



Le is út, fel is út – gazdaság és pénzügyek 2009 tavaszán

„Vagy a népszerűség zuhan, vagy a forint”

Nagy József újságíró a Napkeltében

Míg a globális válság medrét mind szélesebbre ásva hömpölyög tova a nemzetgazdaságokban – a magyar gazdaság örvényekkel fenyegető sodrásba került 2009 első hónapjaiban. Az örvények veszélye nem múlik, noha a kései tavasz olyan jelzéseket is hoz magával, hogy lassan elülnek világszerte a nemzetközi pénzügyi rendszer összeomlását siettető hisztérikus reakciók, a piacokat sikerül nagyjából stabilizálni, a kármentés és a helyreállítás megkezdődött a vezető országokban mind kormányzati, mind a vállalati szektorban.

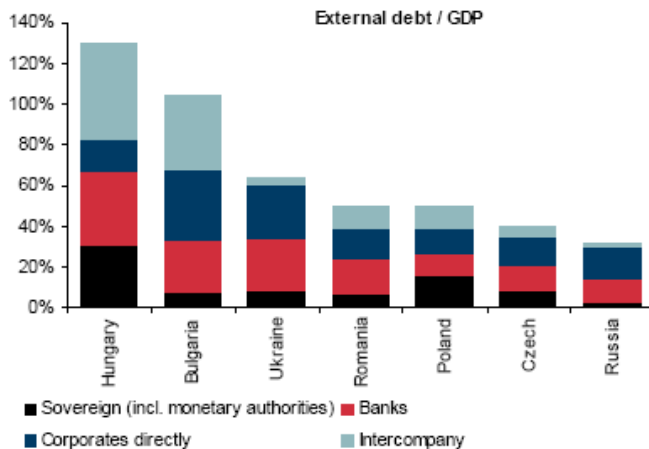
A világgazdaság válság-üzemmódra kapcsol.

A tavaly őszi sokkból lassan ocsúdnak a pénz- és tőkepiacok, felhajtó erők hatnak mindinkább a tőzsdékre, lassan előkerülnek a válságból kimentett pénzeszközök és keresik a befektetési célpontokat.

- Ha nem is látszik még a pénzügyi mentőcsomagok hatása a gazdasági teljesítmények visszaesésének lassítására, kivédésére, ezek várhatóan betöltik fő funkciójukat: a fogyasztói-beruházói bizalom pánikszerű zuhanását sikerül megállítani. Az a tény, hogy – ha politikai csatározásoktól hangosan is – a vezető nemzetek és a nemzetközi pénzügyi intézmények többé-kevésbé összehangoltan veszik kézbe a helyzet menedzselését, megnyugtatóan hat a lakossági kereslet fenntartására, a vészhelyzetre készülő háztartások elővigyázatossági pénzfelhalmozásának megakadályozására. Ez pedig biztató jel arra, hogy egy globális méretű kereslet-visszaesés nem rántja az önmegvalósító jóslat örvényébe a termelő és szolgáltató ágazatok egész sorát. Ilyen láncreakció a kezdetben „csak” a bankhitelekre alapuló iparágak – lakásépítés és személygépkocsi-gyártás – után csődhullámot indít el a vállalatok széles körében – ami végképp lefagyasztaná a befektetési veszteségektől megrogyant pénzügyi közvetítés működését.
- A banki mentőcsomagok nagyjából feloldották mára a pénzügyi vérkeringésben támadt trombozis-gócokat, a lakossági és beruházási kereslet bizonytalan kilátásai miatt tanácstalan kereskedelmi bankok azonban ugyancsak tétovák a lakossági és vállalati hitelezés motorjának beindításában. A 2008 márciusával záródó első negyedévi banki mérlegekből lehet majd képet kapni arról, hogy most immár a hitelállományokban elkönyvelt növekvő kockázatok és veszteségek milyen mértékeket öltenek a világ vezető bankjaiban, bírják-e ezt kellő fedezettel és merészkednek-e bátrabb lépésekre a hitelpiacon? Az első negyedév nyilván nem szolgáltat még erre elegendő bizonyítékot – legalább a második negyedévi vállalati és bankmérlegek mérhetik fel a válság mélységét és adhatnak muniációt a beruházások és a hitelezés serkentésére az őszi hónapoktól kezdődően.
- Minden, ami a fogyasztói és a beruházói bizalom ellen hat – világpolitikai feszültségek, a vezető gazdasági és pénzügyi hatalmak együttműködésének szétesése helyi választói érdekek mentén – csak tovább súlyosbítja a reálgazdaság visszaesését és késlelteti a kilábalást.

