



## DEVIZAPIAC

# Tánc a borotva élén

A válság kiéléződését követően egy évvel úgy festett, hogy nem a forint árfolyamának alakulása lesz a kulcskérdés a magyar gazdaság szempontjából, 2010 késő nyarára azonban kiderült: sokaknak okozhat még komoly fejtörést a hazai deviza.



**I**a irodalmi szempontból vizsgáljuk a hazai fizetőeszköz teljesítményét, akkor egy klasszikus keretes szerkezet tűnhet fel a gyakorlott irodalmár számára, amely, mint tudjuk, a dramaturgia egy fontos eszköze. Nos, a három alapvető műnem közül valóban leginkább a dráma kategóriájába sorolható a forint története, amely tragikus és komikus elemeket egyaránt tartalmaz, a háromfelvonásos tragikomédiában azonban sajnos inkább az előbbiek dominálnak.

### Félelem és megnyugvás

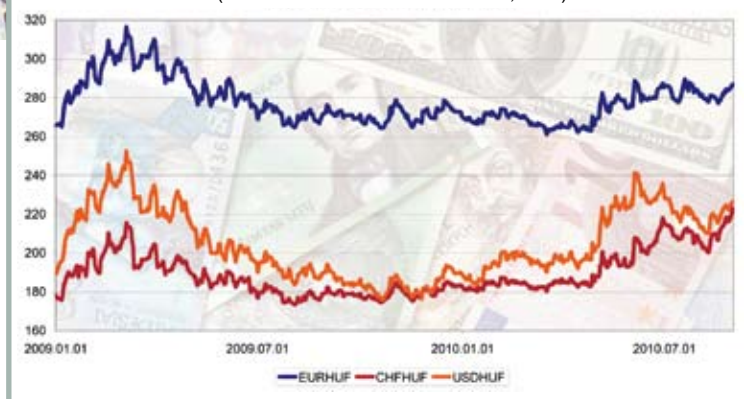
A 2008. őszi összeomlást, majd enyhé visszatartást (az év végi „mikulásralit”) követően 2009 első negyedévében világvége-hangulat lett úrrá

## EUR/USD: GIGÁSZOK HÁBORÚJA

A pénzügyi krízis soha nem látott mozgást hozott az euró-dollár piacán is. Első körben a 2008. júliusi 1,6-os szintről novemberben kétéves mélypontra, 1,25-re zuhant a jegyzés, majd decemberben visszapattant 1,47-ig, hogy aztán 2009. márciusban ismét a megelőző év októberi szinteken járjon. A világvége-hangulatot követően egy jó fél éves emelkedő szakasz jött, december elején 1,5 fölé ért el lokális csúcstát a görbe. Az újabb fordulatot ekkor azonban már nem a befektetői hangulat okozta, hanem egy, a ténylegesen a fundamentumokra ható tényező, nevezetesen az eurózóna gondjai.

