

Mihálovits Zsolt- Tapaszi Attila- Veres István:
Trendforduló a globális devizatartalékok méretében?

Az elmúlt másfél évtized során a világ nemzeteinek összesített devizatartaléka mintegy hat-szorosára nőtt. A tartalékállomány növekedése részben tudatos folyamat, miután az elmúlt évtizedek pénzügyi válságai következtében a tartalékkal szembeni elvárások folyamatosan bővültek. Másfelől viszont a bővülés nem teljesen szándékolt, inkább egyéb célok, például egy követett árfolyam- és gazdaságpolitika, valamint ezzel összefüggésben a 2008-as pénzügyi válságot követően a fejlett jegybankok által folytatott laza monetáris politika egyik mellékhatása.

A nemzetközi devizatartalékok elmúlt 15 évben tapasztalt töretlen emelkedése 2015-ben megszakadt. Az ennek kapcsán megjelenő elemzések egyrészt számba veszik a csökkenés mögötti okokat, másrészt választ keresnek arra a kérdésre, hogy trendfordulóval állunk-e szemben, vagy hosszabb távon a trend folytatódására számíthatunk-e. A vita természetesen még nem dőlt el, ami nem meglepő annak fényében, hogy az újabb és újabb válságok folyamatos kihívások elé állítják a jegybankokat: a tartaléktartás céljai és a devizatartalékok megfelelő nagysága is mozgó célpontot jelentenek.

Az alábbi cikk alapvetően a globális kitekintéssel, trendekkel foglalkozik. A tartaléktartás céljait, illetve a különböző mutatókat, továbbá a magyar helyzetet és szempontokat korábbi szakmai cikkek mutatják be részletesebben, melyek elérhetőek az MNB oldalán:

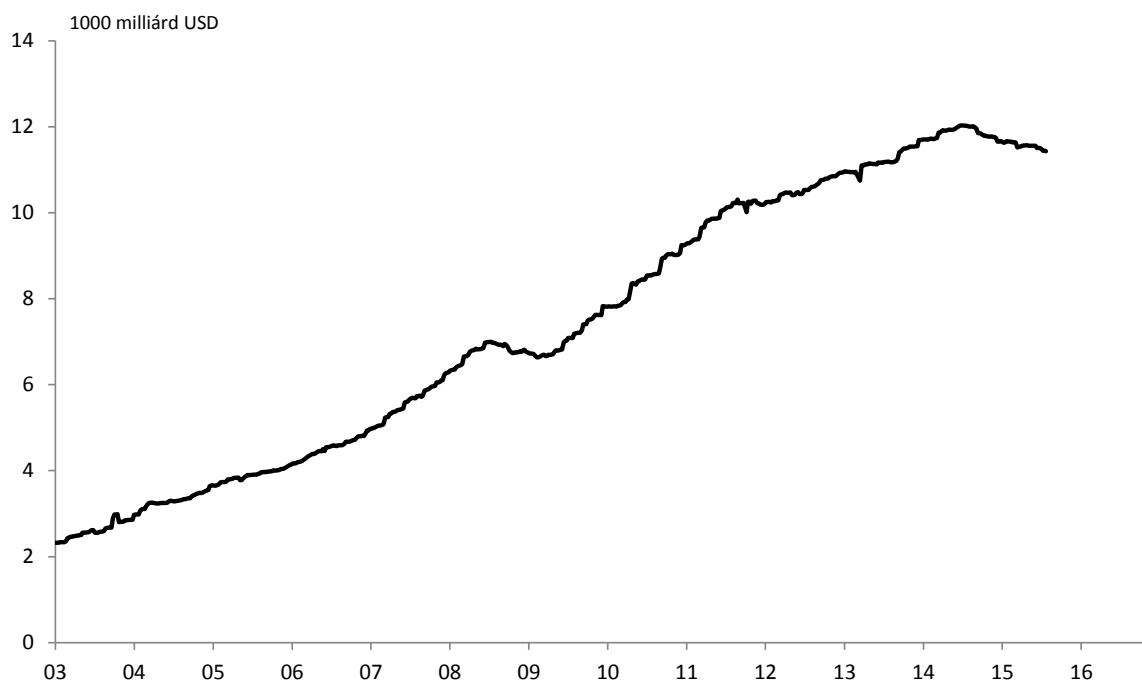
<http://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/devizatartalek-es-serulekenyseg¹>

