

# Miért 400 forint az euró?

A háború kitörése előtti 360 helyett ma 400 körül van az EURHUF árfolyam. Mi magyarázza a 40 forintos leértékelődést?

A háború hatása 10 forintos leértékelődés az euróval szemben, további 10 forintos leértékelődés pedig az EU-val való vitához köthető, 20 forintot pedig a hazai sérülékenység és a gazdaságpolitika minőségével kapcsolatos problémahalmaz okoz.

Közzétételek 4

Elemzők 6



Amikor elkezdődött az idei év, akkor még csak kevés felhőt láttunk a gazdasági kilátásaink egén. Az aktuális európai covid-hullám ugyan még messze nem csengett le, de a lakosság nagyobb része már túlvolt az oltásokon, és azt gondolhattuk, hogy a világvjárvány legnehezebb időszakán túl vagyunk. A poszt-covid inflációs probléma ugyan egyre többeket foglalkoztatott, de a jegybankok narratívája, még arról szólt, hogy csak átmeneti jelenségről van szó. És **a forint árfolyama megnyugodni látszott, az év eleji 370-es után jöttek a 360 alatti szintek (EURHUF)**. De a háború megváltoztatott mindent, és mára sötét felhők gyülekeznek mindenfelé. Európa az energia-bizonytalanság rémével kell, hogy foglalkozzon, az élelmiszerválság a küszöbön van és hamarosan dörömbölni kezd, az infláció 40 éves rekordokat dönt az USA-ban és Nyugat-Európában és félő, hogy a probléma évekig velünk marad, egy euró pedig 400 forintot ér. Ez a cikk arra tesz kísérletet, hogy szétszálazza azt, hogy az idei forintleértékelődésben mely okok és milyen mértékben játszottak szerepet. Előre elárulom: az eredménynek nem nagyon fogunk örülni – és ez elég nagy baj.

**Amikor a forint árfolyampályáját vizsgáljuk, akkor azt érdemes nem kizárólag önmagában nézni, hanem a régiós társakkal együtt elemezni.** Egyrészt azért, mert a meghatározó külső hatások (pl. világvjárvány, háború, a nagy jegybankok monetáris politikája stb.) jellemzően hasonlóképpen érintik a környező gazdaságokat is mint a miénket, másrészt azért, mert a globális pénzügyi kereskedésben jellemzően egy kalap alá veszik a régiót, rendszerint egy devizakereskedőhöz vagy a cégen belül egy csapathoz tartoznak a régió devizái. Hozzá kell fűzni ehhez azt is, hogy vannak releváns és kisebb jelentőségű devizák. A régiókban csak a lengyel zlotyi, a cseh korona és a magyar forint esetében beszélhetünk érdemi kereskedési volumenről. Szlovéniában, Szlovákiában és a Baltikumban már rég eurót használnak, Horvátországban fél év múlva kerül sor annak a bevezetésére. A szerb és a román devizapiac meglehetősen kicsi, kevésbé fejlett, hiányzik a devizaszpekulációban használatos instrumentumok szélesebb tárháza – vagyis az ottani devizamozgások nem nyújtanak megfelelő viszonyítási alapot az összehasonlító elemzéshez. Messzebb pedig nem érdemes menni: az orosz, ukrán, fehérorosz devizák egy teljesen külön univerzumban mozognak (a háború miatt pedig különösen), mint ahogyan – más okok miatt – a török líra, vagy például a dél-afrikai rand is.

Tehát, **amikor azt vizsgáljuk, hogy a forint árfolyamát milyen mértékben mozgatják a külső tényezők, akkor jó eligazodási pontot nyújt a cseh korona és a lengyel zlotyi**

TÖRÖK Zoltán

Analyst Editor

+36 1 484-4843

torok.zoltan@raiffeisen.hu

**árfolyamával való összevetés. Ami az együttmozgáson túlmenően történik a forint árfolyamával az pedig alapvetően belső okokra vezethető vissza.** Természetesen nem színtiszta matematikai műveletről van itt szó, hiszen különféle egyedi sajátosságok vannak ebben a képletben cseh és lengyel oldalról is (bár ezeket is azonosíthatók és számbavehetők).

