

A forint külső vagy belső leértékelése – nincs harmadik út

Szegő Szilvia–Giday András



A cikk célja az, hogy egybevesse a forint belső, illetve külső leértékelésének hatásait, következményeit.¹ A belföldi jövedelmek csökkentését okozó államháztartási kiigazító intézkedések lényegében a forint belső leértékelését jelentik. Vagyis jövedelmünk kevesebbet ér, mint korábban (az adóterhek növekedése, az egészségügyi kiadások és nyugdíjkiadások csökkentése stb. következtében). A forint külső leértékelése ezt a hatást egy áttételes rendszeren keresztül váltja ki, miközben áttételek nélkül hozza kedvezőbb helyzetbe a hazai termelőt a külföldivel szemben. Ezzel csökkenti a két forintérték különbözetére játszó spekulációt és annak romboló hatását a forintra. Cikkünkben bemutatjuk a kétféle leértékelést, minek során összehasonlító elemzést végzünk, egybevetve az érintett szereplőkre gyakorolt hatásokat. Ez a módszer alkalmas arra, hogy feltárjuk a kétfajta eljáráshoz fűződő eltérő érdekeket.

Kiinduló megfontolásunk: A forint értékét nem csupán a belső infláció, hanem az árfolyamok is meghatározzák.² Ebből következik: jövedelmünk nemcsak az inflációtól függ, hanem attól is, hogyan alakul a forint árfolyama. A tartós és növekvő külső eladósodás egyértelműen azt jelzi, hogy forintunkat és jövedelmeinket belföldön – az eladósodottságunkhoz képest – túlértékeljük. Ennek következtében jövedel-

SZEGŐ SZILVIA, a Szegedi Tudományegyetem Doktori Iskola oktatója (.....),
GIDAY ANDRÁS, a közgazdaság-tudományok kandidátusa, tudományos kutató,
Állami Számvevőszék (andras.giday@gmail.com).

meink is – természetesen „csupán” az eladósodottsághoz képest – túl-méretezettek lettek. Ráadásul a forint mesterségesen (magas kamatokkal) felemelt értéke a belső fogyasztást és a devizában történő eladósodást ösztönözte, és nem fékezte azokat – ami pedig éppenséggel szükséges lett volna.

Míg a külföld beárazta a forint értékének bizonytalanságát, ez a hazai gazdaság és annak jövedelemtulajdonosai felé nem történt meg. Éppen ellenkezőleg: a forint értékét csak a hazai inflációval mértük, és ügyet sem vetettünk a rohamos ütemben növekvő külső eladósodásra és az ebből eredő forintérték-kockázatra. Még világosabban: a megkövetelt magas kockázati kamatokkal a külföld mintegy „leértékelte” a forintot. Pénzünk ezért kvázi kettős árfolyamra tett szert. Ennek előnyeit élvezhettük – átmenetileg – az olcsó importtal és olcsó devizahittel. Aminek ára nemzeti és magánvagyonunk jelentős elzálajosítása lett (hiszen az adósság mögött ott van az adósságra feltett vagyon) és a szükségszerűen bekövetkező jelentős jövedelembizonytalanság. De a kvázi kettős árfolyamot, a forint belfölditől eltérő külföldi értékelését leginkább a külföld élvezi. *A hazánkban (is) gazdálkodó külföldet a forint értékének kettős mércéje nem zavarta, sőt hasznát húzta belőle, több úton is.* A forint értékének (neki a forint árfolyamának) bizonytalansága és ezzel kapcsolatos kiugró árfolyamváltozásai a pénzügyi világ „csemegéje”: a spekuláció táptalaja. Az adósságcsapdába került ügyfelekkel szemben a hitellező meghatározó pozícióban van, kockázatát hárító technikái – mint ahogy ezzel a devizahitelek hazánkban keményen szembesültek – meglehetősen hatékonyak. Ami talán még az eddig említettnél is kedvezőbb a külföld számára: *a felértékelt forint elősegítette a külföld piacszerzési törekvéseit hazánkban, hiszen neki kedvező árfolyammal jelentős árverseny előnyt élvezett a hazai termelőkkel szemben.* A magas kamatok miatti többletköltséggel sújtott hazai versenyzőnek neki kedvezőtlen árfolyamokkal is számolnia kellett. A külföldi szereplő könnyen lenyomhatta vele szemben az árait, hiszen élvezhette a neki olcsó forintot.

Mi következik ebből? Először is: a múltat be kell vallani. A külső adósságállományunk rendszerváltás utáni megötszöröződése és az ország aktív lakosságának jövedelmével egyenlő adósságszolgálat a napnál is világosabban mutatja: sürgős pályamódosításra van szükség.³ Az elmúlt 20 év adósságpályáját át kell rendezni, és a forint értékét a külgazdasági egyensúlyi követelményekhez is hozzá kell igazítani. A túlértékelt forint-

tal elfojtott inflációval szemben más eszközök kidolgozására van szükség, hogy az árfolyamban történő jelentős kiigazítás ne okozzon az elkerülhetetlennél is nagyobb spekulációs áremeléseket (lásd a kereskedelem sok termék esetében azonnal beárazta a forint leértékelődését, és annak visszarendeződése után is fenntartotta a megemelt árakat).

