

Ladányi Sándor – Paulik Éva

## Egy új aranykor kezdete?

### Hazatért a tízszeresére növelt magyar aranytartalék

*A Magyar Nemzeti Bank hosszútávú nemzetstratégiai célokat szem előtt tartva tízszeresére növelte az ország aranytartalékát, amely határainkon belül tárolva támogatja Magyarország pénzügyi stabilitását. A hazai aranytartalékok mérete a 90-es évek elején a nemzetközi összevetésben alacsonynak tekinthető 3 tonnára csökkent, majd ezt követően több mint negyed évszázadig változatlan szinten maradt. Az elmúlt években a változó jegybanki, gazdasági és geopolitikai folyamatok hatására az aranytartalék megítélése módosult, az arany szerepe számos országban felértékelődött. Az MNB a régiós országok aranytartalékainak szintjéhez való felzárkózást, illetve az aranytartalék történelmi, a II. világháborút követő konszolidációs, pénzügyi stabilizációs időszakot jellemző szintjének helyreállítását tűzte ki célul. Mindkét cél teljesülésével összhangban áll a teljes állomány 31,5 tonnára történő emelése, amelyhez szükséges vásárlásokat a jegybank az elmúlt hetekben sikeresen végrehajtotta. Ezzel az aranytartalék nemzetközi tartalékokon belüli aránya a régiós, nem-euroövezeti országok átlagával azonos szintre került. Utolsó lépésben megtörtént a teljes aranytartalék hazaszállítása. A készletek hazaszállítása illeszkedik más nemzeti jegybankok (osztrák, holland, német) hasonló döntéseinek sorába.*

*Az aranytartalék helyreállítása, illetve hazai tárolása több előnnyel is bír. Az arany továbbra is tradicionális tartalékeszköz, ami diverzifikációs, kockázati koncentrációt csökkentő hatásokkal bír a nemzetközi tartalékok egészét tekintve. Ezen felül gazdaságstratégiai szerepet is betölt, mivel erősíti az országgal szembeni bizalmat mind belföldön, mind külföldön. Az itthoni tárolás biztosítja a tartalékelem hitelkockázatmentes jellegét. Szintén fontos szempont, hogy súlyosabb pénzügyi válságok esetén az arany pénzügyi szerepe újra felerősödhet, potenciális menedékeszközként javítja a tartalékmegfelelést, növeli az ország külső sokkokkal szembeni ellenállóképességét.*

### Az arany történelmi szerepe

**A jelenlegi pénzügyi rendszer kialakulása során az arany szerepe fokozatosan, több lépésben értékelődött át.** Az arany történelmi szerepét a pénzfunkciókat jól betöltő tulajdonságainak köszönhette. Az egyes nemzeti, nemzetközi monetáris rendszerek kialakulásának időszakában, majd hosszú évszázadokon keresztül a gazdasági szereplők elismerték pénzként, mivel tartósság, oszthatóság jellemzi, belső értékkel rendelkezik, és a gazdasági folyamatok méretéhez megfelelő likviditás is rendelkezésre áll belőle. Az arany, limitált mennyiségéből adódóan, megteremtette a pénzrendszer alapját jelentő bizalmat.

**Az elmúlt évszázadokban az árutermelés és világgazdaság méretének bővülésével fokozatosan relatív pénzhiány alakult ki, egyre nagyobb szerepet kaptak a pénzhelyettesítők, mivel az arany termelése nem volt korlátlanul bővíthető.** A középkor végétől kezdődően egyre elterjedtebbé váltak az önmagukban értéktelen pénzhelyettesítők, melyeket aranyra lehetett váltani, és amelyek a

nemesfémekkel együtt töltötték be a pénzfunkciókat. Háborúk, súlyos gazdasági egyensúlytalanságok és válságok idején azonban, amikor többletpénzre volt szükség, a kormányok arra kényszerültek, hogy felfüggeszék a forgalomban levő pénz mennyiségének aranyhoz való kötöttségét (aranystandard, majd Bretton Woods-i rendszerek felbomlása).

**Ezt a történelmi léptékkal mérve relatíve újonnan kialakult jelenséget nevezzük teremtett pénznek, azaz olyan papírvalutának, amely nem váltható be nemesfémre, de betöltheti a pénz szerepét, mert a kibocsátó kormány kötelezővé teszi annak elfogadását polgárai számára.** Az aranynek egy adott ország pénzrendszerét támogató funkciója a teremtett pénzek fokozatos térnyerésével párhuzamosan csökkent, a pénz stabilitását már nem a nemesfémre való fizikai beválthatósága, hanem a kibocsátó ország reálgazdaságának erőssége, gazdasági-politikai stabilitása biztosítja.