¹ Nagy Márton - Palotai Dániel: [A devizatartalék óvatosan csökkenthető](#)

[Kiss M. Norbert - Teremi Márton: A devizatartalék-kezelés aktuális trendjei](#)

[Csávás Csaba: A devizatartalék- megfelelés értékelésének nemzetközi trendjei](#)

1. ábra Globális devizatartalékok alakulása (2003-2015)



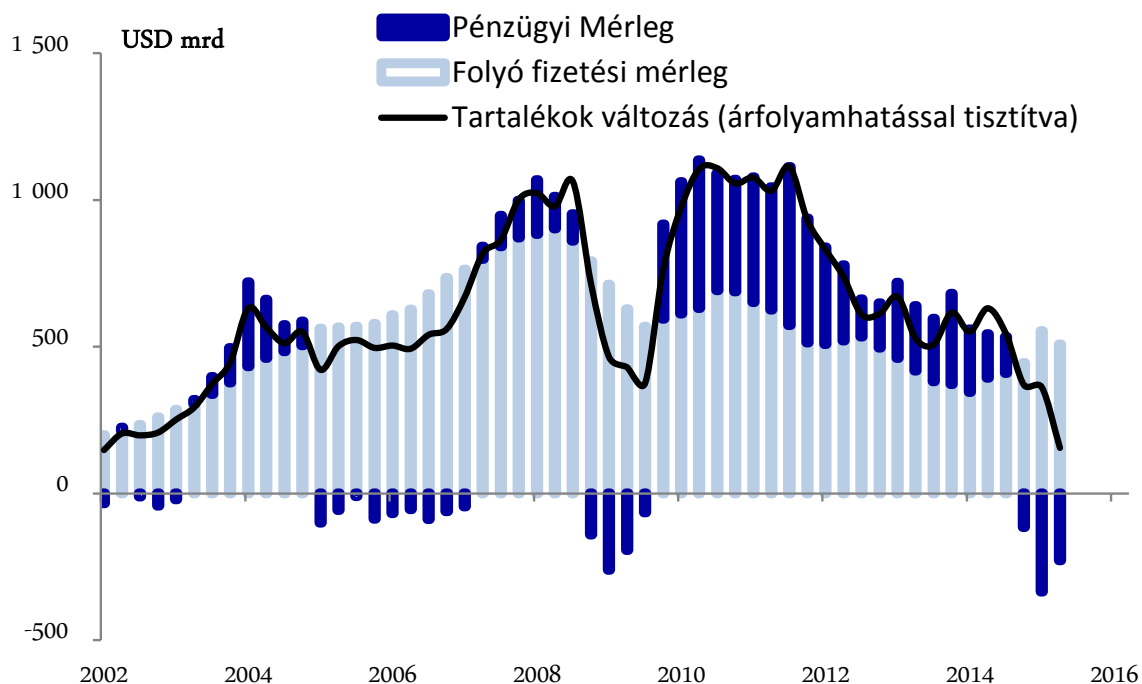
Forrás: IMF

Közelmúltbeli fejlemények

2015 fordulópontot jelentett a jegybankok által tartott devizatartalékok mennyisége szempontjából, mivel egy meglehetősen hosszú, 15 éves emelkedési trend szakadt meg. A 2000-ben még 1.800 milliárd dollárra rúgó tartalékok szintje 2014-re 12.000 milliárd dollárt ért el, és ez mára nagyjából 500 milliárd dollárral csökkent.

