

Csávás Csaba – Teremi Márton:

A devizatartalékok elvárt szintje: jóból is megárt a sok?

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) és a Magyar Állam az elmúlt két évben számos olyan intézkedést hozott, amelyek a pénzügyi stabilitás és a belföldi finanszírozás erősítését szolgálták. Ezek az intézkedések jellegüknél fogva csökkentették a devizatartalékokat, és egyben a külső sérülékenység megítélésének érdemi javulásához is hozzájárultak. A kisebb tartalék is lehet jobb. A kisebb mértékű devizatartalék, és ezáltal a jegybankmérleg külső sérülékenységgel egyidejű szűkítése a tartaléktartás költségeinek csökkentésének köszönhetően összességében előnyös. Magyarország esetében a devizatartalék-szint továbbra is érdemben meghaladja a befektetők által elvárt, illetve optimálisnak tekintett szintet, sőt előretekintve további fokozatos mérséklésre is megvan a mozgástér. Jelen elemzés a devizatartalékokkal kapcsolatos szakirodalom és nemzetközi tapasztalatok alapján bemutatja a devizatartalék tartásának és a túltartalékolásnak a költségeit, melyek hazánk esetében is relevánsak.

1. AZ MNB BELFÖLDI FINANSZÍROZÁST ERŐSÍTŐ INTÉZKEDÉSEI A DEVIZATARTALÉK CSÖKKENÉSÉVEL JÁRNAK

Az MNB 2014 óta számos mélyreható intézkedéssel támogatta az állam és a bankrendszer belső finanszírozás felé történő súlyponteltolódást. Az MNB monetáris politikai eszköztárának átalakításához kapcsolódó, az elmúlt másfél évben hozott intézkedések két nagy csoportra bonthatóak: az önfinanszírozási programra és a lakossági devizahitelek forintosításához (és az elszámoláshoz) kötődő új eszközökre. Az MNB az előbbivel az államháztartás, utóbbival pedig a bankszektor esetében segítette elő, hogy a finanszírozás egyre inkább hazai forrásokra támaszkodhasson, amivel párhuzamosan lehetőség nyílt a külső adósság szerkezetének kedvezőbb irányba történő elmozdítására.

