

Optimális tartalékmutatók – A rövid külső adósság szabály népszerűsége töretlen

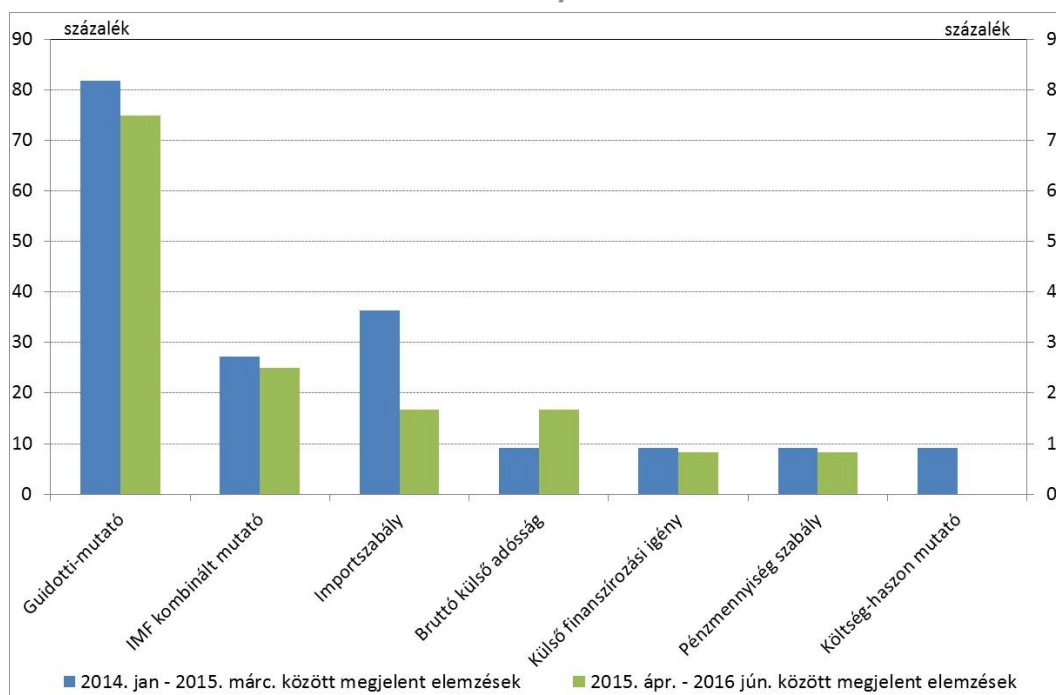
A válságévek tapasztalatai alapján, az adósságszint és -szerkezet kiemelt jelentőségéből adódóan Magyarország szempontjából a leginkább releváns tartalékmegfelelési mutató a Guidotti-Greenspan szabály, amely szerint a devizatartaléknak a rövid külső adósságot kell fedeznie. A strukturális okokon felül a mutató kiemelt használata mellett szól, hogy a feltörekvő országok esetében az utóbbi évtizedekben jó válság-előrejelző indikátornak bizonyult, illetve hogy ez a legnépszerűbb mutató a hazai gazdasági folyamatokat figyelő és értékelő befektetők körében is. A többi hagyományos tartalékindikátor, mint például az importszabály vagy a pénzmennyiség szabály, ugyanakkor Magyarország esetében nem tekinthető relevánsnak. Az importszabály használata olyan alacsonyabb jövedelmű, fejlődő országok esetében jellemző, amelyek kötött devizagazdálkodást folytatnak és/vagy rögzített árfolyamrendszert alkalmaznak, így hazánk esetében nem. Használata azért is félrevezető lehet, mivel egy potenciális válsághelyzetben – a külső sérülékenység esetleges emelkedése ellenére is – csökkenő tartalékigényt jelezhet. A pénzmennyiség szabály szintén nem tekinthető a magyar folyamatok követésére alkalmas mutatónak, a betétek érdemi kivonása még a válság legsúlyosabb időszakában sem volt jellemző. A tényadatok alapján, illetve előretekintve megállapítható, hogy az MNB devizatartalékai biztonságos szinten alakulnak, a tartalék jelenlegi és várható szintje egyaránt meghaladja a rövid külső adósságot. Ezt az értékelést támasztja alá az is, hogy a külföldi befektetők mellett az EU-Bizottság és az IMF is megfelelőnek ítélte a tartalékok szintjét legutóbbi elemzéseiben.

