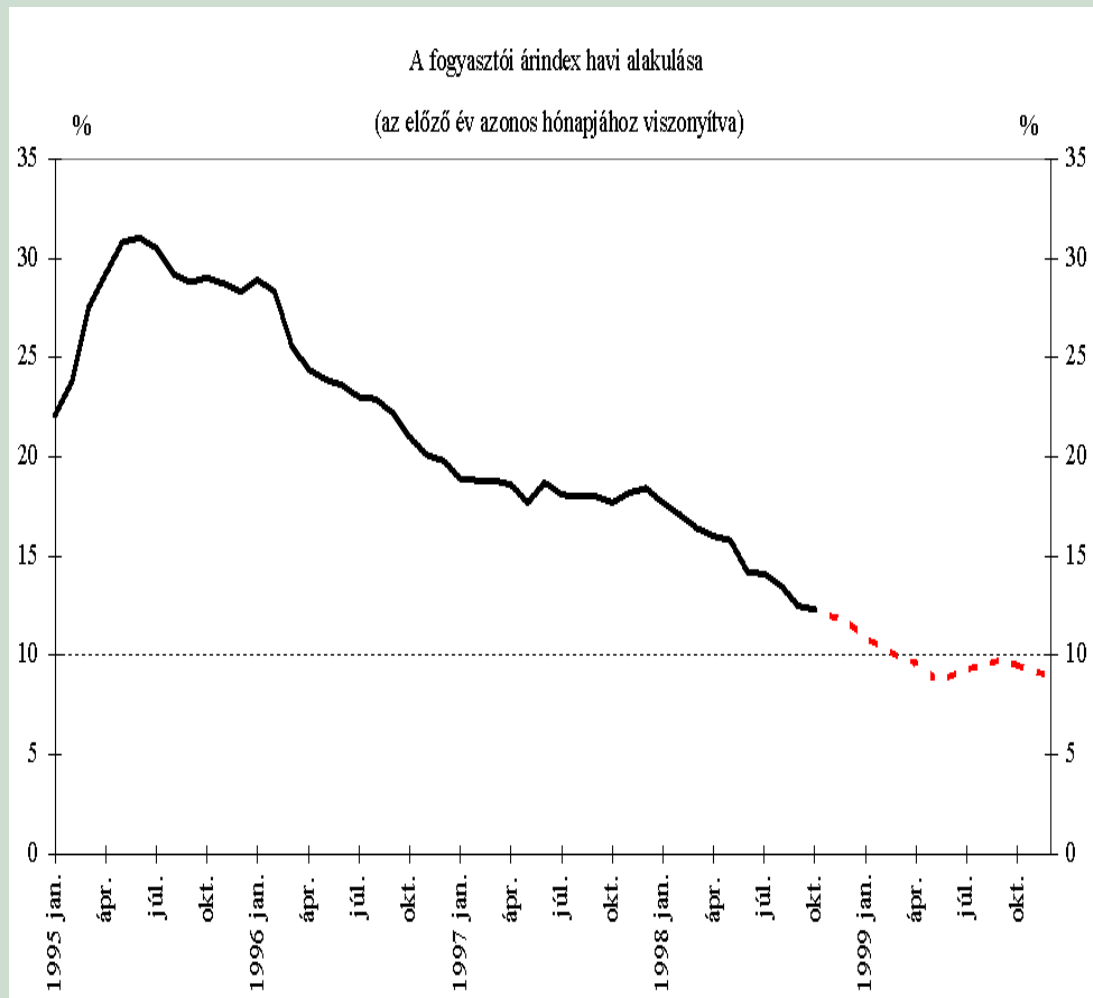


Monetáris Politikai Irányelvek – 1998. november

Az 1999. évi Monetáris Politikai Irányelvek

Cél: Az egyszámjegyű infláció



Budapest
1998. november

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 1991. évi LX. törvény 41. §-ának (2) bekezdése alapján mellékelten bemutatom az MNB 1999. évi monetáris politikai irányelveit.

A monetáris politikai irányelveket a Magyar Nemzeti Bank Igazgatósága megtárgyalta, a Jegybanktanács jóváhagyta, majd azt követően az MNB az irányelvekről szóló tájékoztatót a Kormánynak bemutatta, és a Kormány a november 26-ai ülésén az abban foglaltakat tudomásul vette.

Budapest, 1998. november 26.

Dr. Surányi György
elnök

Tartalom

Bevezetés

Bevezetés

Az 1999. évi Monetáris Politikai Irányelvek - a korábbi évekhez hasonlóan - az Országgyűlést és a szélesebb közönséget tájékoztatja a pénzpolitika keretfeltételeiről, a cél- és eszközválasztás lehetőségeiről.

Az infláció alakulásában egyértelmű áttörés következett be 1998-ban. Egy évtized óta először fordul elő, hogy három egymást követő évben az infláció jelentős (1998-ban ugrásszerű) csökkenése a gazdasági növekedés ütemének gyorsulásával jár együtt, miközben stabil marad a külső egyensúly is. Az elért eredmények tanúsága szerint Magyarországon a rendszerváltozás óta olyan mikro- és makrogazdasági átalakulás ment végbe, amely mára lehetővé tette, hogy a gazdaság alapvetően egyensúlyi növekedési pályán haladjon előre.

Az 1999-re meghirdetett makrogazdasági politika több mint egy évtized óta először reális esélyt ad arra, hogy ismét **egyszámjegyű legyen az infláció**. S hozzájárulhat lélektani gátak áttöréséhez is. Ennek bizonyítéka, hogy a gazdasági szereplők inflációs várakozásai mára már igazodnak a gazdaságpolitika által kitűzött célokhoz. A monetáris politika - jellegéből következően - a fenntartható gazdasági növekedést nem a kereslet mesterséges élénkítésével, hanem a magas inflációból fakadó költségek csökkentésével mozdíthatja elő. Ennek megvalósítására azonban csak a fiskális és jövedelempolitikával összhangban képes és ezen együttműködés megléte nélkül a jövőben sem képzelhető el sikeres gazdaságpolitika.

A kilencvenes években fokozatosan megteremtődött a lehetősége annak, hogy a gazdaságpolitika célja a hosszú távon fenntartható növekedés biztosítása legyen. Ehhez azonban **a költségvetési és a monetáris politika összehangolt működésére** van szükség. A monetáris politika elsősorban a gazdasági folyamatok finomszabályozására, a rövid távon változó körülményekre adott gyors válaszokra képes. A növekedés és a makrogazdasági egyensúly alakulásának hosszú távú trendjére azonban egyáltalán nem, vagy csak korlátozottan és jelentős reálgazdasági költségekkel hat.

A költségvetés ezzel szemben éves jellege és jogi kötöttségei miatt nem tud kellően gyorsan és rugalmasan reagálni a gazdasági folyamatok éven belüli változásaira, de meghatározó a befolyása a gazdaság hosszú távú fejlődésére. Ebből következően közép- és hosszú távon a gazdaság egyensúlyi pályán maradásának a záloga a körültekintő és prudens fiskális politika. Ez leginkább a költségvetés egyensúlyi mutatóinak folyamatos javítását, az államadósság növekvő futamidő melletti biztonságos finanszírozását és az állami devizaadósság arányának tartós csökkentését igényli. Minél gyorsabb fenntartható növekedésre törekszik a gazdaságpolitika, annál erőteljesebben kell szorgalmaznia a költségvetési hiány, az államadósság és az állami újraelosztás arányának további csökkentését, hogy a magánszektor forrásainak gyors növelését serkenthesse.

A költségvetési politika rövid távú rugalmatlansága miatt a gazdaságpolitikának az ésszerűség keretei között maximális biztonságra kell törekednie a költségvetés tervezésekor és megfelelő tartalékokkal kell rendelkeznie. Az aktuális költségvetési politikát **az államháztartás elsődleges egyenleg mutatója** jellemzi a legjobban. Fontos, hogy e mutató meghatározásakor a gazdaságpolitika tekintetbe vegye a bevételi és a kiadási tételeknek a gazdaság ciklikus növekedéséből fakadó természetes ingadozásait. A cél az, hogy a ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg legyen olyan mértékű, hogy az államadósság a GDP arányában tartósan - a magánszektor jövedelem-felhalmozó képessége, az ország külső adóssága és az infláció csökkentése szempontjából - a kívánatos szintre süllyedjen. Ez persze a fiskális politika mozgásterét is megnöveli, hiszen úgy nyílik lehetőség anticiklikus költségvetési politikára, hogy közben nem sérül az államadósság fenntarthatóságára vonatkozó követelmény. Így gyors növekedéskor az egyenleg javításával megelőzhető a gazdaság túlfűtötté válása, visszaesés esetén pedig a gazdaságpolitika nem kényszerül megszorításokkal ellensúlyozni az egyenlegnek a növekedés lassulása miatti romlását.