A KÜLSŐ, ILLETVE A BELSŐ LEÉRTÉKELÉS HATÁSAI

A belső leértékelést mint fogalmat az 2008-as pénzügyi válság után kezdte használni a közgazdasági irodalom.⁴ Igaz, ilyen intézkedésekre korábban is került sor egy-két országban. Példaként akár a Bokros-csomag belföldi intézkedéseinek az együttesét is említhetjük.

Mint ismeretes, belső leértékelésről beszélünk, amikor a belgazdaságban az adott valuta országon belüli vásárlóértékét csökkentik, adóemelésekkel, kiadások csökkentésével, a szabályozás szigorításával. Ezek eredményeként az egyes gazdasági szereplők csak több erőfeszítéssel

tudják megszerezni a korábbi erőforrásaikat. A másik oldalról nézve ugyanakkor a szűkülő belső értékesítési lehetőségek miatt növekszik a kivitel. Emiatt a korábbinál (relatív) többet ér a külföldön megszerzett deviza. De ez fordítva is igaz: Mivel alacsonyabb áron is hajlandók eladni

... a szűkülő belső értékesítési lehetőségek miatt növekszik a kivitel.

ni a belföldi szereplők a portékáikat a belső piacon, ezért kiszorul az import egy része. Helyette hazait vesznek.

A külső leértékelés esetén ezzel szemben a valuta árfolyamát változtatják. Emiatt ugyanaz a devizaegység többet ér, mint korábban – ami előnyös a kivitelnek. Ezzel szemben az addigi importőr kevesebb devizát vihet haza a gyengülő valuta miatt.

A két módszer között nincs éles ellentét, mi több, feltételezik is egymást bizonyos fokig. A külső leértékelés például a tőle elvárt hatásokat akkor hozza, ha az egyensúlyjavítás jelentős hányadát a belső kereslet szűkítésével éri el. Ekkor ugyanis a gyengülő deviza költségeit nem lehet teljes mértékben beszámítani az árakba (jelentős inflációt okozva).⁵

Ezért valójában a fő kérdés az, hogy a két módszer milyen keverékének, milyen „mix”-ének az alkalmazása célszerű az adott helyzetben, egy

adott országban.

Fontos megvizsgálni azt, hogy az egyes rétegeket miként érin (heti) a külső vagy a belső leértékelődés, ezért a vélt vagy valós érdekeik szerint melyik szimpatikusabb számukra. Az alábbi táblázat azt veszi számításba, hogy a két hatás közül melyik a legmarkánsabb hatás az adott réteg, csoport számára. Az érdek mögött sok esetben az húzódik, hogy az adott csoport érdekérvényesítő ereje milyen erős.

1. táblázat: A külső és a belső leértékelés hatása az egyes szereplőkre

	Külső leértékelés (infláció)	Belső leértékelés (infláció)
Átlag feletti keresetűek	Kedvezőtlen a magas import-fogyasztásuk miatt (de az inflációval szemben jobban tudnak védekezni)	Kedvező, jók a munkavállalási pozícióik
Átlag alatti keresetűek	Kedvező a foglalkoztatottság tekintetében, kedvezőtlen az infláció tekintetében	Kedvezőtlenebb a foglalkoztatottság miatt
Nyugdíjasok	Viszonylag semleges, vagy nem teljes körű a hatás	kedvezőtlen
Egyéb járadékosok		kedvezőtlen
Bankok	kedvezőtlen	Csökken a bankok hitelezése
Termelőcégek	kedvező	Hazai piacra termelőknek kedvezőtlen
Multi tulajdonú szolgáltató cégek	kedvezőtlen	Semleges
Forintkötvények külföldi tulajdonosai	kedvezőtlen	Semleges
CHF jelzáloghiteladósok	kedvezőtlen	

A nyugdíjasok az inflációs kiigazítás rendszere miatt bizonyos mértékig védettek a nyílt leértékelés hatásaival szemben. Így a gyengülő forint hatása – nem könnyen, de valamelyest – semlegesíthető számukra. Ugyanakkor a belső leértékeléssel együtt járó egyedi kiigazító intézkedések miatt számíthatnak arra, hogy a megszigorítások számukra kedvező

zótlen lépéseket is tartogatnak. Ebben a tekintetben az egyéb járadékosok helyzete hasonlít a nyugdíjasokéhoz. De az indexálás miatti védelmük gyengébb a nyugdíjasokénál.

A középrétegek, a fizikai dolgozók számára a külső leértékelés esetén megélénkülő termelés új munkahelyeket teremthet, továbbá olyan munkaadókat, akik kevésbé elutasítóak a béremelési igényeikkel szemben. A foglalkoztatási kilátásaik – külső leértékelés hatására tehát – javulnak. Az infláció azonban az így szerzett jövedelemtöbbletet részben megsemmisíti. A foglalkoztatottságra gyakorolt hatást tartjuk erősebbnek. A kedvező és kedvezőtlen hatások rétegenkénti, ágazatonkénti⁶ eloszlásának különbségei miatt a végső hatásokban jelentős eltérések lehetnek.