1. BEVEZETÉS

A Magyarország számára közgazdaságilag legrelevánsabb tartalékmutatók az alapján határozhatóak meg, hogy a befektetők a tartalékok tartását milyen típusú válsághelyzetre vonatkozóan várják el. A devizatartalékok optimális, illetve elvárt szintjének meghatározása régóta témája a szakirodalomnak. A devizatartaléokra leginkább válsághelyzetben van szükség, de nyugodt piaci körülmények között is elvárják a befektetők, hogy a jegybankok megfelelő devizatartalékkal rendelkezzenek. Attól függően, hogy egy adott országot potenciálisan milyen típusú válság érhet, meghatározhatóak a közgazdaságilag releváns tartalékmutatók. Jelen cikkünkben azt járjuk körbe, hogy Magyarország számára közgazdasági értemben mely mutatók használata tekinthető a leginkább indokoltnak, és hogy a befektetők, nemzetközi intézmények milyen mutatók szerint értékelik hazánk tartalékmegfelelését.

A külföldi befektetők számos mutató alapján értékelik hazánk tartalékmegfelelését, melyek közül a **Guidotti-Greenspan mutató a legnépszerűbb**. A Magyarországra vonatkozó befektetési banki elemzésekben a *Guidotti-Greenspan szabály* a legnépszerűbb mutató, a vizsgált elemzők többsége figyelemmel kíséri (1. ábra). Emellett számos egyéb mutatót is használnak a befektetők. Az *IMF-féle kombinált mutató* a tartaléktartás szükséges szintjét négy változó súlyozott átlagaként határozza meg.¹ Az *importszabály* szerint a devizatartaléknak 3 havi importra elegendő fedezetet kell nyújtania, míg a *pénzmenyiség szabály* alapján a tartalékoknak fedezniük kell a készpénz és a 2 évnél rövidebb lejáratú bankbetétek összegének (M2 monetáris aggregátum) egy adott hányadát. A *külső finanszírozási igényen* alapuló mutató a rövid külső adóssághoz hozzáadja a folyó fizetési mérleg hiányát is, egyes befektetők pedig a tartalékot a *bruttó külső adóssághoz* viszonyítják. A *költség-haszon alapú mutatók* a tartaléktartás költségei mellett annak hasznait is figyelembe veszik.

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



Forrás: MNB. 2014. január óta megjelent, Magyarországra vonatkozó, összesen 19 elemző 25 elemzése alapján (Bank of America, Bank Zachodni Santander Group, Barclays, Citibank, Credit Suisse, Concorde, Deutsche Bank, Erste, Franklin Templeton, Goldman Sachs, HSBC, JPMorgan, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Natixis, Nomura, OTP, Societe Generale, Unicredit).

¹ Ezek a változók a (1) rövid lejáratú külső adósság, a (2) portfólió és egyéb külső adósság, a (3) pénzmenyiség, valamint az (4) export. A mutató ezen tényezők különböző súlyokkal számított értékének összegét jelenti. Az optimális tartalékszint nem egy pontszerű érték, hanem a kombinált mutató 100-150 százaléka közötti tartományban helyezkedik el. Részletesen lásd: Moghadam, R. - Ostry, J. D. - Sheehy, R. (2011): Assessing Reserve Adequacy. SM/11/31, February, IMF.

2. A GUIDOTTI-GREENSPAN MUTATÓ

A Guidotti-Greenspan szabály az MNB által a legnagyobb hangsúllyal figyelt tartalékmegfelelési mutató, ami közgazdaságilag is a leginkább indokolható mutatónak számít. A Guidotti-Greenspan szabály azt mondja ki, hogy a devizatartaléknak fedezetet kell nyújtania az ország rövid lejáratú, éven belüli futamidejű külső adósságára. A szabályt a szakirodalom olyan országok számára ajánlja, amelyekben nincsenek tőkekorlátozások. Magyarországon a devizaliberalizáció már 15 éve kiteljesedett, és az EU-tagság révén is szabad a tőkeáramlás a tagországok között. A külföldi szereplők szabadon helyezhetnek el betétet a hazai bankrendszerben vagy vásárolhatnak állampapírokat. A devizában denominált forráselemek megújítási igénye egy válsághelyzetben a devizatartalékból finanszírozható, illetve a lejáró, forintban denominált adósságelemek kivonása a pénzpiacok stabilitása miatt teheti szükségessé a tartalékok egy részének felhasználását.