Az alábbi ábrán láthatjuk a legnagyobb tartalékkal rendelkező 15 ország devizatartalék változását és a változás mögött meghúzódó hajtóerőket. Ennek megfelelően, míg 2008 előtt a folyó fizetési mérleg többlete volt az elsődleges mozgatórugó, addig 2010-et követően a tőkebeáramlás kapott jelentős szerepet a tartalékok alakulása szempontjából. Ez utóbbit elsősorban a fejlett jegybankok által végrehajtott mennyiségi lazítás vezérelte, a hazai hozamszintek drasztikus zuhanása mellett a szereplők a kockázatosabb és magasabb hozamot biztosító fel-tőrekvő piacok felé fordultak. Japán és Svájc esetében pedig egyrészt a korábban fennálló jelentősebb kamatkülönbség eltűnése, másrészt a menedékfunkció is szerepet játszott ebben a folyamatban.

2. ábra Devizatartalékok alakulása a 15 legnagyobb tartalékkal rendelkező ország esetében (USD, FX hatással módosított)



Forrás: Deutsche Bank, IMF, Haver Analytics, CEIC

A mennyiségi lazítás hatásaként az emelkedő tőkebeáramlást a fogadó országok jegybankjai devizaintervenciókkal igyekeztek ellensúlyozni, ami szükségszerűen a növekedő devizatartalék irányába mutatott. A teljes kép megértéséhez számos szakértő hangsúlyozza a tőkeáramlás mögött meghúzódó alapvető motiváció változását. Míg 2008 előtt a feltörekvő piacok felé zajló tőkeáramlást elsősorban a kiváló növekedési potenciál „húzta” (pull), addig 2009 után már a mennyiségi lazítás „tolta” (push) a tőkét a valamelyest magasabb hozamot biztosítani látszó feltörekvő piacok felé.

Az elmúlt másfél évet a devizatartalék-növekedés dinamikájának megtorpanása jellemezte. Ez javarészt a tőkeáramlás irányának megfordulásából következő folyamat, amelyet az adott jegybankok devizatartalék csökkenéssel ellensúlyoztak. Elsősorban Kínát érdemes kiemelni, itt a hosszabb távon kedvező reformok pl.: tőkemérleg óvatos nyitása okozta tőkekiáramlást menedzseli a jegybank tartalékain keresztül.

A tartalékcsökkenés struktúrája

A jelentős devizatartalékkal rendelkező országokat az elemzések növekedési modelljeik és a földrajzi régiók alapján az alábbi négy nagyobb csoportba sorolják, érdemes ennek megfelelően is megvizsgálni a tartalékok alakulásának struktúráját:

