

---

Ambrus Attiláné

## Folytatódik-e a HUF felértékelődése? (avagy a forint első szabad éve)

*A forint plusz/mínusz 15% széles árfolyamsávjának bevezetése 2001. május 4-én és az azt követő devizaliberalizáció erősen megváltoztatta a forintpiac – a hazai bankközi devizapiac – képét. Mivel 2002 végéig sem árfolyamsávon belüli, sem sávszéli devizapiaci intervenció nem volt, a forint gyakorlatilag szabadon mozgó kurzusa növekvő számú külföldi befektetőt és spekulánst vonzott Magyarországra, ami mind az árfolyam volatilitásában, mind a forgalom növekedésében megmutatkozik. A nemzetközi non-deliverable forward piac – ahol a liberalizációt megelőzően külföldiek a forint árfolyamának változására spekuláltak – a devizaforgalomra vonatkozó korlátozások feloldásával gyakorlatilag megszűnt. Azóta nem kell úgynevezett nem konvertibilis forintszámlára helyezni az állampapírok vásárlása céljából forintra konvertált devizát, és az üzleti közönség előtt megnyílt a lehetőség mind a kedvező (a vezető devizákéhoz mérten magasabb) reálkamat, mind a forint – kezdetben – viszonylag egyértelmű erősödésének kihasználására.*

A 2001. május 4-i sávszélesítés, illetve a forintműveletek 2001. június 18-i liberalizációja óta alapjaiban változott meg a magyar deviza piaca. A forgalom ugrásszerű növekedésével párhuzamosan a befektetők (és más forinttulajdonosok) kockázata is lényeges mértékben nőtt, mivel a 30%-os szélességű árfolyamsáv jóval nagyobb teret enged az árfolyam-ingadozásnak.

Emlékeztetőül: a Magyar Nemzeti Bank (MNB) az addig érvényesített – 4,5% széles lebegtetési sávot alkalmazó – „kvázifix” árfolyamrendszert „kvázi ERM-II” típusú rendszerre alakította át három lépésben a következők szerint:

- 2001. május 3. A Jegybanktanács döntött a forint lebegtetési sávjának plusz/mínusz 15%-ra történő azonnali hatályú kiszélesítéséről.
- 2001. június 16. Hatályba lépett az a kormányrendelet, amely gyakorlatilag a forintműveletek teljes devizaliberalizációját jelentette.

- 2001. október 1. Megszűnt a csúszó leértékelés, a forint ingadozási árfolyamának centrumát 276,1 forint/euró értéken rögzítette az MNB.

A következő nappal hatályossá váló sávszélesítés bejelentésének időpontjában (2001. május 3-án) a még 267-es euró/forint kurzus a másnapi zárásra a 260-ig erősödött. S minthogy a csúszó leértékelés intézménye még érvényben maradt, a forint lebegtetési sávjának középértéke naponta 2 fillérrel emelkedett.

Az, hogy a Magyar Nemzeti Bank Jegybanktanácsa 2001 májusában a pénzügyminiszterrel egyetértésben az addigi  $+2,25\%$ -ról  $+15\%$ -ra szélesíthette a forint árfolyamsávját, igen nagy mértékben a Magyar Nemzeti Bank 2001-ben törvényileg garantált független pozícióinak megteremtésével hozható összefüggésbe.<sup>1</sup>

