

LAMBERTNÉ KATONA MÓNIKA*
KOVÁCSNÉ ANTAL ANITA**

A MAGYAR ÁRFOLYAMRENDSZER VÁLTOZÁSAI ÉS ANNAK HATÁSAI NAPJAINKIG

AZ ÁRFOLYAMRÓL

A valutaárfolyam fő funkciója, hogy a világgazdaságban bekövetkező változásokat közvetítse a belgazdaság szereplőinek. Elméleti feltevések szerint az árfolyam a paritás (egyensúlyi érték) körül ingadozik. Ez a viszonylag zárt, kis külkereskedelmi forgalommal rendelkező országok esetén fenntartható elméletnek tűnt, ezzel szemben a tőkepiaci műveletek liberalizálásával, valamint az országok gazdaságának növekvő nyitottságával a spekuláció szerepe egyre nagyobb lett az árfolyam megállapításában.

Adott valuta lehet *alul-*, illetve *felülértékelt* is attól függően, hogy a kialakult piaci árfolyam mellett hogyan értékeljük az illető ország teljesítményét. A valuta iránti kereslet-kínálat által kialakított árfolyam (főleg kisebb országokban, illetve ahol a devizapiac forgalma korlátozott) nem mindig felel meg a vizsgált ország gazdasági fejlettségének, belső arányainak. Ebből a szempontból *alulértékelt* lehet egy ország fizetőeszköze, ha más országokkal összevetve sokkal olcsóbban, *felülértékelt*, ha más országokkal összevetve drágábban szerezhetők be a javak és szolgáltatások. Így a helyes valutaárfolyamot gyakran a vásárlóerő-paritással hozzák kapcsolatba. Az alulértékelttség a hazai pénz felértékelésével, a felülértékelttség a hazai pénz leértékelésével csökkenthető vagy szüntethető meg. *A valutáját felértékelő* ország ver-

* BGF Pénzügyi és Számviteli Főiskolai Kar Zalaegerszegi Intézete, Pénzügyi Tanszéki Osztály, főiskolai adjunktus.

** BGF Pénzügyi és Számviteli Főiskolai Kar Zalaegerszegi Intézete, Pénzügyi Tanszéki Osztály, főiskolai tanársegéd. A jelen cikk a Budapesti Gazdasági Főiskola által 2004. november 4–5-én, a Magyar Tudomány Napja alkalmából rendezett, „Tudástranszfer és információs társadalom” c. konferencián elhangzott előadás szerkesztett változata.

senyképpessége romlik, mert a hazai árak változatlansága esetén külföldi valutában kifejezett exportárai emelkednek, az importért belföldön fizetendő árak viszont csökkennek az egyéb devizában kifejezett árak változatlansága esetén. *A felértékelést – az előbbi hatás miatt, átmenetileg – a külföld által közvetített (importált) infláció korlátozásának eszközeként alkalmazzák.* Eszerint a hazai piacra termelők helyzete romlik az importverseny miatt, miközben az exportálók is veszteségeket szenvednek (a költségek növekedését nem tükrözik az exportbevételek). *A leértékelés hatására* először megdrágul az import hazai pénzben, a külföldi pénzben kifejezett exportárak csökkenhetnek, de hazai pénzben nőhetnek.

A leértékelést – az előbbi hatások miatt, átmenetileg – exportösztönző, illetve importkorlátozó (a fizetési mérleg passzívumát csökkentő) eszközként alkalmazzák, ugyanakkor a tapasztalatok szerint a leértékelés egy idő után egyértelműen megnöveli a hazai inflációs rátát.

Az intervenció sáv szélessége azt jelzi, hogy az adott valuta árfolyama milyen mértékben ingadozhat. Az intervenció sávnak van úgynevezett teteje, közepe és alja. A sáv alja az intervenció középától $-x\%$ -ra, teteje pedig $+x\%$ -ra van. Az adott jegybank akkor avatkozik be a kereskedelembe, ha az árfolyam eléri a sáv alját, illetve tetejét.

AZ ÁRFOLYAM-POLITIKA

A pénzügypolitika alapvetően három ágból tevődik össze: a fiskális, a monetáris és a deviza politikából. A devizapolitika kapcsolatot teremt a belső és a külső pénzügyi rendszer között.

Az árfolyampolitika a monetáris hatóságok gyakran alkalmazott eszköze, amely egy célrendszer megvalósítását segítheti. Ilyen célrendszer lehet: a külső egyensúly, a versenyképesség javítása, a dezinfláció, a kamatprémium, a tőkebeáramlás növelése stb.

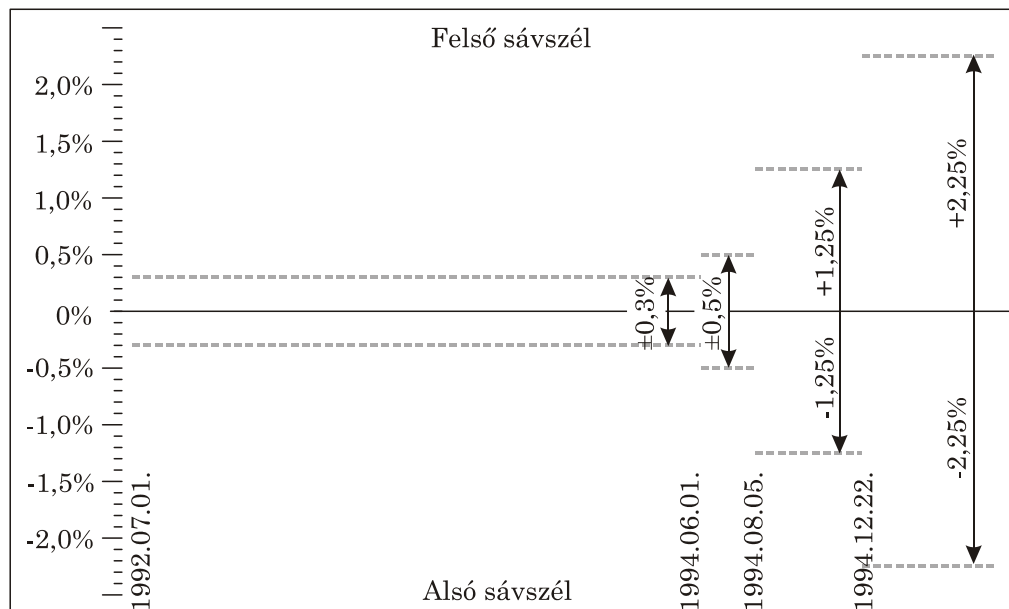
Az átmeneti gazdaságokban *az infláció csökkentése* hangsúlyos kérdés, ugyanakkor a gazdaságpolitika *a növekedést* is preferálja. Mindez azonban ellentétes irányú lépéseket kíván a gazdaságpolitikai döntéshozóktól. Egyfelől reálleértékeléssel javítani lehet az exportálók helyzetét, s ezen keresztül impulzust kap a növekedés, másfelől azonban a leértékelés általában erős növelő hatást gyakorol a különböző árindexekre, azaz inflációt okozhat. Meg kell jegyezni azonban, hogy az inflációs hatás nagyban függ attól, hogy milyen az importált termékek aránya az összes fogyasztáson belül, illetve hogy a hazai termelés és export mennyire importfüggő. Ezenkívül a piaci szerkezet (például a monopóliumok súlya) is hat az áremelési szándékok megvalósulására.

A MAGYAR ÁRFOLYAMRENDSZER

Az árfolyamrendszer 1990-2000 között

A forint árfolyamának mozgása a különböző devizákkal szemben – ezen szakaszban – két, jól elkülöníthető időszakra osztható: az 1995. március 15. előtti és utáni időszakokra, vagyis a csúszó leértékelés bevezetése a választóvíz. A forint árfolyamát az MNB 1981 óta valutakosárhoz (melyben az ország külkapcsolatai alapján határozták meg a valutákat) kötötte és előre nem kiszámítható módon, rendszertelenül értékelte le, az árfolyam módosítható volt.

Ezen időszakban az intervenció sáv szélessége többször változott.



1. ábra
Intervenciós sáv szélesség¹

Ez a rendszer alapvetően bizonytalanná tette a várakozásokat és így a gazdasági kalkulációt is. Ezzel szemben a monetáris hatóságok kezébe jól felhasználható eszközt adott: a le- és felértékelést.

