

Visszaesők

VÁRKONYI
IVÁN,a Világ gazdaság vezető
szerkesztője

Van olyan, hogy késő már tölteni az élenkítőket. Ha az ember maratont fut, sok mindenre fel van készülve – legalábbis azt hiszi, hogy kevés dologgal lehet meglepni. Aztán jön egy nem is annyira erős emelkedő, valahol harminc kilométernél, és az addig ütemes mozgás groteszk mozdulatsorrá változik. Ez a büszkeségét őrző versenyző számára belülről még futásnak tűnik, ám a külső szemnek inkább sétához hasonlít. Jöhet utána a sima terep vagy akár lejtő, de ilyenkor már mindegy. A végső csapást ezek után azok a sporttársak adják, akik nem is annyira gyors, de kitartóan egyenletes tempóval méterről méterre jönnek fel, közelítenek, behoznak, majd távolodnak. Egyre jobban. Behozhatatlanul.

Magyarország mellett Lengyelország húzódott el, és Románia kezd felzárkózni rá. Az egy főre jutó GDP-t szemlélve Szlovákia már rég otthagyt minket, pedig 2005-ben a régióban a lengyelre mögött még mindig másodikok voltunk. Aztán ott jött az egykulcsos adó meg néhány kemény reform, és Szlovákia 2006-ban elkezdett gyorsulni, majd 2007-ben elhúzott Magyarországot megelőzve. Lengyelország valamikor 2013 végén hagyott le bennünket, és bár tavaly úgy tűnt, esetleg képesek lehetünk felvenni a ritmust, tartani az ütemet, ma már azonban látszik: a távolság csak növekedni fog.

Magyarország tavaly még azzal dicsekedett, hogy a növekedését tekintve elővas az EU-ban és a térségben is, ám mára a lendület kifulladás: a régiós elsősgé a múlté, a bővülést pedig a hanyatló Nyugat támogatja leginkább. Ha nincsenek uniós források, akkor a növekedés a mai 2,3 százalékosnak is csak töredéke volna. Ha a monetáris politikának nem ad óriási mozgásteret a nyugati államok jegybankjainak kényszerű élenkítő politikája (vagyis: ha nem lehetne rekordalacsony a különféle programokkal még lejjebb vitt effektív kamatláb), akkor meg ez a töredék se volna – feltéve, ha elfogadjuk az MNB azon állítását, hogy csak ők legalább egy százalékot adtak hozzá a bővüléshez.

Az az állítás azonban, hogy az MNB és az EU nélkül Magyarország recesszióban volna, éppoly félrevezető, mint azt mondani, hogy a mezőgazdaság teljesítményét nem szemlélve 3 százalék lenne a növekedés (miként azt a nemzetgazdasági tárca megfogalmazta korábban). Lehet apró darabokra szedni a növekedési számot, és úgy újra összerakni egyes részeit, hogy azok éppen a kívánt eredményt hozza ki, de a végén csak ugyanazt a gazdaságot írjuk le. A kettőséget, amely nyugatra és keletre, nagyokra és kicsikre, exportőrökre és itthon küszködőkre, nyertesekre és vesztesekre szakítja szét az országot.

Tudjuk jól: a verseny nem a pályán dől el, hanem a felkészüléskor. Magyarország pedig nem készült fel jól – annak ellenére sem, hogy ezúttal az alapozás tökéletesnek látszik. A rendszerváltás óta nem először esünk vissza ugyanabba a gödörbe, pedig most úgy néztek ki, hogy minden más lesz. A kormányzat minden tekintetben sikeresen állította helyre a pénzügyi egyensúlyt. Az alacsony hiány mellé folyamatosan csökkenték a devizaadósságot, és óriási áldozatok árán mérskelik a külső kiadást. Fontos megjegyezni: ezeket az áldozatokat nem a kormányzat hozta meg (a bankok mellett az árfolyamvesztés végleg elkönyvelő hitelfelvételök által a veszteségek oldalán). A probléma pedig itt van: az egyensúly ára ugyanis a folyamatosan növekvő, terjeszkedő költségvetés, a magas, szinte évről évre emelkedő adóterhek, amely ráadásul nemcsak mértékével, de szerkezetével is visszafogta a beruházásokat. A növekedést megalapozó magánberuházások hiányát az állam pótolta, de olyan uniós (és saját) fejlesztésekkel, amelyeknek nem volt multiplikatív hatásuk. Ezeknek a – ha szerencsénk van, átmeneti – kiesését időlegesen pótolta ugyan az elmúlt évben a fogyasztás növekedése, de ez is egyszeri löket: az online pénztárgépek fehéritő hatása lassan beépül a bázisba, ahogyan szépen felszívódnak a banki elszámolás többletjelvédelmei is.

A magyar növekedés törékeny marad, egy-két beruházástól, az uniós pénzekről, a bázisatástól és a jó időtől függ minden ezután is. Ha jön egy emelkedő, akkor lassítunk, a lejtőn meg gyorsítunk. Visz előre a láb, még megvan a kitartás, valamikor célba is érünk, de csak később. Nincs meg az igazi erő.



