



Vakrepülés

„Ha lefagy a rendszer, indítsd újra”

Bill Gates nyomán

A robot pilóta leállt, mindhiába győzködi a pilóta a Restart gombot, az irányítóközponttal a kapcsolat megszakadt, az iránytű megbolydult, a rendszer lefagyott. A legénység vakrepülésben kísérel meg a földet érést a kíméletlen légköri turbulenciák közepette. Így fagyott le a világgazdaságot évtizedeken keresztül vezérlő rendszer. Az újraindítás megszokott rutinja nem működik: hatástalan a megannyi kamatvágás, a pénzbőség, az adócsökkentés ígérete. S nem különben a piaci és a befektetési kockázatkezelési modellek. Újra kell írni a szoftvereket.

Napjaink világgazdasága talán éppen azért került ilyen kritikus válságba, mivel az elmúlt durván két évtizedben a kisebb-nagyobb válsághelyzeteket ezzel a hibás rutinnal kezelték, s a gazdaságok ezáltal átmeneti mentséget élveztek a mélyenszántó gazdasági-szociális szerkezeti gondok megoldása alól, amelyek politikai felelősségét egyetlen hivatalban lévő kormányzat sem vállalta fel. Lett légyen szó az USA-ról, Franciaországról, Németországról vagy hazánkról.

2009. így lett *nem a kilátások, hanem a belátások esztendeje*:

- klasszikus túltermelési válság robbant be a pénzügyi lufi kidurranásával. A felgyorsult technológiai fejlődéssel a fogyasztás sem szükségletével, sem jövedelmével nem volt képes lépést tartani.
- a jövedelemszerkezetben – mint azt már korábban is említettük – az alacsony jövedelműek reálbére az elmúlt évtizedben leginkább stagnált a leggazdagabb országokban is, nem kis mértékben az alacsony bérű országokba kitelepített/kitelepíthető iparágakban romló alkupozíciók miatt
- a felzárkózó iparosodó gazdaságok éppen a tökevonzó képesség terén túlhajtott versengés miatt komprimálták a reálbéreket, így ezekben az országokban elégtelen volt a fizetőképes kereslet bővülésének a sebessége a globális kínálat felszívásához
- a túltermelési válság különböző „fonatokból” tevődik össze, amelyek most a legsúlyosabb depresszió jeleit mutatják:

a hitelezésre alapuló lakáspiac és autóipar – ezek jogosan elsődleges területei a bankhitelezésnek, hiszen hosszú távú, nagyberuházások előrehozott fogyasztásáról van szó jövőben jövedelmek terhére

a szórakoztató elektronika és a tömegkommunikációs termékek – ezen ágazatokban a technológia túlzottan gyors előre futása (erkölcsi kopás) nem hangolódott össze a fogyasztók csereigényeivel (hasznosság / ár aránytalanság lépett fel)

idegenforgalmi kapacitások, személyi szolgáltatások – amelyeket a jövőbeni biztos jövedelmek és megtakarítások ígéretében vettek igénybe a felsőbb középosztálybeliek

a tartós fogyasztási cikkek és a divat- és presztízs fogyasztási cikkek forgási sebességének túlpörgése kapcsán létrejött **többletkapacitások**

- a technológiai fejlődés sebességével nem volt képes lépést tartani az egyes gazdaságok munkaerő piacainak a szerkezete. A vezető posztindusztriális gazdaságokban a szórakoztató iparra (tv, film, játék, sport), az IT fejlesztésekre, a személyi szolgálat (egészségipar) területére – nem kis mértékben a pénzügyi szolgáltatásokéra – zúdult rá az iparból kieső munkaerő, a kereslet-kínálat azonban itt sem fedte egymást.

a feltörekvő – különösen a kelet-európai – országok munkaerőpiacai nem voltak képesek összhangba kerülni a gyorsan változó szerkezetű külföldi működő tőke beáramlásával – így itt is nagy feszültségek keletkeztek a szakirányú képzett munkaerő kereslet és a munkaerő piacról végérvényesen kiszoruló munkaképes népesség terén