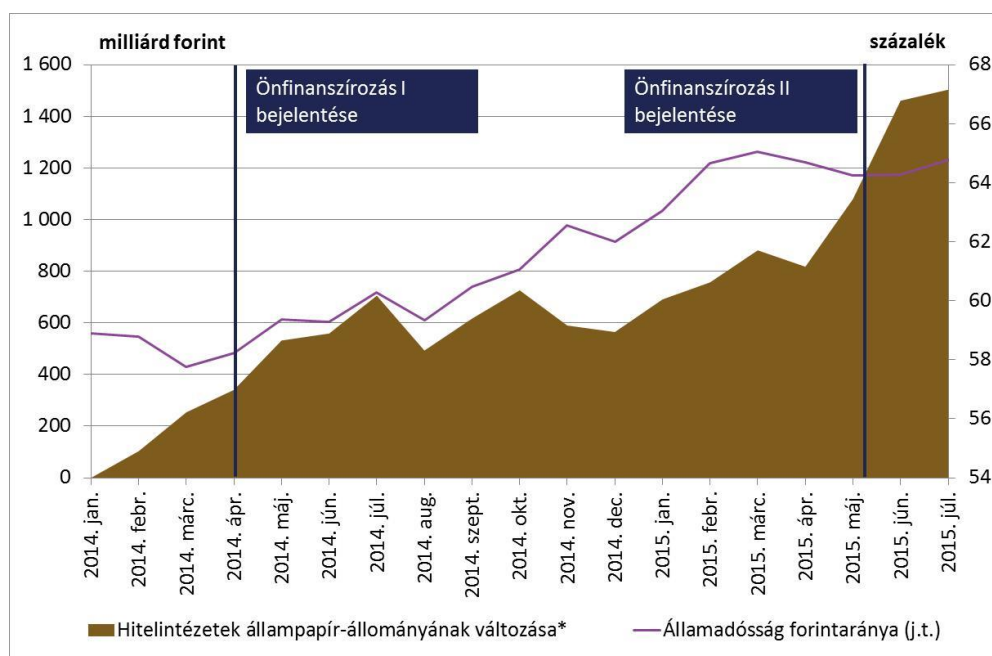
A. Önfinanszírozási program

Az MNB hagyományos eszköztára több ponton átalakult annak érdekében, hogy a pénzügyi szektor a likviditáskezelése során egyre inkább az állampapírokra, illetve azokon belül is a hosszabb futamidejű államkötvényekre támaszkodjon. Az önfinanszírozási program értelmében 2014. augusztus 1-jétől kezdve az irányadó instrumentum az addigi kéthetes kötvény helyett kéthetes betét lett, ami a pénzügyi szektor állampapír-keresletének növekedésével járt együtt. Annak érdekében, hogy a bankok – a kéthetes eszköz helyére lépő állampapírok vételével – minél könnyebben alkalmazkodhassanak, az MNB 2014 júniusa óta 3 éves és 5 éves kamatcsere (IRS) ügyletekkel támogatja az állampapír hosszabb lejáratából adódó magasabb kockázati költségének mérséklését. Az önfinanszírozási program folytatásaként az MNB 2015. szeptember 23-tól új irányadó eszközként bevezette a három hónapos betéti instrumentumot, emellett 2015. december végéig az eddig korlátlanul rendelkezésre álló kéthetes eszköz keretét folyamatosan 1000 milliárd forintra szűkíti, valamint az IRS eszközt 10 éves futamidőn is elérhetővé tette. Az állampapírok likviditási profilja kedvezőbb a három hónapos irányadó betéti eszközénél, ami a pénz-

ügyi szektor állampapír-állományának további emelkedése irányába hat – ugyan az újabb intézkedések csak szeptember 23-tól lépnek hatályba, az alkalmazkodás már a júniusi bejelentést követően megindult.

Az önfinanszírozási programból adódóan a hitelintézetek állampapír-kereslete megnőtt, aminek hatására az államadósság devizaaránya érdemben csökkent. Az önfinanszírozási program első fázisának bejelentésétől kezdve jelentősen megnőtt a hitelintézetek állampapír-állománya. Az önfinanszírozási koncepciónak megfelelően a pénzügyi szektor állampapír-piaci többletkereslete az államadósság struktúrájában is érzékelhető elmozdulást jelentett a forintfinanszírozás felé, és a sterilizációs eszköztár összességében átalakítása ezeket a folyamatokat vélhetően tovább erősíti majd. (A 2014-es önfinanszírozási programról bővebben lásd [Kolozi Pál Péter: Stabillabb és olcsóbb finanszírozást hozhatnak az MNB új eszközei](#) és [Hoffmann Mihály - Kolozi Pál Péter: Az önfinanszírozási program stabilabb állampapír piacot eredményezett](#), az újabb lépésekről [Nagy Márton – Palotai Dániel: Az MNB eszközeinek megújításával tovább csökkenti az ország sérülékenységét](#)) Az állam önfinanszírozás irányába való elmozdulása a fentiek mellett együtt jár a devizatartalék csökkenésével is, hiszen az ÁKK a devizaadósság forint adósságra cseréléséhez az MNB-től vásárolhat devizát. Az önfinanszírozási program tavaly áprilisi bejelentése óta a növekvő forint állampapír keresletnek köszönhetően az ÁKK nagyságrendileg 5,5 milliárd euro értékű devizaadósságot tudott törleszteni anélkül, hogy nemzetközi kötvénykibocsátásra került volna sor és növelhette forintkibocsátását, ezáltal az államadósság devizaaránya 41 százalékról 35 százalékra csökkenhetett.