A feltörekvő piacokról – így a régióinkból – az anyaországokba visszaroohanó pénzügyi befektetők Magyarországot pellengérré állították. Joggal. Hazánk pénzügyi mutatói szabadesésre váltottak – már nem csupán a romló gazdasági kilátások, de a forint tetemes leértékelődése miatt is. A 2008. évet záró adatok még a „békebeli” 264 HUF/EUR árfolyamon készültek – ilyen lesz a közeli napokban megjelenő 2008. egész évre vonatkozó fizetési mérleg- és adósságstatisztika is. Az első hónapokban elszenvedett 13-15 %-os leértékelődés azonban minden devizaadósságunkat és kötelezettségünket azonos mértékben duzzasztott fel a statisztikákban, s a GDP arányos ráták „dermesztő” mértékben romlottak.

Az Európai Unióban átlagosnak számító eddigi 64 % körüli államadósság/GDP ráta csaknem tíz százalékkal ugrott fel, ami a tervezettől jócskán elmaradó GDP, a hivatalos devizatartalék céljaira lehívott EU-hitelkeret és a leértékelődés együttes eredménye. Ugyancsak drámai mértékben szökkent fel az ország külső adósság/GDP mutatója is – a korábbi 100 % körüli szintről (ez tartalmazza a külföldi működő tőkebefektetéseket is) már 120-125 % közelébe. „London” nem hisz a könnyeknek – a mutatóknak hisz. Márpedig, ha ezek makacsul tartják magukat – sok könnyöretre nem számíthatunk. Ha az ideai GDP, mint nevező, folyóáras (nominál értéke) is visszaesik – amire a süllyedő árszínvonal miatt van is esély -, és a forint 300 HUF/Eur szinten ragad be, akkor a nemzetközi összehasonlításul szolgáló adósságrátáink még inkább szánalmasak lesznek 2009-ben és tovább...



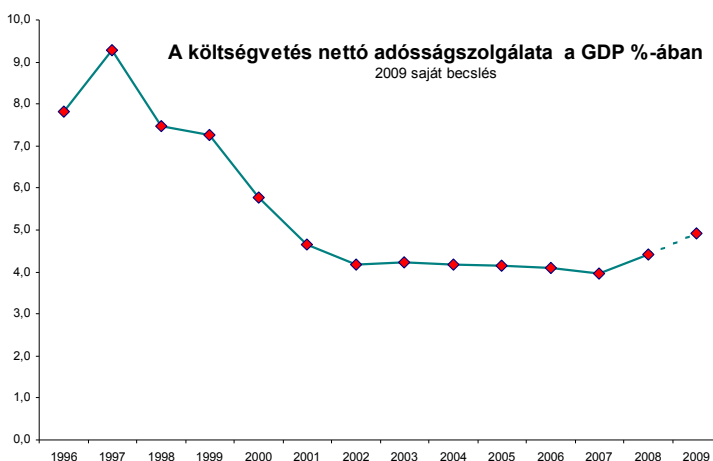
Source: IMF, Nimura research

Külföldi adósságállomány a GDP arányában

Jelmagyarázat: **alulról felfelé: Állam+jegybank – kereskedelmi bankok – közvetlen vállalat – vállalati anyahitel** (közölte: Portfolio.hu)

A GDP nominálértéke körüli bizonytalanság miatt vannak napirenden a költségvetési hiánycél tartása miatt az újabb és újabb megszorítási csomagok is. Minek a mennyije – vetődik fel a kérdés. Minek a 2,6 %-a a mennyi hiány? Ez az a bűvös IMF-követelmény, ami bizonyosan még felkúszhat 3 %-ra. De ugye a kérdés az, mennyi az annyi, aminek a 3 %-ig nyújtózkodhat az államháztartás hiánya?