Mit mutatnak az árfolyamgörbék? Egyrészt azt, hogy a háború kitörése hatalmas pánikot okozott és komoly leértékelődést a régió devizáiban: a háború előtti szintekhez képest március első hetének végére a cseh korona 6%-ot, a lengyel zlotyi 9%, a forint pedig 11%-ot gyengült. Azonban a kezdeti pánikot követően mindegyik esetben konszolidálódott a piac, visszaerősödtek a devizák. Ez a forint esetében is így volt, hiszen április legelején néhány napig már a 370 szint alatt volt az euró. Ennek részben az volt az oka, hogy akkor a hírek még a béketárgyalásokról szóltak, amelyek alapján nem tűnt teljesen irreálisnak egy közeli tűzszünet tető alá hozásának a lehetősége, másrészt az árfolyamgyengülés miatt kamatemelésbe kezdtek a régiós jegybankok. Aztán április végén megint elromlott a hangulat, a béketárgyalások nem hoztak eredményt, az oroszok pedig stratégiát váltottak, és a déli, valamint a keleti frontvonalra helyezték át a háborút, amivel világossá vált, hogy a háború elhúzódásával kell számolni.

Időközben azonban **a forint pályája látványosan letért a régiós devizák mozgásától.** Április elején, alig néhány nappal a választásokat követően az Európai Bizottság elindította a jogállamisági mechanizmust Magyarországgal szemben, egyben pedig befagyasztotta az uniós alapok jelentős részének az átutalását, és továbbra sem került aláírás és pecsét, sem az újonnan induló hétéves EU költségvetés ügyében a kétoldalú megállapodásra, sem pedig az Újjáépítési alap Magyarországra vonatkozó fejezetének az elfogadására. Az elmúlt években hozzávetőlegesen 5 milliárd euró volt a pozitív egyenlege Magyarországnak az EU-val szemben, ez idén egyelőre hiányzik (és ebbe az országnak járó Újjáépítési pénzek nincsenek is még beleszámolva). Ezt pedig a forint árfolyama is jól tükrözte, hiszen a háború előtti árfolyamhoz képest április végén a forint 6%-kal, míg a lengyel zlotyi csak 3%-kal, a cseh korona pedig 1%-kal volt gyengébb. Ha a jogállamisági ügy nem árnyékolta volna be a kereskedést, akkor valószínűleg mi is 370 körül, nem pedig 380-as euró árfolyamot láttunk volna április vége felé. Tehát **a háború hatása 10 forintos leértékelődés az euróval szemben - ennyi és nem több - további 10 forintos leértékelődés pedig az EU-val való vitához köthető.**

Azonban a forint vesszőfutása április vége után tovább folytatódott, miközben mind a korona, mind a zlotyi stabilizálódni tudott és ma éppen ott van az árfolyamuk az euróval szemben, mint két hónappal ezelőtt volt. Számokba öntve az a következőképpen néz ki: további 20 forinttal lett drágább az euró, és június végén 400 körül van, ami 5%-os további leértékelődést jelent, miközben egy euróért ma is ugyanúgy 4,7 zlotyit és 24,7 koronát kell adni.

Melyek a tényezők, amelyek a forint leértékelődéséért felelősek az elmúlt két hónapban? Szerintem két csoportba lehet sorolni őket, úgymint: 1) a magyar gazdaság sérülékenysége; 2) a magyar gazdaságpolitika minősége. Nézzük egyenként: először vegyük a sérülékenységet. Nincs új a nap alatt: itt bizony egy több évtizedes örökségről van szó, melyet sajnos nem sikerült ledolgozni az elmúlt években sem, és amelynek kapcsán alapvetően a magas államadósságról van szó. 2021 végén a GDP arányában Magyarország államadóssága 78,2% volt, Lengyelországé 53,8%, Csehországé 41,9%. Sajnos a mi államadósságmutatónk a fejlettségi szintünkhöz és a megfizetendő kamatfelárhoz képest kiemelkedően magas – ráadásul a mutatónk 2021 nem jobb, mint 2009-ben, vagy akár 1990-ben volt. A sérülékenységünkhöz ráadásul hozzáadódik a magas energiafüggőségünk – elsősorban az orosz importtól. Ebben sem történt javulás az elmúlt évtizedekben. A magyar energiafüggőségi ráta (az import aránya a teljes

felhasználáson belül) 70% körüli, szemben a cseh és lengyel 40% körüli mutatókkal. Ez pedig most nem jön jól...