A magasabb keresetű rétegek számára azért kedvezőtlen első megközelítésben a külső leértékelés, mert luxusfogyasztásuk jelentős mértékben külső termékekre, szolgáltatásokra irányul. Ezek ára pedig emelkedik: drágábbá válik a külföldi utazás, az autóvásárlás, az importtermékek megvásárlása. A belső leértékelés kedvezőtlen hatásainak kivédésében is jelentős erőket tudnak felvonultatni: erősebb érdekvédekező képességeik folytán kevésbé kell tartaniuk attól, hogy a megszorító intézkedések hátrányosan érintik őket. Még az esetleges lakásárcsökkenés is mérsékeltebb lehet számukra, hiszen a lakások tömeges eladásával az alacsonyabb nivójú helyen lakók fognak védekezni az újabb megszorítások miatti visszaesés ellen, ami ezen lakástípusok árát nyomja le inkább, kevésbé következik ez be a magasabb jövedelműeknél, mert ők tömegesen nem kerülnek lakáseladási kényszerbe.

A svájci frankban eladósodottak számára egyértelműen kedvezőtlen a forint további gyengülése. A forintadóssággal rendelkezők számára ezzel szemben a külső leértékelés a kedvezőbb. Számíthatnak ugyanis arra, hogy az árak emelkedését követően előbb-utóbb a bevételeik is nőnek. Továbbá a forint hitelkamatok még csökkenhetnek is számukra (mivel épp a mai túl magas forintkamatok csökkentése lehet a külső leértékelés fő eszköze). A bankok a mai magas kamatszint mellett a kamatrésüket könnyen magas szinten tudják tartani – ez viszont nehezebb lenne kamatcsökkentésre alapozott leértékelés esetén. A devizaadósaik helyzetének megingása pedig a kétes hitelek állományát duzzasztaná. Ezek miatt a bankok elutasítóak a külső leértékeléssel szemben.⁷

A termelőcégek nagyobb hányada külső piacon is mozog. Gyengébb forint esetén több lenne a kivitelük forintértéke. Ez még akkor is javulást

hoz számukra, ha a bevétel felét-kétharmadát is importcikkre költik.

A szolgáltatási szektorbeli cégek általában az adott helyen élvezett monopolpozíciók alapján áraznak. Az így megszerzett forint kevesebb devizát ér leértékelés után, ezért ez számukra kedvezőtlen. Külön kiemelendő a kereskedelem helyzete. A külföldi tulajdonú kereskedelmi cégek nagy hányadban a globalizált kapcsolataikon keresztül beszerzett portékákat árulják, így a forint gyengülése esetén a hazai termelő versenyképessége javulna velük szemben.

A forintkötvények külföldi tulajdonosai számára a külső leértékelés kedvezőtlen.

Az alábbi táblában az egyes alternatívák legmarkánsabb makrogazdasági hatásait mutatjuk be vázlatosan.

2. táblázat: A külső és a belső leértékelés makrogazdasági hatásai

	Gyengébb forint (külső leértékelés)	Belső leértékelés: kiadáscsökkentés	Belső leértékelés: adóemelés
Inflációs hatás	Növeli	Mérsékli	Növeli
Növekedési hatás	Exporton, importhe- lyettesítésen keresztül pozitív	Negatív, a belső- kereslet szűkülése miatt	Negatív, a belső- kereslet szűkülése miatt
Állami bevételek	Növeli	Mérsékli	Növeli az adósságte- her relatív nagyságát
Állami kiadások	Devizakamat kiadások nőnek	Csökkennek	
Állami eladó- sodottság	Először növeli, később csökkenti		Csökken
Foglalkoztatás	Javul	Romlik	Romlik
Devizaadósok kompenzációs igénye	Erősen nő		Kismértékben nő
Folyó fizetési mérleg	Erőteljesen javul (ha az inflációs hatás fékezett)	Kisebb mértékben javul	Akár romolhat is

Mivel a 2006. év óta többször alkalmazott kiigazítási lépéssorozatok hatásait (a GDP-re, államháztartásra stb.) a szakma viszonylag széles körben vitatgatta, ezért csak a leértékelés hatását tekintjük át. Ebben a tekintetben ugyanis a szakma kifejezetten felszínes maradt. Vagy pusztán „az infláció miatt a leértékelés pozitív hatásai 6–10 hónap alatt eltűnnek” tantételt emlegették, vagy a vágató infláció és a tőkekivonás rémképével riogattak.⁸

Az infláció, 20–25 Ft/eurós leértékelődés esetén becsülhetően 2 százalékponttal emelkedne. A leértékeléssel kialakuló árfolyamérték

Az infláció, 20–25 Ft/eurós leértékelődés esetén becsülhetően 2 százalékponttal emelkedne.

stabilitását azt követően valóban komolyan kellene venni. Erősen szabályozni kellene az árak, bérek nyugdíjak, segélyek, adók emelkedését, nehogy azok erodálják a forintgyengülés hatását. Amennyiben 20–25 Ft/eurós gyengülésének a hatása tartósab-

ban megmaradna, az feltételezhetően egyfelől 1 százalékkal is emelheti a GDP szintjét. Másfelől akár fél százalékot hozhat az, hogy az egyszámjegyű hitelkamatok visszatértével megelőzhető a vállalati szféra hiteleinek a további zsugorodása és a lakáspiacok lefagyása. Ráadásul a fizetési mérleg (az IMF joggal legkedveltebb egyensúlyi mutatója) is jelentősen javulhatna.