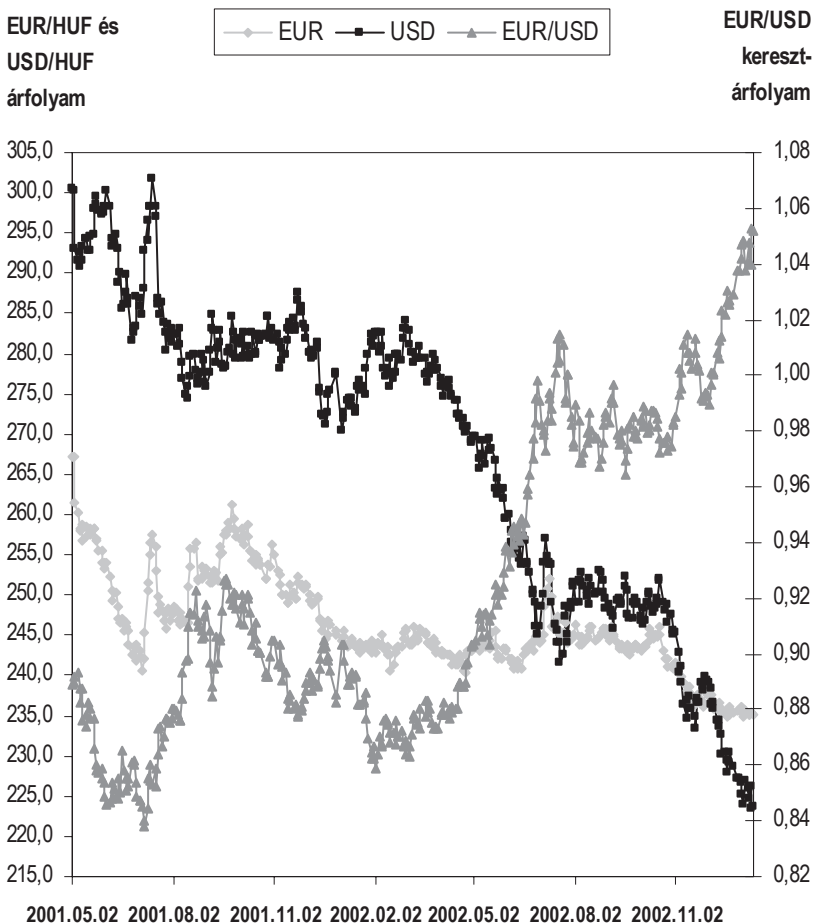
A régen várt döntés mind a belföldi, mind a külföldi befektetők körében egyértelmű pozitív visszhangra talált. Jó és biztos befektetésnek tűnt hosszú forintpozíciókat nyitni, hiszen a 2001. július elején kirobbant kisebbfajta devizapiaci válság kezdetéig fizetőeszközünk megközelítőleg 30 forinttal, vagyis több mint  $10\%$ -kal erősödött az euró viszonylatában. A likviditás növekedése a piac forgalmának megugrásában érhető leginkább tetten. A sávszélesítést követő hónapban a forint/deviza ügyletek átlagos napi volumene csaknem 60 milliárd forinttal, a többszörösére nőtt az év első négy hónapjában tapasztaltnál képest.

Nem sokkal ezután, 2001. június 18-ával a forint újabb mérföldkőhöz érkezett. A forintműveletekkel kapcsolatos devizális korlátozások eltörlésével gyakorlatilag konvertibilissé vált, és Magyarország egy lépéssel közelebb került ahhoz, hogy eleget tegyen az Európai Monetáris Unióhoz való csatlakozás technikai feltételeinek. Mindaddig a forintpiac szorosan kapcsolódott a magyar kereskedelmi bankokhoz: nem-rezidens bankok az értékpapírügyleteikhez szükséges mennyiségben felül nem tarthattak forintpozíciókat. Ha tehát egy londoni bankház forintot vett egy hazai kereskedelmi banktól, akkor ezt az összeget nem konvertibilis forintszámlára kellett helyezni, ahonnan csak meg-

---

<sup>1</sup> Dr. Lentner Csaba :A Magyar Pénzügyi Szektor Európai Uniós Integrációs állapota az ezredfordulón. Megjelent: A Magyar Tudományos Akadémia Szabolcs-Szatmár-Bereg megyei Tudományos Testülete 10 éves Jubileumi Közgyűléssel egybekötött tudományos ülésének előadásai, Nyíregyháza 2002.

határozott jogcímenen utalhatta tovább. Ennek megkerülésére épült ki Londonban az úgynevezett non-deliverable forward (készpénzes elszámolású határidős) piac, amelyen az érdekeltek a magyar „fizikai” piacon kívül vehettek fel pozíciókat.



