

Kolozsi Pál Péter - Újra az aranyra figyelnek a jegybankok

Az MNB időben ismerte fel, hogy olyan korszak előtt állunk, amelyben az aranynak kitüntetett szerepe lesz

Az utóbbi években és különösen az ideai esztendőben a nemzetközi pénzügyi piacok egyik legmarkánsabb fejleménye az aranyár emelkedése volt. A nemesfém jegyzése jelenleg csaknem két és félszerese a 2018-ban látott szintnek, csak az idei évben pedig mintegy 20 százalékos volt az áremelkedés. A drágulás mögötti okok sokrétűek lehetnek, amelyek részletes elemzése túlfeszítené ennek az írásnak a kereteit, de az áralakulás trendszerűsége alapján fundamentális, stratégiai tényezők húzódnak a felértékelődés mögött, különösen, hogy a vásárlások nagy része a jegybankokhoz kötődik.

Az aranyról sokaknak amúgy is egyből a központi bankok jutnak eszükbe, hiszen évszázadokon keresztül a jegybanki trezorokban őrzött arany volt a mindennapokban használt pénz fedezete. Az aranynek ez a direkt monetáris funkciója mára megszűnt, de az arany így is fontos szereplője maradt a pénzügyeknek. Sőt, egyre több jel utal arra, hogy készülhetünk az arany „[reneszánszára](#)”, azaz arra, hogy más formában és funkcióban, de az arany jelentősége újra emelkedni fog.

Az aranyár emelkedése globális folyamatok következménye és globális trendeket tükröz. Ezeknek a trendeknek az időben történő felismerése, megértése és jó értelemben vett „kihasználása” a siker alapfeltétele mind az üzleti szférában, mind a közösségek életében. A magyar aranytartalék visszaépítése és megemelése ebben a tekintetben büszkeségre adhat okot, hiszen a Magyar Nemzeti Bank (MNB) a jegybanki világban az elsők között ismerte fel, hogy olyan geopolitikai korszak előtt állunk, amelyben az aranynak kitüntetett szerepe lesz. Ennek keretében az MNB először 2018-ban több mint tízszeresére, 31,5 tonnára növelte az aranytartalékot, majd ezt követően 2021-ben megháromszorozta és 94,5 tonnára emelte az aranykészlet állományát. Ennek a hat évvel ezelőtt megkezdett folyamatnak volt a folytatása, hogy idén szeptemberben az aranytartalék 94,5 tonnáról 110 tonnára emelkedett, ami rekordszintet jelent. A 2018-ban elkezdett magyar példa ragadós volt - időbeli késéssel ugyan, de a régiós jegybankok közül több is megjelent az aranypiacon az MNB után, ahol érdemi vásárlásokat hajtottak végre. Ezzel együtt jelenleg hazánk rendelkezik a legmagasabb egy főre jutó aranytartalékkal a kelet-közép-európai térségben.

A [szeptember végi jegybanki bejelentést](#) követően számos kiegyensúlyozott és tény-szerű beszámoló mellett néhány olyan értékelő írás és kommentár is napvilágot látott, amely téves megállapításokat tett a jegybanki aranytartalék növelésével kapcsolatban. Ezek jellemzően ugyanazokat az érveket ismételték meg, sok esetben ugyanazoktól a szerzőktől, mint amikkel az utóbbi években már találkozhattunk, és amelyekre több alkalommal is válaszoltunk (például [itt](#), [itt](#) és [itt](#)), de a tisztánlátás és a szakmaiság védelme érdekében most mégis újra szükségesnek látjuk, hogy reagáljunk az elhangzottakra.

1. Félrevezető minden olyan sugalmazás, ami szerint az aranyvásárlás idegen lenne a jegybanki világtól és csak az MNB-t jellemezné. Az arany továbbra is az egyik legfontosabb globális tartalékeszköz, az elmúlt években pedig jelentős jegybanki aranyvásárlások történtek. A mostani 15,5 tonnás vásárlás előtt az MNB legutóbb 2021-ben növelte az aranytartalékát. Ha csak a legutóbbi vásárlás óta eltelt három évre fókuszálunk, azt láthatjuk, hogy a World Gold Council összesítése szerint a jegybankok világszerte összesen csaknem bruttó 3000 tonna aranyat vásároltak - és hogy a régióon belül maradjunk, egyedül Lengyelország több mint 160 tonnával növelte aranykészleteit, amiből csak az utóbbi félévre több mint 30 tonna esett. Kelet-Közép-Európában Csehország is aktív aranyvásárló, a nyugati világ vezető államainak értékelésekor pedig érdemes figyelembe venni, hogy mivel vigyáztak az aranytartalékukra, vásárlások nélkül is jelentős készletekkel rendelkeznek – a nyugati összevetésben viszonylag visszafogott osztrák aranytartalékok is két és félszer meghaladják a magyar értéket, míg a német esetben több mint harmincszoros az arány.
2. Vajon mi magyarázhatja a jegybankok ilyen jelentős érdeklődésért az arany iránt? Mindenekelőtt érdemes rögzíteni, hogy az arany nem „kakukktójás” a tartalékezelésben, hanem - kiemelten épp a néhol kétségbe vont magasfokú likviditása miatt - a nemzetközi tartalékok egyenrangú része, azaz egy teljesen elfogadott és hagyományos tartaléktartási eszköz. Ehhez adódott hozzá az utóbbi időszakot jellemző bizonytalan geopolitikai, gazdasági, pénzügyi és nemzetközi piaci környezet, amiben felerősödtek az aranytartalék jelentőségét felértékelő tendenciák. Az adósságok példátlan emelkedése az eszközosztályok tartós átstrukturálódása felé mutat. Mivel az arany nem egy államra vagy vállalatra szóló követelés, így esetében a jegybank nem szembesül hitelkockázattal, hazai tárolás esetén pedig partnerkockázattal sem. Válsághelyzetben az arany potenciális menedékeszközként viselkedhet, amiből adódóan mélyebb geopolitikai válságok esetén jellemzően

felértékelődik – ahogy azt az utóbbi évek és hónapok egyre bizonytalanabb nemzetközi környezetében tapasztalhattuk is, tehát egyfajta menedék eszközként is funkcionál.