A nagyobb GDP több állami adó- és járulékbevételt jelent, éves szinten 20–25 Ft/eurós leértékelődés esetén becsülhetően közel 200 Mrd Ft-ot. Az állam által fizetendő kamatok összességében csökkenhetnek. A devizakamatok megfizetéséhez ugyan több adóforintra lenne szükség a gyengébb forint miatt, de ennél nagyobb megtakarítás adódna a forintkamatoknál. *A lejáró forint kötvényeknek az új kibocsátású forint értékpapírokra* való lecserélődésével ez a hatás egyre erősödne, és a negyedik-ötödik évben már 100 Mrd Ft-ot meghaladó egyenlegjavulást adhatna évente a kamatoknál.

Az államadósság GDP-arányos szintje átmenetileg emelkedne (körülbelül egy százalékponttal), de a harmadik évtől már csökkenés következne. A mutató nevezőjében található adósság devizahányadának az értéke emelkedne a gyengébb forint eredményeképp. A másik oldalon ugyanakkor, a mutató nevezőjében szereplő GDP nominális értéke is közel hasonló mértékben emelkedne (a magasabb reál-GDP és az inflá-

ció miatt). Ezen túl jelentkezne a deficit csökkenése, amely miatt az adósság értéke akár csökkenhetne is 2–3 éves távlatban.

A foglalkoztatottság akár több tízezer fővel is javulhatna a leértékelés esetén megélénkülő gazdaság mellett.

A forint fenti „leértékelődésére” vállalkozni csak akkor szabad, ha ennek a devizahitelesekre gyakorolt hatását kompenzálják. A deviza jelzáloghitelek adósságszolgálatára mintegy 40–50 Mrd Ft-tal emelkedne. Erre lenne állami fedezet az eleinte közel 200, pár év múlva pedig közel 300 Mrd Ft-os éves egyenlegjavulás révén. A kompenzáció technikáját nem nehéz kialakítani, csak a most gyűjtőszámlára kerülő (és később fizetendő) tehernek a jelen leértékelődés miatti hatását kellene megtéríteni az adósok részére, mégpedig még az adott évben.

MEKKORA LEHET A REÁLIS, A BELSŐ GAZDASÁGOT
ÉS NEM A KÜLFÖLDET TÁMOGATÓ FORINTÁRFOLYAM?¹⁰

A válság bekövetkeztéig a közemberek, de a szakma is kőbe vésettnek hitte, hogy 250 forint 1 eurót ér. Ma már lejjebb adjuk: jó lenne nekünk a 280 forintos árfolyam is. Ha pedig pénzünk értéke 310 forintos árfolyamra csökken, akkor már úgy gondoljuk, ez már a vég. Holott elgondolkodtató, hogy a forintárfolyam sávközepe 282 forint volt 2008-ig, amíg működött az árfolyam sávközepének megállapítása. Ez azt jelentette, hogy a forint akár 324 forintra is leértékelődhetett volna, az MNB beavatkozási kötelezettsége csak az ennél is gyengébb forintra szólt!

2003 óta a forint inflációja 2011 végéig több mint 50 százalék volt. Ha a 2003-as árfolyamot ehhez igazítanánk (figyelembe véve a partnerországok jóval alacsonyabb inflációját is), akkor 1 euró mintegy 300 forint lenne. Kérdés tehát: melyik forintárfolyamhoz „ragaszkodjunk”? Nagy a nyomás arra nézve, hogy a forint, ha nem is megy vissza a válság előtti értékre, de ne sokkal afölött legyen.

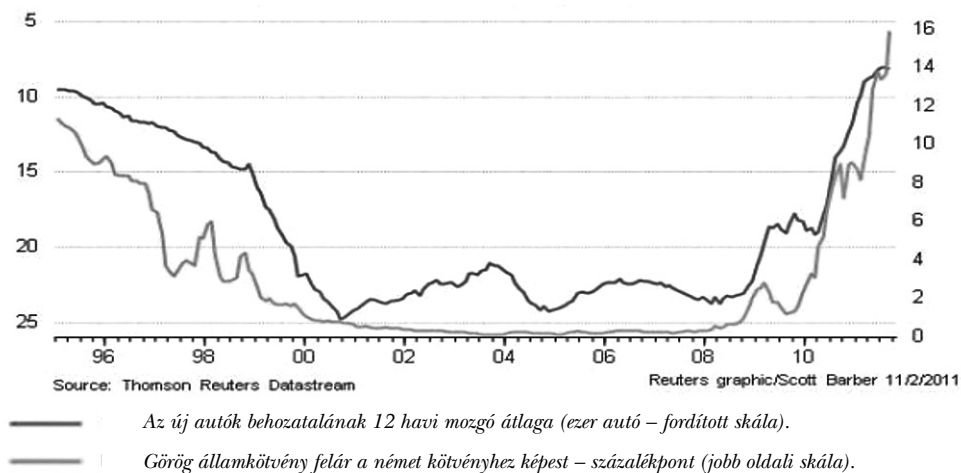
Egy bizonyos: ha az árfolyam mozog, nem csupán az állam költségvetését kell újraírni, hanem a családok költségvetését is. A baj az, hogy erről a média és a szakma is elfeledkezett az elmúlt időben. Nagy zajjal kritizálta a szakma a 2012-es költségvetést, mert azt nem a nagyobb valószínűséggel várható árfolyamon számolták ki. De teljes csend övezte azt, hogy a szakma által valószínűsített forintleértékelés nem csupán az állam költségvetését, hanem a családok költségvetését is megnyirbálja.

