



International Center for Economic Growth
Európai Központ

Vélemény Nr. 15

GÁSPÁR PÁL:

**A FORINT ERŐSÖDÉSE: OKOK, HATÁSOK ÉS
LEHETSÉGES ALTERNATÍVÁK**

2004. DECEMBER

TARTALOMJEGYZÉK

<i>Bevezetés</i>	<i>3</i>
<i>A forint nominális és reálárfolyamának alakulása</i>	<i>4</i>
<i>A forint árfolyamát befolyásoló tényezők</i>	<i>5</i>
<i>A forinterősödés makrogazdasági hatásai</i>	<i>10</i>
<i>Lehetséges forgatókönyvek</i>	<i>14</i>

BEVEZETÉS¹

1. Az elmúlt időszakban ismételten felerősödő viták, egymásnak feszülő vélemények láthatók a forint árfolyamának alakulását, az ebben szerepet játszó okokat, illetve a lehetséges hatásokat illetően. Abban egyetértés van a vitázók között, hogy jelenleg erős a hazai valuta, viszont négy alapvető kérdésben megoszlanak a vélemények.

Egyrészt abban, hogy az árfolyamra ható tényezők közül melyek szerepe meghatározó a jelenlegi forinterősödésben. Másrészt abban, hogy milyen tényleges hatásokkal jár a forint felértékelődése, az általa kiváltott hatások közül melyik tekinthető tartósnak és melyik átmenetinek. Harmadrészt abban, hogy milyen változások lennének szükségesek a gazdaságpolitikában ezen belül a fiskális-monetáris politikai egyvelegben (policy mix) ahhoz, hogy az árfolyam stabilabban alakuljon. Végezetül nincs egyetértés abban sem, hogy milyen forgatókönyvet lehet elképzelni a forint jövőbeli árfolyamának alakulását illetően.

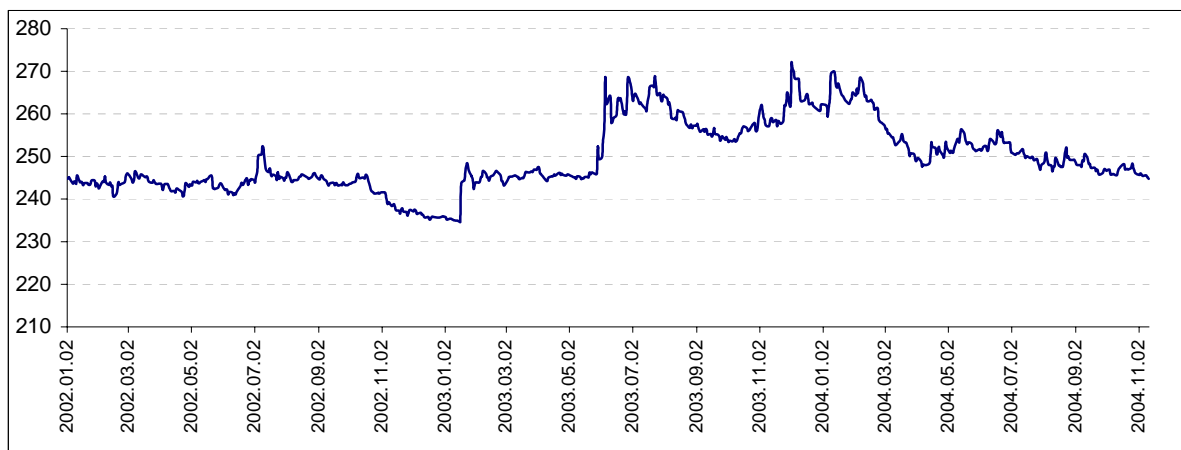
2. Ebben a rövid írásban a vitákat kiváltó kérdésekhez történik hozzászólás kizárólag szakmai alapon félretéve a politikai értékítéletet és véleményeket. A rövid elemzés célja, hogy bemutassa azokat a tényezőket, amelyek hozzájárultak a forint erősödéséhez, az ebből származó valós makrogazdasági következményeket, illetve bemutassa a szerző szerint a forint árfolyamát rövidtávon alakító gazdaságpolitikai alternatívákat.

¹ A szerző szeretne köszönetet mondani *Barcza Györgynek* és *Madár Istvánnak* a rövid tanulmány első változatához fűzött értékes megjegyzéseikért. A fennmaradó hibák és tévedések a szerzőt terhelik.

A FORINT NOMINÁLIS ÉS REÁLÁRFOLYAMÁNAK ALAKULÁSA

3. Az Európai Központi Bank (ECB) adatai alapján 2004 novemberben a forint euróval szembeni átlagos árfolyama 245,36 Ft volt. Ennek alapján a forint egy év alatt 5,4 százalékkal, az év kezdetétől pedig 7,1 százalékkal értékelődött fel az euróval szemben. A forint átlagárfolyama az euróval szemben 2001 októberében, amikor megszűnt a csúszó leértékelési árfolyamrendszer 255,23 Ft volt, míg egy évvel később 2002 októberében, mielőtt elindult volna az ír referendumot követően a 2003 január elején a sáveltolásra irányuló spekulatív támadásban kicsúcsosodó felértékelődés, 243,53 Ft volt. Mindezek alapján a forint a három évvel ezelőtti szinthez képest 3,9 százalékkal erősödött, míg a két évvel ezelőtti szinthez képest 0,7 százalékkal gyengült. Hosszabb távon elemezve nem mutatható ki az euróval szemben egy trendszerű nominális felértékelődés, hanem a forint árfolyamának alakulását a felértékelődési és leértékelődési szakaszok váltakozása jellemzi.