1990. 01.01. és 2001.10.01. között a forintleértékelések két szakaszra bonthatók:

1. 1990. 01.01 – 1995. március 15. között: az ad hoc leértékelés szakasza

Mindenki próbálta elemezni, hogy a leértékelés milyen ütemben és mekkora mértékben fog jelentkezni. Két-három hónap leértékelés nélküli időszak után már minden piaci résztvevő a leértékelést várta. Ilyen légkörben elkezdtek vásárolni a különböző devizákat és ezzel szemben a forintot eladni, aminek következtében a forint árfolyama kezdte megközelíteni az intervenciós sáv tetejét. Ha a különböző politikai, gazdasági és egyéb fundamentális elemzések biztosra vehető leértékelést támasztottak alá, akkor a devizák vásárlása még nagyobb méreteket öltött, ami természetesen öngerjesztően hatott a piacra. A bankközi forintkamatok ennek megfelelően változtak, időnként elérve a többszörösét a normálisnak. Az MNB állandó intervenciót hajtott végre, vagyis szinte minden piaci résztvevő az MNB-től vette a devizát. Ugyanakkor várható volt az is, hogy a forintleértékelés után közvetlenül nem lesz újabb leértékelés. Ennek megfelelően a leértékelés után a forint árfolyama az intervenciós sáv tetejéről a sáv aljára zuhant. A hosszú devizapozíciókkal rendelkező piaci résztvevők lezárták addigi pozícióikat, és elkezdtek kiépíteni a rövid pozíciókat, vagyis forintot vásároltak a devi-

¹ Adatsor forrása: MNB honlap.

zakosárral szemben. Mivel a forint árfolyama az intervenciós sáv alján volt ebben az időszakban, a devizaeladások többsége az MNB-nél csapódott le. A piaci résztvevők a kamatnyereség reményében határidős devizát adtak el forint ellenében. Mivel a határidős árfolyam (a forint- és a devizakamat különbözetéből kalkulált árfolyam) magasabban alakult, mint a határidő lejártakori azonnali, spot ár, a határidős eladást olcsóbban lehet visszavásárolni, árfolyamnyereséget realizálva.

2. 1995. 03. 16. – 2001. 10. 01.: a csúszó leértékelés

A romló kül- és belgazdasági helyzet miatt a kormány és az MNB 1995. március 16-ától a korábban eseti jelleggel végrehajtott árfolyam-kiigazítást a forint előre bejelentett és naponta végrehajtott csúszó-leértékelésével váltotta fel. Az 1995. márciusban bevezetett *árfolyamrendszer célja* az volt, hogy egy előre bejelentett és hiteles sávban tartsa a forint valutakosárral szembeni árfolyamát, és ezzel visszafogja a leértékelési várakozásokat, amelyek akkorra már veszélyes mértékeket öltöttek: egyrészt megnövelték az ország külföldi finanszírozásának költségét, másrészt – beépülve a hazai szereplők inflációs várakozásaiba – veszélyeztették a belföldi árszínvonal stabilitását.

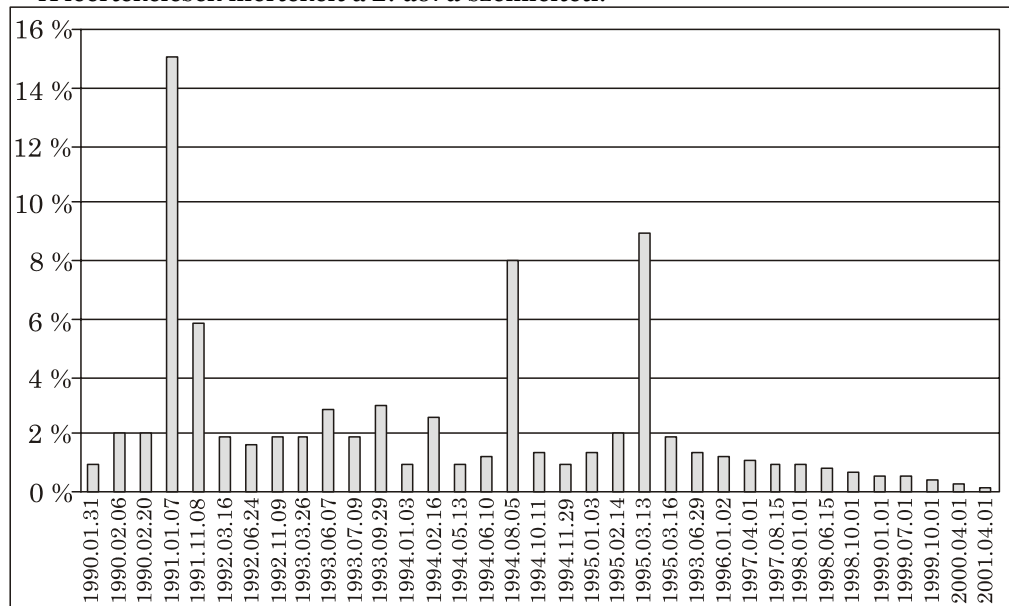
A kiszámíthatóság kedvező az exportőröknek, az importőröknek és a devizahitel-felvevőknek is. A napi forintleértékelés ütemével kalkulálva pontosabb devizabevételt illetve devizakiadást lehet megállapítani. A devizabevétel és kiadás kalkulációjába természetesen van bizonytalansági faktor is, mégpedig a forint helyzete az intervenciós sávon belül, illetve az adott deviza árfolyama a nemzetközi devizapiacokon.

A forint árfolyama ebben az időszakban többnyire az MNB által meghatározott intervenciós sáv alján helyezkedett el. A piaci résztvevők főként devizaeladók és forintvásárlók voltak. A devizavételi oldalon többnyire az MNB állt, az állandó intervenció következtében, míg a devizaeladók a kereskedelmi bankok, illetve a kereskedelmi bankokon keresztül a vállalatok, brókercégek és magánszemélyek voltak. A piaci résztvevők az árfolyamnyereség (kamatnyereség) elérése érdekében adták el a devizakosárral (2000. 01. 01-ig) szemben a devizát és vásárolták a forintot. Árfolyamvesztés abban az esetben történt, ha a forint árfolyama az intervenciós sáv aljáról elindult felfelé. Ebben az időszakban így nem volt teljesen kockázatmentes a forint vásárlása, mivel az intervenciós sávon belüli helyzete bármikor megváltozhatott volna. A bevezetésekor némi kétkedéssel fogadott rendszer beállította a hozzá fűzött reményeket: kedvező szintre szorította le a külső finanszírozás prémiumát és kordában tartotta az inflációs várakozásokat. Az árfolyam stabilitása a hazai monetáris politika legnagyobb sikere volt: nem pusztán hitelességet és bizalmat kölcsönzött a magyar fizetőeszköznek, hanem javította a magyar gazdaság megítélését is.

A jegybank alkalmazkodó, fenntartható egyensúlyt célzó politikájának centrumában nem az infláció leszorítása, hanem az átalakuló félben levő, külső finanszírozásra szoruló, kis, nyitott magyar gazdaság számára épp ennyire fontos külső pozíció és fizetőképesség állt. Ezen a célok elérésnek egyik eszköze az árfolyam volt, mely egyben a monetáris politika közbülső céljául is szolgált. A kiszámítható árfolyam volt a kiegyensúlyozottság biztosítója, többek között az exportra termelő vállalatok versenyképességének automatikus fenntartásán keresztül. Ebben az összefüggésben az inflációval kapcsolatban csak az volt a követelmény, hogy ne legyen

nagyon magas és nagyon változékony. Az volt a fontos, hogy az exportunk növekedjen és az országba áramoljon a nem kamatindukált tőke.

A leértékelések mértékeit a 2. ábra szemlélteti.



2. ábra

A leértékelés üteme 1990. 01. 31-től 2001. 10. 01-jéig¹

A 2001. ÉVI ÁRFOLYAM-POLITIKA

A sávszélesség, szükségessége, időszerűsége

A sávszélesítés tulajdonképpen burkolt leértékelés. A jegybank ilyenkor azért adja fel a korábbi lebegtetési sávot, mert alacsony devizatartalékai miatt nem tudja azt biztosan megtartani. A sáv szűkítése akkor időszerű, ha az árfolyam hosszú ideig a lebegtetési sáv erős szélén helyezkedik el.

Magyarországon a monetáris politika elsődlegesen az infláció kezelését tűzte ki célul, amihez két alapvető eszköz, a kamat- és az árfolyam-politika állt rendelkezésre. Ahhoz, hogy az árfolyam ismét inflációfékező hatást gyakorolhasson, lazítani kellett a mechanizmus szűkre szabott kereteit. Az ingadozási sáv kiszélesítését az infláció kívánatosnál magasabb volta mellett a devizaműveletek még meglévő korlátozásainak feloldására vonatkozó jövőbeli kényszer is indokolta.

