

Nagy Márton – Virág Barnabás:

„Minimum 40 milliárd euró” - sok vagy kevés?

Mennyi a devizatartalék optimális szintje?

Az elmúlt napokban heves vita bontakozott ki a hazai monetáris politika elmúlt 15 évének, azon belül is főként a legutóbbi három évének megítélésében. Nagyon sok érv hangzott el pro és kontra ezek számát már nem szeretnénk tovább gyarapítani. A nap végén úgyis a döntések által érintett gazdasági szereplők és általában a magyar gazdaság jövőbeli teljesítménye fogja kiállítani a monetáris politika értékelését. Egy kérdést, konkrétan a devizatartalék nagyságának kérdéskörét azonban még érdemes közelebbről megvizsgálni. Mint azt számtalan nemzetközi és hazai példa mutatta a megfelelő mértékű devizatartalék tartása elengedhetetlen a gazdaság stabil és fenntartható működése szempontjából. A jegybankárok egyik örök témája, hogy mekkora lehet a devizatartalékok optimális mérete? A továbbiakban a kérdés kapcsán két témára fókuszálunk: egyrészt, mi alapján határozható meg a devizatartalékok optimális szintje, másrészt ezen kritériumok alapján mit mondhatunk az MNB tartalékainak elégségességéről. Vajon tényleg indokolt lenne a tartalék szintjét akár 40 milliárd euróra, azaz a jelenlegi szint több mint másfélszeresére emelni?

A devizatartalékok optimális szintje

Az optimálistól bármely irányban eltérő devizatartalék számos költséggel és kockázattal járhat. Ha egy ország devizatartaléka az optimálisnál alacsonyabb, nagyobb eséllyel kerülhet válságba, ami a gazdaság szükséges alkalmazkodása miatt komoly reálgazdasági áldozatokat okozhat. A túlzott mértékű devizatartalék tartása viszont költséggel jár. A jegybankoknak a tartani kívánt devizatartalék szint meghatározásakor a költségeket és hasznokat egyaránt mérlegelniük kell.

Az MNB által kiemelten követett tartalék-megfelelési mutató a Greenspan-Guidotti-szabály, amely a nemzetközi közösség által is a leginkább elfogadott mutatónak tekinthető. A tartalék-megfelelés értékelésekor már a legutóbbi válság tapasztalatait is beépítjük elemzéseinkbe. Magyarországon a válságtapasztalatok alapján a Greenspan-Guidotti-mutató ragadja meg leginkább azokat a kockázatokat, amelyeket a tartalékoknak fedezni kell, ezért közgazdasági szempontból is elsősorban ezen mutató használata indokolt. A Greenspan-Guidotti-szabály szerint a devizatartalékoknak fedezniük kell az ország egy éven belül lejáró külföldi adósságát. A mutató olyan válsághelyzetben releváns, amikor a külső finanszírozás leáll, és csak a devizatartalék felhasználásával biztosítható a lejáró külső adósság visszafizetése. Fontos hangsúlyozni, hogy a mutató nemcsak a devizában, hanem a forintban denominált, éven belüli hátralévő futamidejű adósságelemeket is figyelembe veszi, azaz arra is alkalmas, hogy a külföldi szereplők forintszköz-eladásaiból származó kockázatokat kezelje. Emellett más mutatókat is figyel a jegybank, mint például az IMF által a válság óta kifejlesztett és használt indikátort, amely különböző részmutatók súlyozott átlaga alapján határozza meg a devizatartalék optimális szintjét. A legnagyobb súlya itt is a rövid külső adósságnak van. Emellett – némileg kisebb – szerep jut még a hosszú futamidejű külföldi kötelezettségeknek is. Ez utóbbi arra a válságtapasztalatra is reflektál, hogy stresszhelyzetben az eredetileg hosszú lejáratú adósság egy része is berövidülhet, emelve ezzel a szükséges tartalék szintjét. Bár a devizatartalék-szükséglet alapvetően a külföldi adóssághoz kapcsolódó potenciális kiáramlások (akár devizában, akár forintban denominált) alapján határozódik meg, a belföldi szereplők esetleges tőkemenekítése is emelheti a devizaigényt.