- a világgazdasági válság fókuszában tehát a termelőkapacitások átrendeződése, termékszerkezet-váltás, a vállalati költséghatékonyság, a vállaltszervezés elodázhatatlan korszerűsítése áll. Minél gyorsabban és hatékonyabban zajlik le ez a folyamat – tehát minél eredményesebben tudnak stratégiát váltani és működésbe hozni a vállalatok (előrefutás), annál rövidebb időt igényel a válság lefutása. Ha állami szubvenciókkal elodázzák ezt a szerkezetátalakulást, mint néhány ország tette ezt a '70-es évek olajárrobbanása nyomán kirobban hasonló válság idején – a válságrendezés elhúzódik és mérhetetlenül megterheli a fékezhetetlen inflációt útjára indító állami költségvetéseket.
- mindeközben a nemzeti kormányok a munkahelyek megőrzését elősegítő politikával működhetnek közre azokban az ágazatokban, amelyek nyilvánvalóan csak rövid távon bicsaklottak meg a válság közepette, illetve a Keynes-i logikával „építsetek bár piramist”, teremthet munkaalkalmat közmunkákkal (természetesen ennek kiterjedése a munkaerőpiacra azért korlátozott).

Ennek a szerkezeti átrendeződésnek az időigénye természetesen jelentős. A pénz- és tőkepiacok azonban hisztérikusak és pánikkal reagálnak a nyilvánosságra kerülő statisztikai adatokra. Márpedig 2009 a katasztrofális statisztikai adatok esztendeje lesz. Mind az ágazati, mind a nemzetgazdasági visszaesések hónapról hónapra súlyos mínuszokat fognak mutatni az előző év azonos időszakához képest, míg „utól nem érik magukat” és az év vége felé nem kezdenek mérséklődni ezek a mínuszok. Eközben a vállalati szféra kimunkálja válságstratégiáját – ki jól, ki rosszabbul –, feltehetőleg számos fúzió kíséri majd a piaci szerkezet átalakítását, azzal párhuzamosan, hogy jó néhány multinacionális dínót feldarabolnak csápokat leépítenek, kiárusítanak. 2009-2010 nem csupán darwini emlékévként, de a gazdasági természetes kiválasztódás esztendei is lesznek.

Magyarország és a regionális szomszédjaink ennek a gazdasági átrendeződésnek viszonylag passzív szenvedő alanyai. A térség nyugati nagy beruházói jobb esetben *stand-by* módra állították át itteni telephelyeiket, míg az új stratégiáikat felépítik – rosszabb esetben rendelés hiány miatt nálunk is létszámleépítésre kényszerülnek. Az új stratégiákban kézenfekvő lenne a termelés további áttelepítést az EU hátsó udvarának minősülő régiókba – pillanatnyilag azonban protekcionista hangok uralják a világot a helyi munkaerőpiac megőrzése érdekében. Nem kétséges azonban, hogy a globális verseny nem engedi meg egyik vállalatnak sem, hogy a drágább nemzeti munkaerő alkalmazásával versenyhátrányba navigálja magát – a nemzeti szakszervezeti ellenállás azonban még jóideig a politikai szintérre tereli a termelőkapacitások Keletre telepítését.

Túlzott reményekkel tehát nem várakozhatunk arra, hogy hazánk a válság nyomán FDI-paradicsom legyen. Mérsékelt várakozásokkal azonban élhetünk.

A HUF árfolyam a 300 HUF/€ur szinten minden adócsökkentésnél hatékonyabb eszköze a magyar versenyképesség javításának. Kiváltképpen igaz ez most Szlovákiával szemben, akik ezekben a napokban éppenséggel mérgezett almaként forgathatják euróikat – minthogy a túlértékelt korona bár erős euróval ruházta fel őket, ám a környékbéli országokkal szemben rendkívül megdrágult kivitelük és munkabéreköltségük is. Ez pillanatnyilag egy védővámval felérő helyzetet teremt a magyar termelők számára a belföldi piacon a legváltozatosabb fogyasztási, élelmiszeripari, mezőgazdasági termékek terén.