2001. május 4. – a sávszélesítés

A jegybanktanács 2001. május 3-i ülésén a kormánnyal egyetértésben döntött a forint árfolyamsávjának kiszélesítéséről. Ennek nyomán a forint árfolyama május 4-től

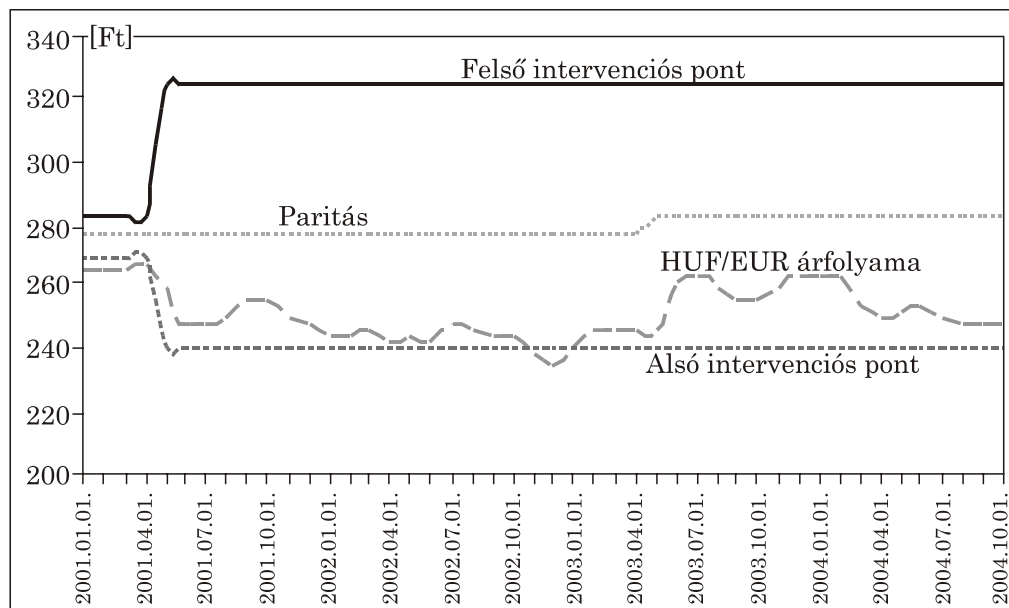
¹ Adatsor forrása: MNB honlap.

kezdve az euróval szemben megszabott központi árfolyamtól 15%-kal térhet el mindkét irányban, az addigi $\pm 2,25\%$ helyett. Ezt követően a jegybank meghirdette új monetáris politikáját is, melynek középpontjában az infláció gyors és aktív leszorítása áll. Ennek Magyarországon is a monetáris kondíciók szigorítása az eszköze, ami kis, nyitott gazdaság lévén itt, a alapvetően a reálárfolyam felértékelődését jelenti. Ebben az összefüggésben a jegybank elismerte azt a tény, hogy a hazai infláció tulajdonképpen érzéketlen a reálkamatra, a kamatszint inkább a devizaárfolyam manipulálásában, irányításában játszik szerepet, esetleg a belföldi jövedelemtulajdonosok aggregált megtakarítási egyenlegét befolyásolja, igaz, ezt sem valami hatékonyan.

A forint erősödés közvetlenül is kedvezően hathat az inflációra, de hogy annak az inflációt érintő pozitív hatási megmutatkozzanak, érzékelhető mértékben kell erősödnie, valamint lehetőleg minden meghatározó devizával szemben erősödnie kell. Ez utóbbi feltétele viszont az, hogy az euró is erősödjön a főbb devizákkal szemben, mert ha esetleg gyengül, akkor az jelentősen tompítja a forint euróval szembeni erősödésének hatását.

Az árfolyamrendszer többi eleme változatlan maradt, azaz a forintot továbbra is havi 0,2%-kal leértékelték az euróhoz képest. A rendszer megtartása nagyobb mozgásteret engedett az MNB-nek monetáris céljai megvalósításában, és azt is eredményezte, hogy az árfolyam mint nominális horgony még egy ideig betölthette szerepét. A monetáris tanács 2001. augusztus 21-i ülésén azonban már bejelentették a forint csúszó leértékelésének 2001. október 1-jei hatállyal történő megszüntetését.

A forint árfolyamának alakulása



3. ábra
Havi átlag euró-árfolyamok 2001. 01. 01. és 2004. 10. 01. között¹

¹ Adatsor forrása: MNB honlap.

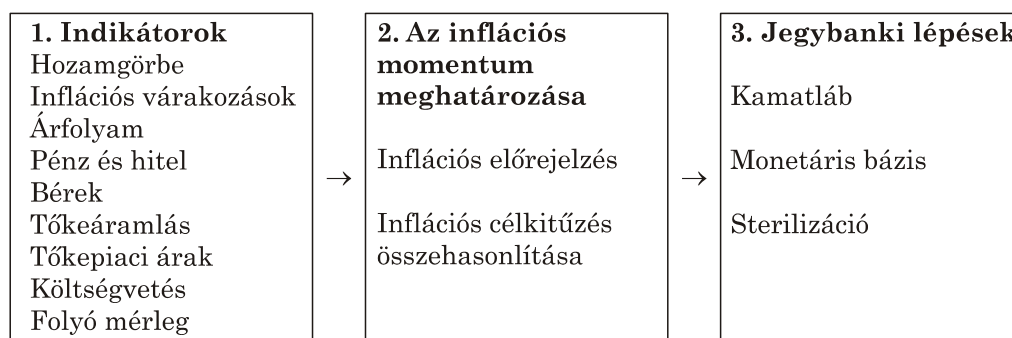
AZ INFLÁCIÓS CÉLKITŰZÉS RENDSZERE

2001. június 12-én döntött a jegybanktanács, hogy a jövőben a széles árfolyamsáv keretein belül megvalósított, úgynevezett implicit inflációs célkövetésre épülő monetáris rendszert működtet. A rendszerre történő áttéréshez a lehetőséget a forint sáv-szélesítése és a teljes konvertibilitás teremtette meg az alapot. Az *inflation targeting rendszer lényege*, hogy a jegybank a kitűzött inflációs cél és az inflációs előrejelzései viszonyának függvényében alakítja ki politikáját. Amennyiben a két szám között eltérés lesz, a jegybank a monetáris politika eszközeivel beavatkozik. A rendszerben a *monetáris politika legfontosabb célja* az árak stabilitásának biztosítása, ami a gyakorlatban nem egy rögzített árszínvonal, hanem alacsony infláció elérését jelenti. A kibocsátáshoz, foglalkoztatáshoz, fizetési mérleghez kapcsolódó célok nem, vagy csak a prioritásként kezelt árstabilitás követelményének alárendelve jelennek meg a jegybank feladatai között. Így a dezinflációs időszakban meg kell határozni azt a pályát, ami a legkisebb output áldozattal teszi lehetővé az infláció csökkentését.

A monetáris politika alkalmazása inflációs célkitűzés esetén

A rendszerben a jegybank az ún. *információs változós megközelítést* alkalmazza. Nem választ ki egyetlen olyan változót, amely jól leírható oksági kapcsolatban áll az infláció alakulásával, hanem azzal szorosan együttmozgó, annak alakulását előrejelző változók (*leading indicators*) széles körének figyelembe vételével alakítja ki inflációs prognózisát, általában 1-2 évre. Az indikátorok kiválasztásánál nem az oksági kapcsolat, hanem az előrejelző erő a legfontosabb szempont. E portfólió szemlélettel az inflációs prognózis hatásosabb lehet. Az előrejelző változók és az inflációs folyamatokat leíró strukturális modell alapján a jegybank kialakítja *inflációs előrejelzését*. Ebben a rendszerben gyakorlatilag az inflációs előrejelzés tölti be a közbülső cél szerepét: ha az előrejelzés meghaladja a kitűzött célt, a monetáris politika megváltoztatásával igyekszik az infláció alakulását befolyásolni.

A *várttól eltérő alakulás* azonban nem vált ki automatikus *jegybanki reakciót*, betartásukhoz nem kötődik szoros elkötelezettség. A többi vizsgált változóval együtt, az inflációs előrejelzést újra és újra felülvizsgálva, az infláció növekedéséhez vezető kockázati elemeket feltárva értékeli a jegybank alakulásukat, és dönt politikája megváltoztatásáról.



4. ábra

A monetáris politika az inflációs célkitűzés rendszerében

Az inflációs célkitűzés rendszere csúszó árfolyamsáv esetén

Az inflációs célkitűzéshez eredeti változatában lebegő árfolyam, de csúszó árfolyamsáv (*crawling band*) is tartozhat. A *crawling band* a centrális paritás pályájának meghirdetését, és egy viszonylag széles (10-20%-os) árfolyamsáv meghatározását jelenti, amelyben az árfolyam mozoghat. Ahol ezt a rendszert alkalmazzák, a bevezetését megelőzően fix árfolyamra alapozott stabilizációs programok történtek, amelyek eredményesek voltak abból a szempontból, hogy a hiperinflációt mérsékelt mértékűre szorították le, de nem tudták megszüntetni a teljes inflációs differenciát.

Az infláció mérséklésének indokai

Az infláció csökkentése általában a reálkamatok emelkedésével jár együtt. Nagy belső államadósság megléte esetén az emelkedő reálkamatok megnövelik a költségvetés kamatterheit, ami az államadósság további növekedését okozza. Az inflációellenes politika emellett a reálkamatok emelkedése által indukált *reálfelértékelődésen* keresztül átmenetileg *rontja a gazdaság külfölddel szembeni versenyképességét*. A versenyképesség csökkenése a *folyó fizetési mérleg romlását és a külfölddel szembeni adósságállomány további növekedését vonhatja maga után*. A defláció általában a gazdaság növekedési ütemének átmeneti csökkenésével jár együtt, ami a jövedelmek visszaeséséhez és társadalmi feszültségek kialakulásához vezethet.