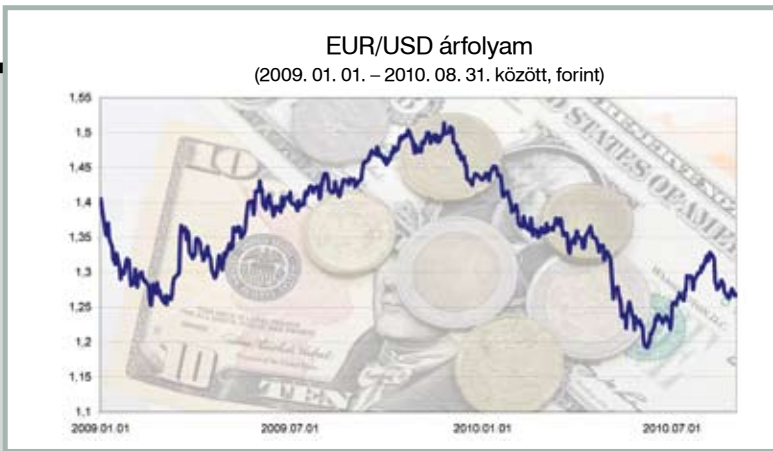
Nagyjából 2009 utolsó hónapjában fogták fel a gazdaság szereplői, hogy Görögországgal valami nagyon nincs rendben. Az első igazán aggasztó hírek 2010 januárjában érkeztek a déli országból, de az Európai Unió viszonylag sokáig semmilyen konkrét lépésre nem szánta el magát. Bár már 2010. márciusban kezdett körvonalazódni egy görög mentőcsomag terve, a pakettből a legnagyobb részt vállaló németek sokáig ellenálltak a tervezetnek, s igyekeztek szigorú feltételekhez kötni a segítséget. Az időhúzás eredménye az lett, hogy a végül 2010. május elején elfogadott görög mentőön önmagában nem volt elegendő a piacok megnyugtatóhoz, mivel ekkor már Spanyolország, Írország és Portugália miatt is aggódtak a befektetők, így egy héttel később egy nagyjából 1000 milliárd dolláros (750 milliárd eurós) cso-

Az euró, a dollár és svájci frank árfolyama (2009. 01. 01. – 2010. 08. 31. között, forint)



Forrás: Bloomberg, Equilor

a pénzpiacokon. A fő kérdés ekkor – nem teljesen komolytalanul – az volt, hogy vajon csődbe mehet-e az egész világ. Ez a mély pesszimizmus pedig természetesen a forint teljesítményére is rányomta a bélyegét. A magyar fizetőeszköz már-



Forrás: Bloomberg, Equilor

magot kellett összeállítani, amiből a közös pénz használó blokk bármely országa részesülhet. Nem sok idő kellett, hogy mindenki számára világos legyen: az intézkedéseknek köszönhetően egyetlen uniós állam sem fog csődbe menni. Ekkor – 2010. júliusában – már 1,2 alatt, bő négyéves mélypontra járt az EUR/USD, a jegyzés előbb megpihent, majd kisebb megszakításokkal lényegében folyamatosan erősödött, és szeptember elején 1,27–1,3 közötti sávban mozgott. A gyors irányváltások után nem meglepő, hogy az egyes elemzők igen eltérő prognózisokat adnak 2010 őszén az EUR/USD árfolyamra. Akad olyan szakértő, aki rövid távon (2010 végéig) az euró további erősödését várja, hosszabb távon azonban inkább a kurzus ereszkedésére számított, míg mások épp fordítva, egy rövid korrekciót követően további dollárgyengülést jósolnak.

## ÖNTÖTTÉK

**Az euró jegyzése 2010. június 3-án és 4-én is bő 10 forintot mozgott napon belül, aminek eredményeként a kurzus 273-ról 291-ig szaladt 48 óra alatt. Az első kérdés, amit a külföldi kollégák feltettek, hogy ki az a Kósa Lajos – emlékezett vissza a veszterhes napokra egy hazai devizakereskedő. Miután kiderült, hogy egy olyan ember beszélt államcsódról, aki akár még tisztában is lehet a költségvetés helyzetével, a külföldiek elkezdtek önteni a magyar eszközöket, és ennek lett az eredménye a több mint egy éve nem látott euróárfolyam.**

ciusra a frankhoz és az euróhoz képest soha nem látott szintre gyengült, míg a dollár jegyzése hétéves csúcsra ugrott. A mélypontot 2009. március 6-án érte el a forint, ekkor a közös európai pénzért 317, a zöldhasúért 252, míg az alpesi devizáért 217 forintot kellett fizetni.

Március elején azután fordult a kocka, szép lassan visszatért az optimizmus a piacokra, és a befektetők kezdték felfogni, hogy valószínűleg nem megy minden csődbe. Késő tavasszal, kora nyáron jött néhány kellemes meglepetést okozó gyorsjelentés, pár „vártnál jobb” makroadat – utóbbiak közül elsősorban az amerikai munkaerő-piaci statisztikára figyeltek nagyon az investorok –, és ez már elegendőnek bizonyult ahhoz, hogy a rettegés helyét a remény vegye át a piacon.