1. grafikon – A forint/euró árfolyam alakulása 2002 január és 2004 november között



Forrás: MNB (2004)

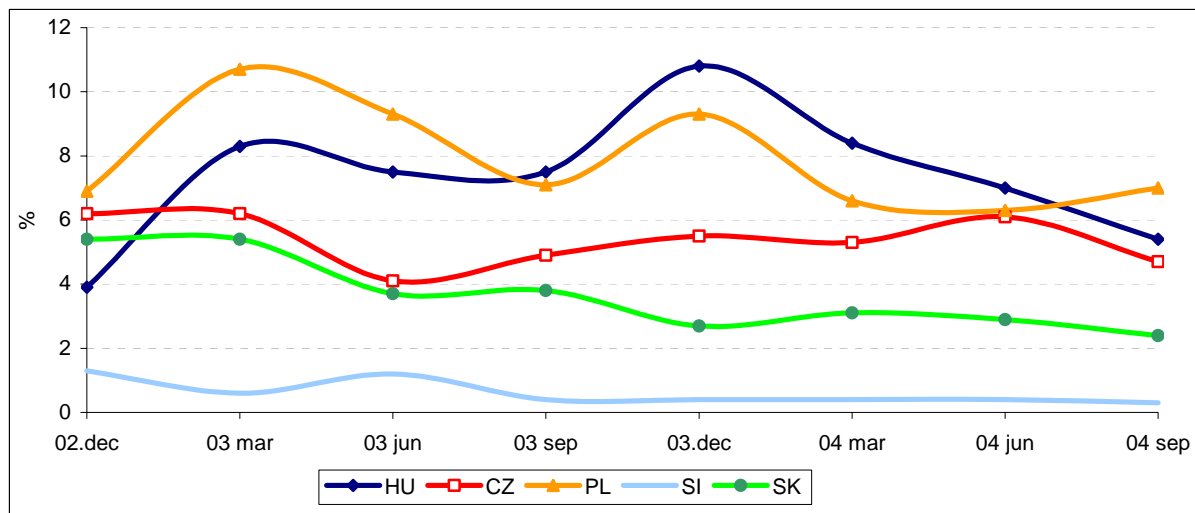
4. Amennyiben a forint árfolyamának alakulását regionális perspektívába helyezzük, és megnézzük a többi újonnan csatlakozott közép-európai ország valutájának euróval szembeni változását, hasonló folyamatokat látunk. Egyrészt a többi valuta is felértékelődött 2004-ben: novemberben a cseh korona 2,2%, a szlovák 3,8%, a lengyel zloty 7,8% erősödést mutatott az euróval szemben és csak a változatlan reálárfolyamot megcélzó szlovén árfolyampolitika eredményeképpen értékelődött le a tollar 1,5 %-kal. Továbbá a grafikon is jól mutatja, hogy a másik három valuta euróval szembeni mozgását is fel- és leértékelődési szakaszok váltakozása jellemezte. A szlovák korona 2004 novemberében 5,5 százalékkal értékelődött fel az euróval szemben a 2002 októberi és 9,2 százalékkal a 2001 októberi szinthez képest, míg a cseh valuta 1,9%-kal gyengült az első és 6,8%-kal erősödött a második időponthoz képest. Egyedül a lengyel valuta gyengült 5% illetve 11,8%-kal, de itt az adott időszakon belül egy erőteljes felértékelődés is bekövetkezett².

5. Az ECB konvergencia jelentése szerint 2002 október elsejei árfolyamszinthez képest az elmúlt 2 évben a forint maximális felértékelődése 9,8 százalék, gyengülése 3,5 százalék, a cseh koronáé 8,4% és 0,6%, a zlotyé 20,9% és 2,5 % volt és csak a két másik valuta mutatott kisebb eltéréseket. A

² Ugyanakkor a zloty leértékelődése nyomán jelentősen módosultak a régió belüli keresztárfolyamok: így a forint számottevően erősödött nominális és az inflációs eltérések miatt reál értelemben is a zlotyval szemben, ami megjelent többek között az összeg munkakerékltségek relatív növekedésében is.

forint euróval szembeni felértékelődése, illetve árfolyamának alakulása sok hasonlóságot mutat a többi regionális valutával. Ugyanakkor a forintot megkülönbözteti a zlotyt leszámítva a többi valutától erőteljes volatilitás. A forint árfolyamának volatilitása az elmúlt két évben jelentősen meghaladta a cseh, a szlovák és a szlovén valutákét és alkalmanként még a szabad lebegésben mozgó zlotynál is erőteljesebbnek bizonyult. A forint volatilitása mind a napi, mind a havi adatok alapján számottevően meghaladja a többi regionális valutáét.³

2. grafikon – A közép-európai valuták volatilitása az euróval szemben



Forrás: ECB: Convergence Report 2004

6. Miközben az euróval szembeni nominális árfolyamon sem önmagához képest, sem a többi valutával összevetve nem értékelődött fel jelentősen az elmúlt 12, 24 illetve 36 hónapban, a forint kereskedelem devizaszervezetével súlyozott nominális effektív árfolyama erősödött, köszönhetően a dollár euróval szembeni drasztikus gyengülésének. Ez amellet is erőteljesebb felértékelési nyomás alá helyezte a forint nominális effektív árfolyamát, hogy a hazai külkereskedelem döntő hányada (közel 80 százaléka) euróban zajlik. A nominális-effektív árfolyam felértékelődése mellett még jelentősebb volt az elmúlt időszakban a reál-effektív árfolyam erősödése.

A reál-effektív árfolyam alakulásánál is figyelembe kell venni két tényezőt. Egyrészt a reál-effektív árfolyam felértékelődése is regionális folyamat, amely részben a felzárkózásból és az euró-övezettel szembeni pozitív növekedési/termelékenységi résből ered, részben az árszerkezet átrendeződéséből. A reál-effektív árfolyam a többi új közép-európai tagállamban is felértékelődött a konstans reálárfolyamot célzó Szlovéniát kivéve, és mértéke sem tért jelentősen el a hazaitól. A reál-effektív árfolyam felértékelődésében a fő eltérés az egyes tényezők hozzájárulása a folyamathoz: a nominális árfolyam erősödésének relatív súlya az inflációs eltérésekhez képest nálunk a legkisebb, míg Lengyelországban a legjelentősebb. Magyarország esetében az euró-övezeti inflációval szembeni pozitív rés nagyobb mértékben járul hozzá a reál-effektív árfolyam felértékelődéséhez, mint a nominális árfolyam erősödése.