1. ábra: A hitelintézetek állampapír-állománya és az államadósság forintfinanszírozásának aránya



*kumulált változás 2014 januárjához képest. Forrás: ÁKK, MNB

B. Forintosításhoz kapcsolódó eszközök

A fogyasztói jelzálog-, illetve személyi és gépjármű hitelek forintosítása kinyitotta a hitelintézetek árfolyam-pozícióját, aminek fedezéséhez az MNB bocsátotta rendelkezésre a szükséges devizalikviditást. A kormányzat döntése értelmében a lakossági deviza jelzáloghitelek már kivételre kerültek, a jelzáloghiteleken kívüli fogyasztói devizahitelek pedig az ősz folyamán „forintosodnak”. A forintosítással kapcsolatos jogszabályok a hitelintézetek árfolyam-pozícióját közgazdasági értelemben kinyitották, mivel míg az eszközoldalon az eddig devizában nyújtott hitelek árfolyamkockázata eltűnik, a forrásoldalon ez automatikusan nem történik meg; a hitelintézeteknek tehát devizaeszközhöz kellett jutniuk árfolyam-pozíciójuk zárása érdekében. Hasonló fedezési igény merült fel az árfolyamrés és az egyoldalú kamat- vagy kamatfelár-emelés tisztességtelen alkalmazásából adódó elszámolások kapcsán. Mivel a bankrendszer devizaigénye mindhárom esetben nemzetgazdasági szinten is jelentős mennyiségű volt, az MNB úgy döntött, hogy a devizatartalékok terhére a pénzügyi szektor rendelkezésére bocsátja az árfolyam-pozíciók zárásához szükséges, összesen csaknem 10 milliárd eurót kitevő devizalikviditást.

A forintosításhoz kapcsolódó devizatenderek feltételrendszere miatt a lakossági devizahitelek kivetésének devizatartalékra gyakorolt hatása fokozatos. A hitelintézetek a nyitott árfolyam-pozíció zárásához szükséges devizalikviditást az elszámoláskor és a forintosítás egyes fázisaiban jegybanki devizatenderen szerezhették meg a devizatartalék terhére. Ugyanakkor a tenderek jellemzőit úgy alakította ki az MNB, hogy a résztvevő hitelintézetek vagy legalább 2016-ig, vagy mindaddig az MNB-nél „görgessék” devizaswap-ügyletekben a devizát, amíg rövid lejáratú devizakötelezettségeik nem csökkennek. Ezáltal a devizatartalék csökkenése időben szétterül. (Bővebben lásd: [A forintosítás időben elnyújtva csökkenti a jegybank mérlegét és így a forintlikviditást](#)).

Az MNB önfinanszírozással és forintosítással kapcsolatos programjainak érdemi, de időben elnyújtott hatása lesz a devizatartalék szintjére, amit ugyanakkor nagyrészt ellentételez az EU források beáramlásából adódó tartaléknövekedés. Az önfinanszírozási koncepció megvalósulásával a forintfinanszírozás nagyobb súlyt kap az állam finanszírozásában, ezért – feltételezve a teljes államadósság szintjének stabilitását – az adósságkezelő kevesebb devizát fog bevonni, mint amennyit törleszt, így a devizatartalék szintje a törlesztésekkel egyidőben csökken. A forintosítás esetében a tendereken allokált közel 10 milliárd eurós összegből a bankok eddig csaknem 3 milliárd eurót „vittek el” ténylegesen az MNB-től (azaz ennyi devizaswap járt le, vagy került lezárásra), a fennmaradó 7 milliárd euro pedig 2017 végéig elnyújtva terheli a devizatartalékokat. Ez a devizatartalék 2015. augusztus végi 33,6 milliárd eurós összegéhez képest is számottevő összeg, de nem szabad figyelmen kívül hagyni a már említett fokozatosság mellett azt sem, hogy egyéb, a devizatartalékra szintén ható tényezők ezt a csökkenést ellensúlyozhatják. Ez utóbbi szempontból indokolt kiemelni az EU-transzferek szerepét, melyek konvertálását az MNB végzi: mivel Magyarország nettó forrásfelhasználó, így az EU-források jelentős pozitív hatással bírtak az elmúlt EU-s költségvetési ciklusban a devizatartalék szintjére.

