

Kuti Zsolt – Koroknai Péter

Túl a stabilitáson: Magyarország nagyot nyer az arany árfolyamának emelkedésén

A Magyar Nemzeti Bank az ország gazdaságstratégiai céljainak megvalósítása érdekében aranytartalékát több lépésben 3 tonnáról 110 tonnára növelte. Az arany számos olyan tulajdonsággal rendelkezik, ami miatt hatékonyan egészíti ki a jegybanki devizatartalékot. Ezek egyike az, hogy az arany árfolyama a válságokkal terhelt időszakokban jellemzően jelentős mértékben emelkedik. Jól alátámasztja ezt az elmúlt néhány turbulens év tapasztalata: az MNB által felhalmozott aranytartalék értékének növekedésével mára már több milliárd eurót nyert az ország.

Az utóbbi évek válsághullámai közepette az aranyak egyre fontosabb szerepe van a jegybanki tartalékok között. Az elmúlt években a globális gazdasági folyamatokat nagyfokú bizonytalanság jellemezte. A Covid járvány, az energiaár-robbanás, az orosz-ukrán háború, majd a közel-keleti feszültségek élesedése következtében a nemzetközi pénzügyi piacokat kiszámíthatatlanság és fokozódó volatilitás jellemzi. E folyamatok az utóbbi években az arany szerepének felértékelődéséhez vezettek, így világszerte az egyik legfontosabb hosszútávú stratégiai tartalékeszközzé vált.

Az arany nemzetközi tartalékokban betöltött kiemelt szerepét több olyan jellemzőjének is köszönheti, ami miatt mással nem helyettesíthető. Egyrészt az arany a geopolitikai és háborús konfliktusok felerősödése idején menedékeszközként viselkedik, ami igazolhatja az arany felé fordulást. Másrészt a bizonytalan piaci környezetben az arany menedékeszköz és értékmegőrző funkciója erősíti a jelentős aranytartalékkal rendelkező országokkal szembeni bizalmat és támogatja pénzügyi stabilitásukat. Harmadrészt a saját tárolású fizikai arany esetében – egyéb pénzügyi befektetésekkel szemben – a tulajdonos nem szembesül hitel- vagy partnerkockázattal, mert nincs kitéve a partner csődjének vagy nem-teljesítésének. E tulajdonságok miatt tehát az arany egy tökéletes diverzifikációs eszköz, ami hatékonyan egészíti ki a szokásos devizatartalék elemeket.

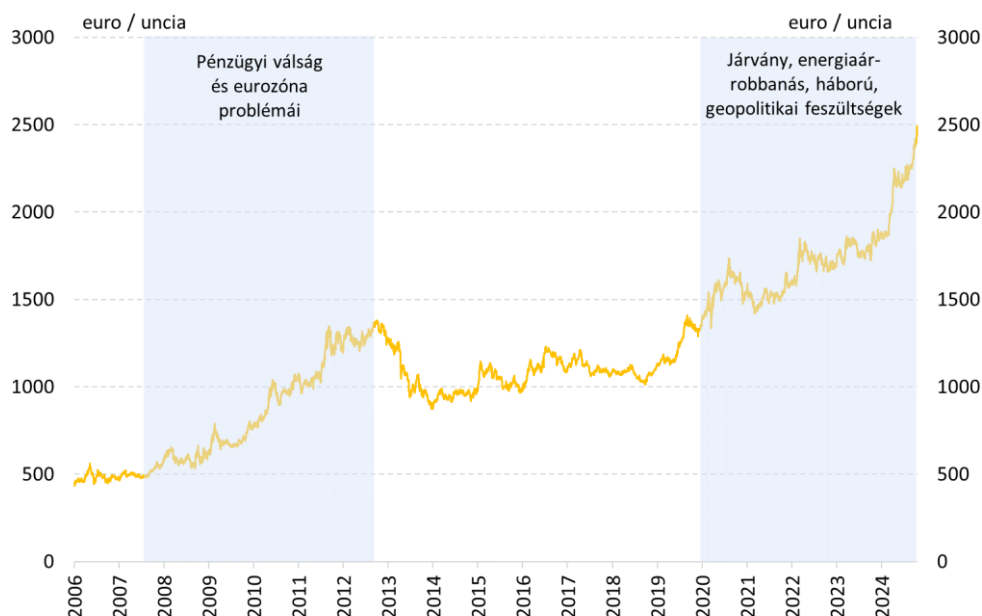
Az MNB régiós társait is megelőzve, jó időzítéssel, az elsők között döntött az aranytartalék több hullámban történő növeléséről. Az MNB hosszútávú nemzet- és gazdaságstratégiai célokat szem előtt tartva 2018-ban több mint tízszeresére, 31,5 tonnára, majd 2021-ben 94,5 tonnára emelte az aranytartalékot, amit idén már 110 tonnára növelt.

