

Kövekkel a zsebben – HUF kamat- és árfolyamkilátások

*“Uram,
lenne itt még egy kis gond....”
Colombo hadnagy*

Kövekkel a zsebben áll startvonalhoz a magyar gazdaság a nekilóduló globális gazdasági válság-marathónban. Hiába a válság mélységét tompító állami gazdaságélénkítő segélycsomag, ha a gazdaság vérkeringését biztosító hitelek – akár forint-, akár devizahitelek – részben elapadnak, részben pedig a nemzetközi versenytársaknál lényegesen drágábban érhetőek el. A kereskedelmi bankrendszer világméretű likviditási válsága – a bankközi piacok lefagyása – épp, hogy lecsengőben van. A kereskedelmi bankok számára azonban csak most indul a válság második felvonása: az értékpapír portfóliójukban elszenvedett veszteségek után a reálgazdasági hitelek – lakossági, vállalati kihelyezések – kockázata jut most főszerre. A globális pénzügyi válság globális gazdasági válságra vált.

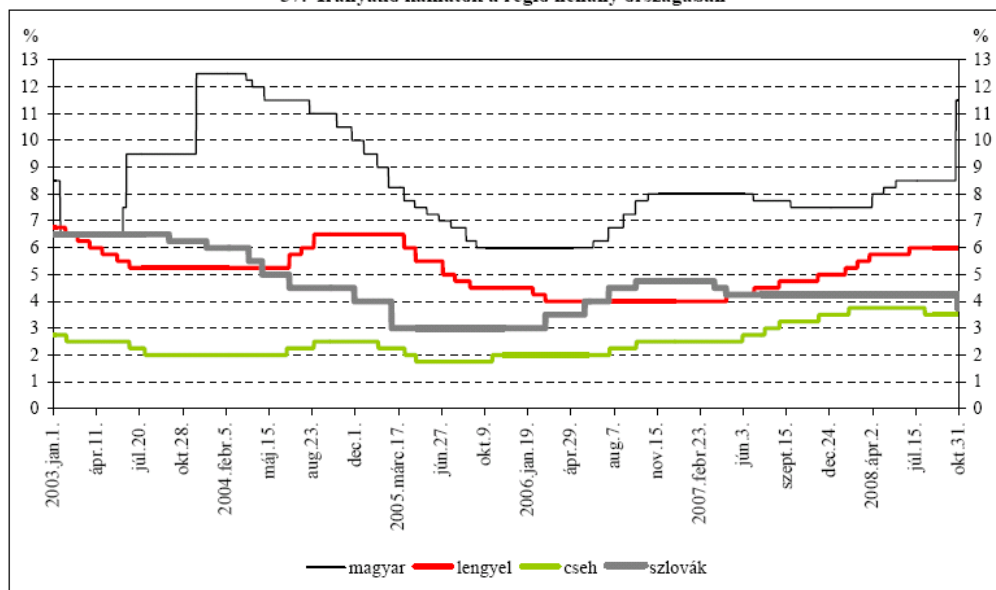
Globális helyett talán a totális válság fogalmat is bevethetjük. Ingatlan- és hitelválság rázta már meg az egyes országokat, így a '80-as években mind az USA-ban, mind Japánban került sor a GDP mintegy 10 %-ra rúgó bankkonszolidációra. Ezek azonban lokális szinten játszódtak. Globálissá és totálissá a válság most azáltal vált, hogy a globalizáció csatornáin mint egy gyújtózsínórón keresztül futott szét a tűz és rendezi ezt a tűzijátékot gyakorlatilag a világ minden zugában és minden termelési szektorában. Minden kockázatkezelési technika csődöt vallott. A kockázatok földrajzi és ágazati széthúzása, elaprózása értelmét veszítette, a valószínűségek eloszlásának Gauss-görbéjén a százból az a legvégső 1 jött be.

A fogyasztói kereslet visszaesését fokozódó negatív spirálba ráncsolhatja a hitelpiac lefagyása. A világ ezzel az ördögi körrrel szembesül most. Nem véletlen, hogy éppen a bankhiteleknek leginkább kiszolgáltatott lakásépítés és autógyártás került elsőként lejtőre. Ezt láncreakcióként követik a kapcsolódó iparágak, majd a szolgáltató ágazatok. Bizonyosnak látszik, hogy az előttünk álló jó félévben egyre mélyebbre gyalogol a világ a recesszióba, amellyel párhuzamosan az életképes és tőképes vállalatok, mint az anekdotabeli béka köpülte vajjat szilárd talajként a lába alá, megújult szerkezetre tapossák ki magukat a válságból.