Az MNB önfinanszírozással és forintosítással kapcsolatos programjai az elmúlt években felhalmozott devizatartalék mellett a rövid külső adósság szintjét is mérséklék, csökkentve ezzel az

elvárt tartalékszintet. Az elmúlt években az MNB érdemben növelni tudta a tartalékszintjét, elsősorban a már említett nettó EU forrásbeáramlásnak köszönhetően. A programok kidolgozásánál a jegybank alapelveként rögzítette, hogy a devizatartalék-megfelelés folyamatosan biztosítva legyen, és ezt hangsúlyozta is a döntések indoklásában. A már bemutatott intézkedések érdemi hatással bírnak a devizatartalék mértékére, ugyanis az ÁKK várható nettó devizatörlesztői pozíciója és a hitelintézeteknek az elkövetkezendő években lejáró MNB-vel szembeni FX-swapügyletei mind a csökkenés irányába hatnak. Ugyanakkor az önfinanszírozás az államháztartás devizafinanszírozását, a forintosítás pedig a – háztartások devizakötelezettségeit közvetítő – pénzügyi szektor devizaadósságát mérsékli; amennyiben a visszafizetett adósság rövid lejáratú, a rövid külső adósság jelenlegi, ha a visszafizetett adósság hosszú lejáratú, a rövid külső adósságnak a jövőbeli szintjét csökkenti, ezáltal hozzájárulva a tartalék-megfelelés javulásához.

2. A TARTALÉKTARTÁS KÖLTSÉGEI A TÚLZOTT MÉRTÉKŰ DEVIZATARTALÉK ELKERÜLÉSE MELLETT SZÓLNAK

A devizatartalék optimális nagyságát mindenekelőtt a tartaléktartás céljai határozzák meg, ám konkrét szint számszerűsítése még ezek alapján sem egyértelmű. Az optimálisnak tekinthető devizatartalék szint meghatározásával kapcsolatban nincs konszenzus sem az akadémiai irodalomban, sem a gyakorlati szakemberek körében. Az optimális devizatartalék szint ehhez kapcsolódva a tartaléktartás céljaiból levezethető. A nemzetközi gyakorlattal összhangban az MNB is elsősorban a (1) monetáris és árfolyam-politika támogatása (azaz gyakorlatilag az intervenció kapacitás), a (2) gazdaság szereplői számára biztosított devizalikviditás, illetve (3) a befektetői bizalom fenntartása érdekében tart devizatartalékokat. Konkrét nominális – minimális vagy optimális – tartalékszint azonban ezekből sem nyerhető ki egyértelműen, ezért a nemzetközi gyakorlat jellemzően több mutatót vizsgál egy ország tartalék-megfelelésének megítéléséhez. Ezek közül az egyik legegyszerűbb és leginkább elfogadott a Guidotti-mutató, amely szerint a devizatartaléknak meg kell haladnia az ország rövid külső adósságának szintjét. Ez alapján a devizatartaléknak arra kell elegendőnek lennie, hogy az egy ország éven belül lejáró, nem rezidensekkel szembeni (jellemzően deviza-) követeléseit fedezze. (A különböző mutatókról bővebben lásd [Csávás Csaba: A devizatartalék-megfelelés értékelésének nemzetközi trendjei.](#))

Számos költséggel és kockázattal járhat, ha a devizatartalék szintje bármelyik irányban eltér az optimális mértéktől. Az optimálisnál alacsonyabb devizatartalék tartásának kockázatai viszonylag kézenfekvőek: amennyiben egy ország devizatartaléka az elvártnál alacsonyabb, nagyobb eséllyel kerülhet válságba, eshet spekuláció áldozatául, és egy válságnak a gazdaság alkalmazkodásán keresztül számos makrogazdasági költsége jelentkezhethet. Magyarország esetében jelenleg inkább az optimálistól való másik irányú eltérés releváns: a legtöbb befektetői elemzés az MNB forintosítással és önfinanszírozással kapcsolatos legutóbbi intézkedései fényében is lát teret a devizatartalék csökkentésére.¹ Cikkünk további részében így az optimálisnál nagyobb tartalékszint kérdésével foglalkozunk: a tartaléktartás, illetve kiemelten a többlettartalékolás költségeivel.

