

Palotai Dániel – Veres István

Aranytartalék: régi-új utat járnak a jegybankok

Gazdaságtörténeti szempontból is egy jelentős bejelentésre került sor az elmúlt napokban, melynek értelmében a Magyar Nemzeti Bank vezetésének döntését követően hazahozatalra került Magyarország aranytartaléka. A jegybank egy nemzetközi trendbe illeszkedő döntést hozott, tekintettel arra, hogy a nemesfém nemcsak egy tradicionális tartalékeszköz, hanem ismételten és egyre inkább gazdaságstratégiai szereppel is bír. Az aranytartalék – és annak fizikai formában történő országon belüli birtoklása – nemcsak szélsőséges piaci környezet esetén tölthet be védvonal és stabilizációs szerepet, hanem normál időszakban is biztonsági- és bizalomerősítő tulajdonsággal rendelkezik. Jelen írásunkban az MNB aranytartalékának alakulása mellett bemutatjuk azt is, hogy a tárgyalt nemesfém milyen történelmi funkciókkal rendelkezik, valamint, hogy milyen szerepet tölt be a jegybanki tartalékokban, különös tekintettel a fizikai formában történő országon belüli tárolásának felértékelődésére.

Az arany történelmi szerepe

Az arany, a misztikus sárga fém évezredek óta az emberek vágyainak tárgya, részben szépsége, részben a birtoklásával járó gazdagság képzelete miatt. A világ számos országában léteznek olyan tradíciók, melyek hatalmas jelentőséget tulajdonítanak az aranynek a tartalék- és kincsképzésben. Az aranyból készült ékszerek is kettős funkcióval rendelkeznek: ékszerként díszítenek és egyben jelentős értékhordozó és értékmegőrző szerepet is képviselnek.

Gazdaságpolitikai szempontból az aranynek bizalomerősítő, a gazdasági stabilitást növelő szerepe van. Ez igaz már normál körülmények között is, de különösen igaz szélsőséges piaci- és válsághelyzetekben, avagy nagyfokú (geo)politikai bizonytalanságok idején, amikor még inkább felértékelődnek a gazdaságstratégiai szempontok, illetve az arany menedékeszköz státusza. Ahogy Alan Greenspan fogalmazott még az amerikai jegybank elnökeként egy 1999-es képviselőházi bizottsági meghallgatásán: „A fedezet nélküli pénzt *in extremis* senki nem fogadja el, az aranyat viszont igen. A világban az arany a végső fizetési eszköz funkciót tölti be.”

Az aranyat fizikai tulajdonságai, mint magas olvadáspontja és korrózióknak, égésnek való ellenállása gyakorlatilag megsemmisíthetetlené teszi. Kémiaileg igen ellenálló, ugyanakkor kellően puha ahhoz, hogy jól megmunkálható, osztható, nyújtható legyen. Ezen tulajdonságai miatt az arany újra- és újra felhasználható: a történelem során kibányászott arany mennyiség nagy része még mindig fellelhető, mindig újabb formában kerül felhasználásra.

A fenti tulajdonságok miatt az arany évezredek keresztül töltött be különböző pénzfunkciókat: forgalmi, fizetési, felhalmozási és értékmérő funkciót is ellátott. Igazán központi szerepet az 1800-as évek második felében kialakult aranystandard rendszerben kapott, amit az aranytermelés 1850-et követő felfutása tett lehetővé. Ekkor a rendszerben résztvevő országok vállalták, hogy a nemzeti valutájukat rögzített árfolyamon váltják át aranyra, amihez a szükséges fedezetet a jegybankok tartották aranytartalékként.

A II. világháború után kialakított ún. Bretton Woods-i rendszerben is jelentős szerepet kapott az arany. Ekkor az egyes nemzeti bankok már nem, csak az Egyesült Államok jegybankja vállalta az aranyra való átválthatóságot, viszont azt fix, 35 dollár/unciás árfolyamon. A rendszerben kialakuló fizetési mérleg egyensúlytalanságok végül ahhoz vezettek, hogy az Egyesült Államok egyoldalúan megszüntette az aranyra való átválthatóságot.