**Az arany monetáris funkcióinak változása ellenére a jegybanki működésben továbbra is releváns szerepet játszik: az összesített jegybanki aranytartalék a globális devizatartalék csaknem 12 százalékát teszi ki.** Az IMF adatbázisa szerint a teljes, IMF számára jelentett devizatartalék mérete 11482 milliárd dollár volt 2018 második negyedévének végén, melyből az aranytartalékok értéke 1359 milliárd dollár a World Gold Council adatbázisa alapján.

**Az elmúlt években a változó jegybanki, gazdasági és geopolitikai folyamatok hatására az aranytartalék megítélése módosult, az arany szerepe számos országban felértékelődött.** A 2008-as válság óta, főként az utóbbi években megfigyelhető fordulat, hogy a jegybankok – elsősorban a feltörekvő gazdaságok esetében – nettó aranyvásárlóként jelennek meg az arany piacán. Az aranytartalék növelése mögött nem csak befektetési, hanem szélesebb értelemben vett gazdaságstratégiai szempontok is állnak: az arany normál piaci körülmények mellett meglévő bizalmerősítő szerepe válsághelyzetben tovább erősödhet. A világgazdaságban az elmúlt években kialakult geopolitikai feszültségek ugyancsak felértékelték az arany szerepét, hitelkockázatmentes eszközként nem függ egyetlen kibocsátótól sem, így diverzifikálja a nemzetközi tartalékokat.

## **Az aranytartalék tartásának előnyei**

**A jegybanki aranytartalék tartásának és növelésének számos előnye van. Mindezek figyelembevételével a Magyar Nemzeti Bank az aranytartalék helyreállítása mellett döntött.** A döntést támogató legfontosabb érvek az alábbiakban foglalhatók össze röviden:

- 1) Az aranytartalék – kiemelt történelmi szerepének csökkenése mellett – **továbbra is használt tradicionális tartalékeszköz**, súlyos válságok elleni védvonal szerepét betöltő instrumentum, vagyonelem.
- 2) Az arany mint a nemzetközi tartalék része **diverzifikációs szerepet tölt be**, csökkenti a tartalék koncentrációját, így támogatja a tartalék pénzügyi kockázatainak porítását.
- 3) Fizikai arany mint befektetési forma esetében a jegybank **válsághelyzetben sem szembesül hitelkockázattal**.
- 4) Az aranynek minden gazdasági környezetben van **gazdaságstratégiai szerepe**. Az aranytartalék tartásával, felhalmozásával a jegybank alkalmas az országgal szembeni **bizalom**

**erősítésére** mind belföldön, mind külföldön. Az elmúlt évek gazdasági-pénzügyi konszolidációjának és monetáris politikájának köszönhetően Magyarország pénzügyi helyzete stabil, sérülékenysége alacsony, ám az aranytartalék növelésével egy újabb pillérrel erősíthetők meg az ország pénzügyi fundamentumai.

- 5) A **globális pénzügyi rendszer érdemi átalakulása, rendszerszintű válsága** esetén az arany jelentősége újra megnőhet: mélyebb **geopolitikai válságok** esetén elképzelhető, hogy az országok közötti kapcsolatokban újra szerephez juthat az arany és **nemzetstratégiai szempontból** kiemelten fontos lehet.
- 6) Válsághelyzetben az arany árfolyama **potenciális menedékeszközként** emelkedhet, ami növeli a devizatartalékok értékét, így javíthatja a tartalékmegfelelést, továbbá az ország ellenállóképességét a válságokkal és piaci turbulenciákkal szemben.

**Az aranytartalék több, mint pénzügyi befektetés, az MNB elsősorban nemzetstratégiai megfontolások alapján, hosszú távú, stabilizációs szempontokat figyelembe véve döntött az állomány növelése mellett.** Az aranyat pusztán befektetési szempontból vizsgálva a konzervatív befektetők által preferált eszközökhöz képest magasabb árfolyam volatilitás jellemzi. A magasabb volatilitás ellenére az arany tartása válságos időszakokban előnyös is lehet a más befektetési eszközökkel vett kedvező korrelációja miatt, hiszen a többi eszköz árának esésekor az arany felértékelődhet, ezzel stabilizálva a tartalékok teljes értékét.