A másik probléma a magyar gazdaságpolitika minőségével kapcsolatos. Anélkül, hogy mélyebben belemerülve elvesznénk ennek a kérdésnek az útvesztőiben, talán itt most csak azt szükséges tisztázni, hogy 1. a költségvetési politika ambíció a hiánycsökkentés tekintetében viszonylag szerények, illetve 2. a monetáris politikában a kettős kamatszisztéma nehezen értelmezhető. Miről van szó? Nos, az államháztartási hiánycél 2022-ben 4.9% (a GDP arányában) a 2020-as 7,8% és a 2021-es 6,8%-os hiányt követően. 2020-2021 válságévek voltak világszerte, a coviddal szembeni védekezés évei – nem megbocsáthatatlan a túlköltekezés. De 2022-ben el kellene kezdődnie a költségvetési hiány drasztikus lefaragásának, különösen egy olyan magas adósságrátával rendelkező ország esetében, mint Magyarország. Ezt figyelembe véve nem tűnik túl ambíciózusnak az idei 4,9%-os hiánycél. Ráadásul a májusban bejelentett költségvetési konszolidációs intézkedések (extraprofitadó + kiadás csökkentés) nem a hiány további csökkentését célozzák, hanem azt, hogy a kormány politikai céljai (pl. a rezsicsökkentés fenntartása) és az eredeti hiánycél egyszerre legyen elérhető. Kívülről nézve ez kevésnek tűnik... A másik – mértékét tekintve kisebb - probléma a kamatpolitikával van. Jelenleg ugyanis Magyarországon a jegybanki alapkamat (a júniusi kamatdöntés előtt 5,9%) és az irányadó kamat (ami az 1-hetes jegybanki betéti kamat, aktuálisan 7,25%) különválnak. Nem feltétlenül csak az a gond, hogy a Magyar Nemzeti Bank nem reagál időben és megfelelően a gazdasági környezetben bekövetkező változásokra, hiszen éve eleje óta az alapkamatot 2,4%-ról 5,9%-ra, az irányadó kamatot pedig 4%-ról 7,25%-ra emelte (vagyis 350, illetve 325 bázisponttal). Eközben a csehek idén 3,75%-ról 7%-ra, a lengyelek 2,25%-ról 6%-ra emelték az alapkamatot (325 illetve 375 bázispontos szigorítás). De a kettős kamatszisztéma fenntartása szükségtelen értelmezési bonyodalmakat okoz, ráadásul a hazai kamatemelések eddigi mértéke nem tükrözi teljesen a magyar gazdaság sérülékenysége miatt elvárt magasabb kockázati felárat.

A forint árfolyamának a kérdésére lefordítva a fentieket, hozzávetőlegesen úgy néz ki, hogy **a jelenlegi 400-as euró árfolyamból 10 forintot magyaráz a háború, 10 forintot az EU-val fennálló vitánk, 20 forintot pedig a hazai sérülékenység és a gazdaságpolitika minőségével kapcsolatos problémahalmaz.** A rossz hír pedig az, hogy egyelőre egyetlen tényezőben sem várható pozitív fordulat. Ha pedig marad 400 körül az árfolyam, az a fogyasztói árakban is vissza fog köszönni hamarosan...

## Közzététel

### Kockázatokkal kapcsolatos felhívások és magyarázatok

Minden teljesítménymutató kizárólag a múltra vonatkozik. A múltbéli teljesítmény nem szükségszerűen megbízható mutató a jövőbeni eredményekre, különösen a pénzügyi eszközök jövőbeni teljesítményére nézve. Ez különösen az olyan pénzügyi eszközökre igaz, amelyekkel 12 hónapnál rövidebb ideje kereskednek, tekintettel a referencia időszak rövidségére.

A deviza árfolyamingadozások is kihathatnak a befektetés teljesítményére, valamint az adómértékek és az adókedvezmények változhatnak.

Az adott befektetés piaci értéke és a belőlük származó jövedelem növekedhet, de csökkenhet is, és megvan a kockázata, hogy a befektető részben vagy teljes egészében elveszíti a befektetett pénzt.