A legutóbbi válság tapasztalatai alapján is a Guidotti-Greenspan szabály tekinthető az egyik legfontosabb indikátornak. A Magyarországot legerőteljesebben érintő legutóbbi krízis a globális pénzügyi válság 2008 őszi Lehman-csődöt követő időszaka volt. A rövid külső adósság jelentősen, a 2008 közepi sinthez képest 2011-re közel kétszeresére nőtt. Azóta a rövid külső adósság szintje jelentősen, 20 milliárd euro körüli szintre csökkent. A befektetők, nemzetközi intézmények a bruttó külső adósságot tekintik a külső sérülékenység fő forrásának, szemben az ún. „flow” jellegű változókkal, mint amilyen a fizetési mérleg hiány – tekintettel arra, hogy hazánk esetében a folyó fizetési mérleg 2010 óta többletet mutat. A bruttó külső adósság egy része elméletileg berövidülhet, melyből a Guidotti-Greenspan szabály relevanciája adódik. A devizahitelek kivezetése, a makroprudenciális szabályok bevezetése, az adósság szerkezetének átalakulása ugyanakkor meggátolhatja a rövid külső adósság jövőbeli emelkedését.

A fentiekkel összhangban a külföldi bankok többsége továbbra is a Guidotti-Greenspan mutató alapján értékeli leggyakrabban hazánk tartalékmegfelelését. Korábbi elemzésünket folytatva megnéztük, hogy az elmúlt 2-3 évben milyen mutatók alapján értékelték a befektetési bankok elemzéseikben az MNB devizatartalékait.² A leggyakrabban vizsgált mutató továbbra is a Guidotti-Greenspan szabály, a vizsgált bankok mintegy háromnegyede említi ezen mutatót elemzéseiben (1. ábra). A Guidotti-Greenspan szabály fölénye különösen a többi indikátorral összehasonlítva szembetűnő: a többi mutatót csak az elemzők 10-30 százaléka említette a vizsgált időszakban. Továbbá az is elmondható, hogy a vizsgált időszakot két közel

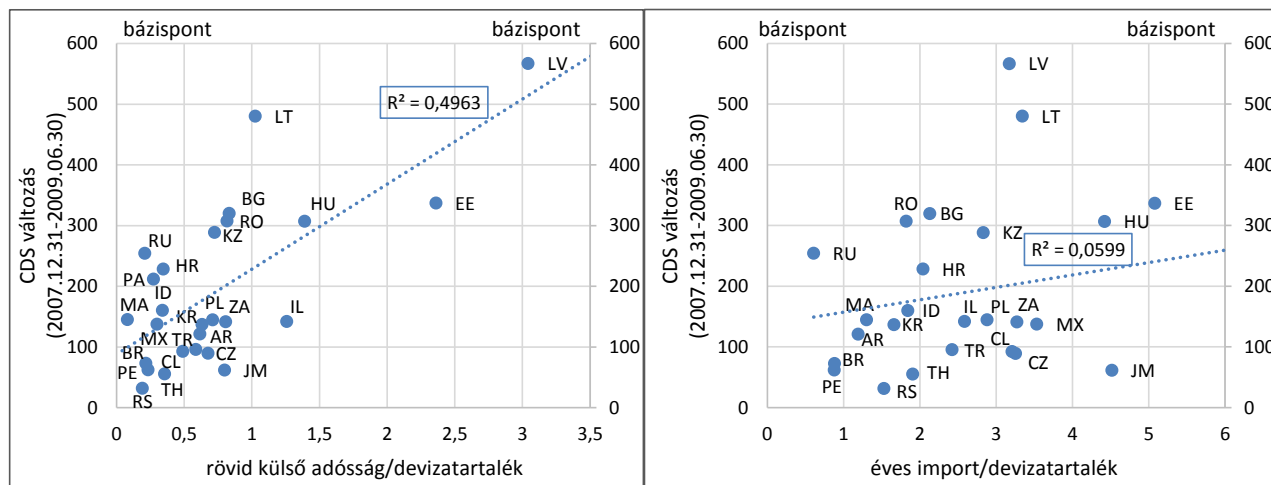
² Csávás Csaba: A devizatartalék-megfelelés értékelésének nemzetközi trendjei, 2015, MNB szakmai cikk.

egyenlő részre bontva is érvényesült a mutató fölénye, az említések aránya érdemben nem változott.

A nemzetközi intézmények, hitelminősítők többsége is a Guidotti-Greenspan szabályt, illetve arra épülő mutatókat használ a tartalékmegfelelés értékelésekor. A nemzetközi intézmények közül az EU-Bizottság 2015-ben, az IMF-EU hitelprogram utókövetési jelentésében leírta, hogy Magyarország esetében a rövid külső adósság a legrelevánsabb tartalékmutató, és rendszeres jelentéseikben is ezt a mutatót használják. Az IMF pedig a IV. cikkely szerinti országelemzéseiben – a Guidotti-Greenspan szabály mellett – a már említett kombinált mutatót használja, amelyben a legnagyobb súlya a rövid külső adósságnak van. A három fő hitelminősítő mindegyike használ a Guidotti-Greenspan szabályra épülő mutatókat (Standard & Poor's, Moody's és Fitch). A hitelminősítők nemcsak a mutatók szintjét, hanem azok dinamikáját is figyelembe veszik az értékelésben.