**Összességében az aranytartalék korábbi, mind regionális, mind szélesebb nemzetközi összehasonlításban kifejezetten alacsony szintjének növelése bizalomépítő hatású. Válság idején az arany jó diverzifikáló eszköz a pénzügyi piaci tartalékeszközök mellett, ami csökkenti az ország sérülékenységét és javítja a külső megítélését.**

## **A globális jegybanki aranytartalékok**

**Az elmúlt évtizedekben az aranytartalék szerepe csökkent a devizatartalékéhoz képest, a legtöbb jegybank jellemzően inkább pénzügyi eszközökben tartalékol, ugyanakkor az arany vagyonfelhalmozási szerepe megmaradt.**

**A World Gold Council<sup>1</sup> által közétett legfrissebb adatok alapján jelenleg 33876 tonna arany van a jegybankok birtokában, a teljes jegybanki aranyállomány mintegy 70 százalékát a 10 legnagyobb aranytartalékkal rendelkező ország tartja, tehát erőteljes koncentráció jellemzi az arany eloszlását.** Az egyedi országok szintjén az USA kiemelkedően magas, 8134 tonnás aranytartalékkal rendelkezik, amely jórészt annak köszönhető, hogy az ország, illetve az amerikai dollár a II. világháború után kitüntetett szerepet töltött be a nemzetközi pénzügyi rendszerben. Az eurozóna tagállamai és az EKB együttesen 10778 tonna arannyal rendelkeznek, melyek közül Németország, Olaszország, Franciaország és Hollandia aranytartaléka összesen 8870 tonnát tesz ki. Az említett

---

<sup>1</sup> World Gold Council: Latest World Official Gold Reserves, <https://www.gold.org/data/gold-reserves>

országok mellett még Kína, Oroszország és Svájc is jelentős, 1000 tonnát meghaladó aranytartálékot tart (1. táblázat).

**2018 első felében a világ jegybankjainak aranytartáléka 263 tonnával emelkedett, ami erős keresletet mutat ezen intézményi szektor részéről. Az utóbbi évek legnagyobb aranykészlet-felhalmozói Kína és Oroszország.** Kína a 2008-as világgazdasági válság kitörése óta 600 tonnáról 1843 tonnára, Oroszország pedig 500 tonnáról 1999 tonnára növelte az aranytartálékát. Ezen országok esetében az utóbbi években megfigyelhető dinamikus aranykészlet-felhalmozási tendencia elsősorban gazdaságstratégiai okokkal magyarázható, amely az egyre inkább több pólusúvá váló világ-gazdaság irányába történő elmozdulás egyik jele. A folyamatosan bővülő aranytartalék azt a képet sugallja, hogy ezek az országok a világpolitikában is egyre nagyobb súllyal kívánnak részt venni. A közép-kelet-európai térségből a lengyel jegybank az elmúlt hónapok során 14 tonnával 117 tonnára növelte aranytartálékát, amellyel a régió legnagyobb aranykészletével rendelkező országává vált.

**A legújabb Jegybanki Aranyegyezményben a jegybankok kijelentették, hogy az arany továbbra is fontos eleme marad a tartalékaiknak, és nem tervezik jelentősebb mennyiségű arany értékesítését.** Az európai jegybankok aranytartalékainak alakulását az elmúlt két évtizedben nagyban befolyásolta a folyamatosan megújított Jegybanki Aranyegyezmény (Central Bank Gold Agreement). Az első egyezményt az IMF koordinálásával Washingtonban írták alá 1999-ben, az egyezmény szükségességét az aranytartalékok leépítése miatt kialakult aranypiaci turbulenciák indokolták. A jegybankok az aranypiac stabilizálása érdekében 5 évre szóló egyezményt kötöttek, amelyben az aranyeladások koordinálása mellett kötelezték el magukat. Az első egyezményt három újabb, 5 éves egyezmény követte, melyből a legutolsót 2014-ben írták alá. Az aláírók köre folyamatosan bővült, amelyek együttesen jelenleg a globális jegybanki aranytartalék 30 százalékát birtokolják. Az egyezmények is hozzájárulhattak, hogy a jegybankok részéről mutatkozó korábbi eladási tendencia megállt, sőt a legújabb időszakot vásárlások jellemzik.