Az 1999-es költségvetés két százalékot meghaladó elsődleges többlete eleget tesz az államadósság fenntarthatósági követelményének és így összhangban van a gazdaságpolitika 1999-es növekedési, külső egyensúlyi és inflációs céljaival. A GDP 3,5-4 százalékának megfelelő teljes hiány és a hozzátartozó elsődleges többlet azonban jelenleg még **nem nyújt elégséges biztosítékot** az államadósság kívánt pályán tartására a növekedési ütem visszaesése esetén, mivel nagysága még nincs összhangban a bevételek és kiadások gazdasági ciklus szerinti kiigazításával.

A nemzetközi pénz- és tőkepiacokon 1997 ősze óta vissza-visszatérő zavaroknak vagyunk tanúi. A krízisek által érintett régiók általános tapasztalata, hogy a befektetők az eddigieknél nagyobb különbséget tesznek az egyes országok között, és nagyító alatt vizsgálják a gazdaságok fundamentális helyzetét (külső egyensúlyát, a reálárfolyamot, a költségvetési deficitet, stb.), valamint általános kockázati kitettségét (a devizaadósság nagyságát és futamidejét, a devizatartalékok szintjét). A hazai makrogazdasági folyamatokban valódi fordulatot hozott magával az 1995 tavaszán megkezdett stabilizáció, továbbá ugrásszerűen javította az ország és az állam egyensúlyi és adósságszolgálati mutatóit. A megszorító intézkedések vitathatatlanul súlyos gazdasági-társadalmi költséggel (reálbérek drasztikus csökkenése, fiskális kiigazítás, infláció átmeneti növekedése) jártak együtt, de a gazdaság fundamentumainak számottevő javításával a gazdaságpolitikai irányváltás megelőzte azt, hogy a stabilizációra a későbbi kedvezőtlen külső környezetben és még súlyosabb áldozatok árán kerüljön sor. A magyar gazdaság, a hazai tőkepiacok és a forint stabilitása visszaigazolta a korábbi kiigazítási program szükségességét 1997-98-ban, amikor a befektetők az országoként eltérő gyökerű krízisek miatt nemzetközi méretekben is elbizonytalanodtak, kockázat-vállalási hajlandóságukat pedig csökkentették.

A délkelet-ázsiai, az oroszországi, a latin-amerikai problémák és várhatóan továbbra is bizonytalan nemzetközi pénzügyi helyzet minden eddiginél jobban felértékeli a gazdaságpolitika cselekvési szabadságának és az ezt lehetővé tevő **tartalékoknak** a jelentőségét. A gazdaságpolitika számára a legalapvetőbb tartalékot a bevételeknek és ezen keresztül a költségvetés egyenlegének az ésszerűség keretei között maximális biztonságra törekvő tervezése biztosítja, beleértve a gazdaság ciklikus növekedéséből fakadó korrekciót is. Így kerülhet el a jövőben olyan helyzetek kialakulása, amikor a külső feltételek váratlan megváltozása a költségvetés elfogadott programjainak drasztikus módosítását vonja maga után.

A külső folyamatok bizonytalansága által megkövetelt nagyobb mozgásteret növeli a devizatartalékok megfelelően magas szintje és a Kincstár folyószámlájának elégséges egyenlege, amely az állampapír-értékesítés átmeneti problémái esetén is megfelelő finanszírozási tartalék a költségvetés kiadási előirányzatainak teljesítéséhez. Hasonlóan növeli a gazdaságpolitika mozgásterét a meglévő állami devizaadósság hosszú futamideje és a jövőben tovább csökkenő aránya, ugyanis - az egyensúlyi mutatók stabilitása mellett - ez segít abban, hogy megerősítse Magyarország pozícióját a jelenlegi befektetési kategóriában és elváljék a hazai piac megítélése a nemzetközi tőkepiac magyar gazdaságtól független eseményeitől. Az 1999-es költségvetésben szereplő, a korábbiaknál sokkal nagyobb általános tartalék lehetővé teszi a fiskális politika számára, hogy az előrejelzettnél kisebb gazdasági növekedésre vagy a külső egyensúly nem várt romlására rugalmasabban reagálhasson. Stabil külső egyensúly mellett akkor és olyan mértékben használható fel a tartalék, ha az államháztartás hiánya ezzel együtt is a törvényben rögzített mértéken belül marad.

Az elmúlt egy-másfél évtizedben **erőteljesen szigorodtak** a nemzetközi piacok és a befektetők által a gazdaságpolitikától megkövetelt normák. Ma már a globálisan integrálódott és tőkeerejükben megsokszorozódott piacok nem engedik meg az egyensúlytalanságok olyan fokát sem, amellyel a 90-es éveket megelőző évtizedekben még hosszabb-rövidebb ideig együtt élhettek gazdaságok. A kiigazítás kényszere persze korábban is megvolt, de az elmúlt évek tapasztalata éppen az, hogy a liberalizált, nyitott gazdaságokban a piac öntörvényű mozgásai ezt már hamarabb kikövetelik, sokszor már az egyensúlytalanságra utaló első jelek feltűnésekor. A világgazdasági integrációra szavazó gazdaságpolitikának pedig nem marad más választása, mint hogy elfogadja és saját célrendszerének szerves részévé teszi az ebből fakadó szigorúbb normákat és egyensúlyi követelményeket.

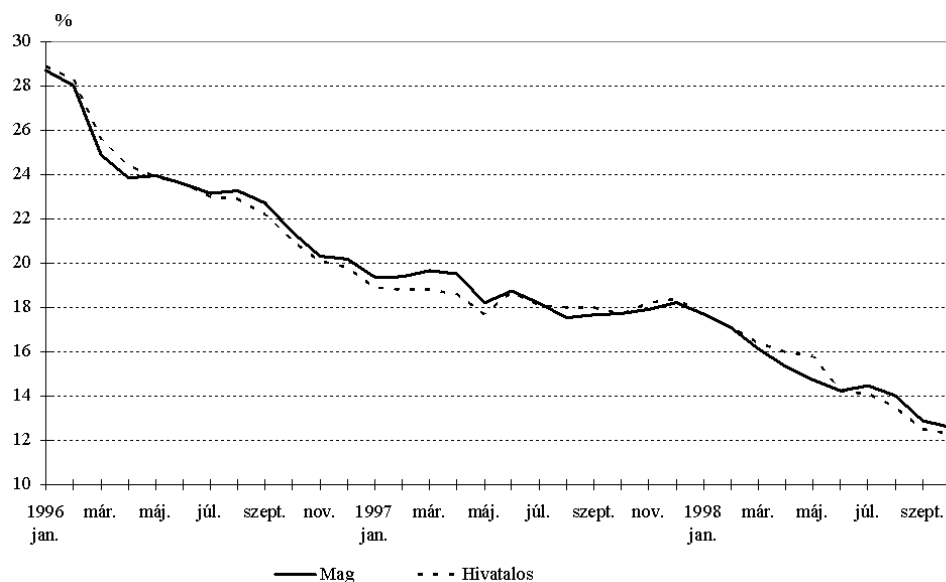
Árstabilitás fenntartható, dinamikus növekedés mellett

az infláció 1998. évi látványos csökkenésében fontos szerepet játszott a vártnál kisebb költségvetési hiány és a termelékenység további javulása, miközben az inflációra ható külső tényezők is kedvezően alakultak

Az 1998-as év inflációs folyamata kedvező képet mutat. A fogyasztói árindex októberi értéke (az előző év azonos hónapjára vetítve) több mint 6 százalékponttal csökkent 1997 decemberéhez képest. Az infláció jelentős csökkenésének megalapozottságát mutatja, hogy az MNB által számított, szezonálisan kiigazított maginfláció idősora - amely nem tartalmazza a különösen magas ingadozásokat okozó termékek árait (idényjellegű élelmiszerek, szilárd és cseppfolyós fűtőanyagok, járműüzemanyagok) - jól követi a teljes körű árindex idejű csökkenését.