Vizsgálataink alapján a Guidotti-Greenspan szabály jó válság-előrejelző mutató: a Lehman-csődöt megelőző értéke és az egyes országok hitelkockázatát mérő CDS-felár emelkedése között szoros volt a kapcsolat. Megvizsgáltuk, hogy a válság kitörését követően a CDS-szpredek emelkedése összefüggésben volt-e a Guidotti-Greenspan mutató válság előtti alakulásával. Eredményeink alapján a rövid külső adósság és a devizatartalék hányadosa szoros kapcsolatot mutatott a válságot követő CDS változással (2. ábra). Az R-négyzet mutató értéke közel 0,5 volt, azaz a Guidotti-Greenspan mutató szerinti tartalékmegfelelés és a CDS-ek változása közti összefüggés magyarázó ereje 50 százalékos. Azokban az országokban, amelyek nem teljesítették a Guidotti-Greenspan szabályt, a CDS-felár sokkal nagyobb mértékben emelkedett, mint a rövid külső adósság alakulásának szempontjából jobban teljesítő országokban. Az összefüggés akkor is viszonylag szoros marad, ha 1-2 kiugróan magas értékkel bíró országot figyelmen kívül hagyunk. Szintén megfigyelhető, hogy az alacsony mutatóval (relatív magas tartalékkal) rendelkező országoknál már kevésbé szoros a kapcsolat.

2. ábra: A 2008-2009-es válságot követő CDS emelkedés a Guidotti-Greenspan mutató (bal oldali panel) és az importszabály (jobb oldali panel) alapján



Forrás: IMF, Világbank, OECD, Thomson-Reuters. A vízszintes tengelyen a bal oldali panel a Guidotti-Greenspan mutató inverzét, azaz az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság devizatartalékhoz mért arányát mutatja. A mutató 1-nél nagyobb értéke a mutató nemteljesítését jelöli (az eredeti futamidő szerinti rövid adósság a tényleges adósságot alulbecsli). A jobb oldali panel vízszintes tengelye az éves áru-és szolgáltatásimport devizatartalékhoz mért arányát mutatja. A mutató emelkedése a tartalékmegfelelés romlását jelöli, 4-es feletti érték jelenti a 3 havi importnál kisebb tartalékokat.

AR: Argentína, BR: Brazília, BG: Bulgária, CL: Chile, CZ: Cseh Köztársaság, EE: Észtország, HR: Horvátország, ID: Indonézia, IL: Izrael, IS: Izland, JM: Jamaica, KR: Korea, KZ: Kazahsztán, LV: Lettország, LT: Litvánia, MA: Marokkó, MX: Mexikó, PA: Panama, PE: Peru, PL: Lengyelország, RO: Románia, RU: Oroszország, RS: Szerbia, TH: Thaiföld, TR: Törökország, ZA: Dél-Afrika.

3. EGYÉB TARTALÉKMUTATÓK

A korábban gyakran használt importfedezeti mutató, illetve más hagyományos indikátorok kevésbé hangsúlyos szerepet kapnak a befektetők körében a tartalékmegfelelés értékelésekor. Az importszabályt egyre kevésbé használják a befektetők Magyarországra vonatkozó elemzéseikben, a mutatót említő elemzések aránya érdemben csökkent az elmúlt egy-másfél évben (1. ábra). Az importszabály szerint a devizatartaléknak 3 havi import fedezésére kell elegendőnek lennie, így elsősorban a folyó fizetésimérleg-hiány finanszírozásával kapcsolatos kockázatokat próbálja megragadni. A vizsgált befektetői elemzésekben, de a feltörekvő országok jegybankjai esetében is jellemző, hogy az importszabályt nem önmagában, egyedüli mutatóként használják a tartalékszint értékelésére, hanem más mutatókkal együtt, kvázi kiegészítő mutatóként (igaz ez az IMF országértékeléseire is a vizsgált ország-csoport vonatkozásában).