A magyar állam költségvetésében van egy hallgatag útitárs: a kamatfizetés az államadósság után. Az országhozzájárulás miatt felszökő forint- és devizakamatok felduzzasztják a költségvetés kamatterheit is, s ez egyfajta hólabdahatás kialakulásával fenyeget. Amilyen mértékben hízik a kamatterhek, oly mértékben szűkül le a költségvetés mozgásterét a szociális és fejlesztési kiadások terén. Az erős pozícióban tartott forint az elmúlt 6-7 évben leértékelte az állam devizaadósságát, s ezzel a devizakamat-terhet is. Az állam forintban kibocsátott állampapírokat elképesztően magas, 10-12 % hozamokkal árazzák be az aukciókon a kellelten vevők. A korábbi időszak 4 %-os GDP-arányos állami kamatterhek így gyors növekedésnek indult, s a jelenlegi pénzügyi környezet fennmaradása esetén az idén akár az 5 %-ot is elérheti.

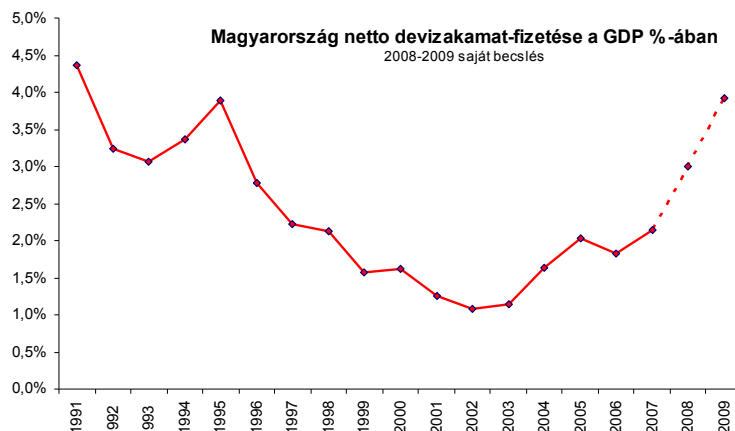


Forrás: PM

A hólabdahatás kivédése szintén a költségvetési hiány haladéktalan megfékezését követeli meg, hacsak nem áll vissza az erős forint és nem indul meg a gazdaság reálnövekedése. Hólabdahatás azonban nem csupán a költségvetésben, hanem az ország fizetési mérlegében is jelentkezik. A lakosság és a vállalatok devizában felhalmozott hitelállománya után külföldre áramlanak

