

A devizatartalék óvatosan csökkenthető

Nagy Márton – Palotai Dániel

A szerzők az MNB ügyvezető igazgatói

A jegybankok különböző célok elérése érdekében tartanak devizatartalékot és a befektetők számos mutató alapján értékelik az országok tartalék-megfelelését. A különböző mutatók alapján az MNB tartalék-megfelelése jelenleg is érdemben meghaladja a befektetők által vizsgált referenciaszinteket. Előretekintve elmondható, hogy a rövid külső adósság csökkenésének folytatódása a tartalékigény szempontjából is kedvező lehet és – különösen figyelembe véve az elkövetkező évek EU forrásbeáramlásának tartaléknövelő hatását - lehetőséget adhat a tartalékok korlátozott mértékű, fokozatos és óvatos mérséklésére. Amennyiben a tartalékok csökkenése fokozatosan, óvatosan, a kockázatok által kijelölt mozgástérben belül valósul meg, az nem jár együtt külső sérülékenységünk emelkedésével.

A devizatartalék tartásának céljai

A modern jegybankok által megjelölt devizatartalék tartási célok, motivációk szerteágazóak. Az MNB – hasonlóan a jegybankok többségéhez – három fő funkció ellátása érdekében tart devizatartalékot: (i) a piaci szereplők elvárásainak megfelelő tartalékszint biztosítása (ún. „international collateral”); (ii) a monetáris politika támogatása; (iii) tranzakciós devizaigény biztosítása. A piaci szereplők elvárásainak megfelelő devizatartalék tartása a nemzetközi tőkepiacokra ráutalt, feltörekvő országok számára kiemelten fontos. A befektetők, hitelminősítők, nemzetközi szervezetek elvárják, hogy egy jegybank demonstrálja, a tartalékok elegendőek a pénzügyi sokkok kivédésére. A monetáris politika támogatásán az intervenciós kapacitásnak és a bankrendszer devizalikviditásának biztosítását értjük, amelyre a devizapiacok kiszáradása, a piac működési zavarai esetén lehet szükség. Az állam tranzakciós devizaigényének kielégítése pedig a jegybanknak „az állam bankja” funkciójából ered, ugyanis az MNB vezeti a Magyar Államkincstár és az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) forintban és devizában denominált számláit, és végzi a devizában felmerülő tranzakcióit.

A szükséges devizatartalék szintet meghatározó mutatók

A devizatartalék tartásának céljai nagymértékben meghatározzák azt is, hogy milyen mutatók alapján lehet meghatározni a tartalékok optimális szintjét és értékelni a tartalék-megfelelést.

A piaci szereplők által leggyakrabban alkalmazott szabály az ún. „Guidotti-Greenspan” mutató, amely szerint a devizatartalékoknak fedezniük kell az ország egy éven belül lejáró külföldi adósságát, ezáltal a külső finanszírozás esetleges hirtelen leállása esetén is biztosítható lenne az ország lejáró adósságának visszafizetése. Az 1999-ben megalkotott szabály az ázsiai válság tapasztalataiból született, miután a sebezhetőségi kockázatok kevésbé a folyó fizetési mérleg finanszírozásához, inkább a gyorsan mozgó, rövid futamidejű „forró tőke” kiáramlásához kapcsolódtak. Amennyiben tehát egy ország devizatartalékai eléri a rövid lejáratú külső adósság mértékét, az elegendően meggyőző lehet a befektetők számára, hogy egy adott ország válsághelyzetben is képes eleget tenni külső kötelezettségeinek és így fenntartani fizetőképességét. A rövid lejáratú adósság mellett a teljes, bruttó külső adósság mértékét figyelembe vevő tartalékmutatók is fontosak lehetnek, hiszen ezek a Guidotti-mutató hiányosságait igyekeznek kiküszöbölni. Az éven belüli adósság ugyanis nem feltétlenül méri jól a külső források elapadása esetén fellépő forráskivonás potenciális mértékét, mivel a pénzügyi válság jól rávilágított arra, hogy a hosszú adósságelemek sem feltétlenül stabilabbak, mint a rövidek. Éppen ezért a rövid adósság mellett az optimális tartalékszintet az ország teljes külső adósságának arányában is érdemes meghatározni.

A fenti mutatók mellett a tradicionális szabályok között említhetőek még a pénzmennyiség alapú szabályok is, melyek a hazai megtakarítások kiáramlásából, devizára való átváltásából eredő tartalékigényt próbálja megragadni. Egy esetleges bankválság esetén a belső szereplők bizalomvesztése a likvid források kivonásával járhat, melyek devizára való átváltása devizahiányt okozhat. Az ugyancsak széles körben használt, bár mára kissé visszaszorulóban lévő importfedezeti mutató szerint a devizatartaléknak legalább a 3 havi importszámlát fedeznie kell. A mutató elsősorban a folyó fizetésimérleg-hiány finanszírozásával kapcsolatos kockázatokat próbálja megragadni és főleg olyan országok esetén releváns a használata, amelyek – hazánktól eltérően – kötött devizagazdálkodást folytatnak.