Míg az aranystandard és a Bretton Woods-i rendszerben a stabil aranyárfolyam volt jellemző, addig az 1970-es években a szabadpiacon meginduló felvásárlás hatására 1973-ra az arany már 110 dollárba került. 1976 és 1980 között az ár egészen 850 dollár/unciáig emelkedett a két olajár-robbanás (1973 és 1979), az azt követő inflációs sokk, valamint két nagy horderejű geopolitikai esemény, az afganisztáni szovjet invázió és az iráni iszlám forradalom hatására. 1982-re a piaci helyzet rendeződött, és az ár 300-400 dollár között stabilizálódott, majd 1990-2000 között a 260-400 dolláros sávban folyt a kereskedés. Az emelkedő trend 2001-ben indult. Ekkor még csak kevesen számítottak arra, hogy az ezt követő 4 évben az arany árfolyama dollárban kifejezve közel duplájára emelkedik. 2001-ben még 292 dollár, 2005-ben 500 dollár volt az arany árának éves csúcsa. Az aranyár töretlenül emelkedett a következő években, majd a 2008-as pénzügyi válság hatására száguldásba kezdett, és 2011 szeptemberében az 1920 dollár/unciás historikus csúcson tetőzött.

1. ábra: Az arany árfolyamának alakulása (USD/uncia)



Forrás: Bloomberg

Arany a jegybanki tartalékokban

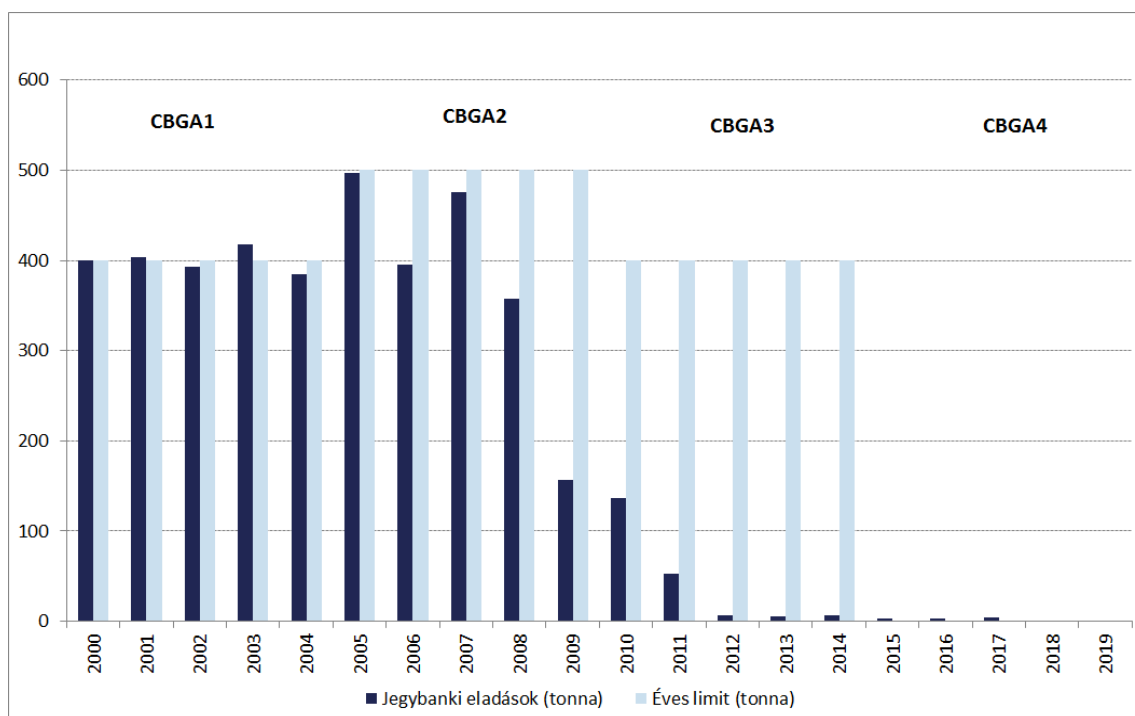
Az arany monetáris funkciójának megszűnésével a fejlett országok jegybankjai elkezdtek az aranyra, mint befektetési eszközre tekinteni. A viszonylag stabil makrogazdasági helyzetben nem

éreztek annyira szükségét az arany adta biztonságnak, a gazdasági fellendülés időszakában az arany „biztos menedék” funkciói kevésbé voltak vonzóak az ezredforduló előtt. Mindazonáltal az aranytartalékok méretükből adódóan, túlságosan is meghatározó szereplői lettek a piacnak. Ez a betéti piacon az aranykamatok csökkenéséhez, a konverziós piacon pedig az arany árának csökkenéséhez vezetett. Ebben az eladási ciklusban az arany árfolyama 1999-2001 között érte el a mélypontját, és az időszak nagy részében 300 dollár/unciás árfolyam alatt tartózkodott.