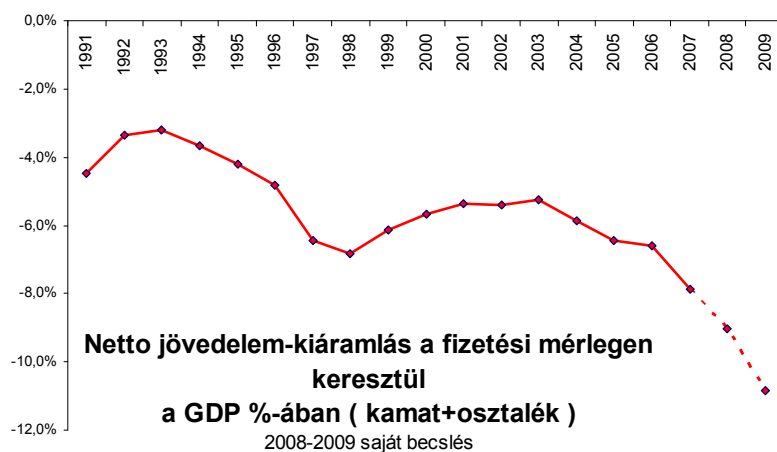
a fizetett kamatok, s ez, az államadósság szolgálatával együtt mind nagyobb hányadot képvisel a külföldi mérlegeinkben, azaz jövedelmet szivattyúz ki az országból. A forint kiszorulása a hitelezésből – ami a tágra nyílt deviza- és forintkamat ollónak volt betudható – tehát az itthon felhasználható pénzforrásokat szűkíti. Ugyanez, ha forint kamatfizetésről van szó, csak egyszerű jövedelemátcsoportosítást jelent a hazai adósok és a hazai hitelezők (megtakarítások) között, de a jövedelmeket a nemzetgazdaságon belül tudjuk hasznosítani.

A devizakamat-fizetés, valamint ezzel párhuzamosan a külföldi befektetők profit-repatriálása - a jelenlegi kondíciók között elérheti a GDP 10 %-át is



Forrás: MNB

A profitrepatriálás a múltban csak egy könyvelési tétel volt, mert valójában a megtermelt profitot visszafektették a jövedelmező magyar vállalataikba. A válság és a magyar országkockázat azonban semmi garanciát nem nyújt arra, hogy a nyereséget az idén is magyar termelésbe forgassák vissza a külföldi cégek tulajdonosai.



Forrás: MNB

A magyar költségvetés és általában a vállalatok és lakosság külföldi finanszírozása olyan további eladósodási lavinát indítana el, ami maga alá temetheti az egész gazdaságunkat.

A fojtogató örvényből kivezető út forgatókönyve:

- * **kormányzati elkötelezettség** a romló tendenciák megállítására, a pénzügyi helyzet stabilizálására
- * **hiteles költségvetési politika középtávon** – annak tudatában, hogy minden további drasztikus megszorítás a belföldi kereslet visszanyesésével csak mélyítené a gazdasági visszaesést. Minden stabilizációs csomag tehát **tojáshéjon táncol** a megszorítás és a növekedés-ösztönzés eszköztárával
- * **javuló globális tőkepiaci légkör**, amely az olcsó magyar állampapírok és a tőzsdei részvények vonzására – olcsó forint + magas hozamok és padlón lévő részvényárfolyamok – beindítja a befektetői rally-t a magyar pénz- és tőkepiacokon. Ennek az időpontját nehéz kitűzni, de az bizonyosnak tűnik, hogy inkább már a mélypontról felfelé ható áramlatok kezdenek hatni.

* a mélypontról való elmozdulás egyik tényezője az is, hogy az EU és a nemzetközi pénzügyi intézmények összességében jelét adták annak, hogy **nem hagyják csődbe menni a kelet-európai régiót** (köztük Magyarországot, Ukrainát, Romániát, a balti államokat, stb.), még ha nem is lesz „ingyen ebéd” a segítségért. (Ironikus azért, hogy az amerikai elnök attól a magyar és ukrán „válság-partraszállástól” óv, amelyet nem más, mint az amerikai pénzügyi rendszer zúdított reánk.)

* a pénzügyi segítségnél ugyanis sokkal többet ér, ha a vezető pénzügyi hatalmak nyilatkozatai **visszaállítják a bizalmat a térség országai iránt**, ami mérsékli az ország kockázati besorolásukat, ezáltal a hitelkockázati felárak mérséklődnek, az árfolyamok stabilizálódnak, stb.