A szlovák euró szolgáljon tanulsággul arra, hogy milyen felelősséggel jár a jövő HUF/€ur árfolyam rögzítése. Ezért is tartom irreálisnak azt, hogy 2009 őszén Magyarországon bejelentse csatlakozását az „€uró előszobáját jelentő” ERM-II. rendszerbe. Itt ugyanis meg a monetáris hatóságoknak ki kell tűzniük a HUF várható középfolyamát, amely körül kis ingadozásokkal garantálható a HUF csatlakozási árfolyama. Igen valószínűtlennek tűnik, hogy egy mély világválság kellős közepén reálisan ki lehessen jelölni egy HUF egyensúlyi árfolyamot 2012-2013-ra.

Ha belátásokról szólnunk, emlékeztetnünk kell arra, hogy a HUF 2001. május elején, a teljes konvertibilitás és az új monetáris politika meghirdetése pillanatában 267 HUF/€ur szinten állott. 2001. óta a magyar és a nemzetközi inflációs különbözet, a termelékenységkülönbséggel korrigálva, a jegybank hivatalos kimutatásai szerint is legalább 30 %-os reálérték felértékelést

mutat a HUF javára. Ez eddig elegendően nem elemzett versenyhátrányt okozott a magyar exportőröknek és a hazai termelőknek, hátrányt az ország tőkevonzókéességében, a bérek versenyképességében. Az olcsó import beömlése, a külföldi működő tőke továbbtelepülése növekedési áldozattal járt, ami magyarázhatja, miért is lassult vészesen a magyar gazdaság 2002-től kezdődően. A HUF árfolyamát valójában nem a reálgazdaság, a reálfolyamatok, hanem a hazai monetáris politika, a minden piaci sokk esetében magasra kapott HUF kamatok, a külföldi spekulánsok játéka alakították. Ha a jegybank engedi lassan lecsordogálni az árfolyamot, akkor ma legalább 300-320 HUF/€-ur lehetne az „egyensúlyi árfolyam”. Nyilván egy ilyen folyamat alacsonyabb kamatszinttel elejét vette volna a devizahitelek csábításának is. Ezzel a megállapításunkkal visszatérünk arra a folyamatos álláspontunkra, amely helytelenítette a jegybank magas kamatszinttel felértékelő árfolyampolitikáját. Mindenkor hangsúlyoztuk azonban, hogy a sokszerű leértékelődés minden szempontból (import infláció) káros, mint ahogyan a jelenlegi árfolyam is az (mindazok után, hogy már nem csupán az infláció, de kiváltképpen a lakosság időközben – s ezen árfolyampolitika hatására – felhalmozott devizaadóssága miatt jelent felmérhetetlen kockázatot mind az ország, mind a magyar bankrendszer számára.

Mi lesz a forinttal? A HUF, mint minden feltörekvő, mint minden közép-kelet-európai és mint minden instabil pénzügyi helyzetben lévő valuta madártollként lebeg tehetetlenül a globális tőke- és pénzpiacok viharában. A külföldi befektetők játszószere – nem kevésbé, mint volt az elmúlt esztendőben is. Csakhogy a tavalyig működő reflexek a múlté. 2001 óta köztudomásúlag arról szólt a magyar HUF árfolyama, hogy gyenge, maximum 280 HUF/€ur körüli árfolyamnál elérkezni látta az időt a külföldi befektetők csapata, hogy magas kamat- és állampapír hozamszint mellett beszálljon a forintba, s azt 250-240-230-ig erősítve, búság profittal szálljon ki belőle. Nincs ma az a gyenge árfolyam és irreálisan magas állampapír hozamszint, ami elegendő csábítást képviselne a tőkebeáramlás visszafordítására. A korábbi spekuláns pénzintézetek sok sebből véreznek, a régió gazdasági-pénzügyi függősége pengeélen tancoltatja a nemzeti pénzügyi rendszereket. „Cserbenhagyásos gázolás” áldozataivá váltunk – még ha felelőtlen gondatlansággal, mint gyalogos, magunk is vétkesek vagyunk. A globális tőke hátat fordít térségünknek, még egy kicsit cicázik velünk: gyengülő árfolyam szintekre tesz fogadásokat és ellenállás hiányában be is kasszírozza azokat.