Az eddig bemutatott egyszerű szabályok alternatíváját a kombinált indikátorok jelentik, melyek több mutató információtartalmát sűrítik egybe. A Nemzetközi Valutaalap (IMF)szakértői által 2011-ben javasolt új mutató például 4 indikátor – országcsoportonként eltérően – súlyozott átlaga alapján határozza meg a devizatartalékok szükséges szintjét (rövid lejáratú külső adósság, hosszú lejáratú külső adósság, pénzmennyiség, külkereskedelem). Egy másik, modern megközelítést jelentenek a költség-haszon alapú optimalizáló modellek, amelyek a devizatartalékot a válság során bekövetkező gazdasági visszaesés elkerülésére szolgáló biztosításként fogják fel, és figyelembe veszik a válság valószínűségét, a visszaesés mértékét, illetve a tartaléktartás költségét is.

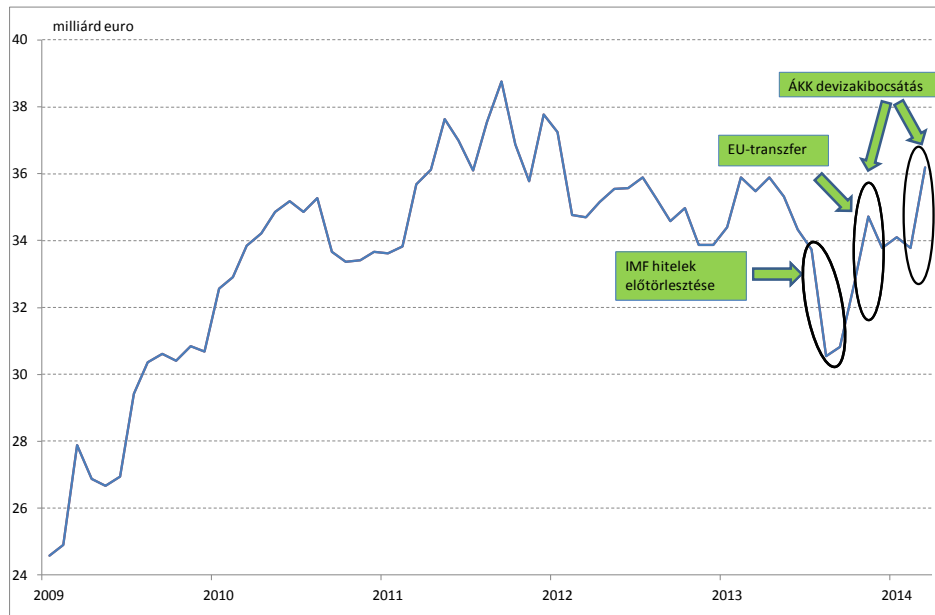
Magasabb tartalék tartásával csökkenthető a válságok reálgazdasági áldozata, ugyanakkor az optimálisnál magasabb szintű „biztosításnak” többletköltsége is van, a döntéshozóknak ezt is figyelembe kell venniük az optimális tartalékszint meghatározásakor.

A tartalékok alakulását befolyásoló tényezők

Hazánkban a devizatartalékok alakulását elsősorban az ÁKK adósságfinanszírozáshoz kapcsolódó műveletei, illetve az Európai Uniótól kapott transzferek határozzák meg. Az elmúlt egy évben az MNB devizatartalékainak alakulásában három fő tényező játszott szerepet. Egyrészt az IMF-fel szembeni hitelek előtörlesztése 2013 augusztusában, mely mintegy 3 milliárd euróval csökkentette a tartalékok szintjét. Ugyanakkor mivel éven belüli adósságelemek törlesztésére került sor, az nem befolyásolta a rövid külső adóssághoz viszonyított tartalék-megfelelést. Másrészt az EU-források gyorsuló beáramlása is növelte a tartalékokat. Az EU-transzferek devizában érkeznek az országba, és mivel jellemzően forintban kerülnek kifizetésre, előbb az állam az MNB-nél forintra konvertálja azokat, ami így növeli a tartalékokat. 2013-ban számottevő mértékű, 4 milliárd eurót is jócskán meghaladó transzfer beáramlás emelte a jegybanki devizatartalékokat. További tartaléknövelő tényezőt jelentettek az ÁKK tavaly novemberi, illetve idén márciusi nemzetközi dollárkötvény kibocsátásai. Ezen tényezők eredményeképpen 2014 I. negyedévének végére a tartalékok közel 36 milliárd eurót tettek ki.