Az infláció gazdasági és társadalmi költségekkel jár. Az infláció költségeinek jelentős része akkor is keletkezik a gazdaság szereplőinek inflációs várakozásai nagyon pontosak. Tökéletes előrelátás nincs. A nem vár infláció *legnagyobb költsége, hogy torzítja, szétzilálja az árrendszer információs szerepét*, ezért rossz pénzügyi, beruházási döntésekhez vezet. Az infláció *gazdasági költségei* szerteágazóak. A kulcs az indexálás. Az árnövelés a bérekben eszközök áraiban növeli a tőkeköltséget, ezáltal a beruházások az optimális szint alá esnek. Az infláció másik káros következménye, hogy a *tőkebefektetések túlzott mértékben áramlanak a nem termelő szektorba, így a hatékony erőforrás-allokáció sérül*. Magasabb infláció mellett magasabb lesz az adott reálkamattal mellett nyújtott hitel pénzáramlása, ezzel csökken az adós hitelfeltevő képessége. A tranzakciós költségek és „cipőtalp-költségek” jelentősége elhanyagolható. *Az infláció társadalmi költségei* a jövedelem-eloszlásra gyakorolt hatásain keresztül érzékelhetők. Az infláció a leginkább a legrászorultabb és legkisebb érdekérvényesítéssel rendelkező társadalmi rétegeket sújtja. A szociális háló részét képező állami transzferek és egyéb juttatások általában késve kötik az inflációt.

AZ INFLÁCIÓS CÉLKITŰZÉS RENDSZERÉNEK MŰKÖDÉSE MAGYARORSZÁGON

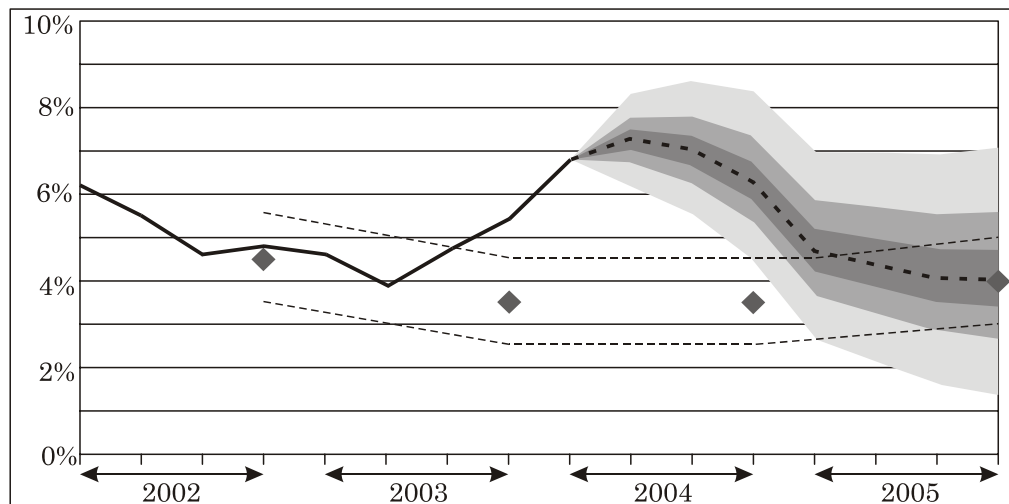
A csúszó ($\pm 15\%$ -os) árfolyamsáv keretében működő rendszerben az MNB döntéseit egy *18 hónapra előre meghatározott* és kihirdetett, a kormánnyal egyeztetett *inflációs cél* vezérli: egy 12 havi inflációs ráta, amely 2% -os „toleranciasávban” mozoghat. A kezdeti és a célérték által kijelölt inflációs pálya körül \pm egy százalékpontos sávot húznak. Ha ebből a folyosóból kilépne az infláció, akkor megnézi a jegybank, beavatkozzon-e és ha igen, akkor hogyan.

A jegybank *negyedévente* adja közre inflációs jelentéseit, amelyben elemzi, hogy a jelenlegi, illetve jövőben várható dezinflációs pálya mennyiben felel meg a célkitűzésnek.

Jelenleg a dezinflációs pályát úgy határozták meg, hogy ebből a szempontból egy 2010. január 1-jei eurózónához történő csatlakozásnak ne legyen akadálya. Mindez azt jelenti, hogy az ehhez kapcsolódó 2008. március és 2009. március közötti referencia-időszakban a magyar infláció ne haladja meg 1,5%-nál nagyobb mértékben a három legjobb mutatójú EMU tagország átlagát. A jelenlegi uniós adatok szerint ez egy 2,4-es (2004. augusztusi adatok alapján) vagy annál alacsonyabb pénzromlást jelentene. Az inflációs célkitűzés egyfajta kommunikációs rendszerként is értelmezhető, hiszen akkor működik jól, ha a hiteles és átlátható jegybank megfelelő célt tűz ki, s ezt, valamint az ebből következő gazdaságpolitikai lépéseket megfelelően kommunikálja a gazdasági szereplők felé. A hitelességnek van egy politikai és egy technikai oldala: várható-e hogy a jegybank feladja antiinflációs politikáját, illetve képes-e a rendelkezésére álló eszközökkel a kitűzött cél elérésére. A sikeres rendszer a várakozásokra is pozitívan hathat.

A dezinflációs pálya

Magyarországon az elemzők az inflációt 2004 végére 6-7%-os szintre várják (a jelenlegi pontos prognózis 6,6%-os szint). A jelenlegi előrejelzések szerint az árnyelkedés mértékét legnagyobb eséllyel a célsáv felső felébe várják, hiszen az előrejelzési bizonytalanság enyhén a magas infláció felé mutat. Ezen év inflációs emelkedését az ideai áfa- és jövedéki adó, a feldolgozatlan élelmiszerek, illetve a járműüzemanyagok körében keletkező magas áremelkedés okozza.



5. ábra
Az inflációs előrejelzés legyezőábrája¹

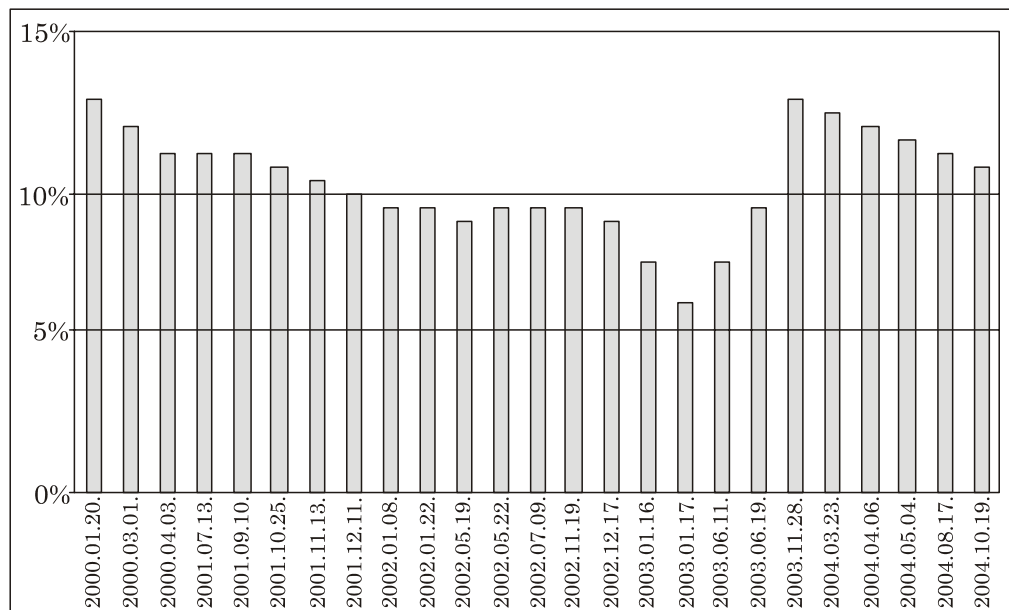
¹ Forrás: MNB Jelentés az infláció alakulásáról 2004/2.

Az MNB prognózisa alapján 2005-ben fokozatos dezinflációval számolnak. A kínálati oldalon a fajlagos bérköltségek mérséklődése és az olajárak jelenlegi magas szintről történő feltételezett csökkenése az infláció lassulásának irányába mutat. A dezinflációt támogatja a feldolgozatlan élelmiszerek piacán érvényesülő verseny és szabályozott árak átlag alatti emelkedése. A keresleti oldali folyamatok hosszabb távon némileg lassítani fogják a dezinflációt. Az élénk gazdasági növekedés mint a kapacitások fokozottabb kihasználtságához vezetnek, így a kibocsátási rés emelkedése várható. Emellett a 2005-ös év bizonytalanság forrása a fiskális politika várható alakulása.

HUF/EUR árfolyama 2004-ben

A dezinfláció szempontjából kedvező volt a forint tartós erős árfolyama, amely az importált termékek árán keresztül fontos szerepet játszott az infláció csökkentésében. Az infláció 2004 májusi csúcsa után határozottan csökkenő pályára állt. A forint árfolyam az elmúlt hetekben rendkívül erős volt, kisebb gyengülés a kamatcsökkentési várakozások felerősödésével magyarázható.

A Monetáris Tanács a csökkenő tendencia folytatását várja, így 2004. október 18-i ülésén a jegybanki alapkamatot 50 bázisponttal 10,50%-ra csökkentette. A piaci árazás alapján a mai várható kamatcsökkentés után a következő 3 hónapban további 50 bp körüli vágásra van esély. Fél éven belül 125 bázispont van beárázva a másodpiaci hozamokba, a jövő év közepére az alapkamat 9, 25% körül lehet.