Az importfedezeti mutató használata főként az alacsonyabb jövedelmű, fejlődő országok vonatkozásában jellemző, amelyek kötött devizagazdálkodást folytatnak, vagy rögzített árfolyamrendszert alkalmaznak. Az IMF IV. cikkely szerinti országelemzésein felül az alacsonyabb jövedelmű országok IMF-programokban való

részvételük esetén további felülvizsgálat alá esnek, ahol a tartalékszint alakulását és a tartalékmegfelelést szintén vizsgálják. Az IMF ezen országok esetében még sokszor figyelembe veszi az importszabályt, ugyanakkor a tőkepiacok fejlődésével veszített jelentőségéből, mivel a fizetési mérleg finanszírozási tételeinek volatilitása sokkal nagyobb is lehet, mint a folyó fizetési mérlegé. A fejlődő országok országelemzésein alapuló vizsgálatok szerint az IMF a tartalékmegfelelést sokszor az importszabályra hivatkozva, vagy a többi mutatóval együtt mutatja be; azon országoknál, amelyek az importszabályt teljesítik, de a kombinált mutató alsó sávját nem érik el, az IMF a devizatartalék növelését javasolja.

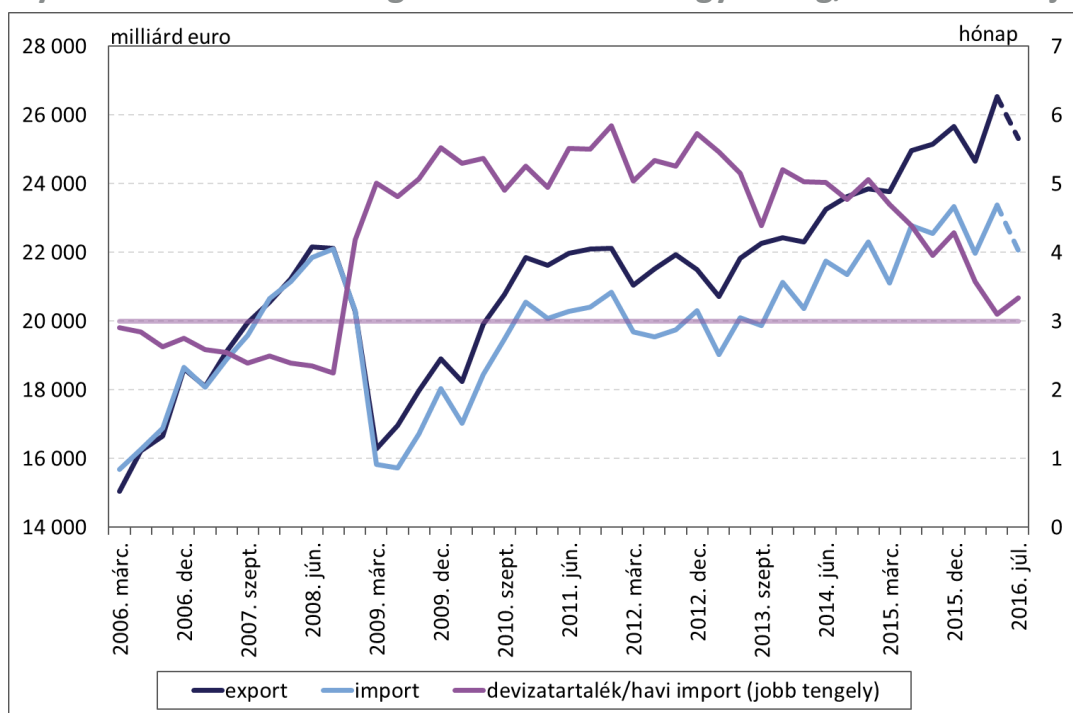
A hazai export magas importtartalma miatt nem csak az importszabály alkalmas a külkereskedelmi folyamatok megragadására. Az importszabály olyan típusú fizetési mérleg válság esetében lehet releváns, amikor az exportértékesítési lehetőségek beszűkülnek, és az importhoz szükséges deviza csak a devizatartalékból biztosítható. Magyarország esetében a jelenlegi folyó fizetési mérleg többlet is csökkenti relevanciáját. Mivel a hazai exportnak magas az importtartalma, így az importszabály elhagyásával is figyelembe vehetőek a külkereskedelmi folyamatok az IMF-féle mutató segítségével, amely az exportot is magába foglalja. A kombinált mutató a megfelelő súllyal veszi figyelembe az exportot, ahol a súly a kockázatok figyelembevételével kerül meghatározásra, míg az importszabálynál a 3 hónapos szint nem elméletileg megalapozott, hanem csak hüvelykujjszabály.