³ A nagy volatilitás kialakulásában a makrogazdasági fundamentumok bizonytalansága mellett az árfolyammal kapcsolatos döntések (mint a sávveltolás) is szerepet játszottak.

A FORINT ÁRFOLYAMÁT BEFOLYÁSOLÓ TÉNYEZŐK

7. Az árfolyamot alakító tényezők számbavételekor figyelembe kell venni, hogy az árfolyam egy vagyoneszköz ára, és ezért változására a makrogazdasági fundamentumok aktuális és várt értéke, a piaci szereplők várakozásai, a gazdaságpolitika hitelessége és üzenetei egyaránt hatnak. A forint árfolyamának alakulására is több tényező gyakorol együttes és egymással összekapcsolódó hatást.

8. A makrogazdasági fundamentumok alakulása szempontjából négy egyszerű egyenlet jól leírja a forintra ható tényezőket. Ez a négy egyenlet az államháztartás finanszírozási szükségletének képlete, a fedezetlen kamatparitás képlete, a folyó fizetési mérleg egyenleg és Fisher-egyenlet.

Az államháztartás finanszírozási szükséglete szerint a finanszírozási igényt a jegybanki finanszírozás hiányában a hazai vagy a devizaadósság növelésével lehet fedezni.

$$(1) psbr = db + db^*, \text{ ahol}$$

psbr- az államháztartás GDP arányos finanszírozási szükséglete
*db, db**- hazai valutában és devizában denominált GDP arányos adósságállomány változása

A folyó fizetési mérleg jelzi a nettó belföldi megtakarítások alakulását, a hazai megtakarítási és felhalmozási ráta különbségét, amely felbontható a magán- és állami szektorok nettó megtakarítási rátái összegére. A folyó fizetési mérleg hiány negatív nettó nemzetgazdasági megtakarítást jelez és a külföldi megtakarítások bevonásával finanszírozható.

$$(2) ca = s - i = (sp - ip) + (sg - ig), \text{ ahol:}$$

ca- folyó fizetési mérleg GDP arányos egyenlege
s, i- megtakarítási és beruházási ráta
g, p – állami és magánszektor

A fedezetlen kamatparitás szerint az árfolyam várt változása függ a hazai és külföldi kamatlábak közötti kamatréstől, illetve a kockázati felártól. Amennyiben a kamatrés meghaladja a kockázati felárat a hazai árfolyam fel-, ellenkező esetben leértékelődik.

$$(3) Es = i - i^* + rp, \text{ ahol:}$$

Es- a nominális árfolyam várt változása,
*i, i** - a hazai és külföldi kamatlábak,
rp- kockázati prémium a hazai adósságon

Végezetül érdemes még a Fisher-egyenletet is figyelembe venni, amely szerint a nominális kamatlábak az infláció és reálkamatláb összegeként határozhatók meg oly módon, hogy nyitott gazdaságokban a reálkamatlábak hosszú távon kiegyenlítődnek a gazdaságok között és a nominális kamatokban meglévő eltérés az aktuális - vagy előtekintő reálkamat számítás mellett a várt - inflációs eltéréseket mutatják.

$$(4) i = r + \pi, \text{ ahol:}$$

i- nominális kamatszint,
r- reálkamat szint,
π- infláció

9. A négy képlet együttesen jól leírja a forint árfolyamát alakító tényezőket, és bemutatja a makrogazdasági fundamentumok szerepét. Az első képletből kiindulva kiemelhető, hogy Magyarországon évek óta magas az államháztartás finanszírozási szükséglete, köszönhetően az elsődleges egyenleg hiányának,⁴ valamint a magas államadósság miatti kamatkidadásoknak. Az államháztartás finanszírozási szükséglete (PSBR) az elmúlt 3 évben (beleértve 2004-et is) rendre meghaladta a költségvetési törvényben előírt szintet az államháztartási kiadások tervezett meghaladó növekedése miatt.

A hiányt a hazai és a külföldi adósság növelésével fedezte az államkincstár. Az államháztartás hiánya magas államadóssággal párosul, amelyen belül magas és növekvő a devizában denominált adósság, illetve a külföldiek tulajdonában lévő kötvények állománya. Az ECB adatai szerint a hazai államadósság 25 százaléka devizában denominált, ami alacsonyabb, mint Lengyelország és Szlovénia (35% és 53%) esetében és közelítőleg azonos Szlovákiával. Ezzel szemben 2004 elején a külföldiek részesedése az adósság finanszírozásában 39,5% volt, ami csak a lengyel 45%-tól maradt el a régióban és messze meghaladta a cseh vagy szlovák szintet.

10. A devizafinanszírozás magas arányát a kamat- és lejárateltérések magyarázzák (hazai valutában az elmúlt 1-2 évben inkább rövidebb lejáratra és jelentős kamatfelár mellett lehetett eladósodni), míg a külföldiek magas arányát a finanszírozásban az elégtelen hazai megtakarítások okozzák. A háztartások likviditási korlátjának lazulása és jövedelmének elmúlt években bekövetkezett növekedése, illetve a jelzálog-, majd 2004-ben a devizalapú hitelek növekedése miatt 2004 elejére a háztartások nettó megtakarítói pozíciója negatív tartományba csökkent. Az év során a helyzet a magas reálkamatláb és a jövedelemnövekedés megtorpanása miatt felerősödő óvatossági megtakarítás nyomán javult, de a lakosság nettó megtakarítói pozíciója változatlanul alacsony. Ehhez a vállalati szektor negatív nettó megtakarításai társulnak: így az államháztartás finanszírozási szükségletét a belső megtakarítások nem fedezik és külső megtakarítások növekvő mértékű bevonása szükséges.