A HUF gyengülését nem kis mértékben gyorsítja fel a hazai devizahitelek törlesztésre vagy visszafizetésre szolgáló folyamatos devizakereslete. Ezt a most már nem ellentételezi vagy múlja fölül a korábbi lendületes devizahitel-kereslete, ami éppenséggel annak idején a HUF erős pozícióban való stabilizálását segítette elő. Ilyen értelemben tehát a devizahitelek ma saját maguk alatt vágják a fát, amikor egyre gyengébb árfolyam mellett kényszerülnek törleszteni.

A tőkekiáramlást táplálja a külföldi cégek profit átutalása (nyilván menekülés a gyengülő forint elől) és feltehetőleg magyar vállalatok és magánszemélyek tőkemenekítése is. Ennek mértékét valójában a március végén a 2008. decemberi állapotokat mutató fizetési mérleg, még inkább a június végén megjelenő I. negyedéves fizetési mérleg tárhatja fel.

Szegény embert az ág is húzza – nagyon nagy a baj: a gyenge forintárfolyam felértékeli a devizaadósságunkat, a GDP-arányos mutatók százalmas magasságokba szöknek – a mutatók alapján várható országhozzá tartozó leminősítések további árfolyamgyengüléssel járhatnak. A gyenge árfolyam mellett az állami költségvetés és a magánszektor (mind a vállalatok, mind a lakosság) deviza kamatfizetési és törlesztési terhe a megtermelt hazai jövedelem mind nagyobb hányadát szippanthatja ki, szivattyúzhatja át a hitelezők számlájára. A fizetési mérlegben ez a jövedelemkiáramlás olyan méreteket ölthet, amelyet sem többletexporttal, sem működő tőkebeáramlással nem vagyunk képesek ellentételezni: az ország külföldi eladósodottsága mind súlyosabbá válik, negatív adósságspirálba sodródhatunk.

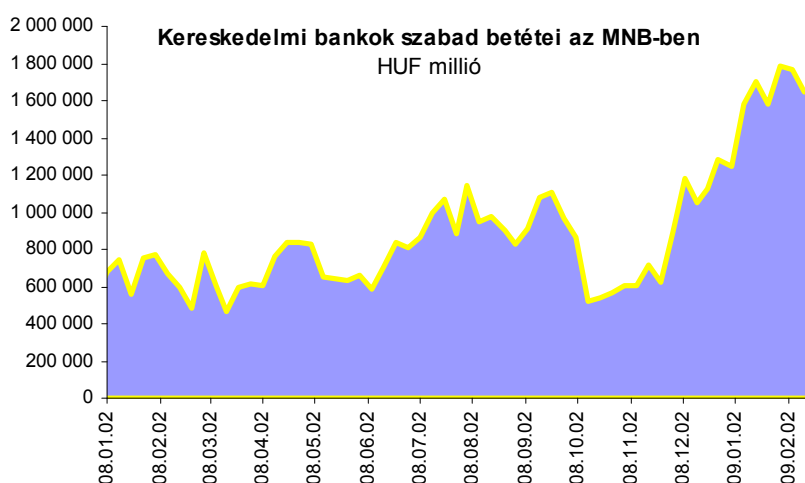
Mi hozhatja vissza a HUF-árfolyamot?