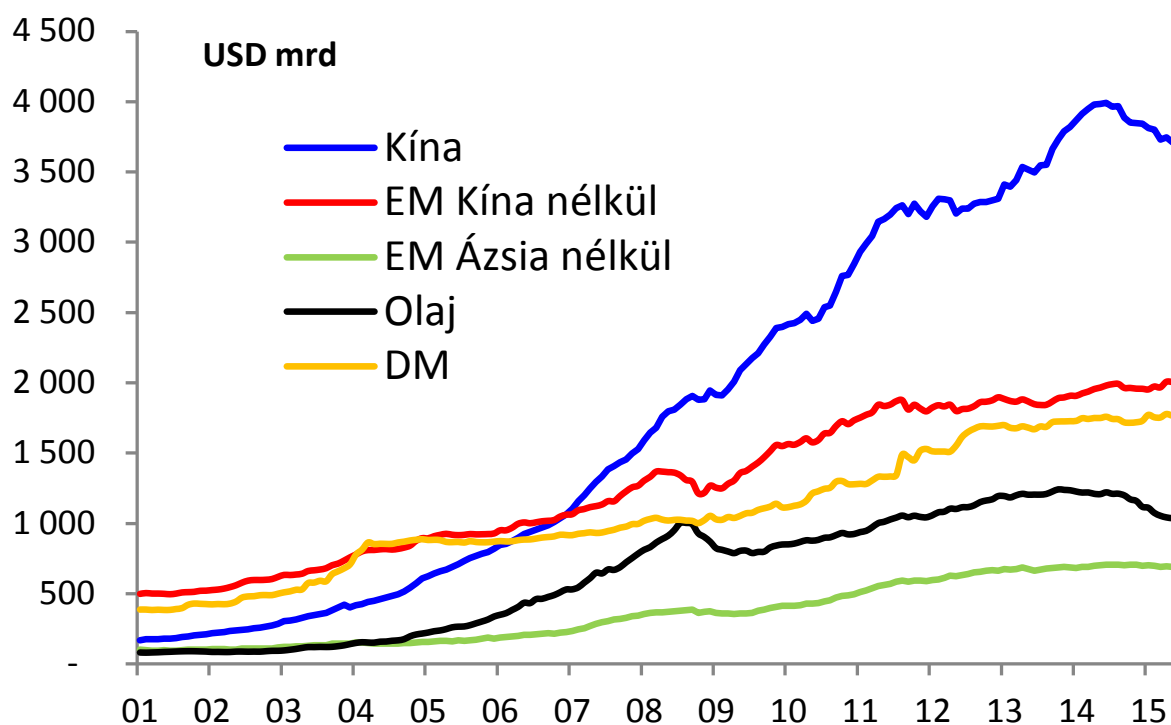
1) Az ázsiai országok rendelkeznek együtt a világ devizatartalékának felével, Kína egyedül a 30 százalékkal, így ami Kínában történik a globális tartalék változását is jelentős részben befolyásolja.

2) A fejlett országoknál van a globális devizatartalék egyharmada, közülük az elmúlt években főleg Japán és Svájc növelte jelentősen a tartalék állományát, mindkettő a saját devizáját gyengítette devizapiaci intervencióval. A kiváltó ok a saját deviza jelentős felértékelődését eredményező, hirtelen portfólió- és egyéb befektetési célú tőkebeáramlás volt.

3) A nagy olajexportőr országok teszik ki a teljes tartalék nagyjából 10 százalékát Szaúd-Arábiával és Oroszországgal az élen. A folyó fizetési mérlegek alakulása itt jelentős részben az olajexport függvénye. Az elmúlt években az olajárak esésén túl, a jelentős tőkeáramlás is csökkentette a devizatartalékokat. A tőkeáramlás nemcsak az utóbbi időben beindult külföldi tőkeáramlást tükrözi, hanem azt is, hogy az országok többsége jelentős összegeket csatornázott át a vagyonalapjaikba. Ezeknek az entitásoknak a külföldi eszközvásárlásai pedig szintén tőkeáramlásnak számítanak. Ráadásul az olajbevételek csökkenése miatt emelkedő költségvetési kiadásokat is ellensúlyozzák a tartalékok.

4) A negyedik csoportba a nem ázsiai, nem olajexportáló feltörekvő országokat lehet sorolni, mint Brazília, Törökország vagy Mexikó, ezek az országok együtt szintén nagyjából a globális devizatartalékok 10 százaléka felett rendelkeznek. A mennyiségi lazítás leállítása, a 2008 után beindult tőkebeáramlás megfordulásához vezetett, elemzők részben a G3 jegybankok mérlegének jövőbeli alakulásától teszik függővé a tőkebeáramlás és ezzel összefüggésben a tartalékszintek alakulását.

3. ábra A 15 legnagyobb devizatartalékkal rendelkező ország tartalékainak változása



Forrás: Deutsche Bank, IMF, Haver Analytics, CEIC, SWFI

Devizatartalékok csökkenésének hatása a fejlett piaci hozamokra

Érdemes megvizsgálni a tartalékok csökkenésének esetleges piaci hatásait és az ezzel kapcsolatos – sokszor egymásnak ellentmondó – elméleteket is.