Válság esetén az importfedezettségi mutató félrevezető indikátor lehet a biztonságos szintű devizatartalék meghatározásában. Egy esetleges válsághelyzetben a nominális import csökkenhet, így ceteris paribus javulhat az importfedezettség. A 3 hónapos fedezettségi szint alá kerülés így egy válsághelyzetben nem feltétlenül jelent gondot, 2008 őszét követően ugyanis az import jelentősen mérséklődött, ami javította a mutatót (3. ábra). Amennyiben a válság idején kizárólag az importszabály alapján értékeltük volna a devizatartalék szintjét, az alacsony import csökkenő tartalékigényt jelzett volna, ami nem lett volna összhangban a befektetők által is elvárt biztonságos tartalékszinttel. Ez egy igen lényeges különbség a Guidotti-Greenspan mutatóhoz képest, ami éppen hogy növekvő tartalékszintet jelzett, összhangban a külső sérülékenység emelkedésével.

Az importszabály mérséklődése az elmúlt egy évben a devizatartalék csökkenésének köszönhető, míg az import szintje stabilan alakult. Bár az import a korábbiánál magasabb szinten stabilizálódott az elmúlt egy évben (3. ábra), az importon belül nagyobb súlyt képviselő energiahordozók árának visszafogott alakulása továbbra is meghatározó mértékben mérsékelheti az import emelkedését. Visszafogottabb külső kereslet esetén az import közel változatlan szinten maradását és a devizatartalék

stabilitását feltételezve a devizatartalék/import arány továbbra is a 3 hónapos szint körül alakulhat.

3. ábra: A negyedéves export és az import, valamint az import devizatartalékhoz viszonyított alakulása a válság előttől 2016. II. negyedévig, illetve 2016. júliusig



Forrás: MNB. A 2016. júliusi export és import adatoknál a havi érték háromszorosát tüntetjük fel, ami az elmúlt évek alapján jól közelíti a negyedéves adatot.

Vizsgálataink alapján a Lehman-csődöt követő időszakban nem volt összefüggés a válság mélysége és az importszabály között a feltörekvő országok körében. Az előző fejezetben bemutatott elemzéshez hasonlóan megvizsgáltuk, hogy a válság kitörését követően a CDS-szpredek emelkedése összefüggésben volt-e az importszabály válság előtti alakulásával. Eredményeink alapján az importmutató és a későbbi CDS emelkedés között nincs statisztikailag kimutatható kapcsolat (2. ábra). Az összefüggés erősségét mérő R-négyzet mutató mindössze 6 százalék körüli, ami nem bizonyult statisztikailag szignifikánsnak. Ez egyben azt jelenti, hogy a két változó közti trendvonal meredekségéből nem lehet konklúziókat levonni, annak meredeksége statisztikai értelemben nem különbözik nullától.

A pénzmennyiségen alapuló szabályok szerint a tartaléknak a monetáris aggregátum adott részét kell fedeznie. A pénzmennyiség alapú szabályok szerint a tartalékoknak fedezniük kell a szélesebb monetáris aggregátumok egy adott hányadát. Az IMF például legtöbbször az M2 pénzmennyiség esetében 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, külföldi eszközökre váltva azokat. Ez a mutató kevésbé releváns hazánk számára, mivel még 2008-ban, a Lehman-csődöt követő

hónapokban sem volt példa a hazai szereplők érdemi mennyiségű betétkivonására, sőt az M2 pénzmennyiség még emelkedett is.

A költség-haszon alapú modellek szintén közgazdaságilag relevánsak, ugyanakkor a befektetők körében még nem túl népszerűek. A költség-haszon alapú modellek számos mutató kombinációja alapján becslik a devizatartalék optimális szintjét. Kedvező tulajdonságuk, 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.

Az IMF által használt kombinált mutató szintén közgazdaságilag relevánsnak tekinthető, melyet a befektetők is egyre inkább használnak a tartalékmegfelelés mérésére. Az IMF az utóbbi években elkezdett használni egy kombinált mutatót, melyben a legnagyobb súlya a rövid külső adósságnak van. Emellett kisebb szerep jut a hosszú futamidejű külföldi kötelezettségeknek is, ami figyelembe veszi, hogy piaci turbulencia esetén az eredetileg hosszú lejáratú adósság egy részét is kivonhatják a befektetők. A mutatókat a szerzők az alapján választották ki, hogy a korábban megfigyelt válságok során melyek voltak azok a változók, amelyeknél jelentős kiáramlás volt megfigyelhető. A súlyok meghatározásánál a módszertan 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 tartalékmegfelelés mérésére.