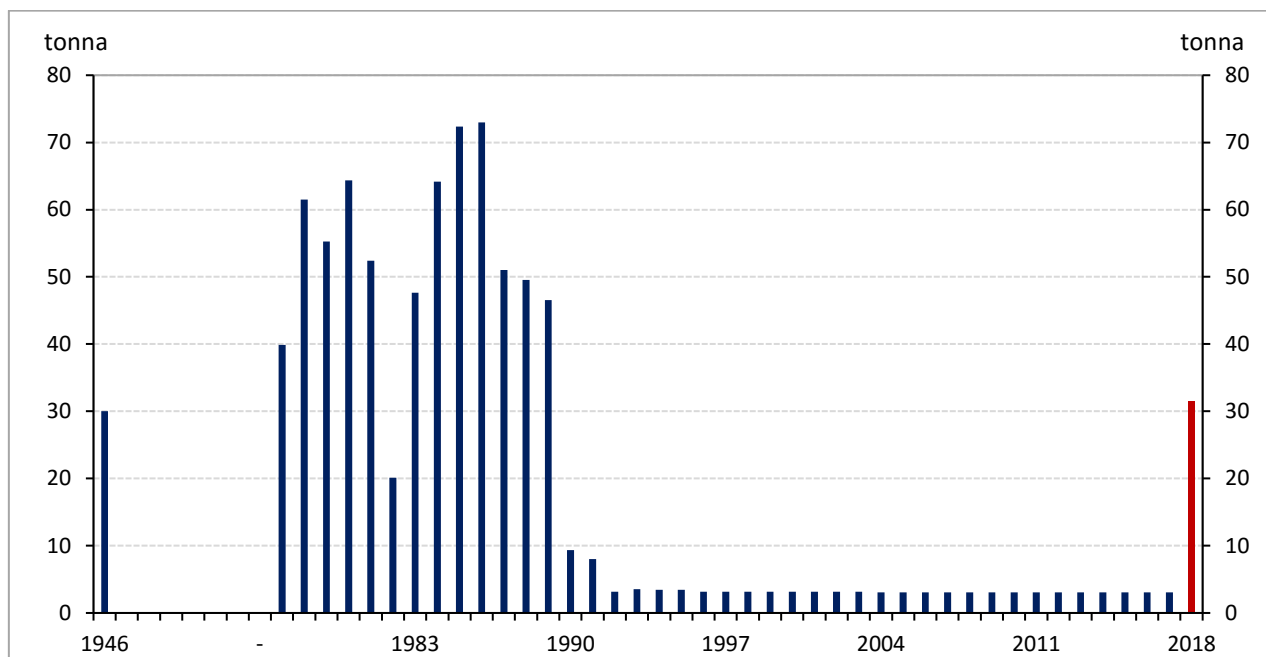
## **Az aranytartalék alakulása Magyarországon**

**A magyar aranytartalék mennyisége az elmúlt évszázadban a különböző pénzügyi rendszerek alatt más-más szinteken alakult.** A második világháború végén az MNB 30 tonna aranykészletét, nagy összegű devizatartalékát, valamint a Bank egyéb értékeit 1945 januárjában az „aranyvonaton” Nyugat felé menekítették. A szállítmány az amerikai hadsereg kezére került, melyet az amerikai hatóságok 1946 nyarán hiánytalanul visszaszolgáltattak Magyarországnak. Ez akkoriban komoly eredménynek számított, mivel más országok jegybankjai csak részlegesen kapták vissza elszállított aranytartalékaikat. A II. világháborút követő gazdasági konszolidáció és a pénzügyi stabilitás megteremtésének egyik fontos pillére volt a hiperinflációs időszak után a pengő helyett a forint bevezetése. Az új fizetőeszköz sikeres bevezetéséhez többek között hozzájárult az aranytartalék hazaszállítása is, amely egyfajta fedezetként támogatta a pénzügyi konszolidációt.

**Magyarország aranytartáléka a rendszerváltás környékén jelentős mértékben csökkent, miután az MNB akkori vezetése azt a stratégiai döntést hozta, hogy aranykészleteit a minimális szintre csökkenti.** Ezért a nemzetközi aranypiacon történt értékesítések következtében 1989 májusától 1992 októberére az MNB aranykészlete 46 tonnáról több lépcsőben 3 tonnára csökkent (1. ábra).

A készlet szintje ettől kezdve változatlan maradt, annak értéke pusztán az aranyárfolyam függvényében ingadozott, mennyiségi változás nem játszott szerepet.

1. ábra: Az MNB aranytartálékainak alakulása



Megjegyzés: az 1946 és 1977 közötti időszakra nem érhető el nyilvánosan az adatok.

