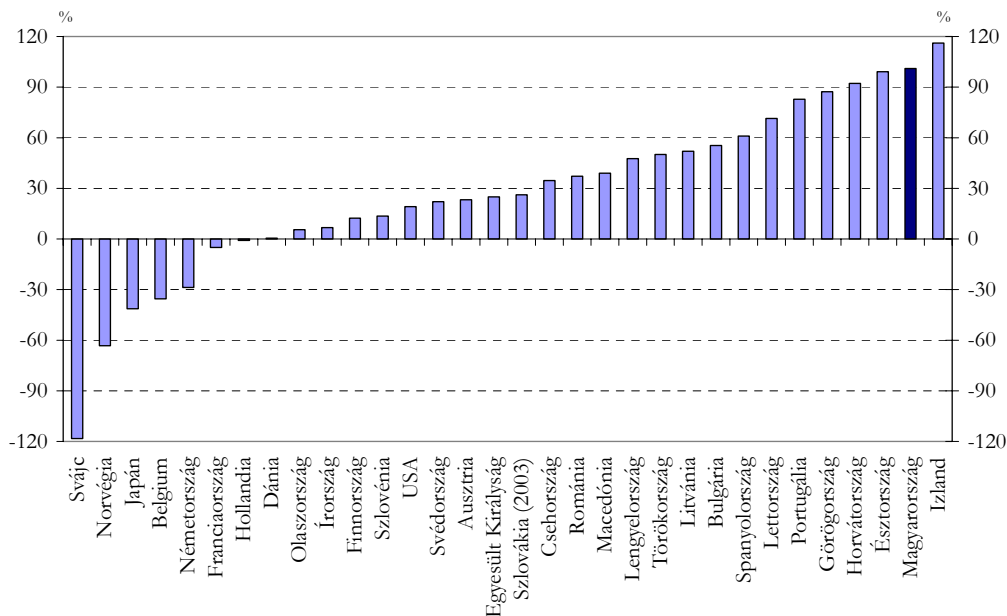


A nap kérdése : Mentőöv vagy vastüdő? – nemzetközi segélycsomag a HUF védelmére

„A hitel híja szinte minden mozgást elakaszt”
Széchenyi István

A nap válasza: Izland előtt mentőöv, Izland után vastüdő

„Nem vagyunk Izland” - jó két héttel ezelőtt a globális pénzügyi hurrikán „szemébe” került Magyarországnak ez a kijelentés annyit segített, mint Steimetz kapitánynak a parlamenterek fehér zászlaja. Alaposan tűz alá vették a forintot, minden szőnyeg alá söpört gyengeségünk terítékre került. Noha valóban nem vagyunk Izland. Igaz, a dominóban Magyarország következik a GDP arányában mért nettó külföldi tartozásait illetően. Ez esetünkben 2008. nyarán a GDP kb. 98 %-ra rúgott. A magyar külföldi adósságállomány több, mint fele azonban közvetlen működőtőke befektetés (FDI) és “ csupán” 44 %-a nettó pénzügyi adósság. Természeténél fogva a működőtőke befektetés nagy stabilitást adhat egy gazdaságnak, hiszen esetünkben a külföldi tulajdonban lévő bevásárlóközpont- láncok vagy autógyártók nem vonhatják ki tőkéjüket egy egyszerű „Enter” billentyűvel, mint tehetik azt a pénzügyi, portfólió befektetők.