Az elmúlt időszakban a piacon számos olyan vélemény jelent meg, ami a globális devizatartalékok csökkenésének negatív, globális hozamemelő hatásait boncolgatta. E vélemények szerint a devizatartalékokat a jegybankok tipikusan fejlett piaci állampapírokba fektetik, ami az elmúlt 15 évben a tartalék-felhalmozás folyamatos keresletet táplált a biztonságos és likvid kötvénypiacokon, és hozzájárult a fejlett piaci hozamok csökkenéséhez, illetve alacsony szinten tartásához. Amennyiben valóban megszakad a devizatartalékok felhalmozása, esetleg mindez trendszerű csökkenésbe csap át, úgy vélhetően éppen ellenkező folyamattal szembeüthetünk. A kereslet csökkenése a hozamok emelkedését eredményezheti ezen elemzők meglátása szerint. A problémát fokozza, hogy a hozamemelkedésre „pont rosszkor”, egy viszonylag törékeny növekedési és instabil pénzügyi környezetben kerülne sor.

A kérdés az, hogy valójában ilyen egyirányú és egyszerű kapcsolat áll-e fenn a devizatartalékok szintje és a fejlett piaci hozamok között. Véleményünk szerint ennél komplexebb kérdéssel állunk szemben.

Talán a legismertebb elmélettel Ben Bernanke (2005) állt elő, munkahipotézisének a „*global savings glut*” (globális megtakarítási bőség) nevet adta. Eszerint az 1997-98-as válságokra adott válaszként a feltörekvő piaci országok devizatartalék kiépítése mellett döntöttek, ami a fenti lépéseken keresztül nettó tőkeexportórré tett számos jelentős országot – volumenében természetesen a kínai tartalék emelhető ki. A tőkeexport jelentős hányada a világ tartalékdevizáját adó USA-ba áramlott (a devizatartalékok nagy része dollárban denominált, a legmélyebb és legszélesebb tőkepiaccal USA rendelkezik stb.), ahol mind a hozamszintek csökkenéséhez, mind az eszközárak (részvény, ingatlan stb.) emelkedéséhez is hozzájárult. A magasabb eszközárak okozta vagyonhatáson és az alacsonyabb hozamok indukálta hitelezés növekedésén keresztül ez a belső fogyasztás emelését okozta, ami végül folyó fizetési mérleg hiányt okozott. Ebben a gondolkodási keretben elsősorban ez magyarázza az amerikai adósságszint megugrását, szemben a „felelőtlen amerikai fogyasztó” képével. Bernanke szerint ez a folyamat hosszabb távon kedvezőtlennek tekinthető, hiszen a fejlett országokban a tőkehiány általában nem korlátozza a produktív beruházásoknak, míg számos fejlődő ország esetében nagyobb potenciállal bírnának a beruházások. A globális devizatartalékok egyre növekvő szintje inkább kedvezőtlennek tekinthető, a tartalékok csökkenése a kisebb egyensúlytalanság és valamelyest emelkedő hozamkörnyezet irányába mutat (ellentétes hatások hiányában, mint pl.: újabb Fed QE).