A hivatalos fogyasztói árindex és a maginfláció

(előző év azonos hónapja = 100)



Az infláció csökkenésével párhuzamosan már nem csak a pénzpiaci szereplők, hanem a reálgazdaság résztvevőinek (munkavállalók, munkáltatók) **az inflációra vonatkozó várakozásai** is jelentékeny mértékben csökkentek, és igazodnak a gazdaságpolitika által reálisnak ítélt pályához. Az inflációs várakozások kedvező alakulása szükséges feltétele volt az infláció gyors mérséklődésének.

Az infláció és az inflációs várakozások csökkenésében fontos szerepe volt az államháztartási deficit kedvező alakulásának. A kisebb hiány keresleti oldalról mérsékelte a gazdaságban az inflációs nyomást. Ugyanakkor az immáron negyedik éve a tervezettnél megfelelően vagy annál még jobban javuló költségvetési egyenleg jelentékeny mértékben megnövelte a gazdaságpolitika egészének hitelességét. Fontos az is, hogy a folyamatos javulás (1995 kivételével) nem igényelt olyan eszközöket, amelyek kiugró mértékű költségoldali áremelkedéssel jártak volna együtt.

Mindeközben a továbbra is gyorsan javuló feldolgozóipari termelékenység következtében a fajlagos bérköltség-index alacsonyabb szintje még a tervezettnél valamivel gyorsabb nominális bérnövekedés ellenére sem jelentett költségoldalról inflációs veszélyt, ugyanakkor lehetővé tette a leértékelés ütemének további csökkentését anélkül, hogy ez kedvezőtlenül hatott volna a gazdaság versenyképességére. Az 1998-as dezinflációs folyamatot mindezek mellett a gazdaságpolitikától részben független külső tényezők is segítették. Ilyen volt az élelmiszereknek a kedvező időjárás és a nyomott világpiaci gabonaárak miatt átlagosnál mérsékeltebb áremelkedése és a nyersanyagárak – ezen belül is kiemelten a kőolaj – nemzetközi áresése, és ezzel részben összefüggésben a hazai energiaár-emelések 1997. évitől lényegesen elmaradó mértéke.

Az 1998-as jelentős inflációcsökkenés a gazdaságban meglévő - sokszor csak implicit - visszatekintő indexálás miatt a következő évek inflációs inerciáját is mérsékli. Az inflációs várakozások kedvező alakulását tükrözi, hogy a gazdaságban a nominális bérnövekedési ütem elmúlt években stabil 20 százalék feletti szintje, különösen a feldolgozóipar és a kereskedelem területén 1998 során érezhetően csökkent (az év végére várhatóan 18 százalék körüli szintre).

a költségvetési hiány és az államadósság további mérséklése alapfeltétele az infláció hosszú távú csökkentésének

Az infláció és az inflációs várakozások csökkentése szempontjából kitüntetett szerepe van a kiegyensúlyozott költségvetési helyzetnek, a csökkenő államadósságnak és a mérséklődő állami újraelosztásnak. A mérséklődő államháztartási hiány növeli a nemzetgazdaság nettó megtakarításait. Ezáltal javítja az ország külső egyensúlyi helyzetét, és csökkenti az eladósodottság mértékét. Kisebb hiány esetén mérséklődik az árakra nehezedő keresleti nyomás, ami különösen a gazdasági fellendülés esetén lehet jelentős. A kisebb államadósság pedig mérsékeli az állam által fizetett kamatprémiumot, ezáltal az egész gazdaságban érvényesülő reálkamatot.

Magyarországon az államháztartás kiadásainak GDP-arányos nagysága az elmúlt években jelentősen esett, de mértéke még mindig meghaladja a relatív fejlettségi szintünknek megfelelő értékét. Az állami redisztribúció további csökkentése - a hiány mérséklésével párhuzamosan - megnöveli a magánszektor számára elérhető forrásokat és jótékonyan hat a gazdaság növekedési lehetőségére.

Az államháztartás helyzetét rövid távon számottevően befolyásolja a gazdasági ciklus alakulása. A gazdasági fellendülés a bevételek növekedése és a szociális kiadások súlyának viszonylagos csökkenése révén kedvezően hat a költségvetési deficit mértékére, a gazdasági visszaesés vagy a növekedés lassulása ezzel szemben automatikusan a hiány növekedését okozza. A gazdaságpolitikának hosszú távon arra kell törekednie, hogy a bevételi és kiadási tételeknek a gazdasági ciklus hatásától megtisztított egyenlegét (strukturális egyenleg) egyensúlyban tartsa. Ez azért rendkívül fontos, mert ha gyors növekedés esetén a költségvetés a teljes egyenleget és nem az ekkor kedvezőtlenebb strukturális pozíciót figyelné, akkor egy váratlan gazdasági visszaeséskor megszorítónak kellene lennie a fiskális politikának. A növekedési ütem lassulásakor tehát nem nyílna lehetősége anticiklikus politika folytatására anélkül, hogy ne sérüljön az államadósság fenntarthatóságára, illetve a külső egyensúlyra vonatkozó követelmény.

Az államadósság GDP-hez viszonyított arányát számos tényező befolyásolja.

- Az első az államháztartás elsődleges egyenlege, amely az aktuális költségvetési politikát jellemzi.
- A második a korábban felhalmozott adósság növekedése, amely a fennálló adósságszint, a hosszú távú reálkamat és a gazdasági növekedés függvénye.
- A harmadik tényező pedig az államháztartás hiányán kívül megjelenő, az államadósság alakulását befolyásoló egyéb elemek összessége. Ilyenek az állami kezességvállalások, a bank- és adóskonzolidáció, a privatizáció, a pénzkibocsátásából realizált többletbevételek, továbbá a devizaadósságon elszenvedett árfolyamvesztés, illetve a forint le- vagy felértékelődéséből adódó pozitív vagy negatív átértékelési hatások.

az államadósság arányának csökkentése az államháztartás 2-2,5%-os GDP-arányos elsődleges többletét követeli meg

A hazai reálkamatláb az elkövetkező években várhatóan 3-6 százalék körül alakul majd, nagyjából összhangban a várható növekedési pályával. Mindezekben túlmenően figyelembe véve a forint (2-4%-ra feltételezett évi) reálfelértékelődésének hatását - csökkenő részarányú devizaadósság mellett - az államadósság arányának csökkentéséhez átlagosan a GDP-hez viszonyított 2-2,5 százalékos elsődleges többletre van szükség. Ez lehetővé teszi, hogy a GDP-arányos államadósság folyamatosan csökkenjen és tartósan az általában elfogadottnak tekintett 60 százalék alatt maradjon. Ez a magánszektor jövedelemtermelő képességét – és így a gazdaság növekedési potenciálját – jelentősen növelné, és közben az ország nemzetközi versenyképességét is tovább javítaná.

A jövő év végére várható 9 százalék körüli infláció mellett az államháztartás 1999-es 3,5-4 százalékos GDP-arányos folyó hiánya konzisztens a fenti követelménnyel, feltéve, hogy a belföldi megtakarítások és a tőkeáramlás alakulásában nem következik be rendkívüli változás. A hosszabb távon fenntartható költségvetési politika kialakítását ugyanakkor a jövőben az infrastrukturális beruházásokra vállalt több éves kötelezettségek korlátozhatják, így ezek megítélésénél nem csak az 1999-es, hanem az azt követő évek terheit is mérlegelni kell, és amennyiben ez már nem vállalható, a programok újragondolása vagy a folyó kiadások átalakítása is indokolt lehet.

A jövőbeli infláció alakulása szempontjából lényeges, hogy a termelés bővítése beleütközik-e a termelési tényezők (ezen belül is elsősorban a munkaerő) tekintetében olyan szűk keresztmetszetekbe, amely növelné a gazdaságban a keresletoldali inflációs nyomást. Ebből a szempontból elsődleges a foglalkoztatási szint mértéke, amely Magyarországon alacsony (46,9%-os). Így a KSH számításai szerint 7,5 százalékos - az EU-átlagnál kisebb - hazai munkanélküliség további csökkentése mellett is van még lehetőség a gazdasági növekedés időszakában a foglalkoztatás széles körű bővítésére.

a munkaerő- kínálat egyes részpiacokon már a gazdasági növekedés szűk keresztmetszetét jelentheti, miközben a gazdaságban még jelentősek a munkaerő-tartalékok

A munkaerő-kínálat korlátozottsága azonban viszonylag nagyfokú munkaerő-felesleg mellett is előfordulhat, amennyiben a munkaerő-kínálat struktúrája nem egyezik meg a munkaerő-kereslet összetételével. Magyarországon mind a szakmák és végzettségek, mind a területi elhelyezkedés szempontjából számottevő és növekvő mértékű differenciák figyelhetők meg a munkanélküliség tekintetében. Míg a felsőfokú végzettséggel rendelkezők munkanélküliségi rátája tartósan 2 százalék körül van, addig a legfeljebb általános iskolai végzettséggel rendelkezők körében a munkanélküliség közel 15 százalékos és időben növekvő. A munkanélküliség nagy regionális különbségei, a munkanélküliek kedvezőtlenebb iskolai végzettsége és a nemzetgazdaság ágazati struktúrájának átalakulása nagy mértékben hozzájárultak a tartós munkanélküliség kialakulásához. Ez azért jelent feszültséget, mert a munkaerőpiac ezen csoportja nagyrészt a gyors gazdasági növekedés időszakában sem jelent könnyen mozgósítható munkaerő-tartalékot.