6. ábra
A jegybanki alapkamat mértéke¹

A korábbi piaci bizonytalanság mérséklődött, ami a hosszú lejáratú hozamok csökkenésében is tükröződik. A magyar állampapírok kockázati prémiuma a 10 éves hozamkülönbséggel jellemezve növekedett. 2004 októberében 25 bázisponttal volt feljebb, mint augusztus közepén. A 2004-ben a külföldi kézben lévő forintkötvény állománya növekedett (2004 októberében kb. 2550 Mrd Ft), viszont az átlagos futamidő érdemben nem tudott növekedni. Ez mutatja, hogy a konvergencia befektetők oldaláról nem igazán nőtt az érdeklődés, inkább a rövid oldalra érkezett némi spekulatív tőke. Az elemzők (Reuters) szerint ERM II. árfolyamrendszerben várt középátlagos árfolyam-várakozásokat orientáló ereje gyengült, gyakorlatilag a jövőben a forinttól enyhén gyengülő árfolyampályát várják. A külföldi befektetési bankok elemzéseiben ugyanakkor meg mindig felbukkan egy pesszimista, a forint jelentősebb leértékelődését valószínűsítő forgatókönyv.

PROGNÓZISOK 2005-RE

Az európai bizottsági 2004. évi konvergencia-jelentés szerint Magyarország az euróövezethez való csatlakozás egyetlen kritériumát sem teljesíti. Az átlagos inflációs ráta Magyarországon 6,5% volt, szemben a 2,4%-os kritériummal. A GDP arányos költségvetési hiány kritériumában 6,2%-os (2003-as végleges adatok szerint), a előírt 3%-kal szemben. A hosszú távú kamatkritérium 6,4%-kával szemben Magyarországon az átlagos hosszú távú kamatszint elérte a 8,1%-ot. A jegybankra vonatkozó jogi szabályozással kapcsolatban sem felelünk meg az elvárásoknak. A jegybanktörvény tervezett változtatása (a monetáris tanács létszámának emelése, és kormányzati tagi delegálása) is rontja a megítélést.

Az MNB 2005-re a 4,4%-os inflációs rátával számol. Ezen inflációs szint csak akkor tartható, ha a fiskális politikában sikerül tartania a költségvetés 2005 évre tervezett hiányát. Azaz az ESA-hiány félszázalékos csökkenése megvalósul. Amennyiben nem tartható a tervezett költségvetési hiány szintje a jegybanknak csak a kamatpolitika eszközével (alapkamat emelésével) tudja elérni elsődleges célját, azaz az infláció csökkentését.

Az árfolyamrendszer változásának hatásai a fizetési mérlegre

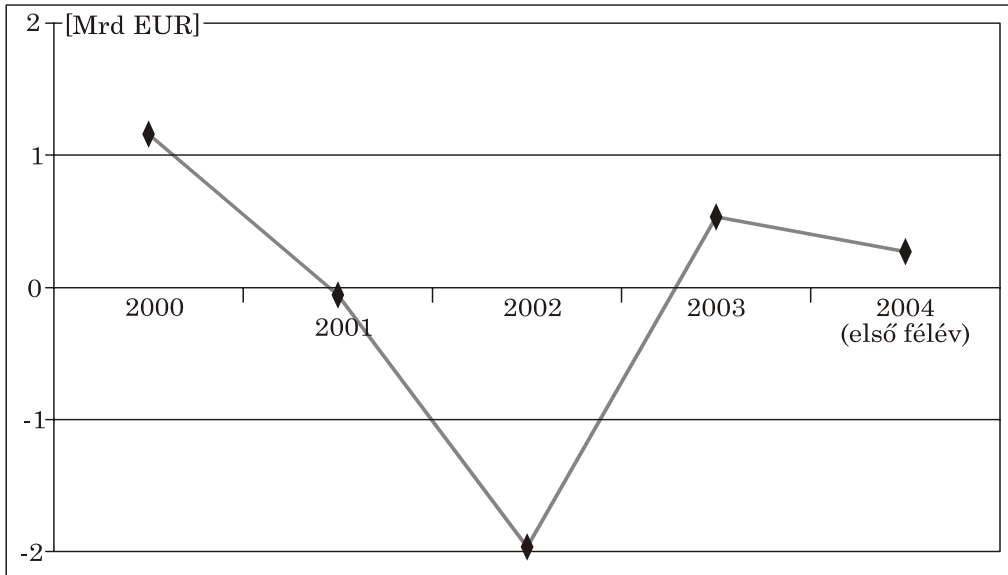
Az árfolyamrendszer 2001. május 4-től történő gyökeres megváltoztatásának eredménye a fizetési mérleg 2000. évhez képesti fokozatos romlásban illetve 2003-ban bekövetkező javulásában követhető nyomon. 2004 első félévében többlet alakult ki, ez azonban 806 millió euróval kevesebb a megelőző év hasonló időszakának értékénél (l. 7. ábra).

A teljes fizetési mérleg egyenlegének alakításában a főbb részmérlegek a 8. ábrán látható módon vettek részt.

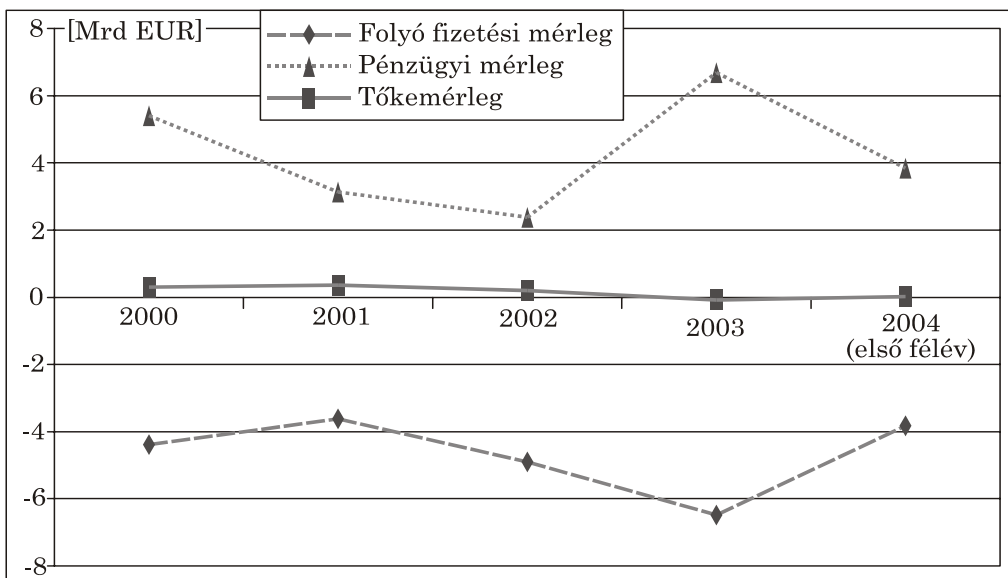
A vizsgált időszak alatt a folyó fizetési mérleg erőteljesebb, a tőkemérleg kisebb mértékű romlása figyelhető meg. A 2003. évben bekövetkező kedvező változást a

¹ Adatsor forrása: MNB honlap.

pénzügyi mérleg erőteljes javulása okozta, amely a folyó fizetési mérleg egyenlegében kialakult negatív tendenciát kompenzálta.



7. ábra
A teljes fizetési mérleg egyenlegének alakulása 2000–2004¹



¹ Adatsor forrása: MNB honlap.

8. ábra
A fizetési mérleg főbb részmérlegeinek alakulása, 2000–2004¹

A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG EGYENLEGÉNEK ALAKULÁSA

A gazdaság külső egyensúlyát jelző mutató (folyó fizetési mérleg/GDP) 1995-től kezdődő fokozatos javulása 2001-ben törik meg, ettől kezdve folyamatosan romlik és a 1992-1994-es időszak (-9% körüli) mutatóinak értékét közelíti.

Az árfolyam rendszer változásának évében az előző időszakhoz képest nem volt érzékelhető a romlás, sőt 2001-re a folyó fizetési mérleg 767 millió euró javulást mutatott. A javuló egyenleg a külkereskedelem negatív egyenlege csökkenésének, a turistaszezon beindulásával az idegenforgalmi és a szolgáltatások mérlegsoron kialakuló többletnek volt köszönhető. Az Európai Unió lassulása még nem éreztette hatását, a magas exportdinamika a globális lassulás ellenére is fenntartható volt, a kivitel sikere a konjunkturális időszak megrendeléseinek volt köszönhető. Az elmaradt hatás a már megkötött export-import szerződésekből rögzített árak miatt történt, de a szerződések kifizetését követően az új megállapodások árfolyam hatásai az egyenleg további alakulásában már láthatók. Az exportáló vállalatoknak 2001-ben a forint erősödésből eredő árfolyamvesztését csaknem ellensúlyozta a termelékenység javulása (1 főre jutó GDP). A 2004. év első félévének hiánya (-3825 millió euró) 451 millió euróval haladta meg a 2003 hasonló időszaki hiányát.

A nemzetközi versenyképességet a devizaárfolyamok alakulásán túl nagymértékben meghatározza a munka termelékenysége (az egy foglalkoztatottra jutó GDP) és a bérek alakulása (egységnyi munkaerőköltség) is. A gyors termelékenységnövekedés hajtóerői közül a külföldi működőtőke-beáramlás (a gazdaság széles körű liberalizációja, a privatizáció) emelhető ki (amely 2001-ben még jelentős mértékű). Lényeges, hogy az egységnyi munkaerőköltség növekedésének lassabbnak kell lennie a termelékenység növekedésénél, a termelékenység alakulásával összehangolt nemzetgazdasági és vállalati szintű bérpolitika hozzájárul a külső piaci pozíciók javulásához.