Még hozzá nem csupán a devizahitelekét. A devizahitelek helyzetében csak jobban látszik az, hogy költségeink közvetlen kapcsolatban vannak a forint értékével. A forintárfolyam-kapcsolatot jobban láthatjuk a benzin árában, az energiaárakban, de ma már a tej és egyéb alapvető élelmiszerek ugráló árában is. Fogyasztásunk már jelentős részben importfüggővé vált. Igaz, nagyrészt azért, mert élveztük, hogy forintunk nagyon (túlzottan!) erős, azaz olcsóbb külföldről megvásárolni a tejet, a húst, mint itthon megtermelni azt. Még egyszerűbben: olcsóbb vásárolni, mint termelni. *Tehát nem csupán az állami költségvetést, hanem a családi költségvetéseket is állandóan újra kell terveznünk az árfolyamok alakulásától függően!* Lépünk távolabbra, talán akkor jobban rálátunk saját helyzetünkre!

ELKERÜLHETJÜK-E A GÖRÖG CSAPDÁT?

A görög csapda lényege az, hogy a görög gazdaság erejéhez képest túl erős euró bevezetése éppen azzal a következménnyel járt, amit korábban írtunk: olcsóbb lett vásárolni, mint termelni. Olcsóbbá vált Németországból importálni, mint otthon termelni. Ennek következménye lett az is, hogy a hazai gazdaság háttéré nélkül a görög költségvetés is eladósodott. Ezt mutatjuk be a következő grafikonnal, ami egybeveti a görögök által Németországból vásárolt új autók számát az államkötvényekbe vetett bizalom alakulásával az Európai Monetáris Unió megalakulása után. Ha nem termelnek, de vásárolnak, az előbb-utóbb nemcsak a magángazdaság, hanem az állam eladósodásához is vezet. (Az ábra az állam eladósodottságát az állam által felvehető kölcsönök drágulásával jellemzi.) Az ábra világosan mutatja, hogy az Európai Monetáris Unió létrejötte (1996-tól) és a közös pénz technikai bevezetése jelentős autóimporthoz vezetett. A görög állam eladósodását nagyvonalúan finanszírozták (például éppen az autóikat eladó németek) egészen addig, míg ez fenntarthatatlanná nem vált. Ez a folyamat a válsággal éles fordulatot vett. Az államadósság költsége pedig drasztikusan nőtt és természetesen drasztikusan csökkent a gépkocsiimport is.

1. ábra: A görög autóbehozatal és az államkötvények felárának alakulása



A MAGYAR CSAPDA: A TÚLÉRTÉKELT FORINTTAL OLCSÓBB LETT (ÉLELMISZERT) VÁSÁROLNI, MINT (ÉLELMISZERT) TERMELNI

Talán már közismert: élelmiszer-fogyasztásunknak csupán 7 százalékát importáltuk a rendszerváltáskor, jelenleg már közel a 40 százalékát. Ez azért történt, mert olcsóbb lett vásárolni, mint termelni. Miért is termeljünk drágán, ha olcsón hitelhez jutunk? Ennek azonban egyik súlyos következménye az lett, hogy míg korábban az élelmiszer-kivitellel szerzett devizából megvásárolhattuk a nekünk szükséges energiát, ez mára már egyáltalán nem igaz. Az energiát ma már – hazai devizafedezet nélkül – devizahitelből tudjuk csak vásárolni.

Úgy gondolhattuk, minden rendben: az energiát nem a drágán(?) megtermelt élelmiszerrel, hanem az olcsó(?) hitellel vásároljuk meg. És folytathatnánk a sort: a cukrot nem a drágán megtermelt hazai cukorrépából vásároljuk meg, hanem az olcsó(?) külföldi kínálatból. A hiteleinket nem a hazai (drága?) megtakarításból vettük fel (megtakarításainkat egyre inkább külföldre utaltuk), hanem az olcsó(?) külföldi forrásból. Az sem zavart minket, hogy történetesen – a londoni befektetők nagy ámulatára – a földgolyó legerősebb pénzájában adósodtunk el! A világ legerősebb pénzéhez képest a forint gyengülése még csak nem is kockázat, hanem bizonyosság volt!

A forintban alulértékelt devizával minden megszépült: az import ol-

csó volt, a hazai termelők kénytelenek voltak ahhoz igazodni (választhattak: minőséget ronthatnak – rontottak is; vagyonukat felélhették – fel is élték; beszállítóiknak nem vagy késve fizettek – rövid időn belül ez lett a „módi” stb.). A devizahitel erősítette a forintot, növelte a foglalkoztatottságot (hiszen sorra új lakások épültek) és jó növekedési mutatókat produkált (lásd „pannon puma” ábrándját).