A kedvező hangulatra rátett még egy lapáttal a 2009. április 20-án felállt Bajnai-kormány kedvező megítélése is. A szisztematikusan végigvitt megszorítások, a hitelezők és a nemzetközi szervezetek által elvárt fiskális szigor tetszett a befektetőknek,

s – ahogy erről hírügynökségek kedvesen, azóta is minden hazánkról szóló írásukban megemlékeznek – a „2008 őszén a régiós országok közül elsőként IMF-mentőövre szoruló Magyarország” hirtelen a térség éltanulójává vált. Miközben az uniós országok többsége évek óta nem látott költségvetési hiánnyal zárta az évet, hazánknak sikerült leszorítania a deficitet, ráadásul a 2008. őszi események nyomán befagyott állampapírpiacon is felolvadtak, így 2009 végén Magyarország már képes volt a piacról refinanszírozni lejáráó hiteleit, nem volt szükségünk az IMF-től kapott pénzre. Az euró jegyzése július elejére 280 alá süllyedt, augusztus első napjaiban pedig már 265 környékén járt, s ezt követően 2010 májusáig ebben a 15 forintos sávban maradt a kurzus. A dollár árfolyama októberre 175 forintra ereszkedett, s szintén 2010 tavaszáig 200 forint alatt maradt, s nagyon hasonló utat járt be a svájci frank is (amire elsősorban a devizahitelek magas aránya miatt figyeltek jobban).

## Kommunikációs zavar

A nyugodt forintnapoknak a magyarországi parlamenti választások közeledte és a görög válság mélyülése vetett véget 2010 tavaszán. Az európai adósságválság ráébresztette a befektetőket, hogy hiába próbálták elhitetni magukkal, a gazdasági krízisnek még koránt sincs vége, sőt akár tovább is tarthat, mint azt előzetesen remélték. A W recessziótól és az elhúzódó kilábalástól való félelem ismét a biztonságos eszközök felé fordította az investorok figyelmét, ez pedig, ahogy lenni szokott, nem igazán tett jót a forintnak, amely ismét gyengülni kezdett a vezető devizákhoz képest. A forint piacán 2010. június 3-án szakadt el a cérna, miután Kósa Lajos, a Fidesz ügyvezető elnöke

## HIÁNYBETEGSÉGEK

A választások előtt a befektetők még nem igazán foglalkoztak a tervezett duplájára rúgó deficittel riogató és költségvetési csontvázakat emlegető „kampányszlogenekkel”, a kormányváltást követően azonban ténylegesen kulcskérdéssé vált a magyar hiány, illetve a költségvetés tényleges helyzete. Az új kabinet riogató nyilatkozatai jórészt a választópolgároknak szánt üzenetek voltak, amelyekkel általában nem foglalkoznak a befektetők, az akkori feszült helyzetben azonban túl nagy figyelem irányult Magyarországra, és ez lett a veszünk – idézte fel a 2010. májusi–júniusi eseményeket egy szakember. Persze elképzelhető, hogy az új kormány emellett próbált magának az elődöktől örökölnél nagyobb fiskális mozgásteret kiharcolni a nemzetközi szervezeteknél, azonban miután ez a törekvés hamar kudarcba fulladt, csak a „szokásos politikai kommunikáció” maradt, mint (elfogadható?) magyarázat.



arról beszélt, hogy a költségvetési hiányszámokat megismerve már az államcsőd kivédése a cél, továbbá hogy Magyarországnak szűk esélye van arra, hogy elkerülje Görögország helyzetét. A Fidesz alelnökének szavait másnap Szijjártó Péter, Orbán Viktor miniszterelnök szóvivője is megerősítette, ez pedig végképp betette a kaput.