Az előrejelzések becsléseken és feltevéseken alapulnak. A tényleges jövőbeni teljesítmény eltérhet ezektől az előrejelzésektől. Az előrejelzés nem megbízható forrás a jövőbeni eredményekre vagy a pénzügyi eszközök jövőbeni teljesítményére nézve.

A dokumentumban található ajánlások készítése során alkalmazott koncepciók és módszerek leírása az alábbi linken érhető el: <https://www.raiffeisen.hu/elemzes-modszertan>

Jelen dokumentum publikálásáért a Raiffeisen Bank Zrt. felel.

A Raiffeisen Bank Zrt. („RBHU”) Magyarország területén székhellyel rendelkező hitelintézet, tevékenységét a Magyar Nemzeti Bank felügyeli, tevékenységi engedélyeinek száma: 989/1997/F (1998. április 22.), III/41.018-19/2002 (2002. december 20.) és H-EN-III-1047/2012. (2012. július 16.).

Jelen dokumentum kizárólag tájékoztatási célt szolgál és nem reprodukálható vagy továbbítható más személy részére az RBHU engedélye nélkül. A dokumentumban foglaltak nem minősülnek ajánlattételi felhívásnak vagy egy pénzügyi eszköz tájékoztatójának (prospektus). A jelen dokumentumban foglaltak nem elegendőek egy pénzügyi eszközre, termékre, illetve befektetésre vonatkozó befektetési döntés meghozatalához, azokhoz elengedhetetlen a vonatkozó termékre vonatkozó tájékoztató (prospektus) vagy teljes dokumentáció áttanulmányozása.

A dokumentumban foglaltak nem minősülnek pénzügyi eszköz jegyzésére, vételére, eladására vonatkozó ajánlattételi felhívásnak vagy ajánlatnak. Az RBHU jelen dokumentum útján nem nyújt konkrét és személyre szóló befektetési vagy adójogi tanácsadást, nem szándéka megfelelő alapot nyújtani befektetési döntések meghozatalához, és különösen nem pótolhatja az adott pénzügyi eszközre vonatkozó és az egyéni befektető konkrét körülményeire és igényeire szabott, a befektető tudását és tapasztalatát tekintetbe vevő befektetési tanácsadást. Az RBHU nem vállal felelősséget az ügyfelet a jelen dokumentumban foglaltakra tekintettel hozott döntései következtében, vagy bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért. Kérjük, hogy befektetésre, szolgáltatás igénybevételére vonatkozó megalapozott döntés meghozatalát megelőzően az adott termékre, szolgáltatásra vonatkozó dokumentációt, tájékoztatót, szabályzatokat, szerződési feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassa el, és óvatosan mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatát, a felmerülő díjakat és költségeket, az esetleges veszteség bekövetkezésének lehetőségét, valamint tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi jogszabályokról. A befektetésekkel kapcsolatos részletes információkat tartalmazó tájékoztató dokumentumok elérhetők az RBHU fiókjában, valamint a [www.raiffeisen.hu](http://www.raiffeisen.hu) honlapon.

A feltörekvő piacokon (emerging markets) magasabb elszámolási- és letétkezelési kockázat állhat fenn, mint a már bejáratott infrastruktúrával rendelkező piacokon. A részvények/ pénzügyi eszközök likviditását többek között befolyásolhatja a piaci árjegyzők száma. Mindkét körülmény magasabb kockázatot jelenthet az ebben a dokumentumban szereplő információk figyelembe vételével végrehajtott befektetések biztonsága szempontjából. A pénzügyi eszközök teljesítményét csökkenthetik a jutalékok, díjak, adók és más költségek, amelyek az adott befektetésre vagy befektetőre vonatkozó körülményektől függően kerülhetnek megállapításra.

A jelen dokumentumban foglalt tájékoztatások, következtetések és értékelések a szerző adott időpontban, a megadott időszakra vonatkozóan készített elemzését és álláspontját tükrözik, és későbbi módosítás tárgyát képezhetik.

A jelen dokumentum olyan pénzügyi eszközökre vonatkozó utalásokat tartalmazhat, amelyek vonatkozásában az RBHU esetleg árjegyzőként jár el, és amelyekből valószínűleg mindenkor megbízóként hosszú vagy rövid pozícióval rendelkezik, beleértve adott esetben a jelen dokumentumban foglalt információk alapján, a dokumentum közzététele előtt létrejött pozíciókat is. Az RBHU végrehajthat olyan tranzakciókat saját számlájára vagy ügyfelei nevében eljárva, amelyek nem állnak összhangban a jelen dokumentumban foglalt nézetekkel. Elképzelhető, hogy az RBHU-n belül mások – stratégiai elemzők, értékesítők és más elemzők – a jelen dokumentumban foglaltaktól eltérő nézeteket vallanak.