A magyar gazdaságélénkítő pénzügyi csomag ilyen megújulásra adhat eszközöket az arra alkalmas üzleti stratégiával rendelkező vállalatoknak. Történelmi szerencse, hogy EU-tagként már korábban leosztották 7 évre a pénzeket, és talán az esély is jobb arra, hogy hatékonyabban éljen az ország ezekkel a forrásokkal. De mi lesz a vállalatok normál működéséhez szükséges folyószámlahitelekkel, a pályázatokon kívül rekedt fejlesztési-beruházási tervekhez szükséges forrásbevonással? Milyen hitel-kamatszinttel kalkulálhatnak a cégek az elkövetkező időszakban?

Az országot ért pénzügyi sokk októberben rávilágított arra, hogy a belföldi gazdasági szereplők devizában felhalmozott adósságállománya elviselhetetlen országgkockázatot rejt magában a külföldi hitelezőktől való szinte kizárólagos függőség miatt. A jegybank helyesen tűzte ki azt a célt, hogy a vállalati és lakossági hitelekkel inkább a forint hitelek irányába kell terelni. A kereskedelmi bankok ugyanis forint forrással bőségesen rendelkeznek, amelyet szabad betét formájában – ügyfél igény híján – az MNB-ben helyeznek el. A hazai infláció gyors csökkenése – az EU-átlagokhoz való konvergálása – lehetővé teszi, hogy a forint kamatszint is gyorsan konvergáljon az euró-kamatszinthez. Amint a pénzügyi stabilitását nem kockáztató cseh és szlovák gazdaság euró kamatszint körül tartja nemzeti valutájának a kamatszintjét és ezért nem is folyamodnak a gazdasági szereplők devizahitelekhez, ugyanilyen módon szeresheti vissza a forint is helyét a hitelpiacon.

37. Irányadó kamatok a régió néhány országában



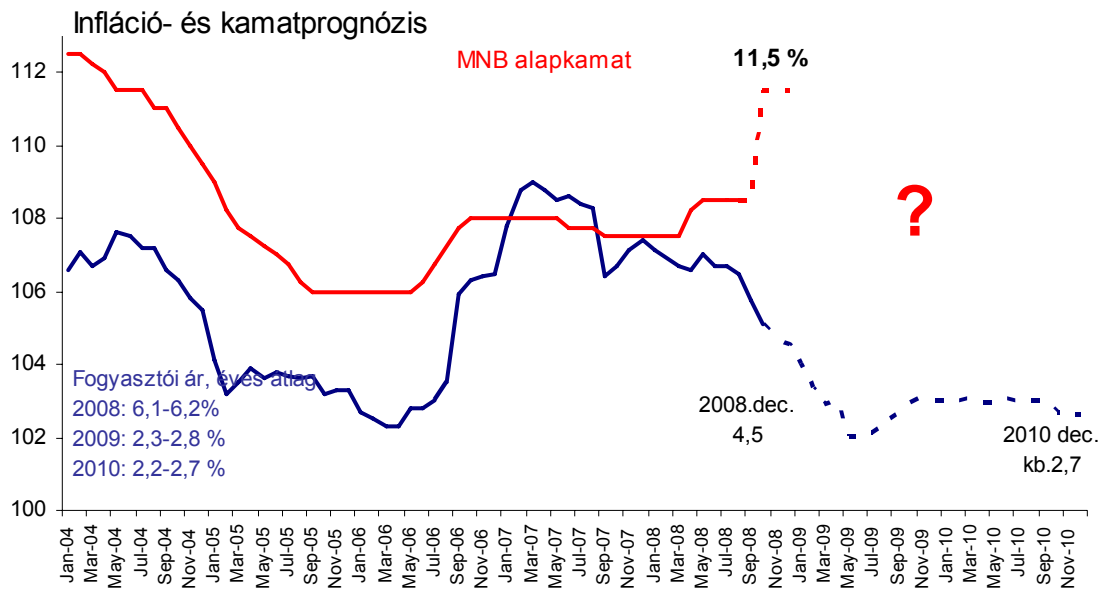
Forrás: Datastream (<http://www.thomson.com/financial>)