Ki az, aki mindezen jóval szemben fel merne volna emelni a szavát? Nem sokan, mint ahogy még most is annak drukkolunk, hogy tovább erősödjön a forint, legalább 280 forintos euró árfolyamszintre! Ki az, aki azért aggódni mert, hogy túlértékelt árfolyam mellett visszaszorul a hazai élelmiszer-gazdaság? Hogy a magas kamattal védett erős forint recesszióba fojtja a gazdaságot, fékezi a foglalkoztatottságot? Az államháztartásban pedig ördögi kört hoz létre: minél jobban szűkül az állami bevétel az alacsony foglalkoztatottság miatt, annál nagyobb lesz az állami kiadási kényszer: szociális gondok, a nyugdíjak forrásának elapadása, a fiatalok foglalkoztatása helyett iskolapadban tartása stb.

Fel sem vetődik a kérdés, melyik árfolyam az, mely mellett a kamatláb nem kényszerül – nemzetközi összehasonlításban – hallatlan magaságokba emelkedni? Mindeddig inkább fordítva gondolkodtunk: melyik árfolyam az, amely – magas kamatlábak segédletével – az inflációt leszorítja, és ezzel – na meg az olcsó(?) devizahittel a lakosságot a monetáris politika sikeressége mellett felsorakoztatja?

JÖN AZ IGAZSÁG ÓRÁJA: MENNYIT IS ÉR A FORINTUNK?

Tegyük helyre az árfolyamot: hogy a mainál érdekesebb legyen termelni, és kevésbé legyen érdemes vásárolni! Mindenekelőtt a múltat be kell vallani – be kell látni, hogy jelentős mértékben lufijövedelmeket élveztünk! Be kell ismerni: A túl erős árfolyam jelentős mértékben hozzájárult az ország devizaeladósodásához. Elsősorban a magángazdaság devizában fedezetlen eladósodásához. A túlértékelt forint csak a recessziót okozó magas forintkamattal volt tartható. Amit importálni olcsóbb volt, az lett drágább a 300–320-as forintárfolyamon, amit drágább volt termelni, az lett az olcsóbb (ráadásul ez esetben jelentősen kevesebb devizahitelre van szükség). A forint fenntartható euróárfolyama az évekig megszokott 250 forint körüli érték helyett az MNB által korábban meghirdetett középárfolyama, 282 forint lehetett volna 2003 után, vagy annál is

gyengébb. Fel kell ismerni a társadalomlélektani csapdát: az árfolyam – a lakosság devizaeladósodottsága miatt – a lakosság fogságába került.

Azt mindenki tudja, hogy a jövedelem értéke függ az inflációtól. Azt azonban a devizahitel-válságig szinte senki nem sejtette (még a szakma sem), hogy az infláció mellett a forint árfolyama is átértékeli jövedelmeinket. A devizahitel-válság ezt fájdalmasan tudatta az érintettekkel. A forint árfolyamának alakulása a napi hírek vezető eseménye lett, befolyásolva az emberek közérzetét. A gyengülő árfolyamot már úgy éljük meg, mint ami fenyegeti jövedelembiztonságunkat. Ezért sajnálatos módon már szinte közmegegyezéssé vált, hogy a gyenge árfolyam rossz, ezzel szemben az erős forint jó. Ez a világosnak tűnő összefüggés a valós helyzethez képest túlzott leegyszerűsítést tartalmaz, ezért hamis tételnek tekinthető.

Miért is kellene tudni a közembernek azt, hogy a forint magas kamata, a hazai termelés visszafogottsága, piacaink elvesztése és mindezt a torzuló államháztartási gazdálkodás az ára az olcsó(?) devizahitelnek, az olcsó(?) importnak, a lakosság által – méltán – szorgalmazott alacsony inflációnak! De ma már látni kell: az olcsóság visszahullt ránk. Az irreális árfolyam következménye volt a kialakult jövedelmi lufi, ami annak volt köszönhető, hogy az importért a reálisnál kevesebbet fizettünk, a devizahitel a reálisnál olcsóbb volt stb. Jövedelmünket tehát nem csupán az infláció mindenkorai mértékével kell korrigálni, hanem az árfolyamokkal is. De milyen árfolyammal? Jövedelmeinket a 250-es, a 280-as, vagy mondjuk 330-as árfolyammal számolva korrigáljuk? Melyik árfolyamszinten mondhatjuk jövedelmeinkről, hogy azok a jövőben is fenntarthatók?

Egy olyan árfolyammal, amely árfolyam segíti a hazai termelést, a hazai piacok megtartását, a külső piacok visszaszerzését. Amely árfolyam mellett az élelmiszer-gazdaság újra képes finanszírozni az ország energiaimportjának a devizaterhét. Amely árfolyam mellett a kamatszintet a nemzetközileg kezelhető mértékre lehet csökkenteni (ma a reálkamatfelár Magyarországon 3–4 százalék, ezzel a teherrel nem válhatunk versenyképessé). Amely árfolyam mellett mindezek következtében nő a foglalkoztatottság és ezzel a költségvetés egyensúlya. Amely árfolyam mellett a nyugdíjak forrása a foglalkoztatottságon keresztül megtermelődik.

... már szinte közmegegyezéssé vált, hogy a gyenge árfolyam rossz ...

Becslésünk szerint jelenleg *a magyarországi realgazdasági feltételeknek megfelelő fenntartható árfolyamot* – amely serkenti a foglalkoztatottságot és a termeléssel megalapozott jövedelemképződést – valahol *a 315–325 forintos euróérték környékén kell keresni*.