Ezt a kockázatot az IMF-mutató esetében egy pénzágregátum (M2) modellben való szerepeltetése ragadja meg, Ugyanakkor fontos látni, hogy a hazai szereplők potenciális konverziós tevékenysége nagyságrendileg kisebb kockázatot jelent. Hazai szereplők érdemi mennyiségű konverziójára még a válság mélypontján, a Lehman Brothers csődjét követő hónapokban sem volt példa Magyarországon. Ezen mutatók mellett természetesen a jegybank további kockázatokat is figyelembe vesz a tartalék-megfelelés értékelésekor, miközben a jegybanki eszköztár az elmúlt években kibővült a makroprudenciális felügyelettel is, amely ugyancsak fontos eszköz a kockázatok mérséklésében.

A nemzetközi intézmények is elsősorban a rövid külső adósság, illetve az IMF kombinált mutatója alapján értékelik hazánk tartalék-megfelelését. Az MNB által kitűzött devizatartalék-tartási célok és alapelvek nemzetközileg is széles körben elfogadottak, a nemzetközi intézmények is hasonló mutatók alapján értékelik a tartalék-megfelelést. Az Európai Bizottság jelentései szerint a Greenspan-Guidotti-mutató a leginkább releváns mutató az MNB számára. Az IMF éves országjelentéseiben a rövid adósság-mutató mellett legnagyobb hangsúllyal a már említett kombinált mutató alapján mért tartalék-megfelelést vizsgálja hazánk esetében. Emellett a hitelminősítők is alapvetően a Greenspan-Guidotti-szabályt (illetve annak módosított változatait) használják.

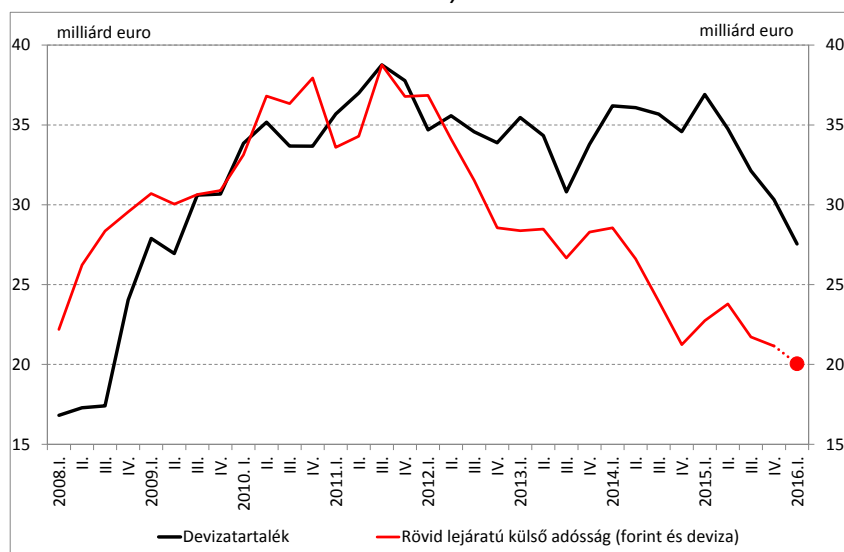
A tartalék-megfelelésére vonatkozóan az importszabály használata egyre ritkább. A feltörekvő országokra vonatkozó befektetési banki elemzések alapján a túlnyomó többség, közel 80 százalék szintén a Greenspan-Guidotti-mutatót használja a tartalék-megfelelés értékeléséhez. A tartalékok optimális szintjének értékelésekor azonban nem szabad elfeledkezni arról, hogy ez bizalmi-hitelességi kérdés is. Ez azt jelenti, hogy az optimális szint mértékét jelentősen meghatározzák a piaci elvárások is. A korábbi „minimálisan szükséges” szemlélet helyett egyre inkább szerepet kap az „optimális” megközelítés és az ezzel összefüggésben terjednek az optimalizációs modellek is, mint amilyenek az IMF kombinált mutatója is tekinthető. Ez a megközelítés arra hívja fel a figyelmet, hogy a tartalékolásnak nem csak haszna, hanem költsége is van, így nem feltétlenül a minél magasabb tartalékszint elérésére kell törekedni. A korábban gyakran használt 3 havi importszabály az elmúlt időszakban sokat veszített népszerűségéből. Ez a mutató egy olyan időszak terméke, amikor alapvetően kötött devizagazdálkodású, deviza-liberizáció előtt álló feltörekvő országok kereskedtek egymással, ahol az import kifizetéséhez szükséges devizát a vállalati szférának a központi banktól kellett beszereznie. Már a 97-es dél-kelet ázsiai válság is rámutatott, hogy ezen mutató mennyire félrevezető lehet a devizalikviditási igények meghatározásakor. A globalizáció mélyülésével ráadásul a vállalkozások egyre inkább hatalmas termelési láncokba szerveződve működnek. Ez azt eredményezi, mint az egyébként hazánkban is jellemzi, hogy az import jelentős része szorosan az export értékesítésekhez kötődik, aminek finanszírozását egy-egy nagy multinacionális cég „házon belül” intézi.