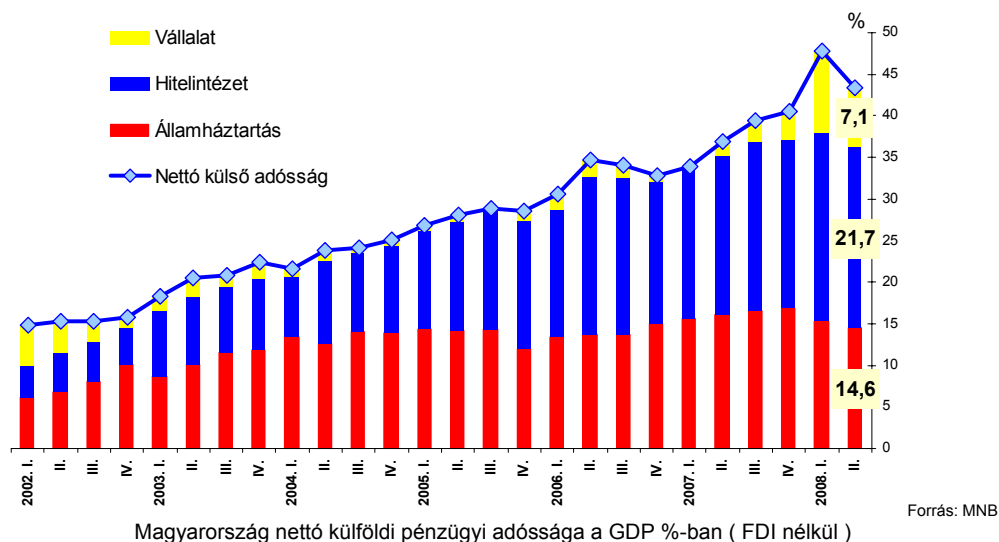
Forrás: Eurostat

Külföldi adósságállomány a GDP %-ban a világban (a mínusz értékű országok nettó hitelezők)

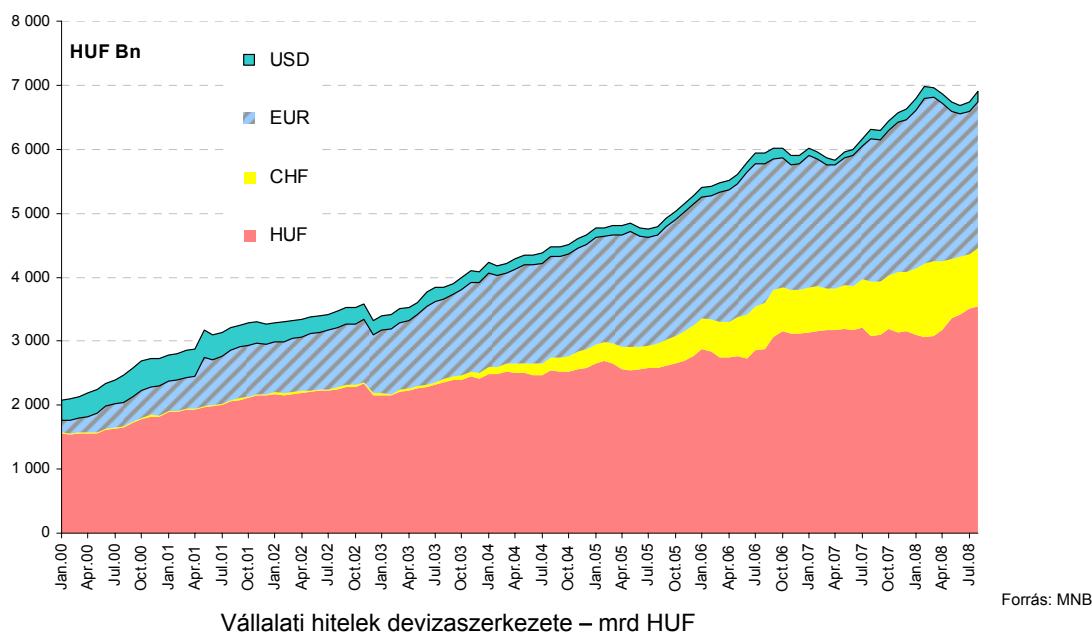
A globális pénzügyi válság szeptemberre azonban olyan fordulatot vett, amely befagyasztotta a pénz- és hitelforgalmat a világ bankrendszeireiben. Trombózis-gócok alakultak ki a megrendült tőkehelyzetű pénzintézetek kapcsán – a vezető gazdaságok jegybankjai nem győzték pumpálni a „véralvadást” likviditást a bankok számára annak megelőzésére, hogy nehogy beálljon a szívhalál. Ez a helyzet mára oldódóban van, de teljes mértékben ma sem tért még vissza a bankközi pénzkereskedelem a kölcsönös bizalom korábbi légkörébe: mikor rúgott elő újabb óriásbank azzal, hogy kihelyezéseinek minőségének romlására elégtelenné vált saját tőkéjének a fedezete?

