

A nemzetközi elemzők továbbra is az USA pénzügyi piacán kialakult helyzetre figyelnek és latolgatják annak a világ gazdaságára tett várható hatásait. Idehaza a KSH közzétette a bruttó hazai össztermék 2007-re vonatkozó adatait. Eszerint a GDP növekedés 1,3% volt a tavalyi év során. A növekedés elsősorban az iparnak köszönhető, melynek hozzáadott érték növekedése 6,2% volt.

Nemzetközi helyzetkép

A Federal Reserve március 17-én 0,75%-os kamatcsökkentésre szánta el magát. A londoni Economist Intelligence Unit (EIU) várakozásai szerint a Fed áprilisban várhatóan 1,75 százalékra csökkenti tovább a jelenleg 2,25 százalékos, irányadó szövetségi napikamatcélját. Az EIU szerint az amerikai megtorpanás hatására az idén a világgazdaság egészének növekedési üteme is jelentősen lelassul, a tavalyi 4,7 százalékkal szemben erre az évre 3,7 százalékot várnak.

A német IFO legújabb közleményében hasonlóképpen az áll, hogy a világméretű gazdasági fellendülésnek most vége szakad. Annak ellenére, hogy a kínai gazdaság egyre erősödik, még mindig az USA adja a legjelentősebb hozzájárulást a világgazdasághoz. A kínai export 21 százaléka és az EU-export 23 százaléka az Egyesült Államokba irányul, ezért a visszaesés hatással lesz mind Nyugat- mind Kelet-Európa gazdasági növekedésére.

A GDP-nek és összetevőinek hazai alakulása

A KSH közzétette a bruttó hazai össztermék tavalyi évre vonatkozó adatait. Eszerint a GDP a 2007-es év egészében 1,3%-kal bővült. Az ártermelő ágazatok hozzáadott értékét vizsgálva mindenekelőtt az ipar növekedett kiemelkedően, évi 6,2%-kal. Ezen belül a feldolgozóipar növekedése az átlagot meghaladóan 6,8% volt. A mezőgazdaság teljesítménye 2007-ben 13,3%-kal csökkent, ez elsősorban az aszályos időjárás következménye. Az építőipar hozzáadott értéke negyedévről negyedévre csökkent, 2007 egészében 11,6%-kal volt alacsonyabb, mint az előző évben. A termelés csökkenése az építőipar

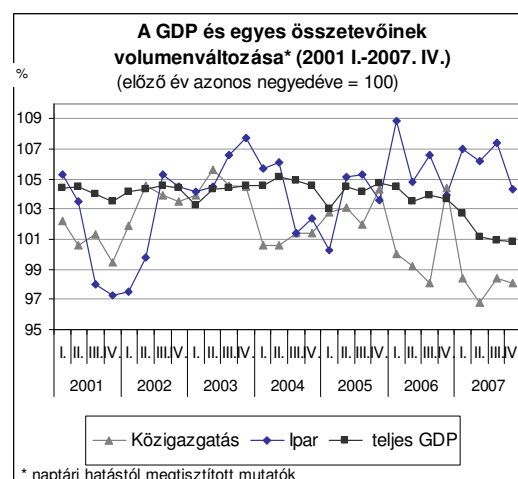
minden területén jelentkezett, de leginkább az egyéb építmények (elsősorban az autópályák, autótutak) építésénél. Ennek oka az állami megrendelések drasztikus csökkenése volt. A szolgáltatások hozzáadott értéke a nemzetgazdaság egészéhez hasonlóan 1,3%-kal növekedett. A kormányzati szektor által előállított hozzáadott érték 2007-ben 2,1%-kal csökkent.

A GDP felhasználási oldalán a háztartások fogyasztása az év egészében 2,1%-kal csökkent, a közösségi fogyasztás éves szinten 3,2%-kal esett vissza.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás 2007-ben 1%-kal nőtt, elsősorban a feldolgozóipar, és a szállítás, raktározás, posta és távközlés beruházásainak köszönhetően.