A gazdasági növekedés szempontjából a munkaerő-kínálattal mint szűk keresztmetszettel feltételezhetőleg már találkozhatunk egyes részpiacokon, főként a Nyugat-Dunántúlon, illetve Budapesten, és elsősorban a magasabb végzettséget igénylő szakmák körében. Ezzel párhuzamosan azonban a közalkalmazotti és köztisztviselői körben még mindig számottevő munkaerő-tartalék található, mégpedig éppen a magasabb iskolai végzettségű szellemi foglalkozásúak esetében.

A bérek 1998 első félévében 20,2%-kal haladták meg 1997 hasonló időszakát. 1998 második félévében az év eleji dinamika fokozatos csökkenésének lehetünk tanúi, a dinamika az év második felében már 20 százalék alá került, és az év végére várhatóan 1,5-2 százalékponttal lesz magasabb a keresetek növekedése, mint az eredetileg tervezett.

A jövedelempolitika terén a gazdaságpolitika 1999. évi egyensúlyi céljai érdekében alapvető, hogy az átlagkeresetek és a nyugdíjak növekedése ne haladja meg a 13-14%-ot, hiszen az ennél lényegesen gyorsabb bérnövekedés nem csak az egyszámjegyű inflációs cél elérését veszélyeztetheti, hanem a fogyasztás magas importhányada miatt a külső egyensúly alakulása szempontjából is kedvezőtlen lenne.

a gazdaság a növekedés érett fázisába lépett

A magyar gazdaság 1996 második felében megindult növekedése 1998 első felében tovább folytatódott. A reálértéken számított GDP az 1997. évi 4,6 százalék után 1998 első és második negyedében az előző év azonos időszakához képest 4,9 és 5,3 százalékkal bővült. A GDP egyes komponensei közül 1996 első felében a nettó export bővülése meghatározóan járult hozzá a növekedéshez, ellensúlyozva a belföldi felhasználásnak a külső egyensúly javulásával párhuzamos jelentős visszaesését. 1996 harmadik negyedétől az export rendkívül gyors bővülése mellett a növekedés motorjának szerepét fokozatosan átvette az állóeszköz-felhalmozás növekedése. 1997 második felétől a növekedés kiegyensúlyozottabb lett és a beruházás mellett a lakossági fogyasztás vált a gazdaság bővülésének két legfontosabb forrásává, miközben az export emelkedése továbbra is fedezetet nyújtott a gazdaság növekvő importigényéhez.

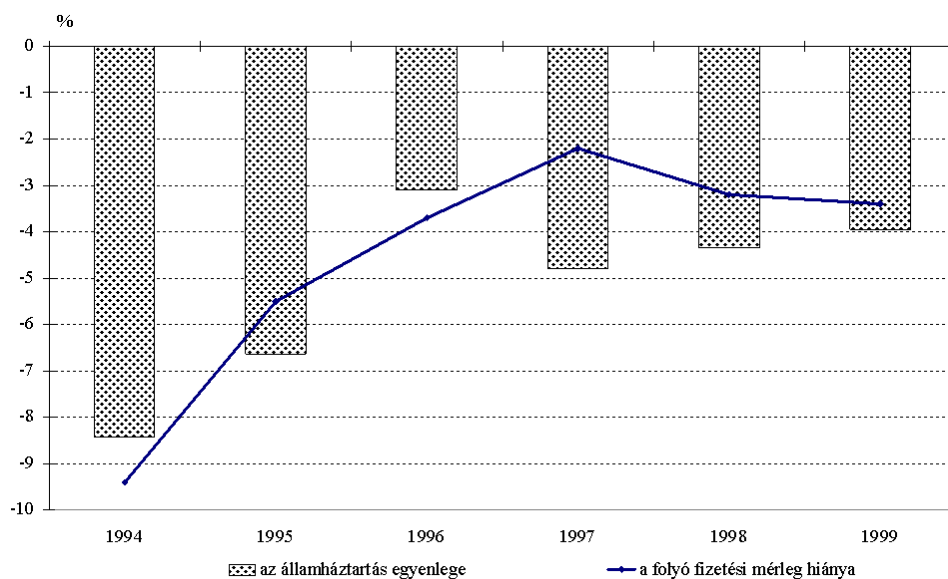
a jegybank a külső egyensúly stabilitása kapcsán 1996 óta arra törekszik, hogy a folyó fizetési mérleg éves hiánya ne haladja meg a 2 milliárd dollárt és a nettó külföldi adósság, illetve GDP-hez viszonyított aránya tovább csökkenjen

A jegybank a külső egyensúly stabilitása kapcsán 1996 óta arra törekszik, hogy a folyó fizetési mérleg éves hiánya ne haladja meg a 2 milliárd dollárt. A tartósan várható nem adósságeneráló külföldi tőkebeáramlás 1,5-2 milliárd dolláros mértéke mellett ez továbbra is lehetővé teszi a bruttó külföldi adósság GDP-arányos mérsékelt csökkentését. A folyó fizetési mérleg hiánya 1997-ben számos egyszeri tényező következtében kisebb lett, mint a várt, illetve a külső stabilitás szempontjából feltétlenül szükséges mérték. Ezzel szemben 1998-ban és 1999-ben a növekedés természetes importigénye, a külföldi tulajdonú cégek nyereségességével párhuzamosan növekvő profitrepatriálás és legfőbb külkereskedelmi partnereinknek az orosz válság következtében mérséklődő növekedési kilátásai miatt a folyó fizetési mérleg hiánya várhatóan felülmúlja az 1997. évi és mindkét évben 1,5-2 milliárd dollár között marad.

A belföldi jövedelemtulajdonosok nettó megtakarítói pozícióinak elemzéséből kiderül, hogy a folyó fizetési mérleg hiányában 1995 óta bekövetkezett fordulatban az államháztartás növekvő nettó megtakarítása (csökkenő hiánya) játszott meghatározó szerepet. (A költségvetési pozíció változását mintegy fél-egy év múlva követte a külső egyensúly hasonló irányú változása.) Ezt 1996 és 1998 első félévében a háztartások megemelkedett nettó megtakarításai is segítették, míg a vállalati szektor - az élénkülő beruházási aktivitása következtében - az időszak során végig erősödő nettó eladósodásával fékezte a külső egyensúlyi pozíció javulását. Ezen túlmenően azonban indokolt az óvatosság, mivel 1998 első

félévében az államháztartás nettó megtakarítói pozíciója az előző év első félévéhez képest enyhén romlott és ez kiegészülve a vállalati szektor megnőtt forrásbevonásával, a háztartások növekvő megtakarításai mellett is a nettó külföldi megtakarítói pozíciót (és ezzel együtt a folyó fizetési mérleg hiányát) növelte.

Az államháztartás egyenlege és a folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP százalékában)



Az elmúlt években a magyarországi tőkepiac érzékenysége, kifinomultsága rohamosan növekedett. A nagymértékben liberalizált pénz- és tőke mozgások lehetővé tették a külföldi befektetők számára, hogy magyarországi befektetéseiket regionális, vagy globális portfóliójuk részeként kezeljék. A koncentrált tőkepiacokon meghatározóvá vált nemzetközi befektetési kör reakciói jelentékeny szerepet játszanak a hazai tőkepiaci folyamatok alakításában. Ezzel együtt Magyarország adósság-állományának besorolását a nagy nemzetközi hitelminősítő intézetek mindegyike fokozatosan javította, így az 1996-ban először megszerzett befektetési minősítést követően az ország megerősítette pozícióját.

az 1999-es inflációs cél eléréséhez szükséges feltételek

Összefoglalóan elmondhatjuk, hogy 4-5%-os reálnövekedés és 2 Mrd dollárt meg nem haladó folyó fizetésimérleg-hiány mellett reális célkitűzés az 1999. év végi 9% körüli infláció elérése, ha a feltételezéseknek megfelelően

- az államháztartás teljes hiánya 1999-ben nem haladja meg a GDP 3,5-4%-át, az elsődleges többlete pedig eléri a GDP 2-2,5%-át,
- a nominális bérfolyás és a transzferek (nyugdíj) növekedése 13-14% körül alakul (ez a béreknél 2-3, a nyugdíjaknál 3-4 százalékos reálnövekedést jelent) és
- az Európai Unió növekedési kilátásai nem romlanak tovább számottevően (nem csökkennek 2-2,5 százalék alá), a tőkebeáramlás pedig a folyó fizetési mérleg hiánya körül alakul.