A folyó fizetési mérleg egyenlegének alakításban az árumérleg egyenlege meghatározó, amely egyben az ország versenyképességének változását is jelzi. Az árumérleg egyenlegének alakulása nagyrészt követi a folyó mérleg egyenlegének változását. Bár 2001-ben és 2002-ben kis mértékű javulás figyelhető meg az előző időszakhoz képest, 2002-ben azonban már nem tudta mérsékelni a folyó mérleg nagymértékű romlását. 2002-ben fő okként az idegenforgalom drasztikus bevétel csökkenése jelölhető meg. Az export és import különbsége miatt kialakuló hiány 2003-ra megközelítette a 3 Mrd eurós nagyságrendet, 2004 első félévében javulás látszik, egyelőre azonban nem értük el a megelőző évi hasonló időszak hiányának nagyságát.

A forint erősödésének hatására az export versenyképesség romlik, az import viszonylag olcsóbbá válik. A 2001. októberig folytatódó forintleértékelés havi ütemének csökkentése (és aztán a megszüntetése) elvben növelte a külföldi befektetők biztonságát, ugyanakkor a lebegtetési sáv kiszélesítése ezzel ellenkező hatást váltott ki, hiszen *nőtt a valutáris kockázat*. Az ütemcsökkentés miatt az exportálók elvben kevesebb forintot kaptak egységnyi valutáért. Amennyiben ehhez hozzászámítjuk a világszintű áremelkedés hatását is, akkor egy év alatt körülbelül 7%-kal növekszik a forintbevétel azonos exportvolumen mellett. Ha a termelői árindex ennél jobban nő, akkor a versenyképesség romlik, ha nem, akkor javul.

A forint felértékelődése leginkább az importtermékek lassuló árnövekedésén keresztül hat az infláció lejjebb szorítása irányába. *A behozatal olcsóbbá válik*, ezzel az importált infláció mérséklő hatást gyakorol a belföldi árakra. A felértékelődő

árfolyam azonban közvetlenül nem csökkenti a rendkívül magas élelmiszerárakat, hanem főként a tartós fogyasztási cikkek és a ruházati importtermékek ára mérséklődik. Az importőrök ugyanakkor a szélesebb sáv miatt *magasabb árfolyamkockázatot* vállalnak, ennek fejében a megnövekedett hasznukat kockázati prémiumként beépíthetik a kereskedésbe. Érezhető hatás ezért főleg a nagy értékű termékeknél érzékelhető, például a gépkocsik. A fogyasztói árak csökkenése azonban a kereskedők raktárkészletének kifutása után volt lehetséges, az olcsóbb importból származó előny így csak az importárakra vonatkozó szerződések kifutását követően, az új szerződések megkötésével jelentkezett. A felértékelődő árfolyam hatást gyakorol azon belföldi piacra termelőkre is, akik hasonló cikket gyártó külföldiekkel versenyeznek, hiszen ezen termelőket hátrányos helyzetbe, ármódosításra kényszeríti.

A forinterősödés *vesztesei az exportőrök*, hiszen kevesebb forintot kapnak egységnyi devizáért. Az exporton elért nyereséghányad az exportáló cégek több mint felénél 10% alatti. Ennél nagyobb mértékű árfolyam-változás mellett kifejezetten veszteségesé válnak.

A magyar export négyötödét adó multinacionális vállalatok tevékenységét eleinte kevésbé érintette a forint felértékelődése. Ők jellemzően devizaforrásokra építenek, exportjuk mellett importjuk is magas, ezért árfolyamkockázatuk viszonylag alacsony. A hazai nagy exportőrök egy része vámszabad területen folytatta a termelést, és nem forintban, hanem többnyire euróban számolt el, így a forinterősödés eleinte őket sem érintette. A kis- és középvállalkozások ugyanakkor kiszolgáltatottabbak lettek, melyek az összes export körülbelül 20%-át adják. A szélesebb árfolyamsáv miatt devizakockázatuk megnőtt, melynek fedezése magasabb relatív költséget jelentett, így nyereségességük csökkent.

A kedvező árfolyam alakulás az import növekedésében nyomon követhető. Az export növekedése ellenére az árumérleg egyenlege negatív és passzivitása 2003-ban tovább fokozódott. *A hiány oka*, hogy nagyságrendileg az import még mindig meghaladja az exportot, illetve az export és import növekedési üteme továbbra is eltér. A vizsgált időszakban sikerült elérni az export növekedési ütemének import növekedési üteme fölé emelését (a kettő közötti különbség csökkenését, ami az árumérleg egyenlegének kezdeti javulásában látható), de a 2003-as évben a tendencia ismételen megfordult (-1,76%-kal), ezen keresztül az árumérleg nagymértékű romlása be is következett. 2004 első felében mind az export, mind az import meghaladta az előző évi hasonló időszaki értékeket, kedvező azonban a folyó évben, hogy az export növekedési üteme 3%-kal magasabb az importénál.

A külkereskedelmi forgalom termékszerkezetében arányeltolódás csak nagyon kis mértékben érzékelhető. Megőrizte vezető szerepét a gépek és gépi berendezések árucsoportja, ezen kívül mind export és import oldalon a feldolgozott termékek forgalma jelentős. Import oldalon arányaiban az energiahordozók csoportja emelhető ki. 2000-es bázishoz mérten a fogyasztási (élelmiszer) célú import lendült meg erőteljesebben, 20% körüli értékben emelkedett a feldolgozott termékek és gépek behozatala. A kiviteli oldalról a gépek, berendezések és a feldolgozott termékek nagyobb mértékű növekedése emelhető ki.

Külkereskedelmünk *súlypontját* továbbra is az EU-országokkal bonyolított kereskedelem adja. Termékeink 74-75%-át az EU országaiba exportáljuk (kiemelten Németország és Ausztria), míg import termékeink 55-58%-a származik onnan. Exportunk 12-15%-a kelet-közép európai országokba (azon belül a CEFTA részesedése

8-10%, a FÁK-országok részesedése 2,5% körüli), 3,5-4% körül fejlődő országokba irányult. Az import szerkezetében 16-17%-ot a kelet-közép európai országok (CEFTA, FÁK országok 7-9%), 13-17%-ot a fejlődő országok képviselnek. A vizsgált időszakban 2000-es bázison mérve a fejlett országok, köztük az EU országok felé történő export dinamika változott a legkevésbé, nagy mértékben irányult azonban exportunk térségünk országaiba. A fejlődő országokból szívesen importáljuk az olcsó, főként távol-keleti dömpingárukat.

Mivel a belföldi piacon mind nehezebb az értékesítés növelése, a termelők számára az export felfuttatásának kérdése egyre fontosabbá válik. Problémát jelent, hogy az alacsony és a közepes árkategóriájú termékek területén nem tudjuk felvenni a versenyt az ázsiai cégekkel, az olcsó munkaerő miatt a nagy, tőkeerős cégek termelésük mind nagyobb részét helyezik ki az ázsiai régiókba.

A konjunktúra lassulása (mind az Unióban, mind az amerikai gazdaságban) a 2002-es évtől befolyásolta számottevően az exportot, ami a külső egyensúly romlását okozta. Az árumérleg soron 2001-ben keletkezett kisebb hiány oka az is, hogy a kivitel dinamikája nagyobb volt (2,99%-kal), mint a behozatalé, bár a bővülés üteme nagymértékben visszaesett, vagyis a cserearány folyamatosan romlott. Emellett az átlagot meghaladó mértékben bővült az energiahordozók importja. Ezen belül az olajimport kismértékben, a földgázbehozatal világpiacon áremelkedésének hatása jelentősen nőtt.

A reálértékelődés okozta versenyképesség-vesztés 2002-ben már megmutatózó hatása mellett a külső egyensúly romlása a lassuló Európa és a 2002-es választások idejére bőkezűvé váló, valamint az alacsony infláció miatt romló pozíciójú államháztartásnak is köszönhető volt. A világgazdasági lassulás kiemelten a textil és bőriparra gyakorolt nagymértékben hatást. Textilexportunk 85%-a az EU országai-ba irányul és ez az iparág adja a teljes magyar kivitel mintegy egynegyedét. A feldolgozóiparon belül a növekedés mértékét tekintve csak a gépipar előzte meg a textil és ruházati ipart, melynél folyamatosan javult a versenyképesség is, amit a magas exportarány jelez. A minimálbér emelése (40 ezer forintról 50 ezer forintra, majd 53 ezer forintra), a forint sávzsélesítése próbára tette az exportorientált ágazat szereplőit, közülük elsősorban az alacsony profittartalmú bér munkában érdekeltet. A hazai vállalkozásokat elsősorban a forrás hiány kényszeríti a bér munkavégzésre. A cégek kiszolgáltatottá válnak, nincs befolyásuk a piacra, a termékfejlesztésre, az árakra, mert mindezt elsősorban a megrendelő képes befolyásolni. Mindemellett a hazai beszállítói kapcsolatok szétzilálódnak, a vállalatok az önálló fejlesztő-, modellező- és tervezőkapacitásaikat fokozatosan felszámolják. A bér munka miatt nem tesznek szert konkrét piaci ismeretekre, hálózatukat nem tudják megszervezni. A bér munka előtérbe kerülése a tőkeszegénység következménye: a bér munkarendelések teljesítésére fordított kiadások néhány hónap alatt megtérülnek és kisebbek az önálló termelési költségeknél.