A nemzetgazdaság külkereskedelmi forgalmán belül az export éves szinten 14,2%-kal, míg az import 12,2%-kal növekedett.

Források: IFO, KSH, MTI



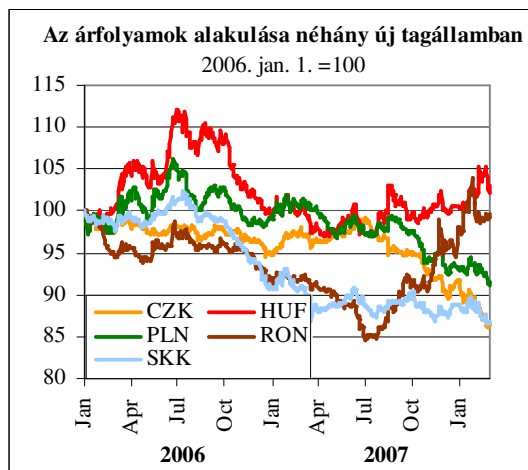
A forint árfolyamsávjának eltörlése és annak hatásai

Az elmúlt hetek pénz- és tőkepiaci turbulenciájának egyik kulcseménye a forint árfolyamsávjának eltörlése volt. Miért, s miért éppen most került sor erre a döntésre, és várhatóan milyen hatással lesz rövid és hosszabb távon a forint árfolyamára, az inflációra és a reálfolyamatokra, valamint a vállalkozások kilátásaira? Ezekre a kérdésekre próbálunk meg választ keresni az alábbiakban, rövid áttekintést adva az elmúlt hetek pénz- és tőkepiaci eseményeiről is.



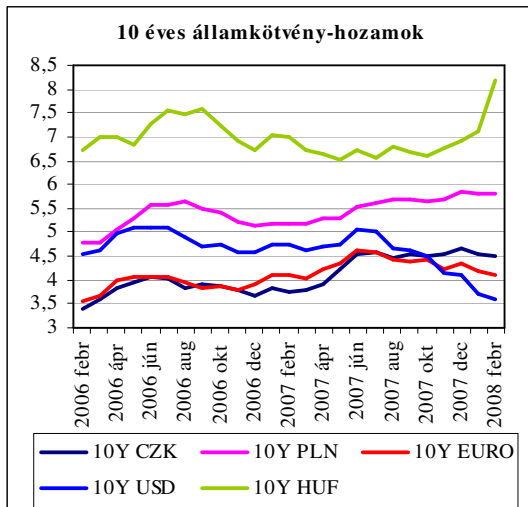
Az időzítésről és a háttérrel¹

Az amerikai másodlagos jelzálogpiaci válság okozta turbulencia januárban újra felerősödött a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon. A csökkenő befektetői étvágyat augusztus óta növekvő kockázati felárak kísérik, s ezek januárban, amikor a magasabb kockázatú eszközöktől (részvényektől, kockázatosabbnak értékelt vállalati- és államkötvényektől) való befektetői elfordulás újabb hulláma lepte el a piacokat, gyorsuló ütemben emelkedtek. Míg régiók valutáinak árfolyam-alakulását ez a folyamat csupán 1-2%-os ingadozásra készítette - sőt, a cseh korona mintegy 4%-kal erősödött is az év első másfél hónapjában -, a magyar pénzügyi eszközöket a leggyengébb emelkedő piaci országok eszközei közé sorolták át a befektetők, így a kockázati éhség csökkenése a magyar pénz- és tőkepiacot jelentősen sújtotta. A forint január közepén gyors gyengülésnek indult, s egy hónap alatt közel 4%-kal leértékelődött: a januári eleji 253 Ft/euró körüli szint helyett 265 Ft/eurón állt a február 25-i alapkamat-döntés előtt.