¹ Forrás: az OTP és az Erste elemzései kettő elérhetőek rendre a https://www.otpbank.hu/static/elemzesikozpont/other/elemzesek/3841_FlashReportonSFP2.pdf és

A devizatartalék tartásának hasznai elsősorban nemzetgazdasági szinten jelentkeznek, ugyanakkor fenntartásának közvetlen költsége a jegybank mérlegében jelenik meg. A feltörekvő jegybankok eszkozdoldalán levő devizatartalékok forrásoldalon jellemzően hazai devizában denominált eszközök finanszírozzák. A bankok ezen eszközökben tudják lekötöni felesleges likviditásokat, azaz a jegybank ezeket a pénzeket sterilizálja. Ezen forrásoldali elemekre a jegybankok jellemzően rövid futamidejű, piaci kamatot fizetnek. A tartaléktartás költsége a *sterilizációs költség*gel ragadható meg: a hazai deviza rövid futamidejű kamatának és a devizatartalékon elért hozamnak a különbségeként, amely a kamatkülönbözet miatt feltörekvő országok esetében negatív pénzügyi eredményben is megjelenő makrogazdasági költségként jelenik meg. Emellett minél nagyobb a tartalék-állomány, annál nagyobb a devizaárfolyam változásának való kitettségek: azon országokban, ahol a devizatartalék növelésével párhuzamosan a hazai deviza felértékelődik, az ebből eredő árfolyamvesztés ugyancsak költségként jelentkezik.

A devizatartalék finanszírozásának makrogazdasági szinten is érdemi költségei vannak. A jegybankok mérlegében jelentkező költség fontos, ugyanakkor az irodalomban számos olyan mutató is használnak, ami nemzetgazdasági szinten ragadja meg a tartaléktartáshoz kapcsolódó költségeket. A kormányzatot és a jegybankot együtt vizsgálva a költség már attól is függ, hogy makrogazdasági szinten mi finanszírozza a tartaléknövekedést. A következőkben azt mutatjuk be vázlatosan, hogy miből adódik a túlzott (azaz az optimális szintet meghaladó) tartalékolás makrogazdasági költségei:

- Abban az esetben, ha a devizatartalék növekedését az állam által felvett külföldi devizahitel vagy kibocsátott devizakötvény finanszírozza, a tartalékolás költsége a jegybankkal konszolidált államháztartás szintjén az állam devizakötvényeinek és a jegybanki devizatartalék hozamának különbségével mérhető. Ennek gyakori elnevezése a tartási költség (*cost of carry*²). E mutató két tényező összegeként is felírható: az adott ország devizakötvényének az azonos futamidejű, kockázatmentes külföldi kötvényhez viszonyított felára (*szuverén felár*) + a külföldi kockázatmentes kötvény és a devizatartalékban levő, jellemzően rövidebb futamidejű kötvények hozamkülönbözete (*lejáratí prémium*).
 - Releváns annak körüljárása is, hogy potenciálisan mire „használhatná fel” a jegybank a devizatartalékokat. Ha az állam devizaadóssága finanszírozza a tartalék növelését, a devizaadósság visszafizetése jelenti a tartaléktartás *alternatíva költséget*: amennyiben a külföldi devizaadósság a devizatartalékból kerül visszafizetésre, akkor megspórolható az állam devizakötvényeinek és a tartalék hozamának különbözete.³
- Abban az esetben, ha a devizatartalék növekedését nem külföldi adósság, hanem a fizetési mérleg többlete (például európai uniós forrásbeáramlás) finanszírozza, a költséget már nem mérhetjük a devizakötvények hozamával. Makroszinten ugyanis ekkor a tartalék növekedésé-

https://produkte.erstegroup.com/CorporateClients/en/ResearchCenter/Overview/Research_Detail/index.phtml?ID_ENTRY=33946 [linken.](#) [Emellett számos nagy nemzetközi és magyar befektetőház hasonló véleményt hangoztatott](#) 2015. júniusi és júliusi – nem nyilvános – elemzéseikben.