11. A külső megtakarítások igénybevételének másik megnyilvánulása a második képlet alapján a folyó fizetési mérleg magas, 8-9%-os GDP arányos hiánya. A hiányt értelemszerűen csak külső forrás (megtakarítás) bevonásával lehet finanszírozni, ami történhet nettó devizaadósságot nem generáló (a közvetlen tőkebefektetéseken (FDI) keresztül megvalósuló), vagy azt növelő módon. Az elmúlt két évben a bruttó és különösen a nettó FDI csökkenésével párhuzamosan előtérbe került az adósságnövelő finanszírozás, ami a portfólió befektetések illetve a devizahitelek állományának bővülésében csapódott le. A nettó devizaadósság mindezek eredményeképpen 2001 és 2004 között erőteljesen növekedett. Az ikerdeficit finanszírozása ezért egyre inkább a volatilis, a kamatrés és a kockázati felár alakulására reagáló eszközökkel történik,⁵ ami szükségessé teszi a monetáris politika és a kamatalakulás vizsgálatát.

12. A hazai nominális kamatszintet és az árfolyamra gyakorolt hatását a Fisher-egyenlet és a fedezetlen kamatparitás határozza meg. A nominális kamatszint (és ezen belül a jegybanki alapkamat) időbeli lefutása az infláció és a forinttal kapcsolatos kockázati felár alakulását követte. A sáv elleni támadást követően a kamatszint erőteljesen csökkent és ezzel párhuzamosan mérséklődtek a reálkamatok is. Ugyanakkor 2003 második negyedétől kezdődően növekedett a kamatszint párhuzamosan az infláció felpörgésével, a lakossági jövedelmek, fogyasztás és kereslet növekedésével, illetve a forint kockázati felárának emelkedésével. A gyorsuló infláció mellett a

⁴ Az elsődleges egyenleg hiánya 2002-ben a GDP 5,1%-a, 2003-ban 2,1%-a volt és 2004-ben előreláthatóan meghaladja a GDP 1%-át.

⁵ Ez még akkor is igaz, ha az adatok azt mutatják, hogy 2004-ben jelentősen növekszik a közvetlen tőkebefektetések értéke és javul a pénzügyi mérleg szerkezete is.

reál-kamatszint átmenetileg csökkent 2003 utolsó negyedében, de a decemberi devizapiaci zavarok nyomán bekövetkező 300 bázispontos kamatemelés nyomán 2004 első negyedében magas, az 1999-2000-es időszakra jellemző 5%-os szintre növekedett. A reál-kamatszint az év folyamán eltérően alakult az egyidejű és előretekinthető inflációval történő számolás függvényében. Az egyidejű inflációval számított reál-kamatszint erőteljesen csökkent és összességében éves értéken változatlan reálkamat-szintet tapasztalhattunk 2004-ben: miközben az egyidejű inflációval számított reálkamatláb átlagos éves szintje 2002-2003-ban 3,4% illetve 3,2% volt, addig 2004 első 9 hónapjának átlagában 3,8% volt. Ugyanakkor, ha az egyidejű inflációval szemben a várt inflációra alapuló reálkamatot határozzuk meg, akkor a reál-kamatszint 2004-ben átlagosan kétszerese volt az előző évinek, köszönhetően a 2003-ban növekvő és 2004-ben csökkenő várt inflációnak. Az egyidejű inflációval számított reál-kamatszint nem tekinthető kiugróan magasnak összevetve akár a GDP növekedésével, akár a régió más országában tapasztalható reál kamatszinttel.

Miközben a reál-kamatszint eltérően alakult 2004-ben az előretekinthető vagy egyidejű inflációval történő számítás mellett, a hazai és külföldi valuták kamatkondícióiban jelentős rés keletkezett. Az euró kamatokkal szemben a rövidlejáraton fennálló kamatfelár 2003. októbertől erőteljesen emelkedett, összhangban a hazai nominális kamatok emelkedésével: 2003 első három negyedévében a kamatfelár 3-5%, azt követően és idén 6-8% között alakult. A magas kamatfelár és a kockázati prémium aszimmetrikus alakulása együttesen ösztönözte a deviza-beáramlást és a forint erősödését. A megugró infláció, az államháztartás finanszírozási szükséglete növelte a nominális kamatszintet és kamatfelárat, de nem érintette a hazai adósság minősítését és a kockázati felárat, ami növelte a külföldi portfólió befektetőknél a forintbefektetések vonzerejét. A deviza-beáramlás csak abban az esetben lett volna kisebb, ha a kamatkülönbözet csökken (de ez nem valósítható meg gyorsan a növekvő infláció és a kérdéses államháztartási fenntarthatóság mellett), vagy a kockázati felár emelkedik a forintadósság kockázatának újraértékelése során.

13. Összefoglalva, a forint felértékelődésében a makrogazdasági fundamentumok oldaláról meghatározó szerepe van az ikerdeficitnek és ezen belül az államháztartás magas finanszírozási szükségletének. Az ehhez társuló negatív nettó magán megtakarítások mellett a finanszírozás egyetlen forrása a külső megtakarítások felhasználása, aminek szerkezetében az elmúlt időszakban eltolódás következettbe a kamaterzékeny formák felé. Ez szükségessé teszi a kockázati felárat tükröző kamatszint fenntartását, amit a hazai infláció 2004-es megugrása és az államháztartás magas finanszírozási szükséglete és kérdéses fenntarthatósága is indokolt. Mindezek nyomán a fundamentumok oldaláról addig folyamatos lesz a felértékelődési nyomás a forinton, amíg magas az államháztartás finanszírozási szükséglete, jelentős a kamatrés és alapvetően kamaterzékeny külső megtakarítások finanszírozzák az államadósságot és a folyó fizetési mérleg hiányt.