Ben Bernanke elméletének alapja tehát a feltörekvő országok szerinte túlzott megtakarítási szintje (*Excess Savings* – ES). Más nézetek (pl. Borio-Disayat) az alapvető összefüggést ugyan nem vetik el teljesen, de sokban árnyalják a „*global savings glut*” hipotézist. Véleményük szerint nem elég a nettó tőkeáramlás szintjét figyelembe venni, inkább a mögöttes bruttó tőkeáramlások mozgására – ami a cash-flow alapú valós finanszírozás – szükséges koncentrálni. Ez utóbbi sokkal inkább hatással van a piacon megfigyelhető kamatszintekre, míg a megtakarítás-beruházás (S-I) keretrendszerben a reálgazdasági egyensúly mellett létrejövő, nehezen megragadható normál ráta határozódik meg. Elméletben a piaci kamatszint a jegybanki és piaci döntéseknek betudhatóan a normál ráta felé konvergál, azonban a valóságban ennek fennállása nehezen ellenőrizhető. Ráadásul a piaci hozamszintek jelentős mértékben az adott pénzügyi szektor kockázatvállalási hajlandóságától, rugalmasságától, szabályozásától is függenek. Így meglátásuk szerint a „*global savings glut*” okozta piaci hozamcsökkenés és eszközár-emelkedés mértéke nem számszerűsíthető, sokkal inkább az adott pénzügyi-és bankrendszer működési feltételeiből eredt, a fejlett piacokon a válság előtt tapasztalt és később nagy problémákat okozó hitelezési boom. Ezért a tartalékok csökkenésétől nem várható a fejlett piaci hozamok automatikus megugrása, ennél sokkal komplexebb kölcsönhatásokon keresztül hat az esetlegesen tovább csökkenő tartalékszint a piacokra.

A tartalékolás céljai a válságok tapasztalati alapján folyamatosan bővültek

Mint azt korábban kiemeltük, a devizatartalék önmagában nem cél, hanem eszköz valamilyen gazdaságpolitikai cél megvalósítása érdekében, sőt esetenként a tartalék változása egy gazdaságpolitikai döntés vagy folyamat egyszerű következménye. Ebből fakadóan a devizatartalék szerepe folyamatosan változott az elmúlt évtizedek során. A Bretton Woods-i rendszer összeomlása után 1971-73-tól az volt a vélekedés, hogy a rugalmas árfolyamrendszerek bevezetésével alig lesz szükség devizapiaci intervencióra és ezzel együtt a devizatartalékokra. Ez a nézet a 70-80-as években az egyes válságok hatására megváltozott, felismerték, hogy a szabadon lebegő devizaárfolyamú országoknak is szüksége van tartalékokra a hitelesség és a pénzügyi stabilitás fenntartásához. Ebből a korból származik a mondás, hogy azoknak a jegybankoknak, akik megfelelő mennyiségű tartalékkal rendelkeznek többnyire nincs rájuk szüksége, azoknak pedig, akiknek szükségük lenne rá, többnyire soha nincs elég.

Az ázsiai válság 1997-98-ban megint újabb elemekkel bővítette a tartalékolás céljait. A délkelet ázsiai országok devizatartaléka nem számított alacsonynak az akkoriban hagyományosnak tekintett célokhoz képest, mint a devizapiaci intervenció és a külföldi devizában denominált államadósság visszafizetésének biztosítása. Ugyanakkor kevésnek bizonyultak, amikor a magánszektor által felhalmozott devizaadósság visszafizetését is ebből kellett volna fedezni.

Az egyik széles körben ismert szabályrendszer a tartalékok megfelelő nagyságára az ún. Guidotti-Greenspan szabály, már a gazdaság teljes rövid futamidejű külső adósságát vette alapul a kívánt tartalékméret meghatározásánál. A későbbi válságok (pl. az ír, valamint az izlandi bankrendszer összeomlása) azonban rámutattak arra a kimondatlan, de a tőkepiacokon élő elképzelésre, hogy esetenként a végső menedék funkciót ellátó jegybankoknak kell(ene) forrással ellátnia a teljes hazai bankrendszert, nemcsak hazai, de külföldi devizában is. A válság során és azt követően a jegybankok hosszú ideig látták el - jegybanki swap megállapodások keretében - a bankokat deviza likviditással.