Ebben az esetben lehetőséget lát az MNB a forint havi átlagos leértékelési ütemének a januárt követő további csökkentésére is 1999-ben.

<i>Megtakarítási és felhalmozási ráták (folyó áron a GDP százalékában)</i>						
	1994	1995	1996	1997 előzetes	1998 várható	1999 prognózis
Bruttó megtakarítás	14,4	21,1	24,6	25,7	25,4	25,0
háztartások megtakarítása	9,9	10,7	12,7	12,3	12,0	11,9
államháztartás megtakarítása	-1,9	-2,3	-0,3	0,4	0,7	1,4
vállalati megtakarítás	6,4	12,7	12,1	13,0	12,7	11,7
Nettó tőkeáttörés						
háztartások	1,0	0,7	0,5	0,2	0,2	0,3
államháztartás	-1,4	-1,5	-0,9	-1,4	-1,3	-1,3
vállalat	0,4	0,8	0,4	1,2	1,1	1,0
Felhalmozások	22,2	23,9	26,8	27,2	28,3	28,1
háztartások beruházása	4,6	5,0	5,1	5,0	4,7	4,8
államháztartás beruházása	6,3	3,4	3,4	3,6	3,9	3,7
vállalati beruházás és készletfelhalmozás	11,4	15,6	18,3	18,7	19,7	19,6
Nettó megtakarítás	-7,8	-2,9	-2,3	-1,5	-2,9	-3,2
háztartások megtakarítása	6,3	6,5	8,2	7,5	7,5	7,4
államháztartás megtakarítása	-9,6	-7,3	-4,6	-4,6	-4,4	-3,6
vállalati megtakarítás	-4,6	-2,0	-5,8	-4,5	-6,0	-7,0
Folyó fizetési mérleg hiánya (milliárd dollár)	3,91	2,48	1,68	0,98	1,5 körül	2,0 maximum

**végző cél:
árstabilitás
fenntartható,
dinamikus
növekedés mellett**

A makrogazdasági egyensúly helyreállítását követően a gazdaságpolitika célja a hosszú távú egyensúlyi növekedési pálya elérése, és ennek keretein belül a monetáris politika – törvényben is rögzített feladatának megfelelően – **az infláció fenntartható csökkentését tekinti legfőbb céljának**. A fenntartható inflációscsökkenés kifejezés a végző célt - az infláció csökkentését - a külső egyensúllyal és a gazdasági növekedéssel való összefüggései között értelmezi.

A külső egyensúlyra vonatkozó jegybanki célok közül az árfolyamrendszer fenntartása a legközvetlenebb, amely a monetáris politika egészének hitelessége szempontjából is rendkívül fontos. Ennek eléréséhez olyan célok tartoznak, amelyek a GDP-arányos adósságmutatónak, a versenyképességnek (reálárfolyam) és a folyó fizetési mérlegnek a gazdaság hosszú távú makrogazdasági pályájával összhangban álló szintjét jelentik.

**kismértékű
reál-felértékelődés,
az adósságmutatók
GDP-arányos
javítása, a
devizatartalékok
megfelelő szintje
jelentik a jegybank
főbb külső
egyensúlyi céljait**

A gazdasági felzárkózás folyamán elkerülhetetlen, a termelékenység növekedésével az egyensúlyi árfolyam reálértékelődése, amit a reálárfolyamnak is követnie kell. Ez számításaink alapján középtávon évi 2-4 százalékos reálértékelődést jelenthet. A jegybank azonban el szeretné kerülni az ennél drasztikusabb, tartós reálértékelődést. A külső adósságra – különösen az állam devizaadósságára – vonatkozó mutatók súlya a jegybank célfüggvényében még mindig különbözik a fejlett országok gyakorlatától, ami a múlt örökségének tekinthető. 1995 óta az adósságmutatók jelentősen javultak, és – bár középtávon olyan mértékű javulás elérésére kell törekedni, amely a változó nemzetközi helyzet függvényében is minden szempontból megnyugtató – ma már nincs szükség az adósságmutatók gyors és drasztikus javítására. A jövőben is el kell azonban kerülni a devizaadósság GDP-arányos növekedését.

Fontosabb adósságszolgálati mutatók %

	1994 ¹	1995	1996	1997	1998 ²	1999 ²
Bruttó külső adósság ³ /GDP	66,7	68,4	57,3	48,0	44-46	44-46
Nettó külső adósság ³ /GDP	43,7	34,1	28,0	20,6	14-18	12-16
Adósságszolgálat/export	42,5	39,1	33,9	25,3	20-22	14-18
Nettó kamatszolgálat/export	12,0	9,3	6,1	3,9	3,4-3,8	3-3,5
Nettó külső adósság ³ /összes dev. bev.	157,3	83,8	62,4	36,4	25-30	22-26
Nettó kamatkiadás (millió dollár)	1286	1589	1177	952	800-900	750-850

1. csak konvertibilis devizákban
2. előrejelzés
3. devizában, tulajdonosi hitelek nélkül

Nehéz egyetlen számba sűríteni a külső egyensúlyra vonatkozó célt, de az elemzéseink azt támasztják alá, hogy a külső egyensúly szintje fundamentális mutatók (reálárfolyam, folyó fizetésimérleg-hiány) alapján stabilnak tekinthető. Amennyiben nagymértékű nemzetközi pénzügyi bizonytalanság vagy bármely más ok miatt a folyó fizetési mérleg jelentős romlást mutatna, az MNB határozott lépéseket tenne a folyamat megállítására – ennyiben a külső egyensúlyra vonatkozó cél továbbra is elsődleges fontosságú cél marad. Az árfolyamrendszer védelme érdekében az MNB rákényszerülhet az előrettekintő reálkamat emelésére – a kamatcsökkentések ütemének lassításával vagy átmenetileg kamatemeléssel –, ebben az esetben a magasabb kamatszint miatti esetleges növekedési áldozatot is vállalja. A magasabb reálkamat - amelyet a forint elvárt prémiumának emelkedése tenne szükségessé - ilyenkor mind az inflációra, mind a külső egyensúlyra vonatkozó jegybanki céllal összhangban lenne. A magasabb reálkamatok ugyanis megnövelik a háztartások megtakarítási hajlandóságát és mérséklék a vállalatok és a lakosság hitelfelvételét. Ennek következtében egyrészt csökken a belföldi kereslet növekedési üteme, amely kedvező az inflációra, másrészt kedvezőbb lesz az egyes jövedelem-tulajdonosok és ezáltal a nemzetgazdaság egészének nettó megtakarítói

pozíciója, ez pedig a külső egyensúly javulását eredményezi.

a jegybank a fenntartható gazdasági növekedéshez nem a kereslet mesterséges élénkítésével, hanem a magas inflációból fakadó költségek csökkentésével járulhat hozzá

A gazdaságpolitika elsődleges célja a fenntartható és gyors gazdasági növekedés, amely lehetővé teszi a foglalkoztatottság növelését, az életszínvonal emelését és a fejlett országokhoz történő gazdasági felzárkózást. A jegybank a fenntartható gazdasági növekedés eléréséhez nem a kereslet mesterséges élénkítésével járulhat hozzá, hanem a magas inflációból fakadó társadalmi és gazdasági költségek csökkentése útján. Ennek során azonban figyelemmel kell lennie a infláció-csökkentés reálgazdasági költségeire is, amelyek jelentősek is lehetnek, különösen ha az antiinflációs politika nem hiteles.

