentősen szűkült a kockázatmentesnek tekintett eszközök univerzuma, ami a kockázatos eszközök romló hitelminőségével együtt önmagában kockázatosabb irányba toltta el a portfóliókat. Eközben a kockázatmentesnek (vagy kvázi-kockázatmentesnek) tekintett állampapírok hozama nulla közelébe csökkent, így a klasszikus jegybanki tartalékeszközökön minimális hozam realizálható. Az extrém alacsony hozamkörnyezet, a negatív eredmény megnövekedett valószínűsége új, magasabb hozamú eszközök keresésére ösztönzi a tartalékkezelőket, ami azonban magasabb kockázat felvállalását is maga után vonja. Ennek megfelelően érezhető némi elmozdulás a középkategóriájú (AAA minősítésnél rosszabb, de még befektetési kategóriájú) állampapírok⁹, az ügynökségi, szupranacionális, állami garancia melletti kötvények felé.

A tradicionális tartalékeszközök vezető szerepének fennmaradása mellett új eszközcsoportok kerültek fel a befektetési térképre. A feljövőben lévő eszközosztályok közül a részvényeket, az inflációkövető kötvényeket, a befektetésre ajánlott vállalati és feltörekvő piaci állampapírokat érdemes kiemelni, azzal a kitételrel, hogy a válaszok alapján ezek az eszközosztályok jelenleg még inkább csak tervek, megfontolás szintjén jelennek meg; nő ugyan az elfogadottságuk, de még érezhetően csak kisebbség használja vagy gondolkozik a befektetésen. Hatból egy tartalékkezelő például már most is rendelkezik – alacsony, jellemzően pár százalék súlyú – részvénykitétséggel, ugyanakkor a válaszadók 70%-a a következő 5 éven belül még nem tervez befektetni ebbe az eszközcsoportba. Az eszköztípusok diverzifikációjára is igaz, hogy kialakulóban van az új gyakorlat, fokozatos tapasztalatszerzés, piacmegismerés zajlik.

⁹ Leginkább az „A” minősítés esetén egyértelmű az a tendencia, hogy a korábbiaknál vonzóbb befektetési célpontként értékelik a jegybankok. Ez az irány a „AA” és a „BBB” minősítések esetén is megmutatkozik látszik, de kevésbé határozottan. E mögött feltételezhetően az állhat, hogy általában az „A” minősítés a következő logikus lépés a lazítás irányába. Míg az „AA” kategória több jegybanknál már eleve elfogadott lehetett, addig a „BBB” kategória alatt már a befektetésre nem ajánlott szintek következnek, így a konzervatív hozzáállás indokolhatja, hogy kisebb arányban léptek ebbe az irányba a jegybankok.

A jegybankok az előzőek mellett a jövedelem-termelést különféle csereügyletekkel is támogatják, például értékpapír-kölcsönzési és repózási műveletekkel.¹⁰ Az előzőekben már említettük, hogy a kockázatmentes eszközök köre beszűkült, így időről időre értelemeszerűen lesznek olyan szereplők a pénzügyi piacokon, akik szeretnének rövid időre kölcsönvenni bizonyos magas besorolású nagyon likvid értékpapírokat. A devizatartalékban tartott értékpapírok – a likviditási-biztonsági szempontokat figyelembe véve, a lehető legbiztonságosabb módon történő – kikölcsönzésével a jegybankok eleget tehetnek ennek az igénynek, így többlethozamot is elérhetnek. Az értékpapír-kölcsönzés és a repó használata már a válság előtt sem volt ismeretlen a jegybankok között, a válság óta pedig már közel 70 százalékra nőtt az ezen eszközöket hozamszerzési céllal használók aránya.