Mindeközben a Budapesti Értéktőzsdéről 100 milliárd Ft-nyi külföldi tőke vonult ki, s a BUX 1000 ponttal csökkent, míg a magyar állampapírokra fizetendő hozamok a vártnál rosszabb inflációs és növekedési kilátások miatt rövid idő alatt fél százalékpontnyival megugrottak. A korábbi kamatcsökkentési várakozás helyett a hónap végére a piac 25-50 bázispontos jegybanki kamatemelést árazott be a rövid kamatokba: a 3 hónapos kincstárjegy átlaghozama 7,8, a 12 hónaposé 7,95% körül mozgott a Monetáris Tanács február 25-i ülése előtt a január végi 7,4% helyett. Ennél is nagyobb ugrás történt a hosszabb lejáratokon, 8% köré emelve azok hozamát.

¹ A hazai és nemzetközi pénz- és tőkepiacok legújabb fejleményeiről és kilátásairól lásd részletesebben: KOPINT-TÁRKI Konjunktúrajelentés 2008/1.



A magyar államkötvények drasztikus hozam-emelkedése különösen súlyos országspecifikus problémákat jelez egy olyan időszakban, amikor a kockázat-érzékenység növekedése a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon a biztonságos eszközöknek számító államkötvények felé terelte a befektetői keresletet. S ez nemcsak a legbiztonságosabb fejlett piaci hosszú lejáratú államkötvények hozamcsökkenését idézte elő, hanem novembertől régióink többi országának államkötvény-hozamai is (némi őszi stagnálás, enyhe emelkedés után) követték a mérséklődő trendet. Igaz, ezt a hozam-alakulást mind Csehországban, mind Lengyelországban november óta kétszeri 25-25 bázispontos jegybanki kamatemelés segítette: előzőben 3,25-ről 3,75-re, utóbbiban 5%-ról 5,5%-re nőtt február végére a jegybanki alapkamat.



Bár a vártnál magasabb infláció és a nemzetközi pénzpiacok növekvő kamatfelárai miatt a piac Magyarországon is alapkamat-emelésre számított (ahogy az a rövid hozamok alakulásán is jól látszik) a Monetáris Tanács február 25-i ülésén – a jegybanki eszközökkel befolyásolhatatlannak tartott költség-sokkokra (élelmiszer-, olaj-, hatósági és energia-árak), valamint a kedvezőtlen konjunkturális kilátásokra hivatkozva – végül is változatlanul 7,5%-on hagyta a jegybanki alapkamatot. (Szükség esetén gyors beavatkozást ígérve nyitva hagyta azonban a „monetáris kondíciók szigorításának” lehetőségét is.) A döntést a forintárfolyam euróval szembeni sávós rögzítésének eltörlésével, és lebegő árfolyamrendszer bevezetésével együtt jelentették be, amit a piac üdvözölt és a forint néhány napon erősödésével is honorált. A másodlagos államkötvény-piacon azonban öt nappal az elmaradt kamatemelés után néhány nemzetközi alap pozíció-zárása nagy arányú eladásokhoz vezetett, ami hozamugrást és likviditás-hiányt idézett elő a piacon, s a következő héten, különösen a hosszú lejáratokon további, évek óta nem látott hozamemelkedés, a piac kiszáradása és meglehetősen pánik keletkezett.

A döntés okairól...

A forint euróval szembeni +/- 15%-os ingadozási sávjának eltörlését a jegybank már régóta szorgalmazza, a kormány azonban – a forint túlzott felértékelődésétől és az árfolyam-volatilitás jelentős növekedésétől tartva – eddig nem járult hozzá. A közleményben is publikált jegybanki álláspont szerint a jegybank sávszéleken történő beavatkozási kötelezettsége ellentétes a magyar jegybank inflációs és nem árfolyam-célt követő gyakorlatával.² Az inflációs cél elérését, az ahhoz alkalmazott kamatpolitika hatásosságát gátolhatja az árfolyam adott sávban tartásának előírása, az ebbe kényszerített forint-árfolyam, ahogy sokak szerint az eddigi sáv (240,01 és 324,71 Ft/euró) megszabta árfolyampálya is korlátozta a további inflációcsökkentés lehetőségét, mivel gátolta a forint további erősödését.

² „Az árfolyam ingadozásának korlátozása inflációs célkövetés mellett nem járul hozzá a hosszú távú inflációs várakozások lehorgonyzásához.” MNB MT Közlemény a forint euróval szembeni ingadozási sávjának az eltörléséről Budapest 2008. febr. 25.