14. Az említett makrogazdasági fundamentumok mellett további tényezők is szerepet játszottak 2004-ben a forint fokozatos felértékelődésében. Az egyik ilyen tényező a devizahitelezés erősödése és a lakossági és vállalati szektor devizahitel-állományának és devizaadósságának növekedése volt. Az év első 9 hónapjában a háztartások és a vállalati szektor hitelállománya növekedésének döntő hányada devizahitelekkel származott. A devizahitelek növekedése folyamatos konverziós nyomást eredményezett a bankrendszerben és növelve a forint iránti keresletet hozzájárult a hazai valuta erősödéséhez. A magánszektor devizában denominált adósságállományának növekedése szükségszerűen hozzájárul a forint felértékelődéséhez, ami addicionális ösztönzést adhat a háztartások és a vállalatok számára a devizahitel-állomány növelésére.

A magánszektor mellett 2004-ben az állam is növelte a devizaforrások bevonását az államadósság megújításába és a finanszírozási szükséglet kielégítésébe. A 2004-es finanszírozásban a korábbi éveknél jelentősebb volt az euróban és más külföldi valutában kibocsátott kötvények szerepe a

kamatkiadások mérséklése céljából. Az ÁKK által felvett devizahitelek a magánszektor devizaadósságának növekedéséhez hasonlóan addicionális konverziós nyomást jelentettek.

15. A hazai tényezők mellett a forint felértékelődéséhez 2004-ben nyilvánvalóan hozzájárult a többi újonnan csatlakozott közép-európai ország valutájának erősödése az euróval szemben. A leglátványosabb felértékelődést a zloty mutatta, amely az elmúlt 12 hónapban közel 8 százalékkal, míg az elmúlt negyedévben 3 százalékkal erősödött az euró ellenében. A zloty mellett a forint és a szlovák korona is erősödött mind éves, mind negyedéves viszonylatban, és a cseh valuta is enyhén felértékelődött az euróval szemben. Figyelembe véve az euró erősödését a dollárral szemben, a kereskedelem devizaszerkezetét is tükröző nominális effektív árfolyamok felértékelődése az euróval szembeni erősödésnél is látványosabb volt.

A regionális hatások fontosak különösen, ha figyelembe vesszük, hogy az országok közötti eltérések ellenére a befektetők (mind a portfólió, mind a közvetlen tőkebefektetéseket megvalósítók) regionális perspektívában gondolkodnak. A régió valutáinak erősödése mögött 2004-ben elsősorban a felerősödő tőkebeáramlás állt, amely megnyilvánult a közvetlen tőkebefektetések és a portfólió állomány növekedésében. A tőkebeáramlás növekedése mögött pedig a régió gazdaságainak gyorsuló ütemű növekedése, a régi és új tagállamok közötti növekedés- és termelékenységi rés, az EU csatlakozással csökkenő kockázatok, valamint a lassan meginduló termelés áthelyezés és telephely-átrendeződés játszott a fő szerepet⁶.

Az említett folyamatok hatása pedig a valuták folyamatos és a forinttal átlagosan hasonló ütemű és időbeli lefutású erősödése volt. A forint árfolyamnál 2004-ben is folytatódott a korábban megfigyelt erőteljes együttmozgás a zlotyval: a lengyel valuta árfolyammozgásának korrelálása a forinttal a hasonló fundamentumokkal 2004-ben is erőteljes volt és a két valuta felértékelődésében jelentkezett.

⁶ A tényezőket és a hatásokat részletesebben elemzi az ICEG EC Vélemény sorozat 16-ik tanulmánya.

A FORINTERŐSÖDÉS MAKROGAZDASÁGI HATÁSAI

16. A forinterősödés okai mellett a vitákat gerjesztő másik tényező a folyamat makrogazdasági következményeinek értékelése. A makrogazdasági hatások közül el kell különíteni a reálgazdasági és pénzügyi következményeket.

A reálgazdasági hatások között a leginkább vitatott a felértékelődés export és importhelyettesítő ágazatok, illetve a foglalkoztatás és ezen keresztül GDP növekedésére gyakorolt hatása. Sokak véleménye szerint a jelenlegi forintárfolyam negatívan hat egyfelől az export növekedésére, kiárazva egyes hazai termelőket a nemzetközi piacokról, másfelől az import bővülésére, veszteségeket okozva a hazai importhelyettesítő termelőknek. Mindezek nyomán a forint nominális és reálfelértékelődése versenyhátrányba hozza a hazai termelőket és kedvezőtlenül hat a kereskedelmi mérleg egyenlegre. Az állítások értékeléséhez szükséges mélyebb empirikus elemzések nem állnak rendelkezésre, ezért itt csak olyan szempontokat fogalmazok meg, amelyek nem feltétlenül cáfolják az előbbi véleményeket, de kétségeket ébresztenek megalapozottságukat illetően.

17. Elsőnek ismételten érdemes a számokat nézni. A forint nominálisan az euróval szemben az elmúlt 3 évben nem értékelődött fel, hanem - amint láttuk - fel- és leértékelődési szakaszok váltakoztak. Az ár-versenyképességet tükröző reálárfolyam ellenben felértékelődött 2002-ben 7,8%-kal és 2004-ben előreláthatólag közel 6,5%-kal, miközben 2003-ban leértékelődött 2,5%-kal. A fogyasztói árindex alapú reálárfolyam 3 év alatt közel 19 százalékkal, míg az ULC alapú reálárfolyam mutató 12,5 százalékkal értékelődött fel. Bár a reálfelértékelődés mértéke nem csekély, nem tekinthető kiugróan magasnak a többi újonnan csatlakozott országgal összevetve. Továbbá figyelembe kell venni, hogy a reálfelértékelődés elsődleges forrása a magas hazai infláció és inflációs eltérések, illetve az ULC alapú reálárfolyam esetében a munkabéreköltségek termelékenységet ütemét meghaladó növekedése volt.