A forint kamatszint konvergenciája az euró kamatszinthez annál is inkább napirendre kerül, mivel a kormány és a gazdaság meghatározó szereplői egyöntetűen kiálltak az euró mielőbbi bevezetése mellett. A költségvetési hiány és az infláció oldaláról valóban megvan az esély arra, hogy 2009 őszén vagy azt követő rövid időn belül a forint belépjen az Európai Árfolyam Mechanizmus (ERM-II) plusz-mínusz 15 %-os folyosójába, hogy két esztendőn keresztül ennek középárfolyamán – a leendő hivatalos euró belépési árfolyamon – stabilizálódjék. A HUF árfolyam stabilizálása és a kamatszint hozzásimulása az euró kamatszinthez egymást előfeltételező folyamat.

Ha elfogadjuk a kormányzat szándékát az ERM-II-be való belépést illetően, akkor 2009 végére viszonylag stabil forinttal és kellően alacsony kamatszinttel kell előállnunk. Annál is inkább, mivel az ERM-II. kapcsán már körvonalazódnia kell a HUF euróra való végleges átváltási árfolyamának. Kézenfekvő, hogy az ERM-II-ben nem lehet kitűzni egy olyan HUF középárfolyamot célárfolyamként, amelyet csak magasan tartott HUF kamatkörnyezetben képes a jegybank elfogadtatni a külföldi finanszírozókkal.

A HUF kamatkonvergenciát azonban az októberi devizaválság keresztülhúzta. Hogy mi történt 2008. október 20-a délután és október 22-e délelőtt között az MNB treasuryjében – lévén hétfőn, 20-án a Monetáris Tanács egyhangúan kiállott a 8,5 %-os alapkamat tartása mellett, majd két nap múlva 3 %-kal váratlanul megemelte azt – nem tudjuk. Az MNB hivatalos devizatartalékai mindenestre 2008. szeptember 30 és október 31. között szinten maradtak, sem intervenciónak, sem devizakiáramlásnak nem látjuk a jelét. Az ünnepnapok idejére időzíthető forint elleni támadás kivédésének öröksége azonban tovább él velünk: az egyetlen tollvonással 11,5 %-ra megemelt alapkamattal a jegybankot a külföldi befektetői kör a ring sarkába szorította.

Milyen esélye van az alapkamat gyors visszavágásának? Csekély. A magyar állampapírokból az októberi viharban 2 milliárd eurónyi befektetést vontak ki külföldiek – s egyelőre a 10-12 %-os hosszú lejáratú kötvények is parlagon maradnak. Nyoma nincs annak az algoritmusnak, amely az elmúlt hosszú évek során mozgatta a forint árfolyamát: a megroggyant forint (270-280 HUF/€ur) és a piaci sokk hatására felszökő államkötvényhozamok mágnesként vonzották a külföldi befektetőket, akik a gyenge forintot 250 HUF/€ur szintre vagy még tovább erősítették és nagy profittal szálltak ki a magas hozamú állampapír befektetéseikből. A jelenlegi piaci bizonytalanságok, Magyarország leminősítése távol tartja a forinttól ezt a befektetői kört. Az állampapír-piaci (elvárt) hozamok és a jegybanki alapkamat – ennek kapcsán pedig a BUBOR és a hitelkamatok – nem nyílnak 4-5 %-nyi résre egymástól.



Az infláció erőteljes visszaesését az élelmiszerárak megállapodása és a nemzetközi kőolajár-zuhanás alapozza meg, de mindinkább szerephez jut a keresleti nyomás hiánya is. A bérstop, a munkanélküliség fékezi a termelők áremelési lehetőségeit. Az energia- és a nyersanyagárak pedig a termelői árakat is visszafogják. A világot most inkább a defláció réme fenyegeti. Dezinfláció és defláció környezetében ugyanis a vállalati adósságok és a kamatterhek felértékelődnek, hiszen az árakban nem képesek ebből semmit áthárítani a felhasználókra, az adósságszolgálat közvetlenül a profitot terheli. A prognózisunkban szereplő éves átlagos infláció inkább konzervatív, ennél durvább esés is adódhat. Magasabb lehet az érték, amennyiben a forint számottevően meggyengülne – azonban engedheti-e az MNB, hogy a tartósan gyenge – 280-300 HUF/€ur a magán- és vállalati devizaadósok fizetőképességének a romlása folytán destabilizálja a kereskedelmi bankrendszert?