Az időszak egyik legismertebb és legnagyobb port kavaró eladási programja az angol jegybank (Bank of England) nevéhez fűződik, amely 1999 májusában, 280 dolláros aranyár mellett jelentett be, hogy diverzifikációs céllal és az arany árának túlzott változékonysága miatt megvált aranytartalékától. Júliusra az arany árfolyama 252 dollárra esett.

Az árfolyam esésének és a piacok destabilizálódásának oka általában is a különböző eladási programok koordinátlansága volt. A piaci szereplők nem tudták, hogy mikor és milyen mennyiséggel jelennek meg a jegybankok, nem lehetett előre kalkulálni a kínálat alakulását. Az hozott csak végül megnyugvást, hogy az érintett jegybankok 1999-ben aláírtak egy öt éves megállapodást (Central Bank Gold Agreement, röviden CBGA, azaz Jegybanki Arany Megállapodás), amelyben kötelezettséget vállaltak, hogy kollektíven a következő öt évben nem adnak el összesen 2 ezer tonnánál, azaz évente 400 tonnánál több aranyat. Ezzel egy fontos bizonytalansági tényező szűnt meg, ami segített az árfolyam stabilizálásában.

2. ábra: Jegybanki aranyeladások a Jegybanki Arany Megállapodások (CGBA) keretein belül