A portfólió-duration¹¹ változtatásának irányát vegyes a kép. Bár több jegybank felveti a portfólió-duration hosszabbítását, mint lehetséges hozamnövelési lehetőséget, úgy tűnik, hogy ebben a tekintetben koránt sincs határozott egyetértés. A duration meghatározásában jelentős szerepet játszik a befektetési horizont fogalma¹², ami azt határozza meg, mely időpontra kell stabilizálni, optimalizálni a befektetéseket – ebben szerepet játszhatnak az intézményi tényezők is, más lehet a befektetési időhorizontja egy olyan jegybanknak, amely az intervenciók igénynek megfelelő tartalékszintet tart, mint az olyanoknak, amelyek ezen felül többlet tartalékot kíván vagy kényszerül tartani. Ezzel összefüggően a duration legfontosabb meghatározási szempontjai között a hozam növelését és a kockázatok alacsonyan tartását egyaránt viszonylag nagy százalékban jelölték meg a jegybankok. Így nem meglepő, hogy a durationt változtató jegybankok közel azonos arányban növelték, illetve csökkentették a tartalék-portfóliójuk kamatérzékenységét. Ebben részben szerepet játszhat, hogy a tradicionális kamatpiacokon az állampapírban való hosszabbítás jellemzően nem hoz érdemi többlethozamot, így itt nem érdemes hosszabbítani, esetleg a hitelkockázatos szektorban merülhet fel ennek a lehetősége. Másrészt a Fed várható monetáris politikai lépéseinek is számottevő implikációi vannak a kötvény-befektetők számára. A duration rövidítése segít mérsékelni a kamatkitettséget és a hozamemelkedésből fakadó veszteségeket, ezzel szemben az eszközökön elért alacsonyabb hozam növeli a devizatartalék sterilizációs költségeit. A szembenálló hatások eredőjét optimalizáló, ideális duration megtalálása komoly dilemmák elé állítja a tartalékkezelést.

A tartalékkezelés változásával párhuzamosan módosul a kockázatkezelés is jellemzően olyan eszközök által, amelyek a nem csökkentik érdemben a tartalékportfólió teljesítményét. A válság nyomán felmerült kihívásokra adott reakciók között az eszközallokációnak az eddigiekben taglalt változtatásával közel azonos hangsúllyal szerepelt a kockázatkezelés megerősítése. Leggyakoribb változtatásként új kockázatkezelési eszközök, intézkedések bevezetését említették a válaszadók. Ezek között szerepelt új limitrendszer bevezetése, elszámolásokhoz, ügyletekhez kapcsolódó kockázatok szerződéses kezelése (pl. CLS, CSA használata¹³), erőforrások növelése, kiegészítő kritériumok használata. Tipikusan az utóbbiba tartozik, hogy a kockázatkezelés a hitelminősítők értékelése mellett további kockázati mutatókat (például CDS-t) vezetett be a kötvények értékeléséhez. Ugyanakkor a befektetési univerzumot és limitrendszert továbbra is a hitelminősítés befolyásolja a legerőteljesebben.