Az emelkedő reálárfolyam hosszú távon azonban nem feltétlenül jelent versenyképesség-csökkenést. A munka-egységköltség alapon reálleértékelő árfolyampolitika eddig automatikus margin növekedést biztosított a vállalati szektornak, amely viszont rá lett szorítva termelése további racionalizálására és személyi jellegű kiadásai visszafogására. Az export versenyképessége kapcsán feltétlenül ki kell emelni a magyar export nagy importvonzatát is, ami természetes fedezetet nyújtott a bevételi oldalon elszenvedett veszteségek egy jelentős részére.

Az árfolyam rendszer változtatását követően a gazdasági nyitottságot mérő mutatóink 2002-ig a nyitottság csökkenését jelzik mind export, mind import oldalon, kismértékű nyitás 2003-ban már érzékelhető. Ennek hátterében azonban az áll, hogy az USA-ban meghozott tartósan gazdaságnövelő intézkedések első eredményei már megmutatkoztak, a jelentős adócsökkentés és az irányadó kamat lefaragása a vállalatok jövedelmezőségét javítva a termelés és beruházás élénkítését segítették. Emellett az euróövezet gazdasági teljesítménye az EKB irányadó kamatának mérésével következtében kismértékű növekedést mutatott.

1. táblázat
Export orientáció és import behatolás alakulása¹

Megnevezés/időszak (év)	Export/GDP (%)	Import/GDP (%)
2000	75,21	79,17
2001	69,89	71,33
2002	62,13	64,40
2003	63,81	68,25

Két fontos feladat adódik tehát: segíteni a magyar exportáló vállalatokat abban, hogy a világpiacon versenyképességüket növeljék, az árfolyam kockázatot kezelni tudják és segíteni kell a hazai piacra termelő vállalatokat, hogy elveszített itthoni piacaikat visszanyerjék, ezáltal az ország túlzott (exportképességéhez mért) importigényessége mérséklődjön. Az exportképesség növelése részben a marketingtevékenység erősítésével érhető el. Az egyszer megszerzett kapcsolatok, vagy piaci ismeretség hazai vállalati körben való továbbadásával, viszonylag kis ráfordításokkal jelentős eredmények érhetők el. Az egyszer kialakított kapcsolati tőke sokszorosan kamatozhat. Célszerű lehet olyan nonprofit szervezetek létrehozása, amelyek piaci ismeretek, kapcsolatok megszerzésével és a potenciális felhasználóknak való továbbadásával foglalkoznak. Az árfolyam kockázat kezelését árfolyam-biztosítási módokkal, kell elősegíteni (például a Mehib konstrukciói: devizakövetelés futamideje alatt garantált vételi árfolyamot kínál partnereinek, így veszteség esetén kifizetik a különbözetet, árfolyam nyereség esetén az ügyfélnek be kell fizetnie az elért többletet, díja a forintban kifejezett devizaösszeg 0,5%-a vagy az árfolyam nyereség megtartható, de a díj 2-4%, illetve a beutaztató turisztikai cégeknek kínált árfolyam-biztosítás, továbbá a bankok fedezeti, opciós ügyletei állnak rendelkezésre). A túlzott importigényesség olyan vertikális termelői-fogyasztói szövetkezetek létrehozását jelentené, amelyek képesek a helyi igényeket kielégíteni, biztosítva az ottani foglalkoztatást is.

SZOLGÁLTATÁSOK EGYENLEGÉNEK ALAKULÁSA

A szolgáltatások egyenlege soha nem látott mértékben romlott. A mérlegsoron korábban mindig pozitív egyenleggel zártunk, amely főként az idegenforgalom szaldójának volt köszönhető. A pozitív egyenleg 2002-re 1034 millió euróval (63,63%-kal) esett vissza, majd 2003-ra a mérlegsor már 170 millió eurós negatívummal

¹ Adatsor forrása: MNB honlap.

zárt. A negatív tendencia 2004. július hónappal bezárólag is folytatódik, az egyenleg 354 millió euróval negatív, 152 millió euróval magasabb a megelőző év hasonló időszakához képest.

A forint erősödése a folyó fizetési mérleget nemcsak a külkereskedelem egyenlegén, hanem az *idegenforgalmi mérlegen* keresztül is *rontotta*, lévén, hogy a forint-erősödés miatt drágábbá váltunk a külföldieknek (ugyanannyi forintért a külföldieknek több valutát kell beváltaniuk). Az idegenforgalom 2001. évi devizabevételeit azonban még nem érintette a forint árfolyamának változása, sőt a mérleghorizonton 351 millió euróval magasabban zártunk az előző évhez képest. A 2002. évtől kezdve azonban erőteljes csökkenés látható (2002-re 37%-kal, 2003-as évre további 24%-os csökkenés történt az előző évhez képest). A tendencia változatlanúságát mutatja, hogy a 2004. első féléves idegenforgalmi bevétel 37%-kal marad el az előző év hasonló időszakához képest.

A vizsgált időszakban főként az alacsonyabb kategóriájú kereskedelmi szálláshelyek vendégeinek és vendégéjszakáinak száma csökkent, a magas kategóriájú szálláshelyek devizabevételeinek csökkenése viszont kisebb mértékű, mivel a minőségi vendégek számára az erősödés nem okozott jelentős fizetési gondot. A kedvezőtlen hatás 2001-ben azért is elmaradt, mert 1993. január és 2001. március között reálértékben 11%-kal erősödött a forint, azaz a külföld számára 8 év alatt 11%-kal „drágultunk” meg. Ennek ellenére a turisztikai ágazat teljesítménye ebben az időszakban bővült. A 2001. évre valutában kijánlott árakon változtatni már nem lehetett, így a cégeknek saját eredményük terhére kellett elszámolni a forint erősödéséből származó veszteséget. Veszteségük kompenzálása miatt szükségessé vált 2002-től az ár-emelés, ami rontotta Magyarország versenyképességét a nemzetközi piacon, de még így is a külföldiek számára hazánk viszonylag olcsónak számít. A forint erősödése kedvező a kiutazó turizmus számára, ennek következtében jelentősen megélnékült a külföldre indulók száma.

2. táblázat
Az idegenforgalom alakulása¹

Idegenforgalom (ezer fő)	Magyarországra érkező külföldiek	Külföldre utazó magyarok
2000	31 141	11 065
2001	30 679	11 167
2002	31 739	12 966
2003	31 412	14 283

A világgazdaságban és a -politikában érzékelhető 2001. szeptember 11-i terrorcselekmények miatti bizalomvesztés az idegenforgalmat, a nemzetközi turizmust érzékenyen érintette. A légi közlekedésre építő utaztató cégek kapcsán romoltak az üzleti turizmusra épülő iparágak, elsősorban a rendezvényszervezők, a konferenciaturizmus és a luxusszállodák kilátásai. Az események nyomán felértékelődött a belső turizmus, illetve erősödött a vasúti és a közúti személyforgalom. A repülőgé-

¹ Adatsor forrása: KSH honlap.

peket ért terrortámadások nyomán a biztosítótársaságok jelentősen megemelték díjtételeiket, amit a légitársaságok nem érvényesíthettek teljes körűen jegyáraikban, hiszen épp hogy kedvezményekkel kellett visszacsalogatniuk a légi utazásban bizalmukat veszített ügyfeleket. A visszaesés Európában is érzékelhető volt (például Franciaország, a kontinens vezető turisztikai célpontja 20%-os visszaesést könyvelhetett el). A konferenciaturizmus területén jellemző volt a találkozóknak visszamondása, ami könnyen megtehető volt, mivel nem szokás ezen a területen kötbért kikötni. A turizmus ezen nemzetközi trendjei számunkra azonban kedvezőek: az átrendeződött turisztikai kereslet elsősorban a biztonságos és jól megközelíthető országokba irányul, ezek közé tartozik Magyarország is. Ez a tendencia látszik a hazánkba érkező külföldiek számának alakulásában is, azaz 2001-ről 2002-re számuk növekedést mutat, 2003-ra is csak kis mértékű létszámcsökkenés látható. A csökkenő idegenforgalmi egyenleg így inkább a kiutazó turizmus fokozódásának köszönhető, 2003-ra mintegy 29%-kal nőtt a külföldre utazó magyarok száma. A magyar turizmus fejlesztése továbbra is feladat, átfogó, szakmailag megalapozott és alap kutatásokra épített koncepció szükséges állami támogatás kiegészítéssel, amelynek a külföldiek vonzásán túl a magyar vendégek megtartására is irányulnia kell.

A forint erősödésének hatása az áruforgalomhoz kapcsolódó szállítási szolgáltatások egyenlegének romlásában is nyomon követhető, ugyanis a hazai szállítmányozók drágábbá váltak a külföldiek számára, ami a fuvardíjak növekedését eredményezte. Jelentős a biztosítási szolgáltatások és kormányzati szolgáltatások egyenlegének fokozódó negatívuma. Kisebbségi mértékű javulás a számítógépes és információs szolgáltatások körében észlelhető.