Az optimális makrogazdasági pálya kialakítása így feltételezi a magas infláció, illetve a dezinfláció miatt bekövetkező növekedés-csökkenés közötti átváltási arány körültekintő mérlegelését, figyelembe véve, hogy az infláció csökkentéséből származó nyereség állandó, míg a dezinfláció költsége átmenetileg jelentkezik. Az infláció mérséklését célul kitűző gazdaságpolitika általános problémája, hogy a gazdasági szereplők lassan tanulnak és bizalmatlanok a monetáris politika prioritás-váltását illetően. A monetáris politikának az a feladata, hogy olyan lépésekben járuljon hozzá az infláció csökkenéséhez, amely egyrészt elégséges ahhoz, hogy a várakozásokat a kívánatos irányba módosítsa, másrészt nem túlzottan nagy a társadalom által várható képest, azaz nem vezet érdemi növekedési áldozathoz. Az "elégséges", illetve "túlzott" inflációcsökkentés a várakozások alkalmazkodásának sebességétől függ és a magyarországi jelen helyzetben az infláció mérséklésének fokozatosságát, de egyben folytonosságát igényli.

A kutatóintézetek és az MNB inflációs prognózisainak összehasonlítása

%

éves átlag	1995	1996	1997	1998	1999
Kutatóintézetek ¹	28-33	20-25	19-21	14,5-15,2	10,5-12
MNB ²	26,5-28	19-21	18	13-14	10-11
Tény	28,2	23,6	18,3	14,5 ³	–
dec./dec.	1995	1996	1997	1998	1999
MNB ²	24-28	16-19	kb. 17	12-13	kb. 9
Tény	28,3	19,8	18,4	12 alatt ³	–

1. Év eleji prognózisok (kivéve 1995: a stabilizációs csomag utáni első prognózisok)

2. 1995 az MNB belső prognózisa, a többi a Monetáris Politikai Irányelvekben közölt számok

3. MNB 1998. őszi prognózis

a nominális árfolyamra vonatkozó cél teremt kapcsolatot az operatív célok és a végső cél között

A monetáris politika végső céljára - az inflációra - nem képes közvetlenül hatást kifejteni, ezért annak elérését valamely közbenső cél kiválasztásával valósítja meg. A közbülső cél szoros kapcsolatban áll a végső céllal, de a jegybank közvetlenebbül képes hatni rá. A közbenső célnak kellően egyszerűnek, megfigyelhetőnek és előre jelezhetőnek kell lennie, hogy a gazdasági szereplők megértsék és nyomon követhessék, ez teremt meg egyben a célrendszer létfontosságú hitelességét is. Bár a nemzetközi és a történeti tapasztalatok számos potenciális közbenső célra mutatnak rá, a magyar gazdaság helyzetéből kifolyólag a fenti követelményeknek jelenleg leginkább az árfolyam felel meg. Ennek köszönhetően a kétszintű bankrendszer megszületése óta a jegybank végig az árfolyamot használta közbenső célként. A nominális árfolyam – illetve árfolyampálya – rögzítése közvetlenül befolyásolja a külkereskedelmi forgalomba kerülő áruk árát, ha az árfolyamcél hiteles, akkor pedig az inflációs várakozások is fokozatosan a horgonyvaluta inflációs szintjéhez közelítenek.

a csúszó leértékeléses árfolyam-rendszer vissza-igazolta a hozzáfűzött reményeket

Az 1995 márciusában bevezetett csúszó leértékeléses árfolyamrendszer lehetővé tette a gazdaságpolitika számára, hogy amennyire csak lehet, összehangolja a gazdasági növekedésre és az inflációra vonatkozó céljait. A leértékelési ütem előre meghirdetésével és az árfolyam nominális horgonyként történő felhasználásával lehetőség nyílt az infláció fokozatos csökkentésére, amit a fiskális és a jövedelempolitika is támogatott. A leértékelési ütem meghirdetése segített a várakozások előretekintő jellegének kialakításában. A szigorú fiskális és jövedelempolitika előmozdította azt, hogy a radikális stabilizációs intézkedések bevezetése után az infláció még a költségoldali nyomás által indokolt mértékig se emelkedjék, majd gyors csökkenésnek induljon. A gazdaságpolitika hitelességét ez növelte. A stabilizációnak és az árfolyamrendszer fenntartásának köszönhetően a belföldi prémium lecsökkent és ez nagyban hozzájárult a növekedés felgyorsulásához, egyrészt a kamatszint csökkenése, másrészt a költségvetési hiány javítása révén.

A jelenlegi árfolyamrendszer előnyeit, hátrányait és működésének kockázati tényezőit folyamatosan értékelni kell, hiszen csak ennek nyomán dönthető el, hogy mennyiben és meddig érdemes a jövőben is fenntartani. Amennyiben a leértékelési ütem csökkentésének bejelentése kellő idővel előre történik, és konzisztens a monetáris, fiskális és jövedelempolitika által követett inflációs céllal, a jelenlegi árfolyamrendszer elősegítheti az inflációs várakozások letörését, és hatékony dezinflációs eszköznek bizonyulhat. Ekkor néhány éven belül lehetővé válhat a forint euróhoz rögzítése. (Ez nem tévesztendő össze a valutakosár összetételének technikai jellegű megváltoztatásával, a német márka euróra történő cseréjével.) Ennek forgatókönyve a leértékelési ütem átlagosan félévente történő mérséklését, és a fiskális politika tovább javuló pozíciója mellett az infláció évi 2-4 százalékpontos csökkenését tartalmazza, amely néhány éven belül ténylegesen lehetővé teheti az árfolyam rögzítését. Az árfolyamrendszer tehát a meglévő formájában is fenntartható és az általunk ismert jelenlegi feltételek mellett az MNB nem tartja szükségesnek, hogy az árfolyam ingadozási sávjának megváltoztatását kezdeményezze.

**a jegybanki
kamatpolitika kettős
célja: a szükségesnek
ítélt belföldi
reálkamatok és az
árfolyam
szempontjából
megfelelő
kamatprémium
biztosítása**

A jegybank kamatpolitikájának alakításában kettős célnak igyekszik megfelelni. Az MNB egyrészt a piaci hozamok alakulását követő kamatlépéseivel a reálkamatok olyan szintjének fenntartására törekszik, amely biztosítja a megtakarítások - a külső egyensúly és az infláció csökkentése szempontjából - elégséges alakulását. Az árfolyamrendszer jellegéből következően pedig arra törekszik, hogy a hazai kamatok alakulása igazodjék a bejelentett leértékelési ütem, a külföldi kamatok és a külföldi befektetők magyarországi befektetéseiktől hosszú távon elvárt kockázati prémium mértékéhez. Amikor a jegybank belföldi kamatcéljai nem estek egybe a külföldiek által megkövetelt kockázati felárban a nemzetközi folyamatok hatására átmenetileg bekövetkezett változással, a forint elmozdult a meghirdetett árfolyamsávon belül, illetve a sáv valamelyik szélén intervenciós vásárlásra kényszerítette az MNB-t.

A pénz- és tőkepiacok liberalizálásával a belföldi és külföldi kamatok közötti kapcsolat a fedezetlen kamatparitás által meghatározott módon szorosabbá vált, a kamatpolitika mozgástere ezáltal szűkült. A belföldi kamatok a valutakosár arányában számolt külföldi kamatok és a forint várható árfolyam-változása által meghatározott paritásos értéktől csak az árfolyam- és az országgkockázat mértékéig térhetnek el, ellenkező esetben tömeges devizaátváltásra kerülne sor, amely az árfolyam vagy a hazai kamatok megváltoztatásával végső soron helyreállítaná az egyensúlyt. Ezek a kötöttségek függetlenek az árfolyamrendszer jellegétől, a különbség csak az, hogy egy kvázi fix árfolyamrendszerben a gazdaságpolitika részterületeitől megkövetelt összhang sokkal explicitebb azáltal, hogy a nominális árfolyam rövid távú mozgásai a bejelentett árfolyampálya által behatárolt.

1997 nyara óta a délkelet-ázsiai régió modern gazdaságtörténetének legsúlyosabb válságát éli, és még ma sem lehet egyértelműen megmondani, hogy túljutott-e a mélypontra. A délkelet-ázsiai régióválságot tovább súlyosbították a világ második legnagyobb gazdaságát, Japánt érintő problémák. A háború óta legmélyebb recesszióját élő Japán bankrendszere komoly problémákkal küzd: az állam becslések szerint 500 milliárd dollárt kényszerül költeni a csődbe jutott pénzügyintézetekre. A defláció szélén táncoló gazdaság talpra állításához azonban sem a kormányzat gazdaságélénkítő programjait, sem a jen rendkívüli gyengülését, sem a nominális kamatok nullához közeli szintjét nem tartják egyelőre elégségesnek a független gazdasági elemzők.