Az aranyárfolyam jelentős emelkedése azt okozta, hogy a felhalmozott aranytartalék értékének növekedésével mára már több milliárd eurót nyert az ország. Az arany ára jelenleg mintegy 2500 euro, vagyis közel két és félszerese a 2018-as

vásárláskori szintnek, miközben csak az idei évet nézve több mint 30 százalékkal emelkedett az euróban kifejezett értéke. Így 2024 október végén az MNB aranytartalékainak értéke már közel eléri a 9 milliárd eurót és meghaladja a 3600 milliárd forintot. Az MNB vásárlásaival Magyarország továbbra is előkelő helyet foglal el az arany nemzetközi tartalékon belüli arányát tekintve a hasonló gazdaságpolitikai keretek között működő, régiós jegybankok mezőnyében. Ugyanakkor az is látszik, hogy a világ számos jegybankja szintén az arany felhalmozásának irányba mozdult el. Csak a régióban Csehország és Lengyelország a közelmúltban jelentette be, hogy érdemben növeli aranytartalékát.

Az arany szerepe a jegybank nemzetközi tartalékai között azért is kiemelten fontos, mert az arany árfolyama jellemzően épp a kritikus időszakokban emelkedik, ezzel jelentősen tompítva a hazai gazdaságot érő negatív hatásokat. Az arany árfolyama válságidőszakokban tipikusan emelkedik, amit az alábbi ábra is jól illusztrál: eszerint a pénzügyi válság és az eurozóna felbomlásának lehetősége miatti kritikus időszakokban, illetve az elmúlt évek – járvány, energiaár-robbanás és háborúk által is fémjelzett – válsághulláma idején is számottevő mértékű felértékelődést mutatott (1. ábra). Ez a jelenség azért kiemelten fontos, mert ezekben a kritikus időszakokban jellemzően megnő a Magyarországhoz hasonló felzárkózó gazdaságok külső sérülékenysége, amit ugyanakkor a tartalékban meglévő jelentősebb mennyiségű arany részben ellensúlyozhat. Egyrészt, az arany árfolyamának emelkedésével a nemzetközi tartalék értéke is emelkedik, javítva a tartalékmegfelelést és csökkentve ezzel a nemzeti devizára nehezedő nyomást. Másrészt, ha a külső sokk következtében emelkedik a hazai kamatszint, akkor annak a jegybanki eredményre gyakorolt negatív hatását tompítja, hogy az arany felértékelődése növeli a központi bank saját tőkéjét.

1. ábra: Az arany árfolyama jól teljesít a válságos időszakokban



Az aranytartálék növelése az elmúlt években a hazai stabilitás, illetve a tartalék-megfelelés növelése mellett több tényezőt keresztül jelentősen javította az MNB eredményét és saját tőkéjét.

- **Az aranytartás az arany felértékelődésekor növeli a saját tőkét.** Az aranytartálék növelésével a jegybank nemzetközi tartalékának értékét jobban befolyásolja az arany árfolyama. Az arany elmúlt években tapasztalt jelentős felértékelődésével ez azt jelenti, hogy a tartalék értékének növekedésével párhuzamosan a jegybanki tőkeelemek között megnő a kiegyenlítési tartalék¹ nagysága. 2024 szeptemberére az MNB saját tőkéjéből a kiegyenlítési tartalékok összege már több mint 900 milliárd forintot tett ki, melynek egy számottevő része az aranytartálék felértékelődéséhez kapcsolódik.
- **A felértékelődés egy részét realizálva az MNB számottevő osztalékot fizetett az államnak.** 2019 végén az MNB az arany árfolyamának fent említett növekedéséből 140 milliárd forintnyi eredményt realizált. Ez nagyban hozzájárult ahhoz, hogy az MNB 2020 közepén 250 milliárd forintos osztalékot fizetett be a

• ¹ A jegybankmérleg eszközoldalán szereplő devizatartalék forintban kifejezett értéke az árfolyamok (pl. forint-euro árfolyam vagy a devizatartalékban szereplő értékpapírok árfolyamának) elmozdulásai miatt folyamatosan változik, aminek a forrásoldalon is meg kell jelennie a mérleg egyensúlyának fenntartása érdekében. Ezen tőkeelemet kiegyenlítési tartalékoknak nevezik.

költségvetésbe, ezzel a járvány kitörése utáni kritikus helyzetben jelentős pénzügyi segítséget nyújtva az államnak.

- **Az arany tartása hosszabb távon hozzájárulhat a kockázati felárak mérséklődéséhez, és ezáltal javítja a jegybanki eredményt.** A fizikai arany bizalomerősítő hatása, illetve az arany árfolyamának emelkedése miatt magasabb tartalékszint mérsékli a magyar gazdaság kockázati felárát, ami a kamatcsökkentési mozgástér növelésén keresztül javítja az MNB kamateredményét, és ezzel növeli a jegybank saját tőkéjét is.

Össességében elmondható, hogy az MNB aranyfelhalmozása – a kedvező diverzifikációs és bizalommövelő hatások mellett – közvetlenül is nagy eredménnyel járt: az arany árfolyamának emelkedése sok milliárd euróval növelte a tartalékok értékét, gazdagította az országot.