Jövedelmek egyenlegének alakulása (a külföldi befektetők magatartásának változása)

A külföldi befektetők vonatkozásában megugrott a nem adósság típusú jövedelmek külföldre utalása, azaz a külföldi tőke által Magyarországon *megtermelt nyereségének hazautalása*. A közvetlen tőkebefektetés során keletkezett növekvő negatív eredmény (a hazautalt jövedelmek) a mérleg sor döntő hányadát jelentik (rendre 76%, 81%, 85%, 84%). 2004 első felében is folytatódott a tendencia, a mérleg sor negatív egyenlege 16,7%-kal haladja meg a megelőző év hasonló időszakának negatívumát, melyből továbbra is a közvetlen tőkebefektetés negatív egyenlege a meghatározó.

Tőke mérleg egyenlegének alakulása

A tőke mérleg egyenlegének *fokozatos romlásában* az ellentételezés nélküli tételek (természetbeni illetve tőkejavak ellentételezés nélküli átruházása, korábbi tartozás elengedése) egyenlegének jelentős csökkenése játszott szerepet mind az államháztartás, mind az egyéb szektorok vonatkozásában. 2004 első felében elsősorban az államháztartás által realizált viszonzatlan tételek vonatkozásában jelentős javulás látszik.

Pénzügyi mérleg egyenlegének alakulása

A legtovább Magyarországon maradó tőkebefektetések, azaz *a működő tőke folyamatos csökkenése* mellett a tisztán pénzügyi megfontolásból hazánkban lévő pénzek is folyamatosan csökkentek. A pénzügyi mérleg egyenlegében javulás 2003-ban érzékelhető, amely azonban a hitelintézeti és vállalati szektor hitelforgalmában bekövetkezett növekedésnek köszönhető.

A külföldi befektetők döntéseit számos tényező befolyásolja. A világgazdasági helyzet óvatosságra inti a beruházni szándékozókat, a nemzetközi kereskedelem és a piac szűkülése nem kedvez a tőkekihelyezésnek. A tőke nemzetközi áramlásának üteme már 1999 óta lassul, a bővülés főleg fúziókban, felvásárlásokban realizálódott. Magyarország unióhoz való csatlakozása kapcsán azok a külföldi befektetők, akik szerettek volna bekerülni az EU piacára, még a belépés előtt alapíthattak céget a felvétel előtt álló országban. Magyarországon ennek kapcsán a pótlólagos tőke megjelenésének jelei nem látszódtak. Jellemző, hogy a munkaigényes összeszerelő jellegű ágazatokban az utóbbi évek nagyobb arányú béremelései nem csekély mértékben semlegesítették Magyarország nemzetközi versenyelőnyeit. Lényeges továbbá, hogy a tágan értelmezett gazdasági környezet minősége is befolyásoló tényező. A külföldi működő tőke maradását illetve további beáramlását gátolta, hogy a magyar gazdaság nem eléggé befektetésbarát. Az idegenellenes közhangulat, a jelentős erőket megmozgató közbeszerzési pályázatok hiánya meghatározóak voltak a döntésekben. Pedig a külföldi működő tőke jelentős előnyöket hozhat a fogadó ország gazdaságának: nemcsak a tőke értékéről van szó, hanem annak hozadékairól, nevezetesen a fejlettebb technológiák megtelepedéséről, a know-how átvételéről, a nemzetközi piacokhoz való könnyebb hozzáférhetőségről, a versenyben maradásról is. 2004 első félévében a megelőző időszakhoz képest a működő tőke beáramlása kapcsán 14%-os növekedés tapasztalható, de ebből korántsem lehet még következtetéseket levonni az év egészére vonatkozóan.

A közvetlen tőkebefektetések egyenlegének romlásában a *Magyarországról induló nagyvállalati tőkeexport fokozódása* is szerepet játszott (2004-ben már 164%-kal haladja meg a megelőző év hasonló időszakának adatát). A kelet-közép európai térség egyik nagy közvetlen külföldi befektetője Magyarország. A regionális vezető szerep megszerzése-megőrzése érdekében a magyar nagyvállalatoknak is meg kell erősíteniük pozícióikat, így a megfelelő tőkeellátottságú és innovációs képességű, a nemzetközi piacokon magát jól kiismerő cég hosszú távon is biztosíthatja saját fennmaradását, önállóságát. A tőkeexport a globalizálódó világgazdaságban az adott ország pozíciójának javulását eredményezheti. A külföldi leányvállalatok alapítása hozzájárulhat az árukivitel növekedéséhez, javíthatja a befektetők jövedelmezőségét, versenyképességét, ugyanakkor kockázatokkal is járhat. A fizetési mérlegre gyakorolt pozitív hatásként kiemelhető, hogy az áruexport nőhet, hosszabb távon emelkedhet a profit hazautalása, a tulajdonosi hitelek visszafizetése. Ha azonban stagnálnak vagy visszaesnek a Magyarországra irányuló közvetlen befektetések és eközben nő a tőkeexport, akkor egyre zsugorodik a gazdaság külső finanszírozása szempontjából fontos tőkeegyenleg, miközben a tőkeexporttól várt kedvező hatások is elmaradnak.

A Magyarországra beáramló külföldi működő tőke a külkereskedelmi hiányt egészen 2002-ig képes volt fedezni, 2003-ban azonban már 1,36%-kal elmarad a külkereskedelmi egyenleg GDP-hez mért arányához képest. A folyó fizetési mérleg vonatkozásában azonban a vizsgált időszakban csak 2001-ben teljesül a hiány fedezése, ezt követően egyre nagyobb mértékben nem képes a működő tőke a hiányt finanszírozni. Ebből is látszik, hogy a működőtőke-befektetések ösztönzésére átfogó koncepcióra van szükség, e nélkül ugyanis a külső hiányt a kockázatos portfólió-befektetések finanszírozzák. Amennyiben a folyó fizetési mérleg hiányát nem fedezi a külföldi működő tőke beáramlása, az ország külső eladósodottsága növekszik. A

bel- és külföld hitelforgalmában bekövetkezett változás a *magánszféra* (a monetáris intézetek és egyéb szektor (vállalkozás, lakosság) devizában történő *hitelfelvétele* erőteljes emelkedésének köszönhető. A magánszféra nettó külföldi adóssága 2000-ig igen dinamikus emelkedett, majd a tartalékok erőteljes bővülése miatt a szféra nettó adóssága 2001 és 2002-ben csökkent, majd 2003-ban ismételtén megugrott. A nagyságrendi változás elsősorban a monetáris intézményeknek (bankok) köszönhető. Az árfolyam erősödésének hatásaként a korábban felvett devizahitelek törlesztéséhez szükséges deviza megvásárlása kevesebbe kerül a gazdasági szereplők számára, az árfolyam további erősödése kedvez a devizában történő további eladósodásnak. 2004-ben azonban fékeződni látszik az eladósodás mértéke, az egyéb befektetések első félévi egyenlege kevesebb, mint fele a megelőző év hasonló időszaki értékének, a bankok túlsúlya azonban még most is jellemző.

JÖVŐBELI KILÁTÁSOK

A folyó fizetési mérleg finanszírozásának nehézségei, a háztartási szféra nettó hitelfeltevő pozíciója és a továbbra is igen instabil forintárfolyam, a piac szereplői által várt lassabban csökkenő költségvetői hiány mind abba az irányba hat, hogy a magyar növekedésre a globális fellendülés csak részben fejti ki jótékony hatását. 2004-ben jobbak a konjunktúrakilátások, a megszorító intézkedések nyomán csökkenhet a fizetési és az államháztartási mérleg hiánya, s várhatóan javul a gazdasági egyensúly. Az idén a kivitel és a behozatal egyaránt igen dinamikus, várhatóan körülbelül 11-11%-kal emelkedik. A fogyasztásnövekedés alig igényel többletimportot, a gépberuházások és az export bővülése jár majd gyorsan emelkedő behozattal. A kicsit gyengébb forint némileg fékezi az importkeresletet. A megélénkülő európai konjunktúra nyomán viszont az export növekedése tovább gyorsulhat. Elsősorban a fejlett technikát képviselő gépipari termékek kivitele emelkedik. A cserearányok talán kicsit javulnak (az olajár csökkenése miatt). Végül is a folyó fizetési mérleg hiánya euróban nagyjából stagnál, várhatóan 4,2 milliárd lesz, de a GDP-hez képest már csökken, 5,4% körül valószínűsíthető.

A fizetési mérleg elemeinek javítása Magyarországon csak másodlagos célként értelmezhető, hiszen az EMU csatlakozás országunk stratégiai célja. Véleményünk szerint a konvergencia kritériumok szűk keresztmetszete országunkra vetítetten az inflációs és költségvetési feltétel teljesítése. Éppen ezért hangsúlyos kérdés a fiskális és monetáris konszenzus megteremtése.

IRODALOMJEGYZÉK

MNB negyedéves jelentések: 2001/1-4, 2002/1-4, 2003/1-4, 2004/1-2
Cégvezetés 2002/ 1-12, 2003/1-12, 2004/1-6
MNB füzetek 2003-2004
www.mnb.hu
www.portfolio.hu
www.fn.hu
www.ksh.hu