3. Gyakran visszatérő érv az arannyal szemben kritikus véleményekben, hogy az arany tárolása költséges és nem fizet kamatot, azaz nem jó tartalékeszköz. Egy ilyen cikk nem megfelelő forma a tartalékezelés módszertanában való elmélyüléshez, de annyit azért rögzítsünk, hogy a portfóliók optimalizálása esetén nem csak egy-egy eszköz saját teljesítménye lényeges, hanem az is, hogy milyen együttmozgások jellemzik az egyes eszközöket. A hozamok és kockázatok vizsgálatakor az egyes portfólióelemek nem vizsgálhatóak külön-külön, a teljes portfóliót kell figyelembe venni. Ezáltal a portfólióeszközök egyedi kockázata és hozama csak a többi portfólióelemhez viszonyítva, a korreláció mértékéből fakadó diverzifikációs hatást figyelembe véve válik elemezhetővé, önmagában egyik eszköz sem értékelhető. Az arany épp a fent bemutatott tulajdonságai miatt kedvelt diverzifikációs eszköz, hiszen nem föltétlenül ugyanúgy viselkedik stresszhelyzetben, mint például a kötvények, ami az egyik oka a kiemelkedő jegybanki keresletnek a nemesfém iránt. A jegybanki tartalékezelés optimalizálása komplex matematikai modelleken alapul, amiben számos eszköztípusnak jut szerep – ideértve az aranyat is, amely jól kiegészítheti az egyéb tartalékelemeket. A diverzifikáció a nem szisztematikus kockázat csökkenését szolgálja, így alapvető elvárás minden portfólióval szemben – azaz nem lehetőség, hanem az optimális tartalékolás okán kötelesség, amiben az arany is aktív szerepet játszik. Ami a kritika másik elemét illeti: az arany tárolásának magyarországi költsége ebben a kontextusban gyakorlatilag kerekítési hiba kategóriába esik.
4. Az arany egy széles körben elfogadott és használt pénzügyi eszköz, de a pénzügyek történetében betöltött speciális és kiemelkedő szerepe miatt az arany több is ennél. Ma nincs olyan pénzfunkciója az aranyaknak, mint korábban évezredek óta, de az arany ettől még az értékőrzés szinonimája. Ebből adódóan az aranytartalék tartásával, felhalmozásával a jegybank képes az országgal szembeni bizalom erősítésére – belföldön és külföldön egyaránt. A bizalom erősítése pedig definíció szerint növeli a pénzügyi stabilitást.
5. A már említett menedékeszköz funkció egyfajta biztosítási jelleggel ruházza fel az aranyat. Ahogy a felsejtőben már bemutatásra került, az elmúlt évek nagyfokú pénzügyi és geopolitikai bizonytalansága közepette az arany kiemelkedően teljesített. A múltbeli teljesítmény ebben az esetben sem jelent garanciát a jövőre

nézve, az aranyár előrettekintve az eddigi emelkedéssel együtt is változókéony lehet. Az arany volatilitása ugyanakkor közgazdasági értelemben nem egy elszenvedett és haszontalan költség. Úgy is tekinthetünk rá, mint a menedékeszköz funkcióhoz kapcsolódó „biztosítás” díjára, hiszen piaci sokkhelyzet idején, válságban az arany értéke várhatóan nő, ami ellensúlyozza az árvolatilitás kockázatát – ez pedig a portfóliókezelés tekintetében fontos szempont lehet.

Az aranytartalék növekedése az aranyra irányuló figyelem miatt kitűnik a mindennapok eseményei közül, de ne feledjük el, hogy a legutóbbi aranyvásárlás, azaz 2021 óta az MNB nemzetközi tartalékai 30 milliárd euróról 46-47 milliárd euróra emelkedtek, ami több mint 50 százalékos növekmény! Az MNB tartalékainak szintje nem csak nominális értelemben kimagasló, hanem megfelel az összes nemzetközi mutatónak és előírásnak, valamint az IMF legfrissebb értékelése szerint is biztonságos szintet jelent.

Az MNB devizatartalék-stratégiája és ennek részeként az aranytartalék növelése összhangban van a nemzetközi gyakorlattal. Az arany nem csak tradicionális értékőrző, hanem a modern tartalékkezelés eszköze is. Magyarország nemzetközi tartalékainak stratégiai eleme. Az aranytartalék tartásának célja pedig nem „ismeretlen” és nem „spekulatív”, ahogy egyes véleményekben megjelent, hanem a jegybanki tartalékstratégia részeként az általános tartalékolási célok támogatását, a tartalékportfólió optimalizálását és az országgal szembeni bizalom erősítését szolgálja.