- a pénzügyi stabilitás javulása a költségvetési hiány tervezett mértékének tartásával – ez primér feltétel, ám szenteltvíz, ha a globális pénzügyi légkör hisztérikus állapotban marad
- a nemzetközi pénzügyi konszolidáció – nem előbb, mint az év utolsó harmada, legfeljebb -, mikoris a pénzintézetek likviditása és egymás iránti bizalma felbátorítja ezeket a portfólió befektetésekre. Ekkor eljőhet az a fordulópont, amikor mind a lengyel fő piac, mind Magyarország hallatlanul legyengült árfolyama és államkötvény-részvény árfolyamai dús profittal kecsegtetnek és beindul egy erősödési rally az egész régióban

- megállíthatja a HUF gyengülését az MNB euró-refinanszírozási forráshoz jutása az EKB-nél, ami mérsékelheti a hazai bankok ráutaltságát az anyabankok devizarefinanszírozására és ezáltal bőségebb devizalikviditást teremt a hazai bankközi devizapiacra
- az EU fejlesztési források átutalása nagyságrendileg emelkedik és ezáltal bővül a devizakínálat
- a működő tőke beáramlása visszaáll korábbi, legalább 3 mrd eurós szintjére – ami az idei év bizonytalanságai közepette nem valószínű

Az MNB – legalábbis jelentősebb mértékben – nem fog interveniálni a HUF árfolyam mellett. A fenti érvekre tekintettel nem valószínűsíthető, hogy devizatartalékaiból nagy ellennyomásra hiábavalóan áldozna összegeket. Emel-e kamatot? A befektetői kör erre spekulál. A kamatemelés nem valószínű, a jelenlegi 9,5 %-os alapkamat tartása máris elegendő jelzés lenne az árfolyam védelmére. Ez ugyanakkor tartósítaná azt a patthelyzetet, hogy a magánszektor nem juthatna reális kamatszintű hitelhez, sem forintban, sem devizában. Olyan pillanatban, amikor mind a magyar, mind a világ pénzintézetei egy újabb cunami – ezuttal a reálgazdaságban bedőlő hitelek fenyegetése – miatt, éppen fedezékbe menekül.

A patthelyzetet mi sem jellemzi jobban, mint hogy a kereskedelmi bankok minden idők egyik legmagasabb összegű szabad betétjét (2 hetes jegybanki kötvények) helyezték el a mai napon az MNB-ben:



Az 1700 milliárd forintnyi szabad betét az egyéb betétekkel együtt azt eredményezi, hogy a GDP közel 8-10 %-ára rúgó forint dekkol "sterilen" az MNB-ben 9,5 %-os alapkamaton, amely forinthitel formájában ugyancsak restriktív áron ajánlható csak ki akár a vállalatoknak, akár a lakosságnak. Ha a múlt logikáját követjük, akkor gyenge árfolyamnál kedvező devizában eladósodni. Valójában azonban a devizahitelek ára sem az, mint ami „békeidőben” szokott volt lenni. A magyar bankok – az országhoz tartozó kockázatnak köszönhetően – még az anyabankoktól is csak magas kockázati felárral juthatnak devizaforráshoz.

Hic Rhodus – hic salta – Itt van Rhodosz, most ugorj!

Összefoglalva:

- a globális pénz- és tőkepiacok az év végéig rendkívül hisztérikusan reagálnak a folytonosan romló statisztikai adatokra
- a deviza- és részvényárfolyamok a pánikreakciók hatása alatt maradnak
- a legjobb rossz logikája alapján a dollár tartja magát, EU-kohézió híján az euró gyengékedik, a CHF menekülő befektetés marad
- a közép-kelet-európai országok teljesítménye az anyaországok függvényében javul
- a magyar országhoz tartozó kockázat a belső politikai bizonytalanságok hatására ingadozó
- a költségvetési teljesítmény beigazolódása az év végére stabilizálhatja a HUF-ot, ha ez ellentételezni képes a 2010-es parlamenti választások körüli bizonytalanságot
- emiatt sem az árfolyamszintben, sem a kamatszintben döntő fordulatot nem hoz
- a nemzetközi befektetői légkör javulása az egyedüli, amely egy erősödési rallyt beindíthat mind az árfolyamban, mind a kötvény- és részvénypiacon.

Dr.Szegő Márta
2009-02-17