A magyar fizetőeszköz vesszőfutása azonban itt még nem ért véget. Néhány hétnyi lassú erősödés után a Nemzetközi Valutaalappal folytatott tárgyalások július közepi megszakítása volt a következő pofon a forintnak. A hazai hitelkeret felülvizsgálata miatt érkező IMF-küldöttség július 17-én szombaton idő előtt, megegyezés nélkül távozott hazánkba, aminek hatására hétfőn az EUR/HUF kurzus 7 forintos gappal nyitott (a pénteki 282-es zárás után 289 környékén kezdte az új hetet a forint az euróval szemben).

Ezt követően egyértelműen az IMF-téma lett a befektetők vesszőparipája. A kormányzat többször jelezte a következő hetekben, hogy nem a valutaalappal, hanem az Európai Unióval tárgyalnának a jövőben a fiskális kérdésekről, az investorok többségének azonban nem tetszett, hogy Magyarország lemond a számukra is biztonságot jelentő védőhálóról, amit az IMF készenléti hitelkerete nyújtana. Nem csoda, hogy 2010. augusztus végén ismét ez a téma adta az alapot a magyar fizetőeszköz újabb „megrángatásához”.

## Mit várhatunk?

A külföldi bankházak 2010 augusztusában már folyamatosan ostorozták elemzéseikben hazánkat, illetve a kormányzatot, az állandó kommunikációs hibák, a befektetői bizalom figyelmen kívül hagyása és az IMF-vel való szakítás miatt. A nyár végére az összes külföldi devizakereskedő árgus szemekkel figyelt minden magyarországi politikusi megnyilvánulást, így minden nyilatkozat, ami megjelent a hírekben – lényegében függetlenül annak tartalmától –, legalább 30-40 filléres elmozdulást eredményezett az euró elmozdulásában – emlékezett vissza egy hazai szakember.

## NEM ÚGY GONDOLTUK

**2010. augusztus végén a forint újabb megingását a Matolcsy György vezette Nemzetgazdasági Minisztérium és a Bloomberg hírügynökség közötti félreértés indította. A Bloomberg a miniszternek feltett kérdésekre kapott válaszokat úgy értelmezte, hogy ősszel újrakezdődhetnek az IMF-tárgyalások. A szaktárca ugyanakkor nem egészen így gondolta, és ennek megfelelően másnap határozottan cáfolták az új megállapodásról szóló jelentéseket. Az eredmény: két nap alatt kilencforintos ugrás volt az euró árfolyamában.**

Szakértők szerint a kommunikációs hibák, illetve az IMF-vel való szakítás miatt az euró árfolyama 2010 őszére nagyjából 10-15 forintra magasabb sávba került a tavaszi szintekhez képest, és a hónapok óta az irányt kereső befektetői hangulat mellett sokkal nehezebben mozgott lefelé, mint fölfelé. A 2008. végi, 2009. elejei időszakhoz hasonlóan az lett jellemző, hogy a rossz hírekre a forint sokkal érzékenyebben reagált, mint mondjuk a korona vagy a zloty. Ettől függetlenül az elemzők többsége arra számított, hogy közép-távon inkább erősödhet a magyar fizetőeszköz, és az euró jegyzése 2010 végére az ősz eleji szintnél 8-10 forintra csúszhat lejjebb, azaz a 275-280 közötti sávba kerülhet. A hazai deviza erősödésének legfontosabb feltétele, hogy az Európai Unióban normalizálódjon a helyzet, és ne legyen probléma a közös európai pénzzel, az euró megroppanása ugyanis a forint számára is végzetes lenne.