4. NEMZETKÖZI KITEKINTÉS

A régiós jegybankok által alkalmazott tartalékmegfelelési mutatók kommunikációja a devizatartalék-stratégia keretein belül korántsem egységes, vagy az általánosan használt mutatók mindegyikére kiterjed, vagy igen szűk körű. *Csehország és Lengyelország* nem kommunikálja a tartalékmegfelelés szempontjából számukra releváns indikátorokat. A lengyel jegybank esetében csupán utalást találhatunk arra, hogy a jegybank a tradicionálisan elterjedt mutatókat tekinti irányadónak a tartalékszint vonatkozásában. A *horvát* jegybank a tartalékmegfelelést a rövid külső adóssághoz viszonyítva határozza meg és éves jelentés keretében publikálja, ugyanakkor havonta megjelenő kiadványában a tartalék importhoz mért szintjét is

közli az általános gazdasági mutatók között – a tartalékmegfelelésre való utalás nélkül. *Románia* esetében a jegybank szintén egyszerre több mutató alapján értékeli a tartalékmegfelelést, melyek utólagos számított értékét az elmúlt évekre viszamenőleg éves jelentéseiben rendszeresen közzéteszi. A vizsgált mutatók köre az IMF Romániára vonatkozó IV. cikkely szerinti országjelentéséhez hasonló, szövegesen azonban csak a rövid külső adósság szabály és az importfedezeti mutató jelenik meg. A közép- és kelet európai feltörekvő országok közül *Szerbia* részletes és módszertanilag megalapozott elemzést tesz közzé a jegybank évente megjelenő pénzügyi stabilitási jelentésében, amelyben sorra veszi a nemzetközileg ajánlott tartalékmegfelelési mutatókat (mint például M3 pénzmennyiség, rövid külső adósság, importfedezeti mutató, Wijnholds–Kapteyn, Jeanne-Ranciére), ismerteti azok számítási módját, valamint külön mutatót fejlesztett ki a megfelelő tartalékszint mérésére a szerb gazdaság sajátosságait figyelembe véve.

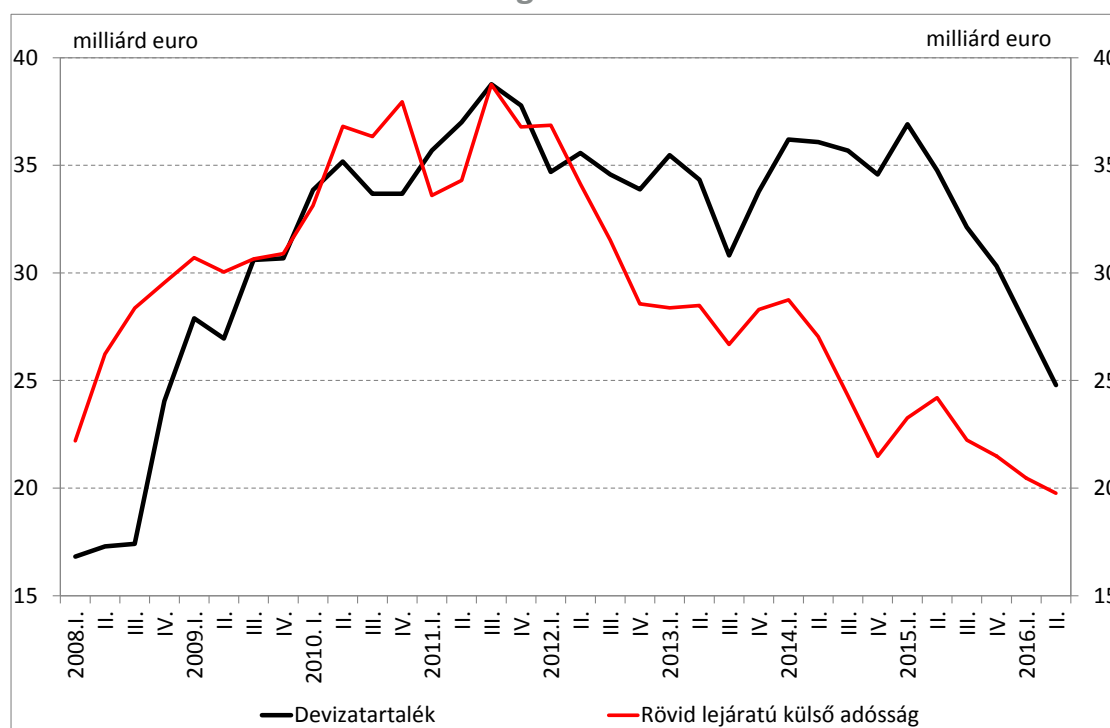
A régiós és egyéb feltörekvő országok esetében az IMF kiemelten figyeli a kombinált mutató alakulását, míg az importszabályt többnyire nem vizsgálja a tartalékmegfelelés értékelésekor. Az IMF évente végzett, IV. cikkely szerinti országelemzéseiben hangsúlyosabban szerepel a saját szakértői által javasolt, többször módosított IMF-féle kombinált mutató a többi tradicionális mutatónál. Azon országoknál, ahol 100 százalék alatti a mutató értéke, lényegében a többi tartalékmutatótól függetlenül elégtelennek ítélte az IMF a tartalékokat és annak növelését javasolta (pl. Dél-Afrika, Törökország, Malajzia, Pakisztán).