A magyar devizatartalék aktuális szintjének értékelése

Az MNB devizatartalékai az elmúlt három évben mindvégig biztonságos szinten, a szükséges értéket messze meghaladva alakultak, nagymértékben hozzájárulva a makrogazdasági stabilitáshoz. A fent leírtak alapján az MNB tartalékainak megfelelését alapvetően a rövid lejáratú külső adósság szintje alapján érdemes értékelni, ami alapján nem merülhetnek fel kérdések. A legfrissebb adatok szerint az MNB devizatartalékai mintegy 26-27 milliárd euro körül alakulnak, miközben a rövid lejáratú külső adósság 2016 elején az előzetes adatok alapján 20-21 milliárd euro körül mozgott. Nem csak a Greenspan-Guidotti-mutató alapján, hanem az IMF által bevezetett kombinált mutató alapján is az optimális sáv felső/középső részében tartózkodott a devizatartalékok szintje. A kevésbé releváns importmutató alapján is nagymértékű túltartalékolás jellemezte az elmúlt éveket. 2015-ben a devizatartalékok átlagosan mintegy 4,5 havi importnak feleltek meg. Ennek megfelelően az elmúlt években mind az Európai Bizottság, mind a Nemzet-

közi Valutaalap kedvezően értékelte a magyar tartalékfolyamatokat. A befektetési banki elemzések, hitelminősítói értékelések ugyancsak megfelelőnek tartják a tartalékok szintjét.

1. ábra: Az MNB devizatartalékainak, illetve az ország rövid lejáratú külső adósságának alakulása (milliárd euro)



Forrás: MNB. A 2016 I. negyedév végi rövid külső adósság értéke előzetes, részleges adatok alapján készített becslés.

A tartalék-megfelelés szempontjait az MNB az elmúlt évek programjainak kidolgozásakor mindvégig szem előtt tartotta. Mind az Önfelújítási program, mind a lakossági devizahitelek konverziója során kiemelt figyelmet fordítottunk arra, hogy a programok ne veszélyeztessék a tartalék-megfelelést és a tartalékok mindvégig biztonságos szinten maradjanak. A forintosítás kapcsán ezt a célt szolgálták a felhasznált eszközök speciális paraméterei, a rövid adósság csökkentésének feltétele mellett igénybe vehető eszköz kidolgozása, a tartalékok időben elnyújtott és kiszámítható felhasználása. A programok kiszámíthatóan és társadalmilag hasznos módon mérsékeltek a többlettartalékolás mértékét, mindvégig biztosítva a tartalékok biztonságos szintjét. Emellett az Önfelújítási program arra is lehetőséget teremtett, hogy a nettó külső adósság szintje is lejjebb kerüljön, mérsékelve az adósság megújítási és árfolyamkockázatát, hozzájárulva a külső sérülékenység csökkenéséhez.