A gazdasági feltételek változása miatt a forint euróban számított értéke 2012-ben becslésünk szerint mintegy 15 forinttal leértékelődött. Ennek okai a következők: a külső energiaárak megemelkedtek, ami folyamatosan begyűrűzik. Az energiaimportunk külső árszintje 2011-ben 30 százalékkal magasabb volt, mint 1 évvel azelőtt, és még most is emelkedik (a gázár 9 hónap késleltetéssel jön be, az iráni embargó miatt az olajárak még tovább emelkedhetnek). A kamatok megemelkedtek a jegybanki kamatemelkedés miatt. A válságadókat fokozatosan áraikba, díjtételeikbe igyekeznek beépíteni az érintett cégek, ágazatok. Az alkalmazotti kedvezmény kivezetése miatt a béreket a 204 ezer Ft/hó/fő kereseti szint alattiaknál feszített ütemben emelni kell. Ezen túl bérfeszítést jelent az áfaemelés miatt újra megugrott fogyasztói árszint, ami a dolgozók részéről kiigazítási igényt vált ki.

Sajnos nem rendelkezünk megfelelő adatbázissal, apparátussal a részletes hatásvizsgálathoz. Reméljük azonban, hogy elemzésünk is hozzájárul ahhoz, hogy az erre hivatott intézmények az eddigieknél behatódobban elemezzék a témakört, és ezzel segítsék a (sajnos) elkerülhetetlennek tűnő döntéshozatal megalapozását.

Bármennyire meghökkentő az általunk becsült árfolyammal szembe-sülni, be kell látni, ezt nem tudjuk elkerülni, csak kerülő utakat választhatunk. Mi lehet a kerülő út? A hazai jövedelmek jelentős csökkentése: bér-, nyugdíj- és egyéb jövedelemcsökkentés stb. Ez a „görög út”. Számukra ugyanis fenn kell hogy maradjon az ország teljesítményéhez képest túlzottan erős euró, vagy az ország recessziójához képest túl magas kamat!

Nem vagyunk tagjai az euróövezetnek, nem élvezhettük annak előnyeit, de miért vegyük magunkra annak hátrányait? Miért válasszuk az alkalmazkodás fájdalmasabb és kevésbé hatékony útját: a forint belső leértékelését? Hiszen élhetünk a forint külső leértékelésének lehetőségével, amely több áttétellel, több alkalmazkodási lehetőséggel, tehát kevesebb áldozattal és ráadásul a teljesítmény ösztönzésével (s nem fékezésével) közvetíti a szükségszerű kiigazítási folyamatot. Ez lehetővé tenné a forintkamatok jelentős csökkenését. A jelenlegi kétszámjegyű hitelkamatok kimossák a talajt a

vállalkozási szektor alól, és a lakáspiac (vásárlások, építés, felújítások stb.) teljes lefagyását idézhetik elő. A defláció miatt stagnáló gazdaságban a 2–2,5% feletti reálkamat öngerjesztő adósságspirált indíthat be. (Ez a világos üzenete például annak is, hogy Németország csak maximum 3,5%-os kötvénykamatot tartott reálisnak a hosszú lejáratú görög állampapírokra.)

A döntést jelenleg megkönnyíti az, hogy lényegében nem leértékelésre (leértékelődésre) kell vállalkozni, hanem csak meg kell gátolni a spontán felértékelődést. A forint már bekövetkezett leértékelődése után jelenleg a szokásosnál fájdalommentesebb lenne a pénzügyi igazodás a már bekövetkezetthez. Az IMF-hitelszerződés megkötésével együtt járó (várhatóan további) forinterősödést az alapkamat mérséklésével kellene megelőzni. Mi több, később akár engedni kellene valutánk értékének akár kisebb romlását is. Feltételezhető, hogy mindez 5 százalékot meg nem haladó nominális kamat mellett lehetséges.

Két út áll tehát előttünk. Az egyik a kiadás csökkentésének ötvözése a forint reális szintre történő leértékelődésének menedzselésével (ez az általunk javasolt út). A másikat „az erős forintkurzus a jó nekünk” hozzáállás szabja meg. Ebben az esetben becslésünk szerint kétszer akkora államháztartási kiadáscsökkentésre kényszerülünk majd a következő egy másfél évben, mint az általunk javasoltban. Mindkét út fájdalmas. *A lényegi kérdés az: melyik út segíti jobban a vágányok átállítását a fenntartható gazdaság irányában.*

Az eladósodás megfékezése, a további vagyonelezálogosítás és a növekvő jövedelembizonytalanság azonban megköveteli, hogy a forint árfolyama kedvezőbb helyzetbe hozza a hazai termelőt a külföldihez képest. Védje a hazai piacot a kedvezőbb árfolyammal és kamattal dolgozó külföldivel szemben. Ez az óhajtott foglalkoztatottság növekedésének is elengedhetetlen feltétele.

JEGYZETEK

¹ A cikk tehát e helyütt azt tényként kezeli, hogy a forint leértékelése folyamatban van: nem csupán a nominális leértékelés értelmében (aligha megy vissza a forint a 250-es euróárfolyamra), hanem az úgynevezett megszorító intézkedésekkel végbe mentő „rejtett” devalváció formájában is.