A devizatartalékok várható alakulását előretekintve is a fenti két tényező, az ÁKK devizafinanszírozása és az EU-transzferek határozhatják meg. Az ÁKK legutóbb idén januárban publikálta finanszírozási tervét, melyben összesen 4 milliárd eurónyi nemzetközi devizakötvény kibocsátással számolt 2014-re vonatkozóan, amelyből több, mint 2 milliárd euro idén márciusban már teljesült. Ez alapján, figyelembe véve az esedékes devizatörlesztéseket is, a lejáratok némileg meghaladhatják meg a kibocsátásokat, így ez önmagában csökkentené a tartalékokat. Ha az EU-transzferek beáramlása legalább a tavalyi mértéket eléri, akkor e két tényező hatására a tartalékok szolid növekedése a március végi szintről még további devizaforrás bevonás mértékétől függetlenül is folytatódhat.

1. ábra: Az MNB nemzetközi tartalékainak alakulása



Forrás: MNB

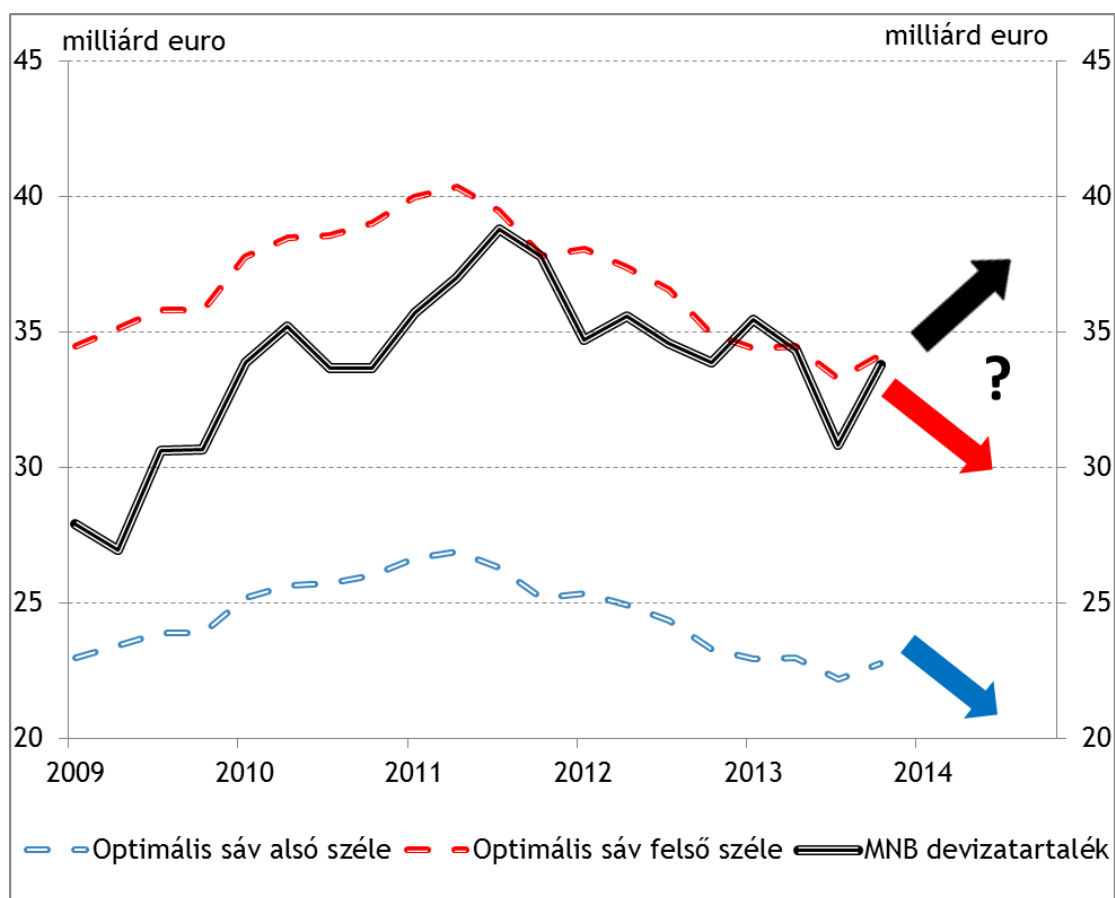
Az MNB tartalék-megfelelésének értékelése