1. ábra: Az EUR/USD árfolyam alakulása 2001.05.01.–2003.01.10  
(Forrás: CIB Bank)

E fejlemények nyomán a piac egyik sajátosságává vált, hogy időnként erősen megváltozott a likviditás és az árfolyam volatilitása. A 2001. évi argentin, illetve a lengyel válság legnehezebb napjaiban a forintpiacon lényegesen csökkent a likviditás, kiszélesedtek a spreadek. Sokan ügyféllimiteik, sokan pedig veszteséglimiteik kimerülése miatt ideiglenesen felfüggesztették a kereskedést. Az egyirányú – folyamatos forinterősödést hozó – piac tehát csak 2001 júliusának elejéig létezett, akkor a feltörekvő piacokról érkező negatív hírek több devizát is megráztak. A legnagyobb veszteséget szenvedők között volt a lengyel zloty is; árfolyamának esése nagyban hozzájárult ahhoz, hogy a forint hirtelen gyengült. Július 4-én devizánk jegyzése az euróhoz képest – addigi legerősebb pontján – 241-nél ingadozott, ami az intervenció sáv közepétől számítva 12,3%-ot jelentett. Ilyen körülmények között érte a feltörekvő piaci válság. Az árfolyam ezt követően mutatkozó gyengülése általános meglepetést keltett: a forint az euró viszonylatában a következő pár napban egészen a 260-as technikai ellenállási határig gyengült.

A hosszú forintpozíciók lezárása nem a magyar gazdasággal szembeni bizalmatlanság jele volt, a befektetők a más feltörekvő piaci országokban elszenvedett veszteségeik fedezésére realizáltak a nálunk elhelyezett eszközeiken profitot. Ez a reakció nyilvánvalóvá tette, hogy az addig viszonylag likvid és egyirányú magyar piac komoly külső hatások következtében nagyon volatilisá válhat.

A dél-amerikai, illetve a lengyelországi helyzet enyhülése után a forint ismét erősödni kezdett. A befektetőkben tudatosult, hogy a magyar devizában tartott befektetések végleges likvidálása értelmetlen volna, és bizalmuk lassan kezdett visszatérni. Igen érdekes volt azonban látni, hogy a 2001 júliusának végén, augusztusának elején megszakítatlanul a 246-250-es sávban mozgó euró/forint kurzus a lengyel költségvetési vita újbóli elmérgesedését követően ismét 258-ig gyengült. A forint ezt követően némileg függetlenedni tudott a többi feltörekvő piaci deviza árfolyamának alakulásától, és az euró viszonylatában csupán egyszer, 2001 szeptemberének végén törte át (akkor is csak rövid időre) a 260-as határt. Mindezek után a forint csúszó leértékelésének 2001. októberi megszüntetéséről szóló döntést a piac már a liberalizációs folyamat automatikus következményének tekintette, és ekként is üdvözölte.

## Változások az elmúlt egy évben

### **„Az intervenció sáv kiszélesítésének várható eredményei**

*Az intervenció sáv kiszélesítésével véleményem szerint valóban felértékelődne a HUF legalább 2-3%-ot. Ennek eredményeként azonban nettó exportőr vállalatok profitja csökkenne jelentősen, amely kedvezőtlen hatást gyakorolna a kereskedelmi mérlegre, ami a HUF leértékelődésének irányába hatna. Ez elméletileg elindíthatna egy önszabályozó mechanizmust, amely a szabad lebegés irányába hatna. A felértékelődés akkor lehetne tartós és antiinflációs hatású, ha a nettó exportőr vállalatok hatékonyságban és termelékenységben fel tudnak zárkózni a felértékelődés ütemében. Figyelembe véve a BÉT 2001. éves siralmas teljesítményét, s tekintettel arra, hogy a tőzsdei cégek döntő része nettó exportőr, további negatív folyamatokat indíthatna el.”<sup>2</sup>*