Kínát eddig elkerülte a válság, ami főként gazdaságának viszonylagos zártságával függ össze. A térség kisebb országainak sorozatos leértékelései és a jen jelentős értékvesztése azonban felvetette a jüan devalválásának a lehetőségét is, amelyet csak fokoznak az utóbbi évtizedek legsúlyosabb áradása okozta problémák. Hasonlóan a japán pénzügyi válság elmélyüléséhez, a kínai valuta leértékelése az a másik potenciális csatorna, amelyen keresztül a térség krízise kiszélesedhet a világgazdaság egészére. A délkelet-ázsiai események tovaterjedő hatása leginkább az elmúlt években sikeres stabilizációt végrehajtó, de még mindig törékeny brazil gazdaságot és az elhúzódó válsággal küzdő Oroszországot sújtotta. Az orosz gazdaság a korábbi évek súlyos recessziója után épp az elmúlt időszakban váltott szerény növekedésbe. Ez a növekedés azonban igen kedvezőtlen egyensúlyi mutatókkal rendelkezett.

Magyarországot a nemzetközi válság a külföldi befektetők általános kockázatvállalási hajlandóságának megváltozásán keresztül érintette

A nemzetközi válság általában megnövelte az egyes piacok kockázatát a befektetők szemében, de a korábbi pénzügyi krízisektől eltérően a külföldi befektetők élesebb különbségeket húznak az országok megítélése között aszerint, hogy melyik gazdaság tűnik sebezhetőbbnek. Magyarországot, bár a térség egyik legstabilabb gazdaságának tartják és az ország nem kötődik szorosan a nemzetközi krízis által sújtott gazdaságokhoz, a megrázkódtatások a külföldi befektetők általános kockázat-vállalási hajlandóságának megváltozásán keresztül érintették.

1997. október-novemberben a délkelet-ázsiai krízis a jegybank addigi devizavásárlásainak két hónapig tartó leállítását és az árfolyam átmeneti és mérsékelt sávon belüli leértékelődését váltotta ki. Miután 1998 elejére a nemzetközi helyzet átmenetileg konszolidálódott, a vártnál kedvezőbb külső pozíció és versenyképesség alakulása egy, a korábbinál felértékeltebb nominális árfolyam lehetőségét valószínűsítette a piac számára. Az ennek hatására kialakult felértékelési várakozás különösen márciustól vált intenzívvé, amikor a piaci szereplők a jegybanki árfolyampolitika megváltoztatására számítottak. Ez vagy a csúszó leértékelés ütemének drasztikus csökkentésével, vagy az árfolyam lebegési sávjának kiszélesítésén keresztül valósult volna meg. Az MNB a gazdasági folyamatok alakulását kedvezőnek ítélte meg, de a reálárfolyam nagymértékű felértékelődését - különös tekintettel a továbbra is bizonytalan nemzetközi környezetre - nem tartotta kívánatosnak. Így az árfolyamra nehezedő nyomásra a jegybank eleinte az erős oldalon végrehajtott intervencióval reagált, majd áprilistól (az MNB-kötvény kamatjegyzésének felfüggesztésével) utat engedett a hozamok gyorsabb mérséklődésének. A lépés a hozamgörbe teljes spektrumán a kamatok azonnali esését okozta, áprilisban összesen mintegy 100-150 bázisponttal.

1998. május-júniusban az országgyűlési választások okozta átmeneti bizonytalanság, kiegészülve az oroszországi kezdődő problémákkal a forint ismételt gyengüléséhez vezetett. A belpolitikai bizonytalanságok elmúltával a befektetői bizalom visszatért, a külföldiek állampapír- vásárlásai folytatódtak és az árfolyam júliusban sávon belül ismét megerősödött, bár az erős sávszéli intervenció pontot már nem érte el. Ezt követően augusztusban azonban az elmélyülő orosz pénzügyi válság minden korábbinál erősebb eladási nyomást jelentett a forintra. A megnőtt bizonytalanság, a lecsökkent hozamprémium és nem utolsósorban a fejlődő piacokon elszenvedett veszteségek kompenzálásának igénye a külföldi befektetők számottevő részét arra ösztönözte, hogy kivonja tőkéjének egy részét az állampapírpiacon és kisebb mértékben a részvénytőzsdéről. A forint árfolyama ennek hatására a sáv gyenge széléig süllyedt, ahol jelentős devizaeladásra és szeptember végén az irányadó kamatok 1 százalékpontos megemelésére kényszerítette az MNB-t. A megemelkedett forinthatározások és a leértékelési ütem (október 1-jén életbe lépett) 0,1 százalékpontos csökkentése jelentősen megnövelte a forint- befektetések külföldi (dollár-márka) kamatokkal szemben várható prémiumát. Ennek és a nemzetközi folyamatok konszolidálódásának hatására végül a forinteladás október közepére fokozatosan megszűnt és az árfolyam a sávon belül újra megerősödött.

A három hónapos állampapír-piaci hozam reálkamata 1997 októbere óta a monetáris politika szándékától függetlenül enyhén emelkedett, amely júliusig elsősorban az infláció vártnál gyorsabb mérséklődésének - amelyet a nominális kamatok számottevő csökkenése sem tudott ellensúlyozni -, szeptemberben pedig a nemzetközi tőkepiaci bizonytalanság hatására megemelkedett nominális hozamoknak a következménye volt. A monetáris politika szigorúsága hozzájárult az infláció csökkentéséhez, és a nemzetközi bizonytalanságok közepette is erősítette a külföldi befektetők forintba vetett bizalmát.

A reálárfolyam 1995 áprilisa óta folyamatosan tartó felértékelődése 1998 elejétől kezdve megtört, és az év első felében enyhe reál-leértékelődés ment végbe, amelyet a forint árfolyamának augusztusi sávon belüli gyengülése is tovább erősített. Figyelembe véve, hogy Magyarországon a gazdasági felzárkózás idején az egyensúlyi reálárfolyam fokozatos enyhe felértékelődése várható, a tényleges árfolyamalakulás pótlólagos ösztönzést nyújtott a hazai exportszektor számára és kedvezően járult hozzá a külső egyensúly és a növekedés alakulásához.

a jegybank sterilizálta devizapiaci intervencióit

A jegybank devizavásárlása során kibocsátott likviditás alakulását (intervenció) szorosan követte a betéti konstrukciókon és az MNB- kötvényen lekötött likviditás állományának alakulása (sterilizáció), így a két hatás eredőjeként a gazdaságban lévő jegybankpénz-mennyiség csak jóval kisebb mértékben változott. Az aggregátum éves reálnövekedési üteme 1998 első négy hónapjában (a jelentős deviza-beáramlás idején) csupán csekély mértékben emelkedett, májusban pedig 5 százalékon tetőzött, majd az ezt követő két hónapban is csak 3-4 százalékkal haladta meg az előző év azonos hónapjában mértet. A jegybankpénz-mennyiség ilyen mértékű bővülése a monetáris kondíciók szempontjából semlegesnek tekinthető, hiszen összhangban áll a GDP 1998-ra várható 5 százalék körüli reálnövekedésével.

a pénzágregátumok növekedése összhangban van a gazdasági növekedéssel és az infláció csökkenésével

Az M1 reálnövekedése – tekintve, hogy a pénzkategória a gazdasági szereplők legkönnyebben mozgósítható megtakarításait tartalmazza – kiemelt figyelmet érdemel, mert az aggregált kereslet és ezzel az infláció várható alakulását vetítheti előre. 1998 eddig eltelt időszakában az M1 növekedése meghaladja mind az elmúlt évekre jellemző ütemét, mind a nominális GDP bővülését, ez azonban egyelőre úgy tűnik, hogy egy-egy megugró, majd magasabb szinten megállapodó rész-aggregátumnak tudható be, és nem egy állandó folyamatot takar. Az M1 alkotóelemeinek vizsgálata alátámasztja, hogy a pénzmennyiség forgási sebességének csökkenése a gazdaság monetizálódásának a következménye: a termelés bővülése és a fogyasztás emelkedése kapcsán megnőtt tranzakciós pénzkereslettel és az infláció mérséklődése miatt az M1-nek a kevésbé likvid pénzügyi eszközökhöz képesti relatív hozamkülönbségének csökkenésével hozható összefüggésbe.