A forint gyengélkedése a kedvezőtlen befektetői hangulatban megfelelő pillanat volt árfolyam-sáv eltörléséhez, az ezzel járó esetleges túlzott forint-erősödés elkerüléséhez. A jegybanki alapkamat emelésének elmaradása is része volt annak a várakozásnak, hogy a sáveltörlés a forint erősödését váltja ki, így talán nem lesz szükség a forint visszerejét kamatemeléssel is növelni. A döntés utáni első napok pénz- és tőkepiaci fejleményei részben vissza is igazolták ezt a várakozást: a forint két nap alatt 3%-kal 257,3 Ft/euróra erősödött, a héten tartott államkötvény-aukciókon kialakult hozamok azonban stabilan tartották magukat a korábbi magas másodpiaci szinthez. A február 29-i, pénteki hozam-ugrás és az azt követő tartós hozam-emelkedés az államkötvény-piacon ellenben már nyilvánvalóan mutatta, hogy a jegybanki alapkamat emelése nem kerülhető el, a befektetők körében nincs vagy nagyon gyenge a bizalom a magyar gazdaság fundamentumai iránt, s nem gondolják, hogy a jegybanki középtávú 3%-os inflációs cél és az ahhoz szükséges, 250 Ft/euró körüli forint-árfolyam tartható 7,5%-os alapkamat-szinttel.

A következményekről ...

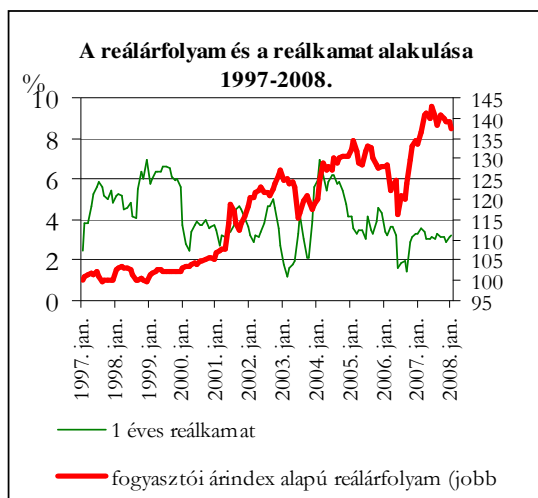
Bár a döntést a pénzügyi piac és az elemzők egyöntetűen jóváhagyólag fogadták, következményeit tekintve sokféle vélemény megfogalmazódott. Abban egységesek voltak az álláspontok, hogy a 2003 nyarán kialakított árfolyamsáv nem engedte a forint felértékelődését, ami pedig az infláció elleni fellépés egyik legfontosabb eszköze lehetett volna már eddig is. A forint a sáv erős felében mozgott egészen az árfolyamsáv bevezetése óta - ahogy az jól látszik az árfolyam-ábrán -, azon belül is nagyjából az erős sávszélhez közel, aminek következményeképpen bármikor előállhatott volna egy olyan helyzet, hogy a jegybanknak kamatcsökkentéssel kell megelőznie az árfolyam túlzott, a sávszél értékénél nagyobb erősödését, akkor is, ha ez ellentétes az inflációs cél eléréséhez szükséges lépéssel. „Egyetlen eszközzel - a jegybanki alapkammattal - nem lehet két célt, jelesül az inflációs és az árfolyamcél szolgálni.” – mondta erről a problémáról a Figyelő március 6. számában adott interjújában Simor András jegybankelnök. A túlzott forint-erősödéstől, s így az export drágulásától, az exportáló vállalatok jövedelmezőségének romlásától tartó kormányzati félelmek miatt egy éve halogatott lépés szükségessége nagyjából múlt év tavaszán merült fel a jegybank részéről, de a kormány nem járult hozzá az árfolyam-rendszer megváltoztatásához. Kérdés, igazolódna-e azok a félelmek, amelyek a szabadon lebegő forint túlzott felértékelődését, s emiatt az export, s azon keresztül az amúgy is igen gyenge gazdasági növekedés további lassulását várják a sáveltörlés következményeképpen?