**A magyar aranytartálék mértéke mind arányait tekintve, mind abszolút értelemben a nemzetközi rangsor középmezőnyébe került a tartalék növelését követően.** Az aranytartálék új megcélzott méretének meghatározásakor számos más tényező mellett a történelmi tartalékszintek és a régiós átlag is fontos szempontot jelentett. Az aranytartálék mérete a rendszerváltás óta nem volt ilyen magas, a 31,5 tonnás készlet a második világháborút követő szintnek feleltethető meg. 2018 előtt Magyarország az aranytartálékok aránya, illetve mérete alapján rendre a 97., illetve 89. helyen állt a nemzetközi rangsorban az IMF és World Gold Council statisztikái alapján. Az aranytartálék növelését követően Magyarország várhatóan a 67. helyre ugrik az aranytartálék arányát és 55. helyre az aranytartálék méretét tekintve (1. táblázat).

1. táblázat: Magyarország elhelyezkedése a nemzetközi rangsorban

	Ország	Nemzetközi tartalékon belüli arány		Ország	Aranytartalék mennyisége (tonna)
1.	USA	73,5%	1.	USA	8 134
2.	Németország	68,9%	2.	Németország	3 370
3.	Portugália	66,3%	3.	Olaszország	2 452
4.	Hollandia	65,9%	4.	Franciaország	2 436
5.	Venezuela	65,6%	5.	Oroszország	1999
6.	Olaszország	65,3%	6.	Kína	1843
7.	Ciprus	62,2%	7.	Svájc	1040
8.	Görögország	61,7%	8.	Japán	765
9.	Tádzsikisztán	60,7%	9.	Hollandia	613
10.	Franciaország	58,5%	10.	India	573
...			...		
...			...		
...			55.	<b>Magyarország</b>	<b>31,5</b>
...			...		
67.	<b>Magyarország</b>	<b>4,4%</b>	...		
...			...		
...			89.	<b>Magyarország</b>	<b>3,1</b>
...			...		
...			...		
96.	Brazília	0,7%	96.	Haiti	2
97.	<b>Magyarország</b>	<b>0,4%</b>	97.	Jemen	2
98.	Egyesült Arab Emírségek	0,3%	98.	Albánia	2
99.	Csehország	0,2%	99.	Salvador	1
100.	Hongkong	0,0%	100.	Suriname	1

Forrás: World Gold Council (2018. október)

**A magyar aranytartalék aránya annak növelését követően megfelel a nem-eurozónás régiós országok átlagának.** A nem-euroövezeti közép-kelet-európai jegybankok átlagosan a tartalék 4,4 százalékát fektetik aranyba, többen közülük fizikai formában tárolják aranykészleteiket (2. táblázat).

2. táblázat: A közép-kelet-európai országok aranytartalékának mérete

	Ország	Aranytartalék mennyisége (tonna)	Tartalékon belüli arány
1.	Lengyelország	117	3,9%
2.	Románia	104	10,0%
3.	Bulgária	40	5,6%
4.	Szlovákia	32	27,0%
5.	<b>Magyarország</b>	<b>31,5</b>	<b>4,4%</b>
5.	Ukrajna	24	5,4%
6.	Szerbia	20	5,7%
7.	Csehország	9	0,2%
8.	Lettország	7	5,7%
9.	Litvánia	6	4,8%
10.	Szlovénia	3	14,3%
11.	<b>Magyarország</b>	<b>3,1</b>	<b>0,4%</b>
12.	Észtország	0,2	3,0%
13.	Horvátország	0	0%
	<b>Régiós átlag</b>	<b>30</b>	<b>7,1%</b>
	<b>Nem-euroövezeti régiós átlag</b>	<b>44</b>	<b>4,4%</b>

Forrás: World Gold Council (2018. október), IMF

Az MNB első lépésben a már birtokában lévő 3 tonnás aranytartalékot szállította haza 2018 elején. Ezt követően a Monetáris Tanács az aranytartalék megtízszerezéséről döntött, ami idén ősszel meg is történt. Az utolsó lépés az újonnan megvásárolt teljes aranykészlet hazaszállítása volt. Ezzel lezárult az aranytartalék helyreállításának folyamata, Magyarország 31,5 tonnás aranytartaléka újra itthon található.

„Szerkesztett formában megjelent a [Portfolio.hu](http://Portfolio.hu) oldalon 2018. október 30-án.”