A devizatartalék tágabb értelemben tehát a külső sokkok (jellemzően egy globális likviditásbőség hajtotta tőkebeáramlás után esetlegesen bekövetkező tőkemenekítés) okozta volatilitás megugrás kezelését szolgálja jellemzően. Azonban fontos kiemelni, hogy a volatilitás – akárcsak az energia – alapvetően nem vész el, csak átalakul ebben az esetben is. Míg a devizaintervenciók miatt a devizaárfolyam stabilnak mondható, ami nemzetgazdasági szinten előnyös kiszámíthatósággal jár, addig a devizaintervenciók miatt a jegybanki pénzkínálat (monetáris bázis) viszont ki van téve a folyamatos mozgásnak. A devizatartalék szignifikáns és folyamatos emelkedése (mint pl.: Kína) sterilizációt igényel a jegybank részéről (pl.: magasabb tartalékráta, magasabb kamatszintek), amennyiben el szeretné kerülni a hitelezés túlzott felpörgését. Ennek azonban egyrészt ára van a devizatartalékon elért hozam és a sterilizált állományokra fizetett kamatokon keresztül (negatív carry), másrészt sokszor a túl magas kamat ellenkezően a nemzetgazdasági célokkal (Kínában ez a korábbi évtizedben a beruházás- és export vezérelte növekedés volt). A devizatartalék esetleges csökkenése a folyamat meg-

fordulásával jár természetesen, ebben az esetben a csökkenő belső pénzkínálat szigorító hatását szükséges más monetáris eszközökkel ellensúlyozni.

Trendforduló?

Egyelőre nincs konklúziója annak a nemzetközi vitának, hogy igazi trendfordulónak vagyunk-e tanúi, és a jegybankok által tartott devizatartalékok csökkenése tovább fog folytatódni, vagy csak ideiglenes csökkenésről van szó egy alapvetően hosszabb távú, továbbra is felfelé irányuló trendben. Értelmezésünkben a vélemények csak látszólag mondanak ellent egymásnak egyrészt a devizatartalékok eloszlásának ferdesége, másrészt az amerikai dollár felértékelődése miatti árfolyam-átértékelődési hatás, harmadrészt pedig az előrejelzések eltérő időtávja miatt.

A devizatartalékok eloszlása globális nem egyenletes, hanem erős ferdeséget mutat, ezért nehéz általános megállapításokat tenni. A világ három legnagyobb devizatartalékával rendelkező ország adja a teljes devizatartalék állomány majdnem felét, illetve a tíz legnagyobb adja az állomány majdnem háromnegyedét. A teljes állományra nézve tehát meghatározó, hogy milyen folyamatok zajlanak ezen országok gazdaságában, és hogy milyen politikát követnek a nagy tartalékfelhalmozó jegybankok.² A nyersanyag árak elmúlt időszakban tapasztalt csökkenése nyilvánvalóan jelentős hatással volt a nyersanyag exportáló országok devizatartalék szintjére (pl. Brazília, Oroszország és Szaúd-Arábia). A csökkenő export bevétel szükségessé tette a keletkező költségvetési deficitek „kipótlását” a devizatartalékok felhasználásával, amit csak erősített a kapcsolódó tőkekiáramlás következtében gyengülő devizaárfolyamok intervenciókkal történő támogatása.

Ugyanakkor számos nagy devizatartalékkal rendelkező országban nem tapasztalhatóak a fenti folyamatok. Japán, Dél-Korea vagy India esetében stagnált vagy éppen kis mértékben növekedtek a devizatartalékok. A svájci devizatartalékok pedig mintegy megduplázódtak az elmúlt három évben a svájci jegybank által alkalmazott devizapolitika következtében.