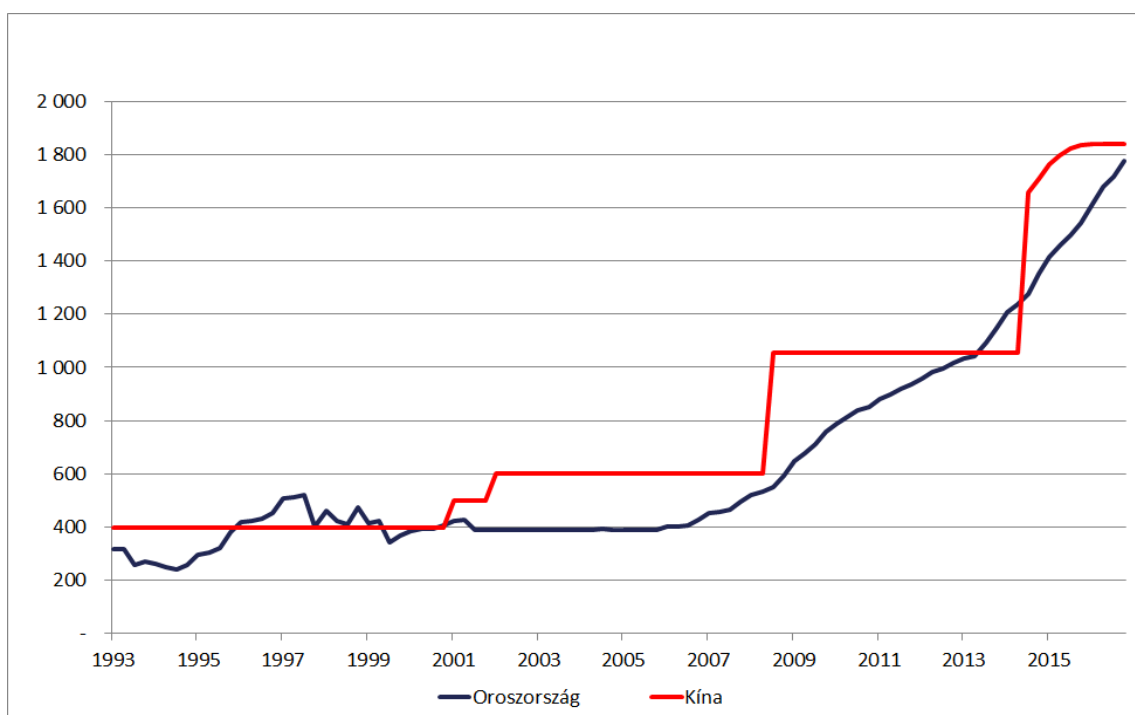
Forrás: World Gold Council

A megállapodást azóta öt évente megújítják. A második ciklusban az éves limitet megemelték 500 tonnára, és egy ideig úgy is tűnt, hogy ezt is ki fogják használni a jegybankok, azonban időközben „beütött” a 2008-2009-es pénzügyi válság, ami alapjaiban írta át a jegybankok magatartását, illetve az aranyhoz való viszonyát. Az eladások üteme előbb csökkent, majd gyakorlatilag megállt. Legutóbb 2014-ben írták alá a negyedik megállapodást (ún. „CBGA4”), és ebben már nem is állapítottak meg éves limitet, hanem a résztvevő jegybankok – immáron több mint húsz intézmény – közleményben fejezték ki, hogy nem is szándékoznak aranyat eladni.

A fenti statisztikák a Megállapodást aláíró fejlett jegybankok magatartását tükrözik, és nem adnak teljes képet a jegybanki aranytartalékok változásáról. Az érintett országok történelmileg ugyanis jelentős mennyiségű arannyal rendelkeztek, amely az aranystandard rendszer fenntartásához elengedhetetlen fedezetként szolgált. Számukra már az aranyeladások leállítása is elegendő lépés lehet, hiszen még így is ők birtokolják a világ aranytartalékainak nagy részét. A feltörekvő régióban azonban számos olyan ország van, amely nem volt a rendszer része, és korábban nem is halmozott fel jelentős aranytartalékot.

Az elmúlt időszakban Oroszország és Kína aranytartalékai mutattak dinamikus növekedést. Számukra az arany felhalmozása stratégiai jelentőségű, az amerikai dollártól való függetlenség jelképe, egyben a saját politikai súlyuk növekedését szimbolizáló folyamat is.

3. ábra: Oroszország és Kína aranytartalékainak alakulása (tonna)



Forrás: IMF

A válság nemcsak abban a tekintetben hozott változást, hogy a jegybankok felhagytak az aranytartalékaik felszámolásával. A másik, talán még szimbolikusabb változás, hogy az elmúlt években számos ország határozott aranytartalékának hazaszállításáról. Általánosságban elmondható, hogy

ezen országok közül több esetben politikai, néhányban pedig civil kezdeményezés áll a követelés mögött, magyarázatként pedig minden esetben a nemzetközi pénzügyi rendszer iránti bizalmatlanság, illetve a külföldi tárolással kapcsolatos kockázatok fogalmazódtak meg.

Az egyik legnagyobb visszhangot kiváltó kezdeményezés a német jegybankhoz kötődik. A Bundesbank 2013 januárjában jelentette be, hogy új tárolási koncepciója jegyében 2020-ig az aranytartalékának felét saját trezorjaiba kívánja hazaszállítani. Az aranytartalék hazaszállítása a tervezettnél korábban megvalósult, 2017-re Németországba került a német aranytartalék több mint fele. A hazai tárolásnál az ingyenes tárolás és a pénzügyi rendszer iránti hazai bizalom kiépítése és fenntartása voltak a fontos szempontok.

Hasonló stratégiát valósít meg az osztrák jegybank is. A 280 tonna aranytartalék felét tervezik részben az Osztrák Nemzeti Bank, részben pedig az Osztrák Pénzverde trezorjaiban elhelyezni. Ennek előzménye, hogy az Osztrák Számvevőszék korábban kritikát fogalmazott meg az aranytartalék túlnyomó részének külföldi tárolása miatt. Első lépésként 2015. november végén 15 tonna aranyat szállítottak haza.