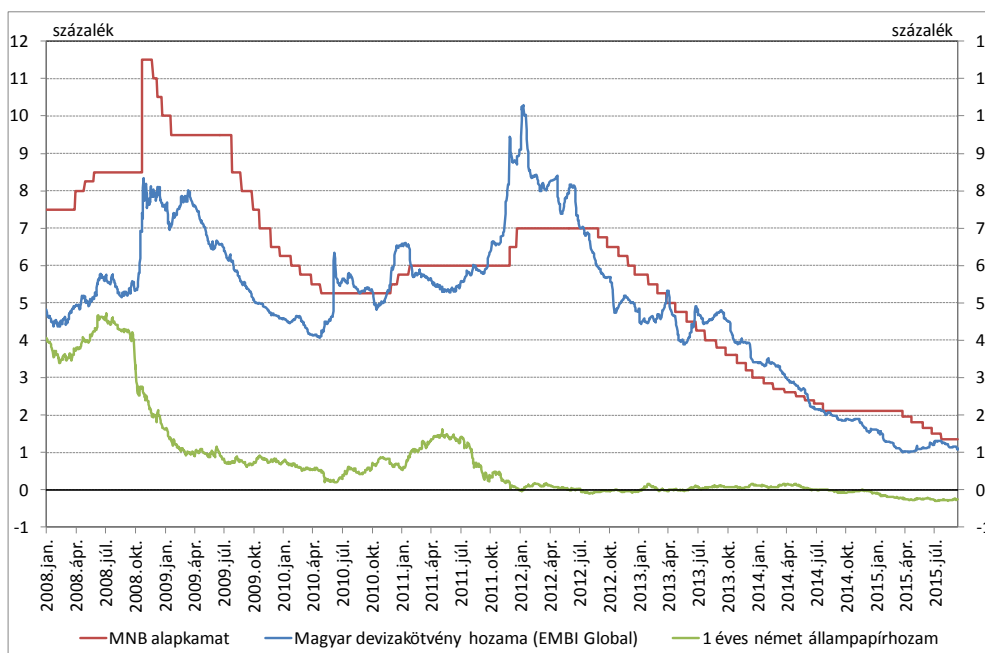
² Moghadam, R. - Ostry, J. D. - Sheehy, R. (2011): Assessing Reserve Adequacy. SM/11/31, February, IMF.

³ Jeanne, O. (2007): International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?, Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 38(1), pages 1-80.

vel nem áll szemben külföldiekkel szembeni kötelezettség növekedés. Ekkor a túltartalékolás költségét a kiszorítási hatás *alternatívaköltsége*⁴ alapján lehet meghatározni: mekkora hasznot ért volna el a tőke, ha a reálgazdaságba áramlott volna, például fogyasztás vagy beruházás formájában? Ha az adott ország többet importálna, csökkentve a külkereskedelmi mérleg többletét, akkor a devizatartalék is kevésbé nőne, ugyanakkor a többlet importot fogyasztásra, beruházásra tudná felhasználni.⁵

- A nehezen számszerűsíthető költségek közé tartozik az a típusú *morális kockázat*,⁶ hogy a nagyobb devizatartalék az árfolyamok stabilitásán keresztül „kényelmessé teheti” a magán-szektor szereplőit, akik így kevésbé ösztönöztek a kockázatok, köztük az árfolyamkockázat kezelésére, melynek egy válság esetén költségei lehetnek. A túltartalékolás nemcsak egy adott országban, hanem nemzetközi szinten is externális költségeket okozhat.
- A legnagyobb feltörekvő országok jegybankjainak túltartalékolása a devizapiaci folyamatokba való túlzott beavatkozást is jelenthet, és a finanszírozási többlet mesterséges fenntartása hozzájárulhat a *globális egyensúlytalanságok* fennmaradásához, ami globális szinten hordoz kockázatokat.⁷

2. ábra: A jegybanki alapkamat és a magyar állam devizakötvényeinek hozama



Forrás: MNB, JPMorgan, Bundesbank.

A hazai devizatartalék tartásának költségei érdemben csökkentek az elmúlt években, ugyanakkor továbbra is a túltartalékolás elkerülése elleni érvet jelentenek. A fent bemutatott indikátorok közül Magyarország esetében a leginkább relevánsnak a sterilizációs költség, illetve a devizakötvény hozam felára tekinthető. A devizatartalék hozamát alapvetően a legjobb hitelminősítés-

⁴ Beaufort Wijnholds, J. O. - Søndergaard, L. (2007): Reserve Accumulation: Objective or By-Product? ECB Occasional Paper No. 73.