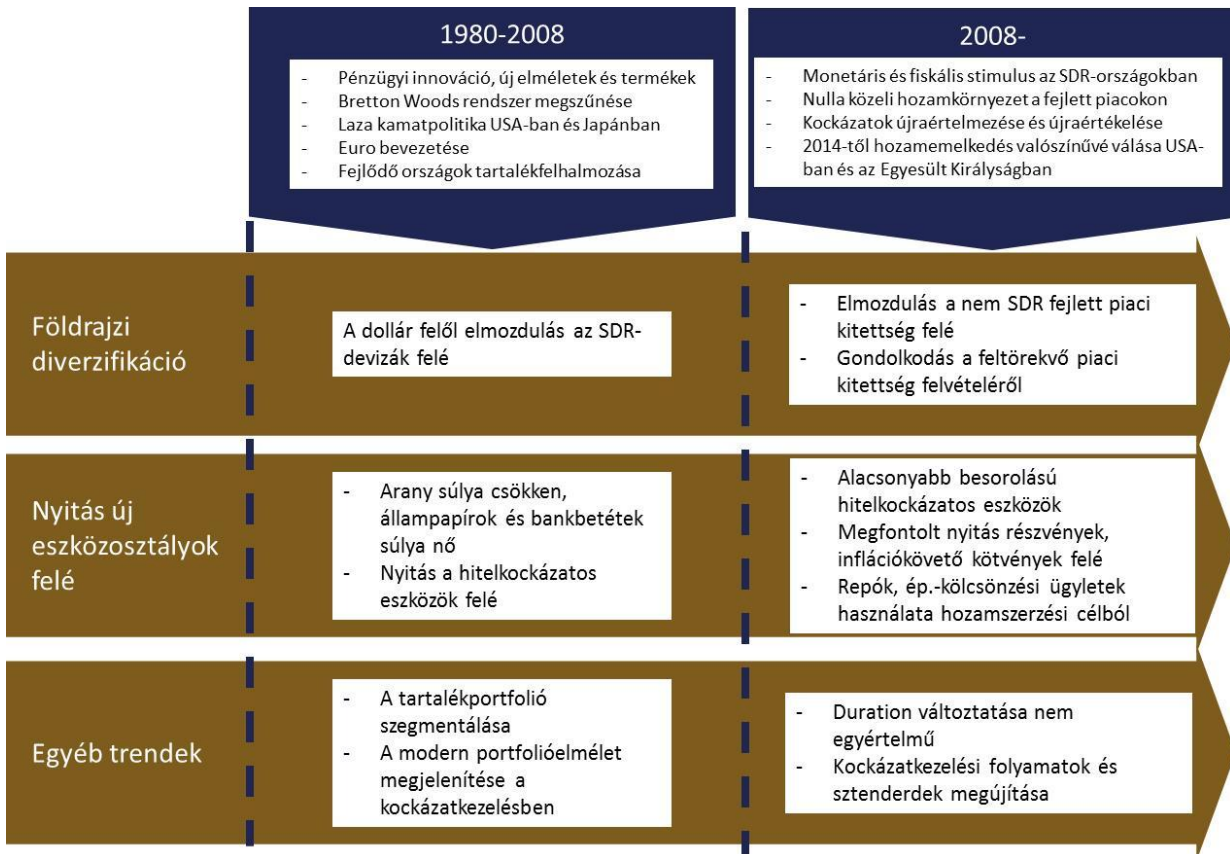
¹⁰ A repó (repurchase agreement, értékpapír-visszavásárlási ügylet) és az értékpapír-kölcsönzés között formailag nincs különbség, mindkettő olyan azonnali értékpapír-vásárlási megállapodást jelent, melyben az értékpapírt vásárló fél szerződéses ígéretet tesz arra, hogy az értékpapírt előre meghatározott áron és időpontban visszaadja az értékpapírt eladónak. Tartalmilag azonban a repó esetében az értékpapírt adott összeget az eladónak nyújtott hitelnek tekintik, melynek fedezete a vevőnek átadott értékpapír, az eladási és visszavételi ár különbsége pedig a fedezett hitel kamata. Az értékpapír-kölcsönzési ügylet ezzel szemben hagyományos „security-driven” értékpapír-kölcsönzési ügyletként fogható fel, tehát az értékpapír nem fedezetként, hanem a kölcsön valódi tárgyaként funkcionál.

¹¹ A duration a kötvényportfólió kamatérzékenységét mutatja, azaz hogy egy bázispontos hozamszint változásra hány százalékkal változik a portfólió értéke. Hüvelykujjszabályként a portfólió annál kockázatosabb és magasabb várható hozammal bír, minél nagyobb a durationje.

¹² Nagyobb befektetési időhorizontnál – minden más feltétel azonossága mellett – nagyobb duration az optimális. Hüvelykujj-szabályként akkor optimális a portfólió, ha a duration a befektetési időhorizont fele.

¹³ A CLS (Continuous Linked Settlement) a devizaügyletenkénti elszámolási kockázat kizárására alkalmas szolgáltatás, a CSA (Credit Support Annex) pedig az ISDA megállapodást kiegészítő, a származékos ügyletek fedezetét szabályozó megállapodás.

2. ábra: A devizatartalék-befektetés változásai a válság előtt és után



FORRÁSOK:

Antal Judit – Gereben Áron: Feltörekvő országok devizatartalék-stratégiái – a válságon innen és túl. MNB Szemle, 2011. április

Borio et al.: FX reserve management: trends and challenges. *BIS Papers No 40*, 2008 május.

Carver, Nick: Trends in Reserve Management – 2014 Survey Results. *HSBC reserve management trends 2014*.

European Central Bank: The International Role of the Euro. *Európai Központi Bank*, 2014 július.

Aideen Morahan – Christian Mulder: Survey of Reserve Managers: Lessons From the Crisis. *IMF Working Paper*, 2013 május,

Nagy Márton – Palotai Dániel: A devizatartalék óvatosan csökkenthető. *MNB Szakmai cikkek*, 2014 április 22.

National Conference of Commissioners on Uniform State Laws.: Uniform Prudent Investor Act, with prefatory note and comments. 1995 augusztus.

Tufano, Peter: Financial innovation. *Handbook of the Economics of Finance 1*, 2003.

Wooldridge, Philip D.: The changing composition of official reserves. *BIS Quarterly Review*, 2006 szeptember.

Szerkesztett formában megjelent a Menedzsment Fórum (mfor.hu) oldalon 2014. szeptember 29.-én