Az összefüggések szövevénye abban foglalható össze, hogy az MNB a forint alapkamat nagyléptékű csökkentését (egyszerre akár 3 %-kal is) nem teheti meg a forint árfolyamának vészes destabilizálása nélkül. Ez nem zárja ki, hogy akár az idei év végéig tipegő lépésekben ne nyirbáljon rajta – 25-50 bázispontnyi csökkentés azonban sem nem oszt, sem nem szoroz a gazdaság finanszírozása szempontjából.

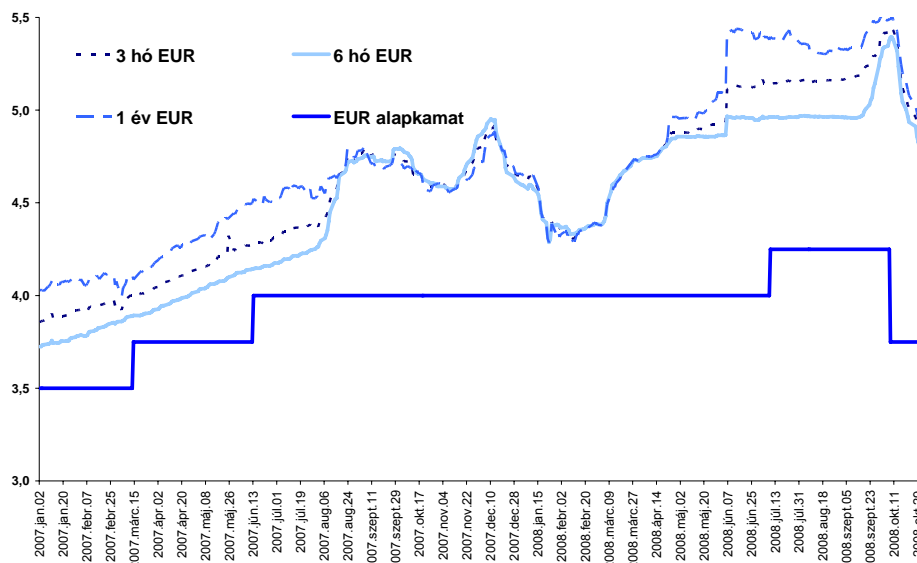
Jelentősebb kamatcsökkentésre a magyar pénzügyi stabilizáció eredményei adnak majd esélyt. Első tényező a 2009. évi költségvetés parlamenti elfogadása lehet, az idén decemberben. Ha ez a nemzetközi tőkepiacokon kellő likviditással találkozik, beindíthat egy kisebb rallyt az állampapírpiacra, a forint erősödhet 260 HUF/€ur alá és megállapodhat egyelőre a 250-260 HUF/€ur sávban. Ez lélegzetvételhez juttathatja az MNB-t egy kezdeti szimbolikus kamatvágáshoz. A következő fázis 2009 február/március fordulóján várható, amennyiben a központi költségvetés vállalt deficitje megvalósíthatónak ígérkezik és nem futnak el nagyon az első havi hiánymutatók. Minden további lépést a világgazdasági válság eseményei, a feltörekvő országokba visszatérő befektetői hangulat határozza majd meg. Mérsékelt optimista forgatókönyvünk szerint jövő ősz elejére a magyar gazdaság belépőt nyerhet a kelet-európai stabilnak ítélt országok klubjába, s ez megágyazhat mind a jelentősebb kamatcsökkentésnek, mind valóban, az ERM-II-be való belépésnek.

Miután 2009-ben további, konjunktúra-támogató kamatvágások várhatóak mind az euróövezetben, mind az USA-ban, a forint kamatkülönbségét erősítheti a forint árfolyamát, s egy tartósan 240-250-255 HUF/€ur árfolyam megnyitja az utat az inflációhoz jobban simuló forintkamat-szintnek. Ez egy legrosszabb esetben 3,5-3,8 % inflációs szintnél akár 6 % is lehet. 2,5 %-os euró kamat mellett ez egy meglehetősen vonzó és még tetemes felárat tartalmazó kamatszint lehetne. A kulcs a világgazdasági folyamatok "kezeben" van.