Rövid távon, a jelenlegi igen kedvezőtlen nemzetközi pénz- és tőkepiaci helyzetben, a magyar gazdaság fundamentumainak rossz megítélése mellett nem kell tartanunk a forint jelentős erősödésétől, sőt, előbb-utóbb számottevő jegybanki alapkamat-emelésre kényszerül az MNB az árfolyam gyengülésének és az állampapír-hozamok emelkedésének megállítására érdekében. (Pontosan ezért értékelhető jónak a sáveltörlés időzítése, hiszen most nem kell attól tartani, hogy a felértékelődésre játszó spekulációs tőke az egekbe erősíti a forintot.) Ebből is látszik azonban, hogy bár a jegybanknak az árfolyam-alakítás nem explicit célja, mivel az árfolyam az inflációs cél eléréséhez használt horgony, a jegybanki alapkamat-politika szükség esetén továbbra is az árfolyam befolyásolására is irányulni fog.

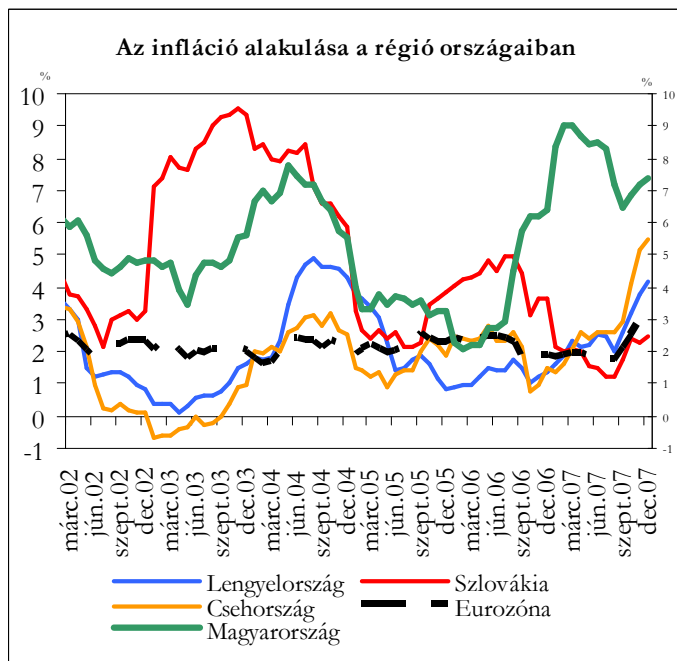
Hosszabb távon tekintve, s tágabb kontextusból, a konvergencia-folyamat szempontjából közelítve a kérdéshez, egyértelműen a forint árfolyamának mind nominális, mind reálértékelődése várható, s így valóban felmerül, hogyan hat ez a reálgazdasági folyamatokra. A felzárkózó országok, így Magyarország reálgazdasági konvergenciájának is egyik fontos eleme az euróban kifejezett árkonvergencia, ami a Balassa-Samuelsont elméletnek³ megfelelően a forint reálértékelődésével megy végbe, részben a hazai infláció, részben pedig a forint árfolyamának nominális erősödése révén. Mivel a magyar jegybank középtávú inflációs célja a 3%-os infláció elérése, optimális esetben az ezen a mértéken felüli konvergencia-eredetű

³ Az ún. „Balassa-Samuelsont hatás” eredetileg a felzárkózó gazdaságoknak a fejlettekhez képest magasabb inflációs rátájára ad magyarázatot. Pontosabban, a magasabb inflációs ráta *egy részére* (ezt nevezzük addicionális inflációnak), illetve a felzárkózó gazdaságok reálárfolyamának felértékelődésére. Ez az áralapú reálárfolyam-felértékelődés (vagyis a tulajdonképpeni árszint-konvergencia) egyensúlyinak tekinthető, így nem igényel monetáris politikai beavatkozást. Az elmélet szerint a felzárkózó országokban a külkereskedelmi forgalomba kerülő termékeket termelő ágazatokban a termelékenység javulása nagyobb, mint a non-tradeable szektorokban, ami az előzőekben nagyobb nominális bérnövekedést tesz lehetővé. A béremelkedés azonban átgyűrűzik azokba az ágazatokba is, ahol a termelékenység nem olyan magas, s ez végső soron árszínvonal növekedést okoz.