18. Másrészt az adatok nem mutatják azt, hogy az export és árfolyam alakulása között erőteljes korreláció lenne akár rövidtávon, akár hosszabb távon. A forint idej felértékelődése ellenére az export növekedése 2004-ben az elmúlt 4 évben a legerőteljesebb lesz: miközben a kivitel 2001-ben és 2003-ban 7,6-7,8%-kal és 2002-ben 3,7%-kal növekedett, addig 2004-ben a bővülés elérheti a 12 százalékot. Az árfolyam és az export alakulása között Lengyelországot leszámítva regionális szinten sem lehet szoros együttmozgást kimutatni, és az export növekedését és szintjét inkább egyéb tényezők (a beruházások időbeli változása, a közvetlen tőkebefektetések volumene és szerkezete, az IFO konjunktúra index alakulása, az exportpiacok növekedési üteme, a termelékenység és költségversenyképesség változása, stb.) határozták meg.

Ehhez kapcsolódóan a felértékelődés és export kapcsolatának elemzésekor figyelembe veendő szempont az időtáv. Az árfolyam akár erőteljes felértékelődése csak időbeli késéssel hat az exportra: rövidtávon nem az export növekedési üteme változik és középtávon is további peremfeltételek teljesülése esetén csökken az export növekedése *ceteris paribus*. Rövidtávon a felértékelődés elsősorban az exportörök árbevételére és nyereségére hat kedvezőtlenül, de nem az export növekedésére. Középtávon pedig két választás előtt állhat a vállalati szektor: egyfelől elhalaszthatja exportkapacitásait bővítő beruházásait és csökkentheti meglévő kapacitásaikból eredő exportját (pl. munkaerő-intenzív ágazatok), vagy olyan szegmensekben ruház be, ahol magasabb hatékonyság mellett kezelni lehet az árfolyam felértékelődését (tőke- és technika-intenzív ágazatok). Az utóbbi esetben inkább az export szerkezete, mint növekedése módosul, míg az első esetben csökkenhet az export növekedési üteme.

Az export alakulásánál figyelembe kell venni, hogy az exportőrök többsége számára az árfolyam szintjénél fontosabb az árfolyam volatilitása. (illetve sok esetben a belső elszámolóárak alkalmazása mellett még ez sem jelentős korlát). Ez ugyanis csökkenti az exportorientált beruházásokat, mert a befektetők nem vagy kevésbé vállalják az esetleges veszteségeket az árfolyam kiszámíthatatlan alakulása esetén.

19. Harmadrészt a felértékelődés hatásait illetően figyelembe kell venni, hogy a hazai export döntő hányada a nagy multinacionális cégek kiviteléből ered, akik a transzferárak és vállalaton belüli elszámolások alkalmazásával képesek kezelni a felértékelődés hatását. A nominális felértékelődés az ezen a körön kívül lévő, alapvetően hazai tulajdonban lévő KKV szektort érintheti, de az ő esetükben is figyelembe kell venni, hogy a hazai export importtartalma magas és ez mérsékli a felértékelődés negatív hatásait. Ahol a forint erősödése negatívan érinti a termelőket, a hazai vagy euró importból eredő inputokból dollárexportra szállító vállalatok, ágazatok lehetnek, ahol mind a forint dollárral szembeni jelentős erősödése, mind az euró-dollár keresztárfolyam alakulása kedvezőtlenül hat a kivitel növekedésére.

Végezetül ismételten érdemes visszatérni a reál-konvergencia kérdésre, amelynek egyik eleme a reálárfolyam felértékelődése. A jövedelmi szint növekedése, az ebből eredő módosuló költség szerkezet, a felzárkózással kapcsolatosan a fejlettebb országokkal szemben fennálló növekedési és termelékenységi rés elkerülhetetlenül összekapcsolódik a reálfelértékelődéssel. A reálfelértékelődés definíció szerűen vagy a nominális árfolyam erősödéséből, vagy a pozitív inflációs különbségekből, vagy a kettő valamilyen kombinációjából ered. Amennyiben cél az euró-övezeti tagság és az inflációs kritérium teljesítése, akkor a reálfelértékelődés az euró-övezeti tagságig a nominális felértékelődés és inflációs különbözeteken, azt követően a közös valuta mellett a magasabb hazai infláción keresztül jelentkezik majd.

A reálfelértékelődést nem lehet elkerülni és szükségszerű következményekkel jár: kiszelektálja a piacról a kevésbé hatékony, versenyképes termelőket. Ez okozhat egyes termelőknek veszteséget, jelenthet regionális szinten a munkanélküliség növekedését, de a gazdaság növekedése, a munkanélküliség alacsony szintje mellett nem mutat erőteljes hatásokat. Ráadásul a reálkonvergencia, a versenyképességi előnyök változása miatt a folyamat részben elkerülhetetlen, az alacsony versenyképességű, hozzáadott értékű termelők és ágazatok háttérbe szorulása szükségszerű folyamat.

20. A másik gyakori érv a felértékelődés hatásainak elemzésekor, hogy az importversenyt erősíti és előnyben részesíti az importőröket a hazai termelőkkel szemben. Itt elsősorban a fogyasztási célzatú importot, valamint az egyes beszállítókat érint közbülső termékeket lehet nevesíteni. A forint erősödése növeli *ceteris paribus* az import versenyképességét a hazai termeléssel szemben, emellett azonban figyelembe kell venni, hogy az import növekedéséhez az elmúlt időszakban két további tényező is hozzájárult. Az egyik a belföldi felhasználás, a lakossági jövedelmek és kereslet dinamikus növekedése volt, amely elsősorban a lakossági fogyasztás bővülésén keresztül növelte az importkeresletet. A másik ilyen tényező az Európai Unió csatlakozás, mert ez szükségszerűen növelte az Egységes Piacra kerülő hazai piacon az EU-s országokból származó versenyt. Az importverseny erősödése tényszerűen kimutatható, és ebben az árfolyam alakulása csak az egyik tényező volt 2004-ben.