Pesszimista forgatókönyvünk szerint a világgazdasági válság nem éri el még mélypontját jövő nyárig és legalább további 1-2 évig húzódik még el a kilábalás. Ekkor Magyarország országkockázata nem javul – a gazdasági visszaesés súlyos lesz és elhúzódó. A kockázati kamatfelárat továbbra is fizetnünk kell a hitelezőknek, a HUF 270-280 HUF/€ur szinten ragad be. Az infláció 4-5 %-on stagnál.

A költségvetési hiány lefaragása megreked, a 2010 évi parlamenti választások előtti politikai feszültség a gazdaságban is kiterjedt bizonytalanságot gerjeszt. Az ország és a gazdaság lázas állapota a forint kamatszintjét továbbra is a 8-9 %-os szinten tartja.

Ezzel párhuzamosan azonban a nemzetközi bankközi kamatszintek megnyugodni látszanak az októberi krízist követően és lassan hozzásimulnak a csökkenő jegybanki alapkamatokhoz. A javuló likviditási környezetben a magyar kereskedelmi bankok is könnyebben és olcsóbban juthatnak hozzá euró hitelekhez. Maguk az anyabankok is mérsékelhetik a magyar kockázati felárat leányaik refinanszírozásában. A vállalati szektor így nem csupán az EU-források – valamint az egyéb pénzügyi intézmények által elérhetővé tett források – által kínált euró-hitelekhez juthatnak hozzá, hanem a normál kereskedelmi banki euró, vagy euró alapú hitelekhez is. A forint kamatszint tehát egyelőre nem tudja kiváltani a devizahiteleket a forintbitek javára.



Az európai – de hasonlóképpen az amerikai – bankközi kihelyezések befagyása a kölcsönös bizalmatlanság légkörében messze az EKB hivatalos alapkamata fölé hajtotta az Euriborokat.

Az erre rakódó magyar kockázati felár adja a jelenlegi euróhitel-kamatok megemelkedett szintjét.

A bizalom lassú visszatérte mutatkozik meg abban, hogy elindult az Euribor az alapkamat irányába.

Hitelkínálat szűkülésével tehát kevésbé kell számolnia a vállalati szférának, mint inkább azzal, hogy a kereskedelmi bankok tartózkodni fognak a kockázatosnak ítélt ágazatok és konkrét vállalatok hitelezésétől, minthogy a pénzügyi vihar által megtépázott tőkefedezetüket (azt a bizonyos minimum 8 %-os tőke-megfelelési mutatót) nem viszik újból vásárra a gazdasági világválság közepette.

És mi lesz a lakossági hitelekkel?

A lakossági hitelezés lefékeződése kardinális kérdés az építőipar konjunktúrája szempontjából. Kevésbé az egyéb fogyasztás élénkítése szempontjából a jelenlegi stabilizáció közepette (fizetési mérleg és adósságállomány javulása). Régi reflexeink szerint gyenge forintárfolyamon ígéretesnek tartja minden ügyfél egy hosszú lejáratú jelzálog devizahitel indítását. Ha tekintetbe vesszük, hogy egy 15-20 éves lakáshitel már nagyobb hányada euróban ketyeg majd – a kérdés jogos. A kockázat most annyi, elszállhat-e a forint – legalább időlegesen – 300 HUF/€ur fölé? Ennek nagy esélyt nem adunk (tekintettel a korábban említett általános becsődölés kivédését is szem előtt tartó monetáris politikára), de a gazdasági világválság küszöbén nem tudhatjuk, mit rejtenek az előttünk álló hónapok, évek. Egy bizonyos: mind a kereskedelmi bankoknak, mind a magánszemélyeknek körültekintő és felelős döntést kell hoznia euró hitelnyújtás esetén, elkerülendő mind az adós fizetéseképtelenségét, mind a bank hitelportfólió minőségének romlását. Kézenfekvő, hogy a támogatott lakáshitelek újra felkerülhetnek a képernyőre – noha a magas államkötvényhozamok miatt nagy vonzerőt ezek sem fognak gyakorolni, noha természetesen kiküszöbölnék minden árfolyamkockázatot.

Dr.Szegő Márta
2008-11-20