A forintpiac legszembetűnőbb változása az említettek jegyében a forgalom és a külföldiek aktivitásának megugrásában érhető tetten. Új fejleményként értékelhető emellett, hogy a nemzetközi fejlemények hatása sokkal élesebbé vált. A piac 2001. nyári megnyitásával a bankközi forintüzletek volumene minden elképzelést felülmúlóan bővült. Az átlagos napi forgalom a 2001. májusihoz képest több mint a duplája, 300 milliárd forint lett. A likviditás, illetve a kereskedés kockázatának változását jól érzékelteteti a vételi és az eladási árfolyamok közötti rés (spread) alakulása. Míg az árrés a sávszélesítés előtt jóval kisebb volt 10 fillérnél, addig a kritikus időszakokban (mint például a sávszélesítés napja vagy a 2001-es feltörekvő piaci válság időszaka) 60-100 fillér közelébe ugrott.

Érdekes tapasztalat, hogy a liberalizációt követően számottevően megnőtt a bankok külföldi partnerekkel kötött devizaüzleteinek részaránya. A forint/deviza ügyletek volumenének megközelítőleg 70%-át nem-rezidens partnerekkel kötik. Ha figyelembe vesszük, hogy a külföldiek egymás közötti tranzakcióit a piaci statisztikákat gyűjtő MNB adatai nem tartalmazzák, ez az arány még magasabb is lehet.

---

<sup>2</sup> Ambrus Attiláné: Felértékelődik-e a magyar forint? (A magyar devizaárfolyam-rendszer jövője) Megjelent: Pénzügyi Szilánkok, Szerkesztette: Dr. Lentner Csaba NYME KTK, Pénzügyi Kollégiuma, Sopron, 2001.

A liberalizáció, illetve ezzel összefüggésben a nem-rezidens szolgáltatók nagyobb aktivitásának következtében alaposan megváltozott a magyar devizapiac képe. A fejlett devizapiacokhoz hasonlóan az árfolyamok mozgásában itt is kiemelkedő szerepe lett a pszichés ellenállást, illetve támasztékot képező technikai határoknak, amelyek közelében érezhetően – akár hét-nyolcszorosára is – bővíthet a kereskedés volumene.

Ezzel kapcsolatos az a jelenség, hogy a forint árfolyama a gazdasági és a politikai fundamentumok lényeges eltérése ellenére az elmúlt időszakban szoros korrelációt mutatott a lengyel zlotyével. Magyaránként az kínálkozik, hogy a befektetők hajlamosak nemcsak országokban, de térségekben is gondolkodni, valamint az, hogy a nemzetközi bankokban, amelyek figyelve egyre inkább a magyar forint felé fordult, ugyanazok a részlegek, ugyanazok az üzletkötők foglalkoznak mindkét devizával. Az euró/forint árfolyam alakulását mutató ábrán jól látható, hogy az első hónapok tanulási periódusa, az azzal járó szükségszerűen nagyobb kilengések után a forint kiegyensúlyozottan mozgott anélkül, hogy az MNB-nek egyszer is be kellett volna avatkoznia a piaci folyamatokba.