áremelkedésnek az árfolyam erősödésével kellene történnie, ha a jegybanki inflációs célt tartani akarjuk. Ugyancsak a forint felértékelődése irányába hat, hogy a konvergencia előrehaladásával megnő a befektetők bizalma a felzárkózó országok pénzügyi eszközei iránt, így erősödik az ezek iránti keresletük. Ráadásul érdekeltnek lesznek az adott nemzeti valuta minél nagyobb felértékelődésében, mert így nagyobb együttes kamat/hozam és árfolyamnyereséget képesek realizálni később. E két tényező tehát a reálértékelődés irányába tolja az árfolyamot, aminek mértéke azonban több, akár ellentétes hatású, nehezen számszerűsíthető tényezőtől függ.



Először is a reálgazdasági konvergencia ütemétől. Minél nagyobb a magyar gazdasági növekedés, minél gyorsabban nő a termelékenység a fejlett európai országokhoz képest, annál gyorsabb az árkiegyenlítődésk üteme. (A jelenlegi növekedési ütemünk alapján tehát növekedési oldalról pillanatnyilag nincs nyomás az árkonvergencia előrehaladására.) A folyamatot azonban befolyásolja az utolérni kívánt országok inflációjának mértéke is: ha ez magasabb - ahogy jelenleg -, akkor emelkedik az az árszint, amihez a magyar árak tartanak. Ugyanakkor, amint láttuk, a reálgazdasági konvergencián kívüli (de azalatt részben összefüggő, hiszen a befektetői bizalom ennek előrehaladásával együtt nő) pénz- és tőkepiaci folyamatok, a felzárkózó országok pénzügyi eszközei iránti kereslet alakulása is befolyásolja a reálértékelődés ütemét, változó irányban, nehezen előrelátható és nehezen számszerűsíthető mértékben.



Régiók országaiiban a felzárkózással járó reálértékelődés az infláció és a nominális felértékelődés változatos kombinációiban zajlott s zajlik ma is. Ha az árkonvergencia elmúlt évtizedbeli folyamatát tekintjük Magyarországon, azt találjuk, hogy bár a forint árfolyama itt is jelentősen, mintegy 40%-kal értékelődött fel reálértékben 10 év alatt, a régió másik három országával összehasonlítva nálunk alapvetően nem az árfolyam erősödése, hanem relatíve magas infláció révén történt az árak felzárkózása az európai árszinthez. A környező országok közül Lengyelországban és Csehországban is szabadon lebegő árfolyam-rezsim van érvényben (és így volt ez Szlovákiában is az ERM-II. árfolyamrendszerbe, az euró-csatlakozás előszobájába való belépéséig), aminek következményeképpen ezekben az országokban sokkal gyorsabb nominális, s egyúttal, a Magyarországinál sokkal lassabb infláció miatt, gyorsabb reálértékelődés zajlott le a zloty és a korona esetében, mint a forintnál. (Az alkalmazott

árfolyamrezsim mellett azonban a nominális felértékelődés eltérő ütemében jelentős szerepe volt a négy ország egyre eltérőbb befektetői megítélésének is. Magyarország, a magyar fundamentumok és kilátások az elmúlt években egyre rosszabb értékelést kaptak, így magasabb kamat- és hozamfelár mellett is kisebb mértékben erősödött a forint, mint a régió többi valutája.)

A jegybank és a kormány az árfolyamrendszer megváltoztatásával tulajdonképpen azt jelezte, hogy a továbbiakban az árkonvergencia folyamatában nagyobb szerepet szán az árfolyam erősödésének, mint eddig,

s ezzel is elő kívánja segíteni az infláció gyorsabb csökkenését. Ez a lépés logikusan következik a régiós összehasonlításban is igen magas infláció mértékéből és a beragadni látszó inflációs várakozásokból. Ennek ellenére továbbra is nehéz problémák adódhatnak mind 1. rövid távon a monetáris politika számára, mind 2. hosszú távon a reálszférában.