Az arany az MNB tartalékaiban

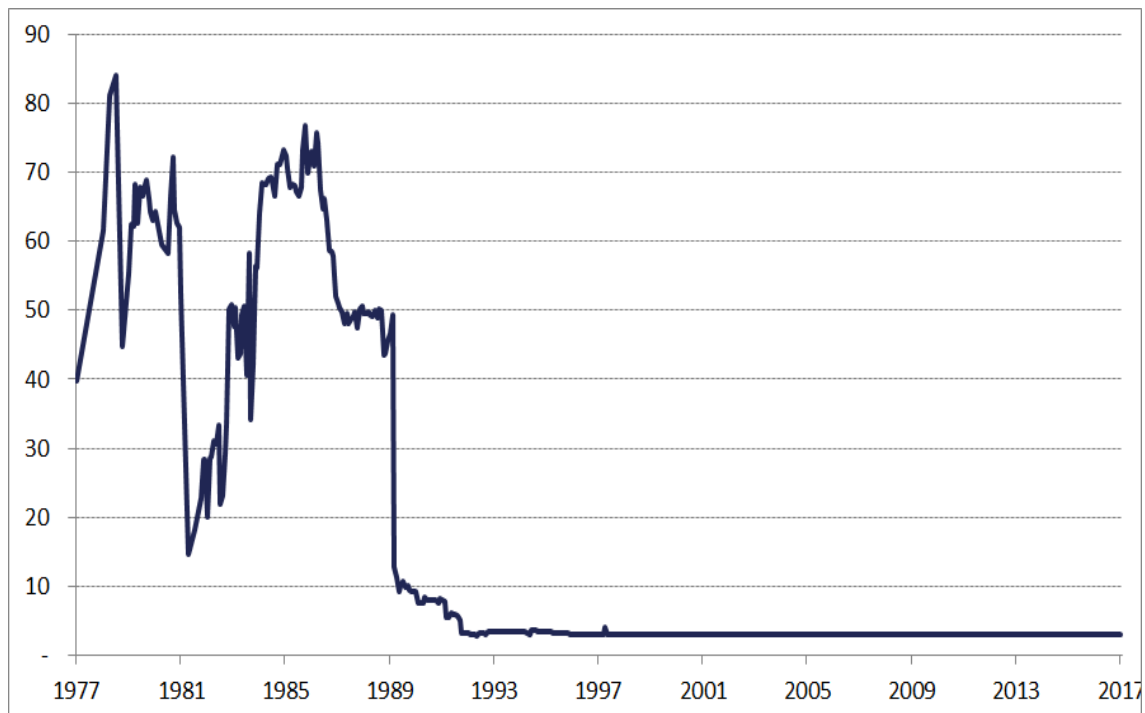
A Magyar Nemzeti Bank az 1924-es alapításától fogva tartott aranytartalékot. Ennek mennyisége folyamatosan növekedett a II. világháborúig, amelynek a vége felé, 1945 januárjában mintegy 30 tonna súlyú aranytömböt és aranypénzt menekítettek ki az MNB „aranyvonattal” az ausztriai Spital am Pyhrn-be. A rendelkezésre álló dokumentumok szerint ez a mennyiség a háború után teljes értékben visszakerült.

Az MNB-ben fellelhető éves és havi jelentésekből 1948-ig követhető az aranytartalék alakulása, 1948-ban eszerint 31 tonnás mennyiséget birtokolt a jegybank. Az ezt követő évekből nem található adat sem az arany-, sem a devizatartalék nagyságára vonatkozóan. A 70-es évek második felében ismét megjelentek az MNB mérlegére vonatkozó publikációk, ugyanakkor ezekben az arany a devizatartalékkal közös soron szerepel, tehát mennyisége nem különíthető el.

A levéltárban fellelhető iratok alapján az a kép látszik kirajzolódni, hogy a 70-es évek folyamán történtek vásárlások, ekkor – a rendelkezésre álló adatok alapján – hozzávetőleg 40 tonnáról átlagosan 65-70 tonna fölé emelkedtek az aranytartalékok, aminek mintegy 40 százalékát az évtized utolsó éveiben profit realizálási céllal eladták (300 dollár feletti árfolyamon). A 70-es és 80-as években az aranytartalék jelentős változását befektetési- és spekulatív megfontolások befolyásolták.

Az 1980-as évek végén született döntés arról, hogy az MNB aranytartalékát minimális szintre kell csökkenteni, amelynek döntő részét így 1989-1992 folyamán értékesítették. 1992 óta a jegybanki aranytartalék szintje nem változott.