A forgalom a sávszélesítés bejelentése után azonnal a kétszeresére, a liberalizációt követően pedig több, mint a háromszorosára nőtt, s 2002-ben is folyamatosan bővült. A sávszélesítéssel járó erősebb ingadozás egyre nagyobb spekulatív érdeklődést vonzott, és a gazdálkodókat is devizapozícióik aktívabb kezelésére készítette. A devizakorlátozások megszüntetése, azaz a nem-rezidensek konvertálási szabadságának teljessé tétele még ennél is nagyobb hatást fejtett ki. A forgalom 2001-ben az argentin válság kitörésekor mutatkozott a legélénkebbnek (napi átlagban több mint 400 milliárd forinttal), amikor a sávszélesítés és a liberalizáció előtt és után felépített hosszú pozíciókat próbálták egyszerre túl sokan lezárni. Ezt követően a nemzetközi helyzettel és szezonális okokkal összefüggésben a forintpiaci forgalma rövid időre némileg lanyhult. Az üzlettípusok alapján adódó szerkezete azonban – feltehetően a külföldiek aktivitásának köszönhetően – számottevően átalakult ez idő alatt: lényegesen csökkent az azonnali üzletek aránya.

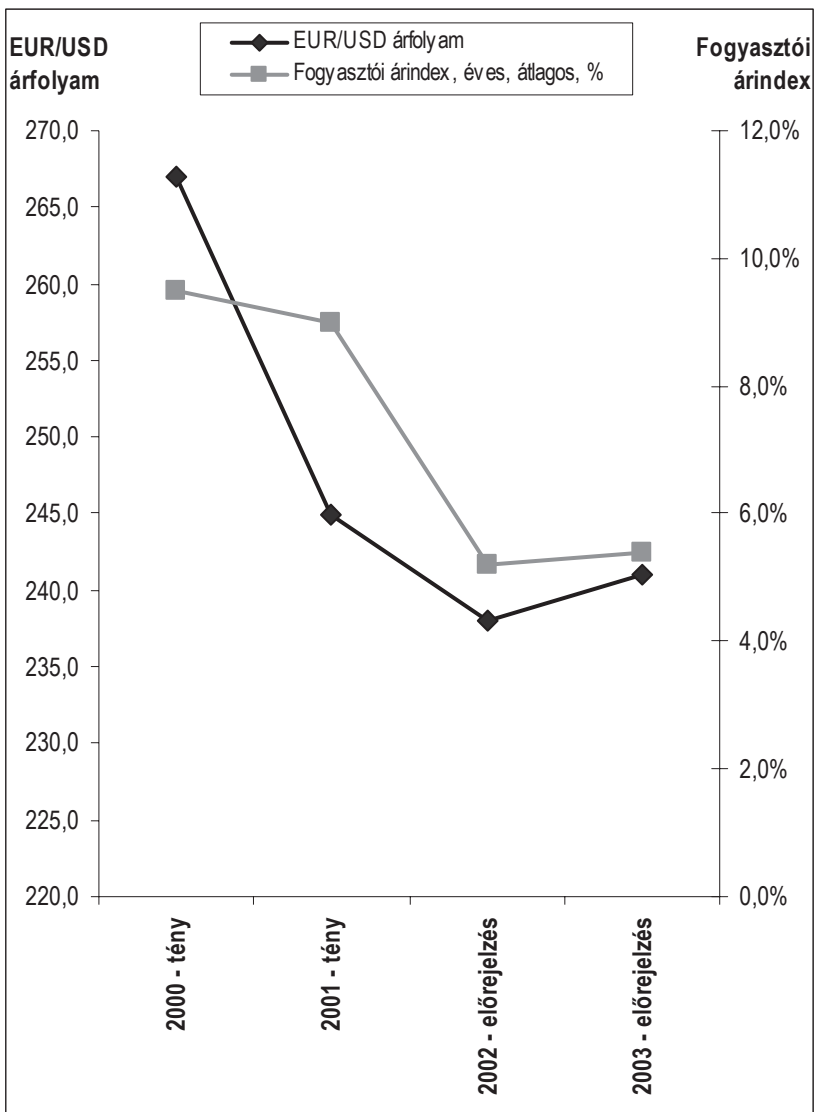
Érdekes képet mutatott a forgalom alakulása az Egyesült Államok elleni 2001. szeptember 11-i terrortámadás után. Emlékeztetőül: a Fed

és a többi központi bank annak idején arra kérte a piaci szereplőket, hogy csak a legszükségesebb konverziókat bonyolítsák le. Ezt a jelek szerint az érintettek tiszteletben is tartották. A 2001-ben még időszaki csúcsnak számító összegek regisztrálása után azonban 2002-ben további növekedés következett.