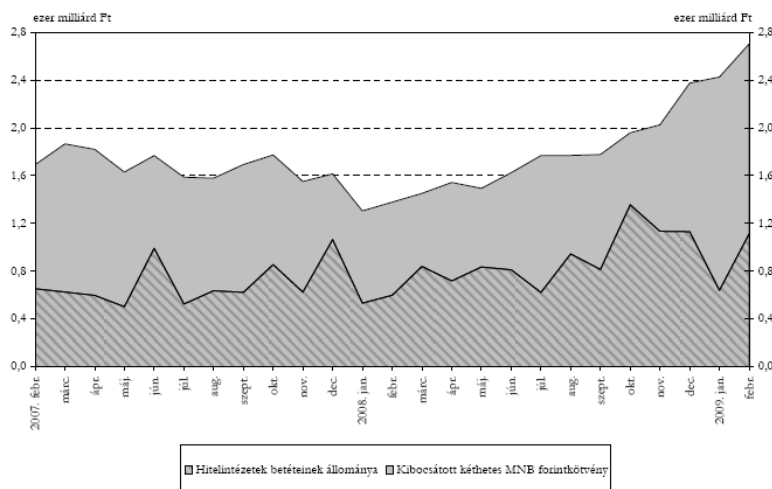
* a fentiekben elemzett „dermesztő” mutatók – amelyek most jogosan rettentik el Magyarországtól a befektetőket – visszarendeződése, a kormányzati gazdaságpolitika elkötelezettségével együtt megteremtheti a **lassú/netán gyorsuló konszolidáció** környezetét. Ennek elengedhetetlen kísérője a belpolitikai stabilitás, hiszen a politikai kockázatok minden más pozitív kimenetelt felülírnak. Ha ez nem jön létre, az ország hosszú hónapokra, akár egy jó évre is mély örvénybe hullhat vissza - a külvilág nem respektálja a részleteket, viszolyog a bonyodalmaktól, axiómákból táplálkozik.

Összefoglalva:

* Magyarországnak jó esélye van arra, hogy hiteles gazdaságpolitikai fordulatot felmutatva visszanyerje a külföldi befektetők bizalmát. A forint megindulhat az erősödés pályáján, előbb a 300-290 HUF/EUR szinten, majd gyorsuló tempóban az év végére a 270-260 HUF/Eur sávba juthat az árfolyam. Ha és amennyiben a nemzetközi légkör optimistává válik a gazdasági világválságból való kilábalást illetően (2010-től fokozatos javulás), akkor a HUF stabilizálódása és erősödése egyre hangsúlyosabban mutatkozhat meg. A forint erősödése **kulcskérdés** a fentebb elemzett ország kockázati ráták, de a külső finanszírozás, a működő tőke beáramlás – általában a növekedés helyreállítása tekintetében.

* Az MNB igyekszik ellenállni a külföldi befektetők kamatemelést sürgető nyomásának, feltehetőleg belátva, hogy most legkevésbé sem a kamatok mozgatják az árfolyamot. Óvatosan lefelé veszi az irányt és keresi azokat a megoldásokat, amelyekkel – elsősorban a vállalatok – új, hosszabb lejáratú hitelfelvételét kedvezőbb (netán támogatott) forinthitelek felé tudja áterelni. Tehát a devizahitelezés irányából 2009/2010 fordulóján legfeljebb 6-7 %-os forint kamatszinttel van esélye kifarolni az országnak a fent vázolt kamatcsapdából.

4. ábra: A hitelintézetek betétei és az MNB által kibocsátott kététes forintkötvények – hó végi állomány