21. Az említett reálgazdasági hatások miatt összességében korlátozott a forint erősödés foglalkoztatásra gyakorolt hatása is. A felértékelődés egyes ágazatokban, illetve termelők esetében okoz foglalkoztatási feszültségeket, növelve a frikciós munkanélküliség szintjét, de nem eredményezi az állástalanok tömeges növekedését. A felértékelődés inkább elősegíti a szükséges szerkezetváltást, felgyorsítva és kikényszerítve a termelőktől a magasabb hozzáadott értéket termelő

szegmensek irányába történő elmozdulást. Ez eredményezhet foglalkoztatás csökkenést, de inkább a foglalkoztatás szerkezetét érinti. A felértékelődés munkaerőpiacokra gyakorolt negatív hatásainál figyelembe kell venni azt is, hogy a munkanélküliségi ráta ma csak 6%, a foglalkoztatási pedig 57 % alatt van.

A forint erősödése hozzájárult ahhoz, hogy a lassuló ütemű nominális jövedelemkiáramlás mellett is gyorsan emelkedjenek az euróban számított bérköltségek. Az előzetes számítások szerint a havi átlagos euróban számított munkabérek 2004-ben Magyarországon 12 százalékkal emelkednek, ami megegyezik a csehországi, és 2 százalékponttal elmarad a lengyel és szlovák növekedési ütemektől. A növekedés mértéke azonban lassul, mert 2003-ban 21%-kal, 2001-2003 között összességében változatlan átlagárfolyam mellett 35%-kal emelkedtek az euróban számított bérek.

A forint felértékelődésének és az euróban számított bérköltségek növekedésének kettős következménye van. Egyrészt a vállalatok szintjén szükségszerűvé teszi a racionalizálást, a költségintézkedések csökkentését, valamint a termelékenység növelését, erőteljes alkalmazkodásra késztetve a vállalati szektort. Másrészt makrogazdasági szinten felgyorsítja a szerkezetváltást, a munkaerő-intenzív, bedolgozó ágazatok és vállalatok leépülését, ami a jelzett átmeneti foglalkoztatási és kibocsátási hatásokkal jár. Ehhez azonban konzisztens, egyensúlyorientált, a versenyképesség egyéb tényezőit ösztönző gazdaságpolitikára van szükség.

22. Az árfolyam erősödésének a kereskedelemben kerülő javak szektorára gyakorolt hatások mellett további következményei is vannak. A forint erősödése 2004-ben részben semlegesítette az importált infláció korábban vártnál kedvezőtlenebb alakulását. Az olajárak növekedéséből eredő inflatorikus hatásokat nem csak a dollár gyengülése, de a forint nominális illetve nominális effektív árfolyamának felértékelődése is gyengítette. Másfelől az árfolyam felértékelődésével együtt járó erőteljesebb importverseny számos részpiacon (pl. élelmiszerek, személygépkocsik, stb.) korlátozta az áremelkedés mértékét.

A forint erősödése 2004-ben kedvezően érintette az államháztartás adósságszolgálati kiadásait is. Tekintettel arra, hogy 2004-ben megfordulni látszik a korábban éveken keresztül zajló és az adósságon belül a forintadósság arányának növekedésében jelentkező folyamat, a forint felértékelődése mérsékli az államháztartás devizaadósság után teljesítendő kamatkiadásainak értékét. Összességében a forinterősödés a kisebb kamatkiadásokon keresztül kedvező az államháztartás számára, mert az elsődleges egyenlegre gyakorolt negatív hatása ennél jóval kisebb.

23. A forinterősödés 2004-ben elsősorban a magánszektor devizaadósságát növelte, hiszen a lakossági és vállalati szektorban is a hitelállomány növekedésének zöme devizában következett be. Ebben a kamateltérések mellett a forint aktuális és várt felértékelődése is szerepet játszott, ami csökkentette az adósok adósságszolgálati kiadásait. A devizaadósság növekedése és a forint erősödése között egymást kölcsönösen ösztönző folyamat alakult ki.

A forint erősödése együtt járt a tőkebeáramlások növekedésével, elsősorban a portfólió befektetések tekintetében. Ez nem csak az állampapírpiacra jelentkezett, de a részvénypiacon is, ahol a tőzsdei indexek gyors növekedésében csapódott le. Ebben a hazai befektetőknek is szerepe volt, de az erősödés mértéke mutatja, hogy külföldi befektetők szintén erőteljesen vásároltak részvényeket, amit részben a forint erősödésétől is várható tőkenyeréség ösztönzött.

24. Összefoglalva a következő állítások fogalmazhatók meg:

1. Az adott fiskális-monetáris politikai egyveleg mellett elkerülhetetlen volt a forint nominális és reálfelértékelődése 2004-ben.
2. A felértékelődésből vélelmezett makrogazdasági hatások többsége vélhetően nem, vagy kisebb mértékben érvényesült.
3. A felzárkózó gazdaságban a reálfelértékelődés elkerülhetetlen folyamat, azonban kérdéses sebessége és a kiváltó tényezői. Ebből a szempontból nem szerencsés a hazai helyzet, mert fenntarthatatlan makrogazdasági folyamatok okozták a felértékelődést és a kialakult árfolyamszint inkonzisztens lehet a makrogazdasági fundamentumok alakulásával. Nem mindegy, hogy erőteljes gazdasági növekedés, a termelékenység emelkedése és a beáramló külföldi befektetések, vagy az államháztartási hiány finanszírozása áll a felértékelődés mögött. A hazai felértékelődés sebessége inkonzisztens a fundamentumok alakulásával, és ezért bekövetkezhet korrekciója.