A legnagyobb kockázat az MNB célfüggvényét övezi

FOTÓ: REVICZKY ZSOLT

Az unortodox magyar lazítás

CZELEUNG
ÁDÁM,a GKI Gazdaságkutató Zrt.
kutatóvezetője

A 2008-as válságot követően a jegybankok szerte a világon a monetáris kondíciók lazításával igyekeztek támogatni a pénzügyi rendszert, serkenteni a növekedést, valamint csökkenteni a deflációs nyomást. A jegybanki alapokat nulla százalék közelébe csökkentésével a jegybankok kimerítették a monetáris politika konvencionális eszközeit, így a fejlett országok a mennyiségi lazítással (QE) próbálták normalizálni a pénzügyi folyamatokat. Ez csökkenti a kamatozatokat, amiért a tőke a részvénypiacok felé fordult, így hajtvaa az árfolyamokat.

A felújítási indexek és a reálkamatok reálgazdasági növekedéstől való tartós elszakadása tőkeallokációs problémákat okozhatnak, ami újabb piaci buborék képződését vetíti előre. Ezért az amerikai Federal Reserve-re egyre nagyobb nyomás helyezkedik, hogy szigorítsa a monetáris kondíciókat, vagyis kezdje meg a kamatemelést. A kamatemelés ugyanakkor komoly problémákat okozhat a feltörekvő országok piacain: 1988 óta eltelt 2015-ben várható tőkekiáramlás a fejlődő országokból.

Ebben a piaci környezetben a Magyar Nemzeti Bank az önfinanszírozási program meghirdetésével kiszámíthatóbbá, a világgazdasági folyamatoktól függetlenebbé teszi a hazai folyamatokat. A jegybank a QE-hez hasonlóan az állampapírpiacon likviditásának növelésével igyekszik enyhíteni a monetáris kondíciókat. Az MNB ezt főleg az eddig nála elhelyezett banki források állampapírpiacon terelésével éri el. Ez abból a szempontból indokolt is, hogy míg a válság előtt a bankrendszer eszközállományának 3-5 százalékát tartotta jegybanki betétekben, addig tavaly év végén ez már 16 százalék volt. Összehasonlításképp, a bankrendszer aggregált mérlegén belül a vállalati hitelek a korábbi 23 százalékról 17-re, a lakossági hitelek a magas, 23 százalékról 16-ra csökkentek.

Az önfinanszírozási programmal összhangban a jegybank devizakötvény-vásárlási programjának során rövid lejáratú kötvények vásárlásával igyekszik csökkenteni az államadósságot, a külföldi kitesztet, és eliminálja azon hatásokat, amelyek a másodlagos piacon jelentkezhetnek volna egy jelentősebb pozíció lezárásakor. A közvetlen külföldi tulajdonban lévő államadósság látványosan, 7 százalékponttal mérséklődött az év eleje óta, de így is 46 százalékát közvetlenül külföldi szereplők birtokolják.

Az állampapírpiacon való kényszerítéssel az MNB a fejlett országokban széles körben alkalmazott mennyiségi lazításnak azon problémáját oldja meg, amely szerint az USA-ban hiába került papíron a gazdasági körforgásba a pénz, annak egy jó része valójában ki sem mozdult Fedből. A magyar program rövid távú hatásaként érzékelhető a külföldi közvetlen adósságállomány növekedése, amely mérskeli az államháztartás refinanszírozási kockázatát.

Az MNB a feltételes kamatswapügyletekkel tereli a bankokat az állampapírpiacon azzal, hogy

az ott elérhető fix kamattér cserébe változó kamatot fizet. Ez azt jelenti, hogy a piaci kamatcsökkenésnél a jegybanknak nyeresége, kamatemelkedés esetén vesztesége keletkezik. Ezzel tehermentesíti a bankokat a kamatkockázat alól. A piaci és kamatkockázat jegybanki mérlegbe emelése a monetáris lazítás nem konvencionális eszköze, amelyet a fejlett országok jegybankjai is elkerülhetetlenül használnak.

A fejlett országokban tapasztalt lazítástól eltérően a hazai azonban csökkentőleg hat a jegybanki mérlegre, tehát a kamatkockázat emelkedését némileg ellensúlyozza az MNB mérlegének szűkülése. Ugyanakkor ezen kockázat hosszú távra rögzítése a mérlegben komoly terhet jelenthet a jegybank, sőt később akár a költségvetés számára is. Különösen azért, mert a jelenlegi magyar államadósság tulajdonosi átszervezése – a külföldi finanszírozók hazaiakkal helyettesítésére való törekvés – miatti kiáramló jelentős külföldi tőke gyengítőleg hat a forintra. Márpedig a forint gyengülése a jegybank nyereségének fő forrása. A tulajdonosi struktúra változását követően a tőkekiáramlás lassulásával eltűnik a forint gyengülést okozó legfőbb tényező, így már veszteségképződhet a jegybanknál, amelyet egy kamatemelési ciklus során jelentősen emelhet a növekedési hitelprogram, valamint az önfinanszírozási program eszközrendszerén elkönyvelt növekvő veszteség.