Az elmúlt hónap tűzoltómunkájában a világ pénzintézetei, befektetési alapjai, vállalatjai – de a magánszemélyek is - egyaránt készpénzhez akartak jutni – kerül amibe kerül, irracionális szabadesésre váltottak a tőzsdék. Itt került helyzetbe Magyarország, mint a válság soron következő célpontja. A kockázatos országokból menekülő tőke nem, hogy nem kölcsönzött, de éppenséggel kivonta befektetéseit a feltörekvő minősítésű térségekből. Magyarország pedig saját hazai megtakarítások híján az elmúlt években gyakorlatilag kizárólag a külföldi finanszírozás említi

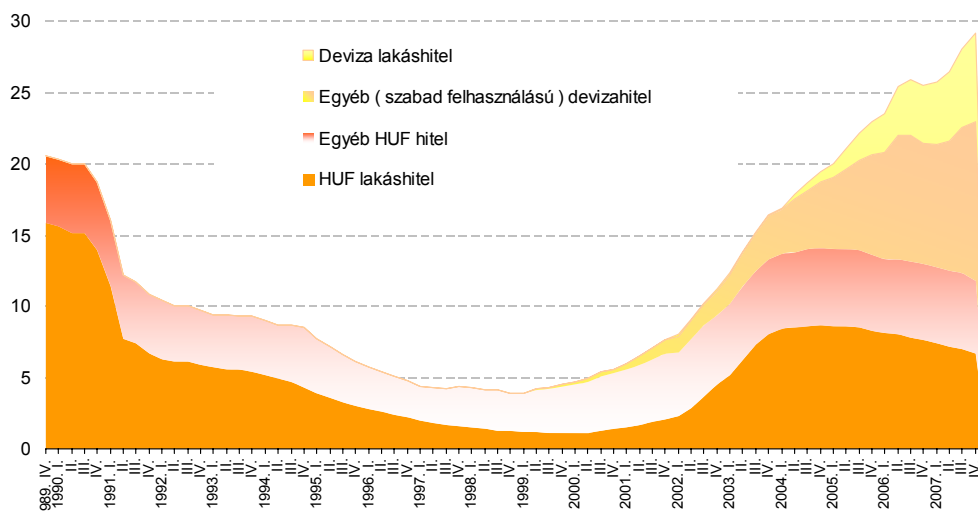
csüng(ött): az állami költségvetés, a vállalatok és a lakosság egyaránt. A lakosság (CHF) hitelésége csillapíthatatlannak tűnt és GDP arányos nettó megtakarításai az évi alig 2-3 %-ra zuhantak vissza a korábbi időszak 8-10 %-os mértékéről. Ami előnyös volt a lakosság és a vállalatok számára – nevezetesen a forinthitelnél alacsonyabb áron eladósodni külföldi devizában – az az ország nemzeti pénzügyi számláiban növekvő külföldi adósságállományban és devizában az országból kiáramló kamatfizetésben öltött testet. Az un. külföldi adósságszolgálat tehát már nem csupán az állam-, de a magánszektor oldaláról is fokozatos jövedelem-kivonással járt az országból a fizetési mérleg csatornáján keresztül a külföldi hitelezők számára.



A hitelintézetek adóssága a lakosság és a vállalatok devizahitel keresletére teremtett külföldi forrást. A 2003. évtől kezdődő és megújuló HUF árfolyamváltásokra válaszul magasan tartott forintkamatok tudvalévően kiszorították nemzeti pénznemünket a hitelezésből a deviza- - elsősorban CHF – hitelek. A vállalatok hitelállománya több, mint fele devizahitel – döntően euróhitel. Ennek fedezete többnyire a külkereskedelmi forgalomból szerzett jövedelem. CHF hitelekhez leginkább a belföldi kis-közép vállalatok kezdtek merészebben folyamodni a bőséges banki kínálat hatására a legutóbbi egy-két esztendőben.



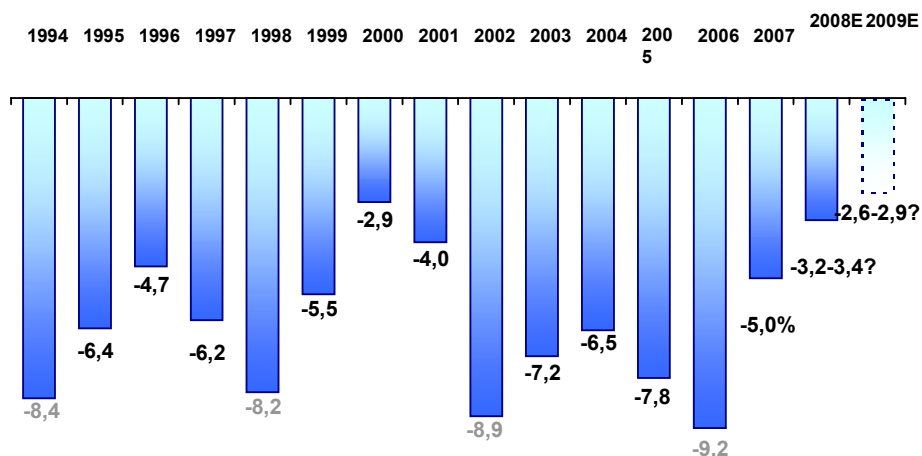
A magyar lakosság adósságállománya a GDP arányában nem kritikus szintű a nyugati fejlett országokhoz képest, s alig haladja meg az 1990. előtti "OTP-hitelek" mértékét. Inkább az eladósodás üteme drámai 2002-2003 óta (támogatott lakáshitelek). A törlesztési terhek a rendelkezésre álló jövedelem arányában már nagyobb súlyt képviselnek, mint az EU átlagában.