4. ábra: A Magyar Nemzeti Bank aranytartalékának alakulása (tonna)



Forrás: Bloomberg

Megjegyzés: Az aranytartalék 1970-es évekbeli alakulására egy megközelítő kép adható a korlátozottan rendelkezésre álló nyilvántartások, adatok és levéltári információk okán.

A tárgyalt időszakban az MNB vezetései az aranyra elsősorban, mint befektetési eszközre tekintett. Mivel a nemesfém árfolyama folyamatosan mozog a nemzetközi piacokon, így akár lehet annak mozgására is spekulálni. Miközben az arany tartása esetében van egy másik, a befektetésinél lényegesen fontosabb szempont. Ez pedig az, hogy az arany erősíti a bizalmat belföldön és külföldön egyaránt, és stabilitást ad a gazdaságnak. Tartása ilyen módon gazdaságstratégiai és nem elsősorban befektetési kérdés.

Felmerül a kérdés, hogy az MNB által napjainkban tartott arany mennyisége sok vagy kevés. Az MNB aranytartalékának nagysága hozzávetőleg 100 ezer uncia, ami mintegy 3 tonnának felel meg. Ennek értéke jelenlegi árfolyamon 130 millió dollár. Ez az összeg pedig az MNB hivatalos devizatartalékának kevesebb, mint fél százalékát teszi ki.

A világ jegybankjai összesen mintegy 33 ezer tonna aranyat tartanak, ami nagyságrendileg az egyötöde annak, amit valaha a Földön kibányászhattak. Az aranytartalékok nagy része a fejlett gazdaságok jegybankjainál koncentrálódik, ami az aranystandard rendszer öröksége, amikor az arany a jegybankok által kibocsátott pénz fedezete volt. Azonban mégsem csak a fejlett országok tartanak aranyat, hanem az említett gazdasági stabilitási és stratégiai megfontolásból a feltörekvő országok is. Amennyiben a régió országaival teszünk egy összehasonlítást, akkor szomszédjaink nemcsak mennyiségben, de devizatartalékaik arányában is több aranyat tartanak, mint az MNB.

1. táblázat: A világ legnagyobb és a közép-kelet-európai, régiós jegybankok aranytartaléka, illetve azok aránya a jegybanki tartalékokon belül (2018. február)

Helyezés	Ország	Aranytartalék (tonna)	A jegybanki tartalékon belüli arány
1.	Egyesült Államok	8.133	75,0%
2.	Németország	3.378	70,2%
3.	Nemzetközi Valuta-alap	2.814	n.a.
4.	Olaszország	2.451	67,5%
5.	Franciaország	2.435	64,9%
6.	Kína	1.842	2,4%
7.	Oroszország	1.615	17,7%
8.	Svájc	1.040	5,4%
....			
21.	Ausztria	280,0	54,0%
34.	Románia	103,7	9,7%
36.	Lengyelország	103,0	3,8%
50.	Bulgária	40,4	5,9%
54.	Szlovákia	31,7	38,6%
90.	Magyarország	3,1	0,5%

Forrás: World Gold Council

A mennyiség kérdésén túl az is fontos, hogy a jegybank hol tárolja az aranyat, amennyiben az nemcsak, mint számlakövetelés van a könyveiben, hanem fizikai formában létezik. A pénzügyi válság tapasztalatai okán ismételten felértékelődött annak szerepe, hogy az aranyat ne egy távoli pénzügyi központban tárolják a jegybankok, hanem magukhoz közel tudják. A szélsőséges piaci folyamatok mellett a globális geopolitikai bizonytalanságok növekedése kapcsán is felmerül az aranyhoz való hozzáférés kérdésköre, valamint, hogy mennyivel előnyösebb a hazai tárolás a külfölddel szemben.

E kibontakozó nemzetközi trendnek felel meg a Magyar Nemzeti Bank vezetésének döntése, miszerint az MNB által az ország tartalékainak részeként tartott aranytartalékot 2018 márciusától immáron fizikai formában és hazai helyszínen tárolja. Eljött tehát az ideje annak, hogy több évtized után ismételten Magyarországon belül tudjuk hazánk aranytartalékát.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2018. március 22-én.”