A további tartós növekedés az új üzletágak – például a devizaopciós üzletek – lassú fejlődésétől, illetve az Európai Unióhoz és az eurózónához történő csatlakozás folyamatának sikerességétől függ.

A negyedéves átlagok mögé nézve ugyanakkor a napi forgalom tekintetében erős ingadozást látunk. Az üzletek volumene 2002 júliusának elején a bizonytalan lengyel helyzet kapcsán kialakult fokozott érdeklődés nyomán az 500 milliárd forintot is meghaladta, míg augusztus végén – szezonális hatások miatt – épphogy elérte a 200 milliárdot. Az ingadozások szinte mindannyiszor a külföldiekkel kötött swap-ügyletek volumenének változásával magyarázhatók. Ezt támasztja alá az a már említett tény is, hogy a legdinamikusabb fejlődést – az össz-forgalomban is – a nem-rezidens partnerekkel kötött üzletek volumenében figyelhettük meg.

Az üzlettípusok szerinti szerkezet tehát markáns változást mutat: az úgynevezett FX-swapok (deviza-csereügyletek) részaránya már 2001-ben 2-3%-ról 30% közelébe nőtt, ami 2002-ben már jóval túllépte a 60%-ot is. Ezt az instrumentumot elsősorban nem-rezidensek használják, részben nyitott devizapozícióik „görgetésére”, részben az árfolyamkockázat tekintetében fedezett forintbefektetéseik finanszírozására. (Az ügylet keretében például a dollárral rendelkező befektető a swap azonnali piaci „lábán” eladott dollárért kapott forintból magyar állampapírt vesz. A swap határidős „lábát” képező dollárvásárlási pozícióval pedig eliminálja árfolyamkockázatát. A vásárolt papír futamideje jellemzően hosszabb, mint a vételt finanszírozó swap-ügylet lejáratára, a swapot tehát a lejáratkor mindig tovább kell görgetni. Az ügylettel megcélzott haszon abban van, hogy a – befektető reményei szerint – csökkenő kamatláb jóvoltából a finanszírozási költség egyre kisebb lesz, ráadásul a jó ideig ereszkedő kamatszint a vásárolt állampapíron is tökenyereséget hoz.)



2. ábra: Hazai makrogazdasági mutatók és előrejelzések  
(Forrás: CIB Bank)

*Az elemzéshez csatolt diagramok és kimutatások egyértelműen mutatják a forint 2001. május hónapjától bekövetkezett erősödését, valamint a fogyasztási infláció és az EUR árfolyam lineáris kapcsolatát. (Forrás: Bank&Tőzsde)*

A  $\pm 15\%$  széles sávú árfolyamrendszerben a jegybanki nettó devizakészletek várhatóan nem nőnek tovább, ám számottevő csökkenésük sem vélelmezhető. A sávszélesítés következtében a sterilizációs veszteségek megszűnhetnek, amely a jegybanki eredménypozíciókra kedvező hatást gyakorolhat. A kedvező változások azonban nem feltétlenül ellensúlyozzák a forint erősödése miatt várható árértékelődési veszteségeket és a kiegyenlítési tartalékban eddig felhalmozódott közel 45 milliárd forintos hiányt.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Dr. Lentner Csaba: Magyarország Európai Unió csatlakozásának nyitott kérdései – különös tekintettel a pénzügyi szektorra. Megjelent: Tudományos értékeink. Szerkesztette: Dr. Lentner Csaba, NYME KTK Pénzügyi Kollégium, Sopron, 2001.