Jelen elemzés alapvetően általánosan elérhető, nyilvános információk alapján készült, nem pedig az elemzést készítő fél bizalmas információin, melye(ke)t ügyfélkapcsolata révén szerzett meg.

Hacsak a kiadvány kifejezetten másképp nem rendelkezik, a jelen dokumentumban foglalt információk az RBHU által megbízhatónak tartott nyilvános forrásokból származnak, mindazonáltal az RBHU nem vállal semmiféle szavatosságot ezeknek az információknak a pontosságáért és/vagy teljeskörűségéért.

Eltérő rendelkezés hiányában az RBHU jelen dokumentum elkészítéséért felelős munkatársainak a javadalmazása nem konkrét befektetési banki tevékenységekből származó bevételeken alapul, hanem részben az RBHU általános – többek között befektetési banki és egyéb tevékenységekből származó – nyereségességén.

Az RBHU szervezeti és szabályozási megoldásokat – többek között információáramlási korlátozásokat – vezetett be az ajánlásokkal összefüggésben felmerülő összeférhetlenségi helyzetek megakadályozására, illetve megelőzésére. Bizalmas területek kerültek kijelölésre. A bizalmas területek jellemzően olyan szervezeti egységek a bankon belül, amelyeket az információcserét szabályozó szervezeti intézkedésekkel elszigeteltek más egységektől, mivel ezeken a területeken folyamatosan vagy átmenetileg compliance vonatkozású információkat kezelnek. A compliance vonatkozású információ bennfentes információ, valamint bármely olyan információ, amely bizalmas és alkalmas lehet valamely pénzügyi eszköz árfolyamának a befolyásolására. A compliance vonatkozású információ alapesetben nem kerülhet az adott bizalmas területen kívül, és szigorúan bizalmasan kezelendő a belső üzleti tevékenységek során, a más szervezeti egységekkel való együttműködést is beleértve. Ez nem vonatkozik a szokásos üzletmenet során szükséges információátadásra, azonban az ilyen információátadás is a feltétlenül szükséges információk átadására korlátozott („need-to-know” elv). A compliance vonatkozású információk cseréje két bizalmas terület között a compliance bevonása mellett történhet.

A jelen dokumentum címzettje köteles a jelen dokumentumot és az abban foglalt információkat bizalmasan kezelni, és a jelen dokumentumot nem jogosult sem részben, sem egészben nyilvánosságra hozni, terjeszteni, lemásolni, vagy bármilyen más célra felhasználni.


## BLAHÓ LEVENTE

📍 Hungary  ,  
✉ [levente.blaho@raiffeisen.hu](mailto:levente.blaho@raiffeisen.hu)

## PÁLFFY GERGELY

📍 Hungary  ,  
✉ [gergely.palfy@raiffeisen.hu](mailto:gergely.palfy@raiffeisen.hu)

## TÖRÖK ZOLTÁN

📍 Hungary  ,  
✉ [torok.zoltan@raiffeisen.hu](mailto:torok.zoltan@raiffeisen.hu)

## Jogi információk

### Raiffeisen Bank Zrt.

Székhely: Magyarország, 1133 Budapest, Váci út 116-118.  
Cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-041042  
Adószám: 0198014-4-44  
SWIFT kód: UBRTHUHB

Elérhetőség  
Postai cím: Budapest 1700,  
E-mail: [info@raiffeisen.hu](mailto:info@raiffeisen.hu),  
Telefon: +36 80 488 588

Hatósági engedély:  
989/1997/F. számú Állami Pénz és Tőkepiaci Felügyelet határozata  
III/41.018-19/2002. számú Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete határozata  
H-EN-III-1047/2012. számú Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete határozata

Kamarai tagság: Budapesti Kereskedelmi és Iparkamara  
Tulajdonos: Raiffeisen CEE Region Holding GmbH 100%, amely a Raiffeisen Bank International AG 100%-os leányvállalata