- ² Szegő Szilvia egy korábbi cikkében (Szegő Szilvia: *Mire képes az árfolyam és mire nem.* Külgazdaság, 1977/9., 17–29. o.) a mellett foglal állást, hogy a pénz belső és külső értéke egymás által meghatározott. A pénz alapvetően numeraire, a mérés értékegyisége, árfolyama ettől jelentősen nem térhet el. A külgazdasági egyensúlynak fontos jelzője, de az egyensúly helyrehozatalát attól várni nem lehet.
- ³ Krekó Judit és Endrész Marianna kitűnő cikkükben (Krekó Judit–Endrész Marianna: *A devizahitelezés szerepe az árfolyam reálgazdasági hatásában.* MNB-szemle, 2010/3., 29–37. o.) nem foglalkoznak azzal, milyen mértékben tudható be az ország gyorsulóan romló adósságpályája a forintárfolyam- és a forintkamat-hatásoknak, illetve azok egymásra hatásának. Meggyőzően bizonyítják azt, hogy a gazdasági szereplők súlyos devizaadóssága miatt az árfolyam leértékelése kiigazító hatása ellentmondásos lenne. Arról cikkük nem győzött meg, hogy nincs is szükség árfolyam-kiigazításra.
- ⁴ Kiemelkedő ebben Paul Krugman Nobel-díjas közgazdásznak számtalan nyilatkozata (Paul Krugman: *Give Me Your Tired, Your Poor, Your Hungary.* 2010. <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/08/04/give-me-your-tired-your-poor-your-hungary/>), amelyben azt bizonyítja, hogy a belső keresletet visszafogó megszorító intézkedések és az árfolyam-leértékelés következtében csökkenő belső kereslet lényegében ugyanarról szólnak: a pénz leértékeléséről. Az előbbi belső leértékelésnek nevezte el, az utóbbit pedig külső leértékelésnek.
- ⁵ A már meghivatkozott Paul Krugman (Krugman, i. m.) a külső leértékelés mellett foglal állást, különösen abban az esetben, amikor a hazai pénzben is van jelentős adósság (és ezt mi tesszük hozzá: jelentős hazai pénzben bonyolódó jövedelemáramlás).
- ⁶ Krekó és Endrész az ágazati és réteghatások közötti különbségekre hívják fel a figyelmet. A szerzőkkel szemben mi a leértékelés kereskedelemre gyakorolt hatását kevésbé látjuk kedvezőtlennek. Éppen ezen a területen van szükség devizapálya-átállásra, például a nemzetközileg is kirívó importfüggőség (lásd Lóránt, 2011) csökkentésére.
- ⁷ Ezt annál is könnyebben teszik, mert 85 százalékban külföldi tulajdonban vannak, ezért létükben nem veszélyeztetettek a hazai devizapálya katasztrofális alakulásával. Profitot ebből a pályából – az adós kiszolgáltatottsága miatt – még könnyebben realizálnak, mint egy egyensúlyi pályából. Bankrendszerünk tulajdoni szerkezetében rejlő veszélyekre Hossó Andrea hívja fel a figyelmet több elemzésében (Hossó Andrea: *A sérülékeny magyar bankrendszer.* Előadás a Magyar Közgazdasági Társaság Társadalomgazdasági Szakosztályának rendezvényén, 2011. december 16.).
- ⁸ Nem rendezett leértékelés sajnálatos módon járhat jelentős inflációs hatással és szintén jelentős tőke kivonással. Ahogy egyre többször hallani a rendezett adósságátütemezésről (Görögország esetében), ami az önmagát gerjesztő negatív folyamatok lefojtását feltételezi, ugyanúgy fontos, hogy a leértékelés is rendezett legyen.

⁹ Az általunk megadott számok becsült értékek. Azok pontosítására az ágazati kapcsolatok mérlegének rendszerében van lehetőség. Ilyen munkák készültek korábban az Országos Tervhivatalban a KSH adatbázisára építve. Jelenleg az NGM-ben indult el ilyen irányú elemző tevékenység.

¹⁰ Sajnálatos módon az utóbbi mintegy 20 év során háttérbe szorultak az árfolyamelméletek, és ezzel együtt a fizetésimérleg-elméletek is. A 70-es és 80-as évek nemzetközi irodalmában hangsúlyosan foglalkoztak ezekkel a kérdésekkel (Fritz Machlup: *International Monetary Economics*. Allen and Unwin, London, 1966.; Robert A. Mundell: *International Economics*. Macmillan, New York, 1968; Dornbush, 1976. Haberler, 1969.; A. Kruegel: *The Role of Home Goods and Money in Exchange Rate Adjustment*. Sellekerts, 1974.; Alexandre Lamfalussy: *Limitation of Monetary and Fiscal Policy. Maintaining and Restoring Balance in International Payments*. Princeton University Press, 1966/10.). A hazai irodalomban Riecke Werner, Szalkai István és Száz János kiváló tanulmányai és közös könyvük (Werner Riecke–Szalkai István–Száz János: *Árfolyamelméletek és pénzügypolitika*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1985.) fémjelzik az árfolyamelméletek hangsúlyos kezelését a szakmai gondolkodásban.