Ezen túlmenően a program kockázata, hogy az állampapírpiacon, így a költségvetés finanszírozása is nagyrészt a hazai bankrendszerre támaszkodik, ami végső soron kockáztatja a jövőbeli növekedést. Ha ugyanis baj van az állampapírpiacon, akkor baj lehet a bankrendszerben is, és ugyanez visszafelé is igaz. A bankrendszer problémája tehát az államháztartás problémája is lehet, ami veszélyeztetheti a jövőbeli hitellezési folyamatokat. A kormányzat ugyanakkor érdekeltebbé válhat abban, hogy valóságosan rendezze kapcsolatát a bankrendszerrel.

A program meghirdetése és az időközben felzárkóztatott devizakötvény-vásárlási program azonban úgy tűnik, egybeesik Magyarország megmentője, a Templetion magyar pozícióinak csökkentésével. A Templetion kitesztésének csökkentése azonban más külföldi befektetőket is arra sarkallhat, hogy átgondolják a magyar befektetéseiket; különösen akkor, ha biztosított, hogy a jegybank közbeavatkozásával a piaci ár torzítása nélkül, tehát a további pozíciók értékének változatlansága mellett zárhatják pozícióikat. Ezáltal növekedhet a nyomás a jegybankon, hogy biztosítsa a másodlagos állampapír piaci likviditást.

A legnagyobb kockázat tehát a jegybank célfüggvénye: az, hogy a jegybank az államháztartás finanszírozhatóságát a törvényben rögzített elsődleges célja, vagyis az árstabilitás elé helyezheti. Valójában ez már nem is kockázat, hanem bizonytalanság, mivel tisztázatlan, hogy mit lép a jegybank, ha ez a két cél ütközik egymással.

”
Az MNB programjának az a kockázata, hogy ha baj lesz az állampapírok piacán, akkor baj lehet a bankrendszerben is

VILÁGGAZDASÁG

Előfizetéssel kapcsolatban
hívható telefonszám:

460-2500

mediaworks
Content first

Főszerkesztő: Mezősi Tamás • Vezető szerkesztők: Barát Mihály, Szabó Márta, Várkonyi Iván • Hírnagyok: Hórnagy József (Vélemény) • Főmunkatársak: Kocsis Ilona, Csabai Károly, Diószegi József • Kiadványszerkesztők: Katona Csaba, Lovas Bence • Zöld Újság Zrt. • Rónai Balázs vezérigazgató • Kiadó és szerkesztőség: 1082 Budapest, Futó utca 35-37. Telefon: 489-1195; fax: 489-1169; e-mail: vgnfo@vg.hu, kuzpon@vg.hu, vg@vg.hu • Hirdetések felvétele: 460-2529; e-mail: hirdetes@mediaworks.hu • Ügyfélszolgálat: 06-40-510-510; e-mail: ugyfelszolgalat@mediaworks.hu • Előfizetési díj: I. évre 90 000 Ft, II. évre 45 000 Ft, negyedévre 22 500 Ft, egy hónapra 7500 Ft • Előfizetésben terjesztja Magyar Posta Zrt. Hírlap Üzletága • Árúszerzés: Lapker Zrt. • ISSN-0042-6148 • Nyomdai előállítás: Mediaworks Kiadó és Nyomda Kft. e-mail: nyomda@mediaworks.hu • Felelős vezető: Bertalan László nyomdaigazgató • Munkaszám: 443 000 • Nyomás napja: 2015. november 16. • A Világ gazdaság bármely részének másolásával, terjesztésével, az adatok elektronikus tárolásával és feldolgozásával kapcsolatban minden jog fenntartva. Értesítéseket átvenni csak a Világ gazdaság hivatkozva lehet. A lapban közzétett táblázatok adatait tájékoztató jelleggel, amelyekért felelősséget nem vállalunk. • A Világ gazdaság és a Világ gazdaság Online tartalmait (fotók, írott anyagok vagy azok részletei) a kiadó írásbeli vagy elektronikus dokumentumban foglalt engedélyével közzétehető a nyilvánosságához.

Tájékoztatjuk Olvasóinkat, hogy a különböző versenyeken, játékokon, akciókon, szavazásokon, rejtélypályázatokon stb. részt vehők által személyesen, írásban, telefonon, SMS-ben, interneten, e-mailben megadott személyes adatok nyilvánosságunkba kerülnek. Az adatokat megadva hozzájárulunk ahhoz, hogy azok felhasználásával a Társaságunk érdeklődésébe tartozó cikkeink, amelyek az adatok feldolgozását végzik (Mediaworks Kiadó és Nyomda Kft., Mediaworks Regionális Kiadó Kft., Mediaworks Magazines Kiadó Kft., Zöld Újság Zrt., Petróli Lap- és Konyvkiadó Kft., Népszerűség Zrt.), előfizetés megrendelését teljesítsük, akcióira kiadványaira és egyéb szolgáltatásaira felhívjuk a figyelmet. Az érintettek felvilágosított kérelmekkel az általunk kezelt személyes adataink közzétételéről, felhasználásáról módjóról s céljáról, és bármikor kérhetik azok helyesbítését, felhasználásuk korlátozását, illetve törlését.