## Néhány euróárfolyam prognózisa

(2010 végén és 2011 harmadik negyedéve, forint)		
	2010	2011
Goldman Sachs	285	285*
Barclays	280	285
UniCredit	270	270
Danske Bank	285	285
Citigroup	280	280

\* 2011 végén. Forrás: Ecoline-gyűjtés

## SZÉTSZAKADÓ RÉGIÓ

A válság kirobbanását követően általánossá vált, hogy a forint valós teljesítményét a régiós devizákhoz viszonyítva állapították meg. A magyar fizetőeszköz – ha általában nagyobb ugrásokkal is, de – rendre együtt mozgott a zlotyval és a koronával 2008 októberét követően, és abból lehetett következtetni arra, hogy a forintkurzust tényleg valami magyarspecifikus hír mozgatja, hogy a hazai deviza néhány napra elszakadt a „testvérektől”. 2010 tavaszán a már korábban is felülteljesítő korona azután végleg levált a forintról és a zlotyról, és miközben ez utóbbi kettő gyengült az euróhoz képest, a cseh fizetőeszköz folyamatosan erősödött. Az EUR/CZK 2010 őszén 24,6 környékén járt, ami már csak 3-4 százalékkal magasabb a válság kiéleződését megelőző hónapokra jellemző árfolyamnál.

Az euró/zloty kurzus a forinthez hasonlóan a 2009 és 2010 tavasza közti ereszkedést követően emelkedni kezdett, igaz, az EUR/HUF-fal ellentétben 2010 szeptemberére már csak 3-4 százalékkal volt az április szint felett (persze a válság előtt mértéknél még mindig majd 20 százalékkal jártunk magasabban). A forint a krízis kezdete és 2010 szeptembere között nagyjából 18 százalékkal gyengült az euróhoz képest, az utolsó néhány hónapban azonban masszívan alulteljesített: 2010 április eleje és augusztus vége között majd 10 százalékkal drágult a közös európai pénz.



Egy ideig a svájci döntéshozók attól tartottak, hogy az erős frank az alpesi ország gazdaságának is gondokat okozhat, 2010 nyarára azonban kiderült, hogy a helyi deviza szárnyalása semmilyen fennakadást nem okoz Svájcban. Az év elején a piacon folyamatosan arról pletykáltak, hogy a deflációtól és a lassú kilábalástól tartó Svájci Nemzeti Bank (SNB) intervencióval próbálja gyengíteni a frankot, azaz (általában frissen nyomott) frankot ad el, és egyéb devizát (általában eurót) vásárol. (Egyes hírek szerint a jegybank csak 2010 májusában 80 milliárd frankot nyomtatott és dobott a piacra, ami a magyar GDP közel 80 százaléka.) A híreszteléseket az SNB által közölt adatok is alátámasztották: a központi banknak 2010 második negyedévében a devizapiaci műveletek 10 milliárd frankos veszteséget okoztak, a devizatartalék pedig május végéig folyamatosan nőtt. (Az ötödik hónapban soha nem látott mértékű bővülést regisztráltak: a 2010. áprilisi 153 milliárdnyit követően 230 milliárd frankra emelkedett az SNB által birtokolt devizamennyiség.)

Kora nyáron azonban hirtelen fordulatot vett az SNB politikája. A svájci infláció már 2010 márciusában másfél éves csúcsra (év/év alapon 1,4 százalékra) ugrott, és miután a következő hónapokban is 1 százalék fölött maradt, május–júniusra eldőlt, hogy nem kell deflációt tartani az alpesi országban. Ráadásul – annak ellenére, hogy az erős frank kifejezetten rosszat tesz az exportnak – a svájci gazdaság felülteljesítő volt a többi fejlett országhoz képest: 2010 második negyedévében a GDP 3,4 százalékkal haladta meg az egy esztendővel korábbit, így ekkorra már semmi nem indokolta a jegybanki devizapiaci akciókat. Az SNB 2010. június végén be is jelentette, hogy kivonul a piacról, s bár az azt követő hónapokban – a rekorderős frankot látva – többször pedzegették, hogy esetleg újabb intervenciók jöhetnek, szakértők szerint komoly akciókra nem lehet számítani, hiszen amellet, hogy a makromutatók továbbra sem indokolják ezt, a korábbi tapasztalatok alapján az intervenció hatékonysága is megkérdőjelezhető.



hitelportfóliója folyamatosan romlik, a lakosság elköltethető jövedelme csökken, ezek a folyamatok pedig már a teljes magyar gazdaság szempontjából rémisztőnek minősíthetők.