Forrás: MNB

A magyar lakosság bankhiteleinek szerkezete, a GDP %-ban

A magyar költségvetési hiányok és növekvő adósságállomány a térség és a világ egyik legsebezhetőbb helyzetébe hozták a forintot, hiszen a választási ciklusok minden konszolidációs törekvést megtörtek és a gazdaságot a folytonos "stop-go" állapotában tartották (instabil adórendszer, árfolyamok, árstabilitás hiánya, stb)



Forrás: PM

A magyar költségvetés éves hiánya a GDP %-ban

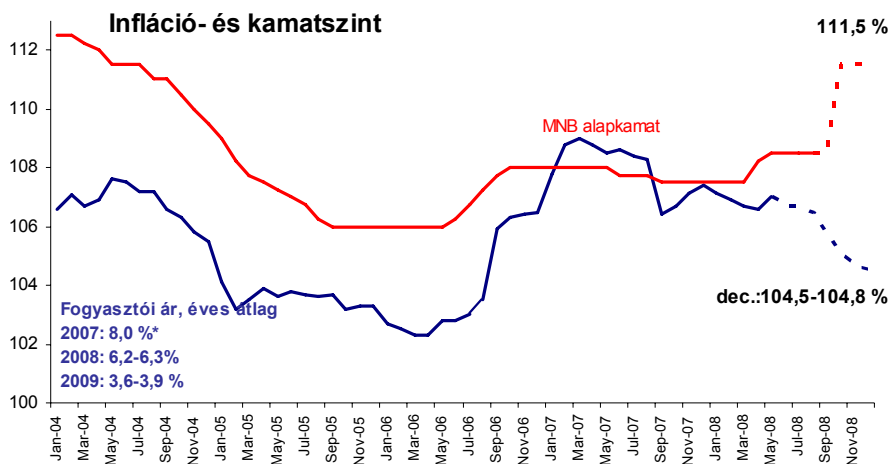
A forint ellen több spekulációs támadást megéltünk, s csak a korábbi nagy nemzetközi pénzügyi likviditásnak és a magasba szökő forint kamatoknak volt köszönhető, hogy sikerült visszakanalazni az árfolyamot olyan meredek lejtőkről, amilyenre Izlandon vagy korábban Argentínában kerültek a hazai valuták. A forint árfolyamának viszonylagos stabilitása révén lehetett megőrizni a belföldi forint-megtakarításokat is attól, hogy pánikhangulattól vezérelve tömegesen menekítse pénzét a lakosság devizába.

A nemzetközi pénzügyi intézmények összefogásával megajánlott pénzügyi csomag tehát olyan támaszt jelent a HUF számára, amely egyaránt védi az országot attól, hogy a forint nagymértékű leértékelésére külföldi spekulációs pozíciók épüljenek ki – hiszen a hazai 17 milliárd euróra tehető devizatartalékokat kiegészítő hitelkeretek már jószerevel ellehetetlenítik az ilyen törekvéseket. Másrészt a pénzügyi csomag arra is támaszt nyújt, hogy a magyar lakosság bizalmát megőrizi a forintban – bankbetétekben, a magyar értékpapírpiacon építkező befektetési alapokban, életbiztosításokban, stb.