LEHETSÉGES FORGATÓKÖNYVEK

25. A mai viták egyik kulcskérdése, hogy erős és túlértékelt-e a forint és ennek alapján mikor és miképpen következik be korrekciója, az árfolyam leértékelődése. Az árfolyam várható alakulása mellett sokkal fontosabb annak elemzése, hogy mi történik az árfolyamot alakító fundamentumokkal és milyen lesz a folyamat iránya: a fundamentumok gazdaságpolitikai korrekció miatti változása hat-e majd az árfolyamra, vagy változatlan fundamentumok mellett az árfolyam változása kényszeríti ki a fundamentumok korrekcióját. A korábban jelzett (3) egyenlet alapján a forint árfolyama elvileg különbözőképpen is gyengülhet:

- csökken a kamatrés a belföldi kamatok erőteljes csökkenésével párhuzamosan változatlan fiskális politika mellett, ami a hosszabb lejáraton befektetőket is tőke kivonásra készíti,
- változatlan gazdaságpolitika és egyensúlyi mutatók nyomán növekszik az ország-kockázat és a kamatfelár, és ennek következtében tőkekiáramlás és forintgyengülés lép fel,
- bekövetkezik a fiskális korrekció és csökkennek a kamatok is. Az államháztartás kisebb finanszírozási szükséglete, valamint a mérséklődő kamatfelár csökkenti a kamat-érzékeny tőke számára a forintbefektetések vonzerejét, tőkekiáramlást generál, leértékelve a forintot.

A felvázolt alternatívákban az eltérés a forint gyengülésének mértékében és tényezőiben, valamint a folyamat tartosságában lesz megfigyelhető.

Az említetteket és a monetáris-fiskális politika lehetséges alakulását figyelembe véve 4 jelentősebb alternatívát lehet felvázolni a forint árfolyamának és az ezt befolyásoló főbb fundamentumok alakulását illetően.

26. Első alternatíva. Változatlan monetáris és fiskális politika, azaz a laza költségvetési politikához olyan monetáris politika társul, amely csak az infláció ütemének csökkenésével párhuzamosan csökkenti a nominális kamatszintet, fenntartva a reálkamat szintet, illetve az euró kamatokkal szembeni kamatfelárat. Idén a szigorú monetáris és laza fiskális politika egyvelege a forint erősödését eredményezte, de jövőre már ezzel ellentétes folyamatokat indukálhat. Ennek az a fő oka, hogy ilyen gazdaságpolitikai egyveleg mellett 2005-ben a kamatfelár és kockázati prémium is változhat. Az idei évvel szemben a jelentősebb előrejelzések az euró és dollárkamatok növekedésével számolnak 2005-ben, ami az infláció csökkenésének mértékével mérséklődő kamatszint mellett a kamatfelár csökkenését eredményezi. Ugyanakkor a laza fiskális politika esetén az elemzők által a hivatalosan elfogadott költségvetési hiánynál várt magasabb deficit megkérdőjelezheti a fiskális politika fenntarthatóságát, különös tekintettel a 2006-os választási évre, és ez növelheti az ország kockázatát és a kockázati prémiumot. Mindezek nyomán a változatlan monetáris-fiskális politikai egyveleg mellett 2005-ben a kamatfelár és a kockázati prémium kedvezőtlen irányba változhat és ez gyengítheti a forint árfolyamát.

27. Második alternatíva. A másik alternatíva lehet, ha változatlan fiskális politika mellett a kibővített Monetáris Tanács erőteljesebb kamatcsökkentésbe kezd, aminek eredményeképpen a reál-kamatszint és a kamatfelár is csökken. A laza fiskális politikával társuló laza monetáris politikának egyértelmű hatása lenne a forint árfolyamára, mert a csökkenő kamatfelár és romló egyensúlyi mutatók miatt növekvő ország-kockázat szükségszerűen jelentős forintgyengülést eredményezne. A forint leértékelődése ebben az esetben olyan mértékű is lenne, ami a vállalati szektorra és az államháztartásra gyakorolt negatív hatásai miatt évközben korrekciót kívánna meg a

gazdaságpolitika részéről. Ez a 2003-as sáveltóláshoz hasonló felesleges és céltalan volatilitást vinne az árfolyam alakulásába anélkül, hogy az alapvető egyensúlyi feszültségeket kezelné, sőt azokat vélhetően inkább rontaná.

28. Harmadik alternatíva. Elvileg feltehető, hogy változatlan monetáris politika mellett erőteljes költségvetési korrekció következne be és mérséklődne az államháztartás finanszírozási szükséglete, ami a folyó fizetési mérleg hiányt is mérsékelné. Ennek nyomán változatlan kamatfelár mellett csökkenhetne a kockázati prémium és ez a csökkenő finanszírozási szükséglet mellett is addicionális tőkebeáramlást és változatlanul erős forintot eredményezne. A sávszélre irányuló nyomás előbb-utóbb a monetáris politikát is a kamatok csökkentésére kényszerítené.

29. Negyedik alternatíva. Az utolsó alternatíva szerint a fiskális korrekció, a szigorodó költségvetési politika összekapcsolódik egy jól koordinált kamatsökkentéssel a jegybank részéről, amely eleinte változatlan, majd a fiskális korrekció kibontakozásával fokozatosan csökkenő reálkamat-szintet céloz meg. Ebben az esetben a forint árfolyamára a kockázati prémium és a kamatfelár változása egyaránt hatást gyakorol: a csökkenő finanszírozási szükséglet mérsékli a forintra nehezedő nyomást, ugyanakkor a javuló kockázati prémium fokozhatja a deviza-beáramlást. Összességben változatlan árfolyamszint vagy enyhe erősödés képzelhető el ebben az alternatívában.

30. A felsorolt alternatívákból látható, hogy ugyanaz az árfolyamszint különböző gazdaságpolitikai egyveleg mellett is elérhető. Azonban jelentős eltérés lesz a különböző egyvelegek mellett a makrogazdasági folyamatokban, az elért árfolyamszint fenntarthatóságában és fenntartásának költségeiben. Az alternatívák költség-haszon elemzése alapján jól látható a kívánatos gazdaságpolitikai egyveleg, de mint általában nyílt kérdésként marad fenn ennek politikai végrehajthatósága, aminek elemzése nem feladata a tanulmánynak.