A hagyományos Guidotti-mutató szerint a devizatartalékok 2013 végén meghaladták a rövid adósság szintjét. Az MNB által publikált fizetési mérleg adatok alapján az ország rövid lejáratú külső adóssága 2013 végén 28 milliárd eurót tett ki, amelyet érdemben meghaladt a devizatartalékok közel 34 milliárd eurós szintje (a rövid külső adósság alakulását részletesen bemutatja Csávás-Koroknai 2014. márciusi tanulmánya). Ugyanakkor a rövid külső adósság másféleképpen, ennél konzervatívabb megközelítés alapján is számolható. Az IMF módszertana szerint a rövid adóssághoz hozzáadódik a hazai vállalatoknak nyújtott tulajdonosi hitelek bizonyos hányada is, amely bár statisztikailag a működőtőke kategóriába tartozik, válság esetén ezek kiáramlása is kockázatot okozhat. E mutatót az IMF rendszeresen közzéteszi nyilvánosan is elérhető elemzéseiben, és értékeli is a tartalék-megfelelést. Az utolsó elérhető jelentés alapján 2012 végén a devizatartalékok még ugyan kismértékben elmaradtak az általuk számolt szigorúbb mutatótól, azonban a 2013 végi adatok alapján becsült IMF-féle Guidotti mutató szerinti 34 milliárd eurós szintnek már megfeleltek a tartalékok.

Érdeemes megvizsgálni az IMF által 2011-ben javasolt kombinált mutatószám szerinti tartalék-megfelelést is. A korábban említett új mutató nemcsak a rövid külső adósságot veszi figyelembe, hanem az egyéb, gyakran használt mutatókat is, mint a pénzmennyiség, vagy a külkereskedelem mérete. Az egyes mutatókhoz különböző súlyok tartoznak, így a tartalék-megfelelés az egyes indikátorok relatív fontossága alapján ítélni lehet meg.

Az IMF legutóbbi stábjelentésében is bemutatta az új kombinált metrikájának eredményeit, ez alapján a magyar devizatartalékok az optimális tartomány közepén, felső részében helyezkedtek el az elmúlt években. A 2013 végére vonatkozó saját számításaink szerint az MNB devizatartaléka elérte az optimálisnak tartott sáv felső szélét. E mutató bár még nem terjedt el széles körben, az egyes országok tartalék-megfelelésénél már ezt is figyelemmel követi az IMF. Fontos még azt is kiemelni, hogy bár e mutató alapján lényegesen kisebb tartalékok is még az optimális sávon belül lennének, a feltörekvő országok többségében a tartalékok e sáv felső felében, illetve a sáv felső szélé felett helyezkednek el.

2. ábra: Az IMF új, kombinált mutatója alapján mért tartalékmegfelelés



Forrás: az IMF 2011-ben publikált „Assessing Reserve Adequacy” c. feljegyzésében bemutatott módszertan alapján, saját számítások.

Mi várható?

Az MNB számos különböző, ebben a rövid elemzésben be nem mutatott indikátort is használ a tartalék-megfelelés értékelésére. Ugyanakkor a fentiekből jól látszik, hogy a befektetők, nemzetközi szervezetek, hitelminősítők által is leggyakrabban használt és idézett szabályok alapján az MNB tartalék-megfelelése jelenleg is érdemben meghaladja a befektetők által vizsgált referenciaszinteket.

Ugyanakkor az is fontos kérdés, hogy előretételezve mit mondhatunk a tartalékszükséglet-ről. Ahogy láttuk, beavatkozás nélkül az MNB devizatartalékai némileg emelkedhetnek idén, elsősorban a beáramlós uniós transzfereknek köszönhetően. Az MNB legfrissebb statisztikáiból az is kiolvasható, hogy ha változatlan maradna a külső adósság lejárat szerkezete, akkor a berövidülő adósság az idei év során, főként az év második felében csökkenhet. Emellett a folyó fizetési mérleg továbbra is fennálló többlete mellett folytatódhat a külső adósság, és azon belül a rövid lejáratú külső adósság mérséklődése is. Amennyiben ez bekövetkezik, akkor ez egyben a tartalékigény szempontjából is kedvező lehet és lehetőséget adhat a tartalékok fokozatos mérséklésére.

Itt azonban nagyon óvatosságnak kell lennünk: a tartalékok mérséklésére csak a kockázatok gondos mérlegelése mellett kerülhet sor, mindvégig biztosítva a befektetők által elvárt tartalékszint meglétét. Bár a rövid külső adósság jelentősen mérséklődött az elmúlt években, a válság kitörése óta többször is megfigyelhettük a kedvező folyamatok átmeneti megtorpanását vagy visszafordulását. Ebből a szempontból fontos, hogy nem elég a minimális elvárásokat (pl. a fenn bemutatott sáv alját) teljesíteni, hanem arra is fel kell készülni, hogy a globális folyamatok esetleges kedvezőtlen alakulása esetén is kielégítő legyen a tartalékok szintje a befektetők szemében. Amennyiben a tartalékok csökkentése fokozatosan, óvatosan, a külső eladósodottságunk mérséklődésével párhuzamosan, és a kockázatok által kijelölt mozgástéren belül valósul meg, az nem jár együtt a külső sérülékenységünk romlásával.

Megjelent a Portfolio.hu oldalon 2014. április 22-én.