A devizatartalékok csökkenésében szerepet játszó másik jelentős tényező az árfolyam-átértékelődési hatás. A nemzetközi devizatartalékokat amerikai dollárban tartja számon a Nemzetközi Valutaalap, és sor ország is dollárban denominált értéket publikál. A jegybankok viszont tipikusan nem egy devizában tartják tartalékaikat, hanem különböző megfontolások mentén diverzifikált portfóliókat alakítanak ki. A dollár felértékelődése pedig a nem dollárban denominált eszközök értékét csökkentette.³

Végül fontos sarokpontja a vitának, hogy milyen időtávon próbáljuk előre jelezni a jövőbeli folyamatokat. A közeli és talán a középjövőben a fenti folyamatokra vonatkozóan az elemzők

² Ez különösen igaz a csúcson mintegy 4.000 milliárd dollárt kitevő kínai devizatartaléokra. A globális tartalékokban bekövetkező csökkenés fele a kínai tartalékok leépüléséhez köthető.

³ Még akkor is, ha az amerikai dollár továbbra is domináns szerepet tölt be, és a devizatartalékok kétharmadát „zöldhasúban” tartják a jegybankok.

többsége nem számít változásra. Még ha a dinamika terén jobban is megoszlanak a vélemények, az irány szempontjából nagyobb egyetértés látszik. A dollár további potenciális erősödése, a nyersanyag árak nyomottsága vagy a feltörekvő országokban megfigyelt tőkekiáramlás mind a devizatartalékok további csökkenése irányába mutat.

Hosszú távon azonban a devizatartalékok dinamikáját leginkább a tartaléktartás változó, mégpedig folyamatosan bővülő céljai befolyásolják. A jegybankok már régen nem csak a monetáris politika, azon belül az árfolyam-politika támogatásának céljával halmoznak fel devizatartalékokat. Ma már a célok széles tárházába tartozik például a piaci bizalom erősítése vagy a generációk közötti vagyontranszfer is.

Továbbá a „biztosítási” célból felépített saját devizatartalék felhalmozásnak kevés alternatívája látszik. A közös alap létrehozása (*reserve pooling*) vonzó lehetőség lehet a nagyobb tartaléktartási költséggel szembesülő jegybankok számára. Azonban ez a stratégia egy globális válság és általános tőkekivonás esetén már nem hatásos. Hasonlóképpen, a bilaterális swap megállapodásokat (*swap line*) is lehet a tartaléktartás alternatívájaként kezelni, de igazán csak akkor, ha az permanens és nem feltételes eszközként funkcionál.

Az elmúlt évtizedek pénzügyi válságai rámutattak, hogy a megfelelő devizatartalék méret nehezen határozható meg, mivel a válságok természete, kiváltó okai és az arra adott válaszok is folyamatosan változnak. A globális tartalékállomány növekedése részben tudatos folyamat, a fent említett válságok következménye, részben viszont nem szándékolt, inkább egyéb célok, például egy követett árfolyam politika következménye. Ez áll többek között a kínai tartalékok jelentős bővülése mögött is. A kínai tartalékállomány jelentős mértékű növekedése átírta a korábbi írott és íratlan szabályokat a még kezelhető tartalékok mértékéről és példaértékű volt más, főleg ázsiai ország számára is, amelyek szintén hasonló exportorientált gazdasági növekedési modellt követtek. A hagyományos modelleket a tartalékok megfelelő nagyságáról folyamatosan felülírja az idő és az újabb és újabb válságok.

„Szerkesztett formában megjelent az Mfor.hu oldalon 2016. január 4-én.”

Deutsche Bank: *The „Great Accumulation” Is Over: FX Reserves Have Peaked, Beware QT*, Market Research, 2015. szeptember

Ben S. Bernanke: *The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit*, 2005. március

Francis Warnock, Veronica Warnock: *International Capital Flows and U.S. Interest Rates*, NBER discussion paper, 2006. szeptember

Daniel Carvalho, Michael Fidora: *Capital inflows and euro area long-term interest rates*, ECB working paper, 2015. június

Claudio Borio, Piti Disyatat: *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?*, BIS working paper, 2011. május

International Monetary Fund: *Assessing reserve adequacy*; IMF Staff Report, 2015. április