1. Várhatóan nő a forint árfolyamának volatilitása (bár az eddigi ingadozási sávnak is csak az egyik, erős felében mozgott az árfolyam az elmúlt 6 évben, vagyis $+7,5\%$ -os ingadozást mutatott), s az árfolyam, mint horgony alakításához továbbra is használni kell az alapkamatot, mint jegybanki eszközt. Ez azt jelenti, hogy a kamatpolitikának továbbra is két, szélsőséges esetben akár egymással ellentétes lépést igénylő cél érvényesülését kellene elősegítenie (inflációs cél és nem explicit módon az árfolyam megfelelő irányba terelése), ami sáv híján némileg másmilyen, de nem kevésbé érzékeny problémákat okozhat, mint a kamatok alkalmazása az árfolyam befolyásolására az ingadozási sávok árfolyamrendszer keretei között: az árfolyam volatilisabb mozgása miatt nagyobb mértékű, adott esetben más irányú kamatváltoztatásokra lehet szükség, mint amilyet az infláció és a gazdasági növekedés igényelne.

2. A forint eddiginél gyorsabb nominális és reálfelértékelődése ugyanakkor súlyosan érintheti az exportra termelőket (illetve azok egyes csoportjait), így az export és a gazdasági növekedés alakulását. Ennek mértékét nehéz számszerűsíteni, de misztifikálni sem érdemes. Egyrészt világosan kell látni, hogy az erősebb nominális felértékelődés alternatívája a magasabb infláció, ami mind makro-, mind mikroszinten ugyancsak súlyos gazdasági veszteségekkel jár. Másrészt az árfolyam-erősödés és -volatilitás által okozott veszteségek kivédésére, csökkentésére ma már egy sor, viszonylag könnyen hozzáférhető pénzügyi eszköz vehető igénybe, és az árfolyam-változásnak kitett vállalatok egyre szélesebb körben élnek is ezekkel. Harmadrészt, ha megnézzük a környező országok export-teljesítményét és növekedési ütemét, láthatjuk, hogy nemzeti valutájuk jelentős mértékű nominális- és reálfelértékelődése az elmúlt években egyáltalán nem vetette vissza sem exportjukat, sem a növekedést. Negyedrész, figyelembe véve a termelés magas importhányadát a magyar gazdaságban, mind vállalati, mind makroszinten csak a nettó exportnál keletkező veszteséggel kell számolni a felértékelődés esetében (hiszen ez olcsóbbá teszi az importot). Mindezeket összevetve átmeneti és lokálisan (egy-egy ágazatban vagy vállalatcsoportnál) jelentkező nehézségek, profitproblémák előadódhatnak, de tartós növekedési veszteség makroszinten nem várható a hosszabb távú reálfelértékelődés miatt.

Egyedi vállalati szinten, elsősorban a kis- és középvállalkozások körében azonban jelentős export-visszafogó hatása lehet a forintárfolyam erősödésének, mivel a vállalati alkalmazkodás eszközei ebben a körben nem, vagy kevésbé állnak rendelkezésre. Ez azért igen súlyos probléma, mert a kkv-szektor export-képessége már egyébként is nagyon alacsony, nemzetközi összehasonlításban is, ami nehezen leküzdhető versenyképességi problémákra és a magyar gazdaság mélyülő dualitására utal. Mindezt átfogó, a kkv-szektor problémáit komplexen kezelő, sokoldalú vállalkozástámogatási politika nélkül nem lehet orvosolni.

Az elemzést írta: Gém Erzsébet, senior elemző, Kopint-Tárki

Adatok forrása: MNB, Eurostat

*Publikáció esetén kérjük, hogy elemzésünkre az
alábbiak szerint hivatkozzon:*

*MKIK GVI: Gazdasági Havi Tájékoztató,
2008 /március, Budapest,
2008-03-20*