Ahol a kombinált mutató által meghatározott sávon belül voltak a tartalékok (pl. Csehország, Lengyelország, Tunézia, Indonézia, Kolumbia, Chile, Románia), ott többnyire megfelelőnek értékeli az IMF a tartalékok szintjét. *Lengyelország* esetében például 2014 végén 114 százalékos mutató és nagyrészt megfelelőnek ítélt tartalékszint mellett további mérsékelt tartalékfelhalmozást javasoltak, amiben egyedi tényezők (pl. svájci frank hitelek), illetve az is szerepet játszhatott, hogy a rövid külső adósság szintje éveken keresztül magasabb volt a tartaléknál. 2015 végén a tartalékfelhalmozásra vonatkozó javaslat már nem került be a jelentésbe annak ellenére, hogy a mutató 107 százalékra mérséklődött, a devizatartalék pedig továbbra sem érte el a rövid külső adósság szintjét. *Románia* esetében azonban az elmúlt évekre jellemző magas, de csökkenő rövid külső adósság is szerepet játszhatott abban, hogy a 150 százalékos felső határt kismértékben meghaladó mutató ellenére mérsékelt tartalékfelhalmozást javasolt az IMF.

5. HAZAI TARTALÉKMEGFELELÉS

A devizatartalék az elmúlt években bekövetkezett csökkenéssel együtt is meghaladja a rövid külső adósság szintjét, és előretekintve is biztonságos szinten alakulhat. Az MNB devizatartalékai 2016. szeptember végén 23,7 milliárd eurót tettek ki, míg a legutolsó publikált adat alapján a rövid külső adósság mértéke 2016. június végén 19,8 milliárd euro körül volt. A devizatartalék elmúlt két évben megfigyelhető csökkenésében jelentős szerepe volt az MNB programjainak, azon belül kiemelten az Önfinszírozási programnak és a jelzáloghitelek forintosításának. Ezek a programok jelentősen csökkentették a külső sérülékenységet, és a programok kidolgozásánál az MNB messzemenőig figyelembe vette a tartalékmegfelelés alakulását is. Előretekintve elmondható, hogy a forintosításhoz kapcsolódóan az idei évben már csak 600 millió euro körüli tartalékcsökkenés várható, és az ÁKK-nak sem lesznek jelentős devizalejáratai. A rövid külső adósság pedig a kedvező finanszírozási folyamatoknak köszönhetően tovább mérséklődhet.

4. ábra: Az MNB devizatartalékainak és az ország rövid lejáratú külső adósságának alakulása



Forrás: MNB.

Magyarország esetében az IMF a 2016 áprilisában megjelent, IV. cikkely szerinti országelemzésében a tartalékok szintjét megfelelőnek ítélte. A devizatartalék 2015 végén az IMF-féle optimális sáv alsó részében helyezkedett el az IMF saját számításai szerint. A tartalékok szintjét megfelelőnek ítélték a kombinált mutató alapján, illetve megállapították, hogy a tartalékmegfelelés a rövid külső adósság és a 3 hónapos importszabály alapján is biztosított. Bár az anyagban utaltak a nagyobb

FX-swap lejáratok 2016-2017-ben jelentkező tartalékcsökkenő hatására, valamint szerepelt, hogy a tartalékok középtávon nyomás alá kerülhetnek, a külső fenntarthatóság keretében a tartalékok szintjét nagyjából megfelelőnek ítélték³.

Az EU-Bizottság értékelése szerint nemcsak jelenleg, hanem előretekintve is megfelelő a devizatartalékok szintje. Az Európai Bizottság idei év elején megjelent, 2016-os országjelentése szerint az MNB devizatartalékai a következő években meghaladhatják a benchmark mutatóként használt rövid külső adósság mutató szintjét. Az MNB Önfelkészítési programja kapcsán kiemelték, hogy az csökkentette nemcsak a devizatartalékot, hanem a külső sérülékenységet is.

„Szerkesztett formában megjelent a Világgazdaság hu. oldalon 2016. november 3-án.”

³ Az IMF számításai szerinti kombinált mutató elmúlt évekre vonatkozó értéke nem összevethető a 2016-os országjelentésben publikált időszakkal az IMF mutató számítási módszertanában bekövetkezett változások miatt. IMF (2015): Assessing Reserve Adequacy - Specific Proposals, Staff report