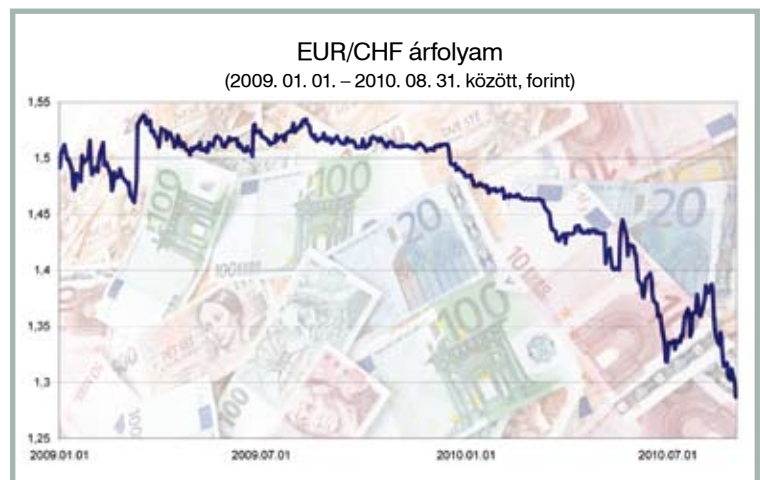
A fő gondot az jelenti, hogy az alpesi deviza erősödésének okai nem a magyar gazdaság teljesítményében keresendők, ennek megfelelően itthonról vajmi keveset lehet tenni a frank szárnyalásának megállítására érdekében. A svájci fizetőeszköz talán a legfontosabb menekülődeviza a világban, így a kockázatkerülés felélése ismét megdobta a kereslet iránta.

A tendenciákat jól mutatja, hogy a frank az euróhoz képest is soha nem látott szintre erősödött, míg az USD/CHF a paritást közelítette 2010 augusztusának végén. Ráadásul szakértők szerint egyelőre semmi nem állíthatja meg a folyamatot: a jegybanki intervenciók teljesen eredménytelenek, a magyarországi kamatemelés pedig jobb esetben is csak időlegesen kezelné a helyzetet. Az egyetlen megoldást az jelentené, ha az európai

## 220 felett

Bár az ország gazdasága szempontjából elsősorban az euró árfolyama kellene hogy fontos legyen, hiszen hazánk legnagyobb kereskedelmi partnere az EU, 2010 nyarán mégsem a közös európai pénz, hanem a svájci frank került a fókuszba. Ennek oka, hogy a durván 10 ezermilliárd forintnyi magyarországi devizahitel nagy része frankban nominált, így az alpesi fizetőeszköz árfolyamának alakulása több százezer háztartást és rengeteg vállalkozást foglalkoztat.

A CHF/HUF kurzus 2010. augusztus utolsó napjaiban történelmi csúcsra emelkedett, átlépeve a 2008. márciusi szinteket, sőt augusztus 30-án a 220-as ellenállás is megtört, 2010. szeptember 8-án pedig már 226 felett járt a jegyzés. Mivel a frankalapú hitelek jelentős részét 150 körüli árfolyamnál vették fel az adósok, mindez azt jelenti, hogy csak a frank erősödése másfélszeresére növelte a tőketartozást, és így az esetek nagy részében a törlesztőrészteteket is, ezt pedig sok devizahiteles már nem tudja fizetni. A bankok



Forrás: Bloomberg, Equilor

gazdaság magára talál, és az Európai Központi Bank kamatot emelne, mivel azonban a svájci gazdaság messze felülteljesít az Európai Unióhoz képest, valószínűbb, hogy az alpesi országban előbb indul meg a monetáris szigorítás.

■ JANDÓ ZOLTÁN