A rendelkezésre tartott – stand-by – hitelkeretek mérséklék a magyar bankrendszer kockázati szintjét a külföldi hitelezők számára is – tehát egyáltalán megnyílhatnak a pénzforrások a gazdaság – a vállalatok és a lakosság – hitelkeresletének fedezésére is és egyáltalán, visszatérhetnek a vásárlók a magyar állampapír-piacra. Ezen pénzcsoportok elzárása – kellő bizalom hiányában – tehát valósággá tennék Széchenyi István idézett szavait: a hitel híja szinte minden mozgást elakaszt. A magyar gazdaság „oxigénhiányán” a nemzetközi hitelkeretek mintegy vastűdő minőségben segítenének – amire az „emergency” lépéseknek köszönhetően várhatóan semmi esetre sem kerülhet sor.

Összefoglalás és prognózis

- a pénzügyi világválság és várható recessziós trend szempontjából meghatározó dátumok előtt állunk:
az USA elnökválasztás kapcsán várható új gazdaságpolitika iránya, válasza az amerikai gazdaság élénkítésére
- az IMF november közepén esedékes éves washingtoni közgyűlésén várható együttes fellépés és intézkedéscsomag a pénzügyi válság és gazdasági recesszió kezelésére
- a dollár és az euró kamatvágás(ok) a gazdaság élénkítésére – noha ma a bizalom elsőbbséget élvez a kamatszinttel szemben.
- felmérhetetlen az a pusztítás, amelyet az elmúlt hetekben tomboló tőzsdeválság okozott a világ befektetéseiben, pénzügyi vagyonában. Nem lehet tehát megbecsülni, hogy amennyiben valóban lecsillapodnak a válság hullámai, milyen tényleges pénzügyi likviditással rendelkezik majd a világ pénzügyi rendszere és ez milyen áron áll rendelkezésre
- az elmúlt időszak pénzügyi innovációi teremtettek likviditást, fedezetet, biztonságot a pénzügyi rendszerben – miközben egy „bóvli” hányaduk előidézte ezt az irratlan válságot
- ezeket a pénzügyi innovációs termékeket lehet szigorúbb szabályozás alá vetni, de – reálisan szemlélve a helyzetet - ahogyan minden pofon mellé rendőrt nem lehet állítani (Rejtő J.), úgy nem lehet megcímkezni a vállalati-pénzügyi ügyleteket – „jogos üzleti művelet” vagy „spekuláció” címkével látni el ezeket a műveleteket
- a pénzügyi válságok idején dirrel-dúrral bejelentett szabályozási tervek (pl. „forró pénzek” megadóztatása „Tobin-adó”, 1998-ban, stb.) – a helyzet rendeződésével rendre elülnek és új válságok ágyazódnak be a megállíthatatlanul globalizálódó pénzügyekbe
- némi rend teremtéssel és a szabályozás szigorodásával tehát lehet számolni, de ennek ára a hitel- és tőkeköltések drágulása lehet (tőkefedezet követelmények a kereskedelmi bankokban, kockázati prémiumok emelkedése, stb.)
- a reálgazdaság világméretű visszaesésének mértéke pszichológiai tényezőktől is függ: optimista hangulatban javul a lakosság „fogyasztási hajlandósága”, ezzel a beruházási légkör, stb. Pessimista hangulatban lefagy a fogyasztás, elővigyázatossági takarékosági fokozatba állnak a háztartások, s ez negatív spirálba hozza az egész világgazdaságot
- ezért kockázatos a világválság jelenlegi mélypontra minősített pillanataiban a gazdasági visszaesés mértékét megbecsülni mind mértékében, mind lefolyásában (félév? három év? ...)
- ami a magyar gazdaságot illeti: a költségvetési megszorító csomag és az exportpiacok visszaesése okozta GDP-zsugorodást reálisan most nem lehet megbecsülni (talán -1+1 %) tartomány is konzervatív becslésnek minősíthető
- a válság okozta vállalati-szektorális-termékszerkezeti átrendeződésből térségünk és benne Magyarország minden várakozás szerint kedvezően jöhet ki (költségelőny Európa „hátsó udvarában”) – így a recesszióból kilábaló magyar gazdaság növekedési kilátásai biztatóak
- a folyamatban lévő EU-társfinanszírozás projektjei és vállalati beruházásai a nagy piaci zűr ellenére hozzájárulnak a termelőkapacitások és az üzleti infrastruktúra javulásához (+O₂)
- a forintot a nemzetközi befektetői légkör javulása, párosulva a magas kamatszinttel, visszahozhatja a 245-255 HUF/€ur sávba az év végére, de a 250-260 HUF/€ur sáv mind az infláció, mind a nemzetközi versenyképesség szempontjából kellemes szint maradhat
- a magas kamatszint a HUF-t egy megnyugvó pénzügyi légkörben a 230 HUF/€ur irányába erősítheti, amin a jegybank fokozatos kamatvágással enyhíthet
- kamatot emelni – 300 bázispont – könnyű, lefaragni a nemzetközi befektetői kör árgus figyelmétől kísérve igencsak kockázatos: árfolyamkilengéseket okoz -, ám az inflációs pályát illetően több, mint jogos:



Forrás: KSH, MNB

Az infláció és az alapkamat között tágra nyílt olló bár serkenetheti a lakossági forint megtakarításokat, egyúttal még nagyobb lökést adhatnak a devizahitel iránti keresletnek mind a lakossági, mind a vállalati szegmensekben.

- a sürgősségi jelleggel felkapott HUF kamatszint már csak azért is erőteljes mérséklődés pályájára kell, hogy álljon, miután az alacsony, 3-4 % inflációs környezet, a költségvetési hiány leszorítása valóban megteremtheti az alapot az Euró-csatlakozás lefolytatásához kb. 2012-2013-ra.
- Az Euró előszobájának nevezett ERM rendszerbe való belépés nem hoz újdonságot a forint számára: gyakorlatilag abba a plusz-mínusz 15 %-os sávba kerül vissza a forint árfolyam jegyzése, ahonnan idén februárban kilépett, hogy 240 HUF/€ur alá is erősödhessen. Lesz mégis meglepetés: a pénzügyi kormányzat ugyan milyen középárfolyamot jelöl ki a +/-15 %-os sávban? (a korábbi, értelmét veszített 282 HUF/€ur-al szemben ennek az új középárfolyamnak valahol ott kell lennie, ahová majd az eurócsatlakozási árfolyamrögzítést is várja a piac: 240?-250? pl. – az ehhez a szinthez csatlakoztatható 15 %-os felértékelődési szint azonban már a gazdaság számára veszélyes pályára – 220-200 HUF/€ur közelébe is csábíthatja a külföldi spekulációs tőkét (ne feledjük: a szlovák koronát a spekuláció 33,8-ról 30 korona/euró erősítette a csatlakozás tényének bejelentésére.....)
- Az €ur-kamatszint várhatóan 3,0 - 2,75 %-ra mérséklődhet az elkövetkező év végéig a gazdaság élénkítésének szándékától vezérelve, tekintettel arra, hogy messze már az olaj- és nyersanyag-árrobbanás rémképe. A HUF kockázati felárának szükségszerű zsugorodása a HUF kamatszintet az elkövetkező két-három esztendőben tehát az euribor+ szint irányában kell, hogy vezérelje
- menekülési útvonal, a CHF a válság elmúlt napjaiban hihetetlen mértékben értékelődött fel az euróval szemben: a júliusi még 1,62 CHF/€ur-ról mára 1,45 CHF/€ur-ra, ami az elmúlt évtized legerősebb szintjét éri el. A CHF iránti világméretű kereslet szűkítette le a magyar kereskedelmi bankok un. refinanszírozási csatornáit is az irányban, hogy kielégítsék a magyar lakosság hitel- és törlesztési devizakeresletét. Ez a váratlan fordulat csak felfokozta azt a feszültséget, amit a világ-, ezen belül az európai kereskedelmi bankok közötti napi bankközi kereskedés likviditási fennakadásai okoztak és amely kapcsán az ugyancsak kockázatosnak árazott magyar kereskedelmi bankok forrásbevonása is ugyancsak megnehezedett.
- menekülés – hazamenekítés – okozta a dollár hallatlan felerősödését is az €uróval szemben. ((Yen hasonló úton jár) A dollár olyan tömegben tért vissza az USÁ-ba, hogy az amerikai állampapírokat jószereivel 0 kamaton is vették, mint a cukrot, csak hogy valamilyen formában tárolni tudják a világból visszagereblyézett pénzügyi vagyონukat a nagy befektetési intézmények. A dollár 1,25-1,30 US\$/€ur árfolyamát tarthatónak értékelem, minthogy az ilyen szintre erősödés – ha nem is napok, inkább 1-1,5 év alatt -, de előrelátható volt. Hogy képes-e ezt a szintet tartani – az nyilván szintén az USA elnökválasztások után induló gazdaságpolitikai kurzus függvénye lesz.

Dr.Szegő Márta