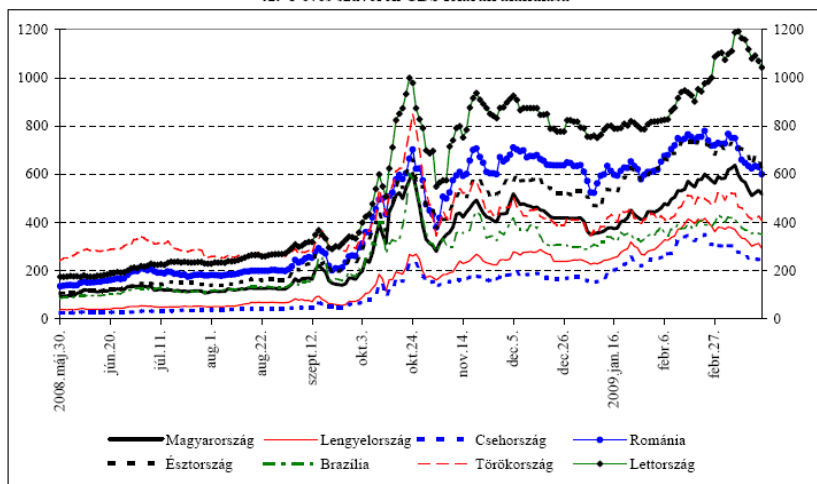


Forrás: MNB

A kamatcsapdát 'mi sem mutatja jobban, mint a fenti ábra: Nemzeti valutánk, a forint kiszorult a hitelezésből, a kereskedelmi bankok az MNB különféle betéteibe zúdítják forinteszközeiket. A 2 800 milliárd forintnyi, az MNB-ben „sterilizált”, alapkamaton ketyegő állomány meghaladja az éves GDP 10 %-át. Ennek kirobbantása csak a devizakamatokkal versenyképes forintkamat-szinttel lehetséges. Ám nem csak a forintkamat magas, megugrottak az egyébként nullához konvergáló devizakamatok is a kereskedelmi bankok kínálatában, mivel maguk is csak 4-5 %-os kockázati felárral tudnak devizához jutni a külföldi – akár anya- - bankoknál is. Az MNB által kínált devizaforrások árazása sem igen

különbözik ettől, hiszen az IMF/EU hitelkeretek is hasonlóan magas kockázati felárral érhetőek el. Ha enyhe javulás érezhető is az elmúlt hetekben, messze még az idő, amikor a korábbihoz hasonló Euribor + kamatszinten lehetett a vállalatoknak devizahitelhez jutni. A ” +” egyelőre vastok, több száz bázispont.

42. 5 éves szuverén CDS felárak alakulása



Forrás: Thomson Reuters

Forrás: MNB

* Az Euró „előszobájába” való belépés csak a gazdaságpolitika elkötelezettségét demonstrálhatja, valójában a jelenlegi 300 HUF/EUR-nál kijelölni a csatlakozás várható árfolyamát kalandorlérésnek tűnne. A plusz-mínusz 15 %-os sáv itt kb. 345 HUF/EUR szintnél garantálná az Európai Központi Bank intervencióját a forint védelmében. Nem zárjuk azonban ki annak a lehetőségét, hogy bejelentenek pl. egy 280 HUF/EUR +-15 % középárfolyamot, ami az általános konszolidációt követően, a 2012-2013 körüli belépést megelőzően még bizonyosan korrigálható lesz (az erős irányra gondolunk).

* Ami az országnak hátrányos, előnyös a hitelfelvevőknek: minthogy csekély valószínűségét látjuk annak, hogy a forint tartósan tovább gyengüljön (akár 320-330 HUF/EUR szintig) bizony, a devizahitelek ígéretes jövő előtt állnak a hosszabb, éven túli lejáratokon. A CHF/EUR keresztárfolyam közeledik a sem-erős, sem-gyenge szokásos állapotáig (kb. 1,52-1,58 CHF/EUR), itt tehát különösebb meglepetéssel nem kell számolni. A HUF/CHF árfolyam a HUF/EUR árfolyammal nagyjából arányosan ingadozik majd és visszatérhet előbb a 190-180, majd középtávon a 165-175 HUF/CHF sávba.

Az US dollár irányba szeszélyesebb, itt az 1,25-1,40 USD/EUR sávnak van nagyobb valószínűsége, így a dollárban jegyzett új hitelek kockázata – bár itt is forinterősödésre számítunk kezdetben a 200 HUF/USD szintig – számottevően magasabb.

Szegő Márta

2009-03-26

marta.szego@bpibp.hu

www.bpibp.hu