Már nem 2007-et írunk

Historikus összevetésben is kedvezőnek tekinthetőek a tartalékfolyamatok. A válságot közvetlenül megelőzően, 2008 első felében a tartalékok szintje átlagosan 17 milliárd euro alatt volt, miközben a rövid adósság meghaladta a 24 milliárd eurót. Bár nem ez volt az elsődleges és közvetlen kiváltó oka annak, hogy hazánkat súlyosan érintette a válság, de akkoriban a tartalék-megfelelés korántsem volt megfelelő, még ha ebben az akkori makrogazdasági-intézményi környezet adta korlátok erős szerepet is játszottak. A válság előtt tehát minőségileg más helyzettel szembesült a magyar gazdaság: nem a túltartalékolás mértéke volt a kérdés, hanem jelentős alultartalékolás alakult ki, amire a gazdaságpolitikai mozgástér – mind monetáris, mind fiskális oldalról vett – szűkössége miatt nem születhetett érdemi válasz. Okulva a korábbi tapasztalatokból, az elmúlt években a jegybank felhasználva erős makroprudenciális mandátumát egy olyan új eszköztárat épített fel, amellyel a bankrendszer esetében mérsékli a rövid adósság szintjét, illetve szükség esetén meggátolja az adósság esetleges újbóli emelkedését. Szintén a válság előttinél minőségileg kedvezőbb helyzetet jelent, hogy a lakossági devizahitelezés megszűnt, hozzájárulva a rövid külső adósság

csökkenéséhez. Az aktuálisan jóval biztonságosabb tartalék-megfelelés mellett kockázati szempontból ezek a tényezők mindenképpen fontos előrelépést jelentenek a pénzügyi stabilitás terén.

A régiós országokban sem figyelhető meg érdemi túltartalékolás: a Greenspan-Guidotti-mutató alapján Horvátország és Románia devizatartalékai csak kismértékben haladják meg a rövid külső adósság szintjét, míg Lengyelország is csak hazánkhoz hasonló mértékben tart többlettartalékot (2014-es adatok alapján). Csehország túltartalékolása magasabb, mint hazánké, ez azonban a monetáris politikai lépéseik (árfolyamküzöb fenntartása) mellékterméke.

Összességében tehát azt mondhatjuk, hogy az MNB jelenlegi devizatartalék-stratégiája összhangban van a releváns kockázatokkal és a legjobb nemzetközi gyakorlattal. Ezek alapján a tartalékok szintje megfelelő. A jelenleginél érdemben magasabb, akár 40 milliárd eurót kitevő tartalékszint az elterjedt tartalékmutatókkal és az aktuális kockázatérzékeléssel még konzervatív megközelítés mellett sem alátámasztható szint. Fontos megjegyezni, hogy ha az elmúlt időszakban a jegybank a 40 milliárd eurós tartalékszint elérésére és fenntartására törekedett volna az a magasabb költségek mellett többek között nem tette volna lehetővé olyan programok kivitelezését sem, mint a devizahitelek forintosítása vagy épp a gazdaság külső sérülékenységét mérséklő Önfinszírozási program. Ezen programok jelentőségét megfelelően mutatja a Fitch hitelminősítő múlt heti döntése. Az optimális tartalékszintre való törekvés mellett az említett jegybanki programok alapvetően hozzájárultak a magyar gazdaság sérülékenységének csökkenéséhez, a pénzügyi stabilitás javulásához és ezzel Magyarország befektetési kategóriába történő újbóli felminősítéséhez.

A cikk szerkesztett formában jelent meg a Portfolio.hu oldalon 2016. május 23-án.