⁵ Porter, N. (2013): Assessing Reserve Adequacy - Further Considerations. IMF Policy Paper.

⁶ Banerji, A. – Martinez, A. (2012): IMF Bilateral Surveillance on Reserves. IEO Background paper BP/12/02.

⁷ Obstfeld, M. - Rogoff, K. (2009): Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes. CEPR Discussion Papers 7606.

sel rendelkező, euróban denominált, 1 év körüli állampapírhozamok határozzák meg, melyek jelenlegi, nullához közeli mértéke miatt elegendő csak a tartalék finanszírozási költségét nézni. A jegybanki alapkamat érdemben csökkent az utóbbi években, a sterilizációs költséget a jelenlegi 1,35 százalékos alapkamat határozza meg. A magyar állam hosszú devizakötvényeinek hozama szintén csökkent az elmúlt években, 1,1 százalék körüli szintre. Bár a költségek mérséklődtek, a tartaléktartás költsége folyamatosan, minden évben jelentkezik, így ez továbbra is a túltartalékolás elkerülése elleni érvet jelent.

A nehezen számszerűsíthető költségek hazánk esetében is relevánsak lehetnek. A nehezen becsülhető költségek közül Magyarország esetében érdemes kiemelni a cikkünk elején bemutatott önfinszírozási program és a lakossági devizahitelek forintosításának hatását. E programok a devizatartalék mellett az ország bruttó külső adósságát is csökkentik, ami előretételezve a devizakötvény hozamok csökkenését okozhatják, de már az elmúlt években megfigyelt csökkenésben is fontos szerepük lehetett. A devizatartalék csökkentése nélkül ez a hatás valószínűleg nem jelentkezne, ami a tartaléktartás alternatívaköltségeként fogható fel, és a számszerűsített költségmegtakarításon felül addicionálisan jelentkezik.

Bár számos ország a rövid külső adósságnál nagyobb devizatartalékot tart, a hozzánk hasonló országok jegybankjai jellemzően nem rendelkeznek érdemi többlettartalékkal. Számos ázsiai, latin amerikai országban a jegybankok a rövid külső adóssághoz viszonyítva számottevő többlettartalékot tartanak. A Magyarországhoz hasonló közép-európai országokban ugyanakkor nem jellemző a rövid külső adósságot érdemben meghaladó tartalék tartása (pl. Horvátország, Románia). Ez felvetheti a kérdést, hogy miben más ez a régió, illetve mi motiválhatja egyes országokban az optimálisnál nagyobb devizatartalék fenntartását. Bár ennek vizsgálata túlmutat jelen cikkünk keretein, a teljesség igénye nélkül néhány szembevetendő különbséget megemlíthetünk. Azon országokban, ahol a jegybank fix árfolyamrendszert használ, ott a tőkebeáramlás a devizatartalék emelkedéséhez vezet, míg a régióban a mérsékelt túltartalékolással jellemezhető országokban lebegő árfolyamrendszer a jellemző. A tartaléktartás céljai is eltérőek lehetnek, a vagyonfelhalmozási cél, ami hazánk esetében nem jelenik meg a tartaléktartási célok között, szerepet játszhat más jegybankok túltartalékolásában.

Összességében Magyarország devizatartalékai érdemben meghaladják a befektetők és a nemzetközi szervezetek által elvárt, illetve a nemzetközi szakirodalom által optimálisnak tekintett szintet. Az MNB önfinszírozással és forintosítással kapcsolatos programjai lehetőséget teremtenek a külső sérülékenység csökkentése és a pénzügyi stabilitás növelése mellett a többlettartalék leépítésére is, azaz ezekkel az eszközökkel a túltartalékolás és annak költségei csökkenthetőek. A devizatartalék optimális szintre való csökkentésénél ugyanakkor a túlzott tartaléktartás addicionális költségei mellett azt is figyelembe szükséges venni, hogy a devizatartalék nagyságának folyamatosan és előretételezve is meg kell felelnie a befektetők által elvárt szinteknek. A devizatartalék csökkentésével kapcsolatban az is kiemелendő, hogy a többlettartalékot csak óvatosan, fokozatosan, megfontolt módon célszerű leépíteni.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. október 9-én.”