A bankrendszer idegen forrásait jelentő M3 növekedési üteme összhangban van a nominális GDP bővülésével. Az alkotóelemeit vizsgálva feltűnő, hogy a lekötött betétállomány aránya és ezzel együtt a lakosság pénzügyi megtakarításaiban betöltött szerepe 1996 eleje óta folyamatosan csökken. Az ennél is tágabb pénz-aggregátum, az M4 M3-at meghaladó növekedési üteme a lakosság kezén lévő állampapírok térnyerésének tudható be. Az utóbbi időben elterjedt alternatív befektetési-megtakarítási formák (pl. nyíltvégű befektetési alapok) azonban mérsékeltek növekedési ütemét és a jövőben is az M4 bővülésének lassulására lehet számítani.

a bankrendszer a legerősebb közvetítő a jegybank és a reálgazdaság között

A bankszektor továbbra is a legerősebb közvetítő láncszem a jegybank és a reálgazdaság között. Éppen ezért a bankrendszer méretében és struktúrájában végbemenő változások a monetáris politika számára elsősorban abból a szempontból érdemelnek figyelmet, hogy hogyan befolyásolják a monetáris transzmisszió hatékonyságát, a jegybanki lépések és az erre adott reálgazdasági változások összhangját.

A jegybanki lépések hatókörét növelte, hogy 1997. után 1998-ban is nőtt a bankrendszer GDP-arányos mérlegfőösszege, valamelyest mérséklődő ütemben, de tovább bővült mind a forgóeszköz-, mind a beruházási hitelek állománya. Fontos tendencia a lakossági hitelezés újrakedése. Itt a teljes állomány egyelőre még csökken, de ez az ingatlan-hitelek kifutása és a fogyasztási hitelek összességében még mindig alacsony szintű, de gyors növekedésének eredőjeként áll elő. A vállalatok által belföldről és külföldről felvett hitelek állományán belül 1997-hez hasonlóan 1998-ban is csökkent a devizahitelek részaránya. Ez részben a forint kamatprémiuma csökkenésének, részben pedig annak tudható be, hogy a magyar hitelpiac "mélysége" növekedett, a konzorciális hitelezés terjedésével a korábbiaknál nagyobb összegben és hosszabb lejáratra tudtak a vállalatok forintban hitelt felvenni, nem kényszerültek arra, hogy külföldi intézményekhez forduljanak.

A jegybanki kamatlépésekre adott gyorsabb reakciót segíti a bankrendszer koncentráltóságának 1996 óta tartó csökkenése, amely során a közép-bankok tovább növelték piaci részesedésüket. A vállalati hitelezésben az éleződő versenyre enged következtetni, hogy 1998 első félévében – az 1997-ben tapasztalhatóhoz hasonlóan – a hitelkamatoknak a betéti kamatokét meghaladó csökkenése következtében tovább szűkült a kamatrés. A lakossági forrásgyűjtés terén ugyanakkor az erős koncentráltóság és gyenge verseny következtében továbbra is magas kamatrés 1998-ban még tovább emelkedett, és már lényegesen magasabb, mint a vállalatok esetében. A verseny erősödését ezen a téren a nem banki megtakarítási formák, különösképpen a befektetési jegyek és az állampapírok térnyerése jelentheti.

a monetáris politika eszköz-tára alapvetően hasonlít a fejlett országokban alkalmazot-takhoz

A kilencvenes évek végére Magyarországon kialakult monetáris politikai eszköztár alapvetően hasonlít a fejlett pénzügyi piacokon, fejlett pénzügyi intézményrendszer keretei között alkalmazott jegybanki eszköztárakhoz. Ugyanakkor a monetáris politika eltérő keretfeltételei és feladatai miatt – tartós sterilizáció, reálhozamok megfelelő szinten tartása – az eszközök alkalmazása és kondíciói tekintetében továbbra is vannak kisebb különbségek.

1998-ban a jegybanki eszköztárban több komolyabb módosítás is történt. Március végén felfüggesztésre került az MNB-kötvény előre meghirdetett kamat melletti rendelkezésre állása, és április 24-től bevezetésre került a kötvény kéthetenkénti mennyiségi aukciója. Augusztus 15-én megszűnt az egyhetes aktív és passzív repo, valamint az egyhetes betéti konstrukció, lényegesen szűkült a jegybank egynapos (O/N) hitel és betét kamatai közötti különbség, a kamatfolyosó és az 1 hónapos betét esetében a korábbi folytonos rendelkezésre állást a kezdetben heti kétszeri, szakaszos rendelkezésre állás (lényegében kamattender) váltotta fel. Végül szeptember 1-jétől 2 hétről 1 hónapra módosult a tartalékolási periódus hossza, amely lehetővé teszi, hogy a banki likviditás-menedzsment könnyebben kezelhesse az adófizetések miatti hónapon belüli likviditási ciklust.

az eszköztár további fejlesztése olyan rendszer elérését tűzi ki célul, amely mind strukturális likviditáshiány, mind -többlet esetén egyaránt hatékonyan működik

A monetáris politika eszköztárában augusztus 15-én, illetve szeptember 1-jén végrehajtott változtatások célja a bankok aktívabb és jobb likviditás-menedzselésének elősegítése és a monetáris politika hatékonyabb működésének biztosítása volt. A monetáris eszköztár további lehetséges fejlesztésénél is szem előtt kell tartani a fokozatos közelítést egy olyan rendszerhez, amely a bankrendszerre az elmúlt évekre jellemző likviditási többlet megváltozása után is biztosítja a monetáris politika hatékony működését. Az eszköztárral kapcsolatos elképzelések között szerepel az O/N kamatfolyosó további fokozatos szűkítése, az 1 hónapos betét tenderré alakítása és futamidejének rövidítése, valamint az 1 napon belül lebonyolítható hitel- és betétoldali gyorstender feltételeinek kialakítása.

Az O/N kamat jegyzésével (aktívoldali repo és passzívoldali betét, előre meghirdetett kamaton, rendelkezésre állás jelleggel) az MNB kamatfolyosót tart fenn, amellyel mérsékeli a legrövidebb lejáratú bankközi kamatok átmeneti likviditáshiány, illetve -többlet miatti szélsőséges ingadozásait. A bankközi kamat esetenként felfelé kitörhet a folyosóból, mivel az aktív repo mennyiségileg korlátozott (repokeret), az O/N bankközi kamat abszolút felső határát ilyenkor a keret-kiegészítő repo kamata jelenti. A legrövidebb lejáratú bankközi kamatok ingadozásának csökkentése érdekében a közeljövőben az O/N kamatfolyosó további fokozatos szűkítése kívánatos, amely során az egynapos jegybanki aktív és passzív kamat továbbra is szimmetrikus marad az MNB irányadó kamatára.

Az MNB irányadó kamata az egyhónapos betéti kamat

Az egyhónapos betét a jegybank irányadó kamata. A monetáris politika transzmissziós mechanizmusának ez jelenti a leghatékonyabb és a piaci szereplők által leginkább figyelt eszközt. A pénzpiac fejlődésével párhuzamosan az MNB – a legrövidebb (O/N) lejárat kivételével – megszüntette a rögzített kamatok melletti folyamatos rendelkezésre állás gyakorlatát. Az 1 hónapos betéti konstrukció esetében az első lépést az előre meghirdetett kamat melletti szakaszos rendelkezésre állásra történő áttérés jelentette. Ez a lépés úgy csökkentette az MNB számára a rendelkezésre állás kööttségeit, hogy – a mennyiség korlátlan elfogadása és az aukciók gyakorisága miatt – nem veszített a kamatbefolyásolás hatékonyságából. Ez a megoldás gyakorlatilag kamattenderként is felfogható, és átmenetet képez a korábbi folyamatos rendelkezésre állás és a valódi tender között.

Az 1 hónapos betéti konstrukció esetében az MNB nyilvánosan bejelentette, hogy a hetente két alkalommal történő rendelkezésre állás helyett rövid időn belül már csak heti egy alkalommal áll a meghirdetett kamaton a bankok rendelkezésére. További apró módosítást jelenthet, ha a szakaszos rendelkezésre állás helyett kifejezetten kamattendert hirdet meg a jegybank. Formailag az 1 hónapos betéti konstrukció tenderré válna, amely mind kamattender, mind mennyiségi tender formájában kiírható – az MNB megítélésétől függően, kezdetben azonban csak kamattender kerülne kiírásra. Az irányadó betéti konstrukcióval kapcsolatos másik jegybanki elképzelés a futamidő rövidítése. Az irányadó fix kamattal a jegybanknak arra kell törekednie, hogy piaci kamatalakulást hosszabb futamidőn kevésbé direkt módon befolyásolja. Mivel az MNB-re nehezedő sterilizációs nyomás tartósan csökkent és az állomány egy része leépült, illetve átstrukturálódott a hosszabb lejáratú MNB-kötvénybe, időszerűvé válthat az egyhónapos betét futamidejének 2 hetesre csökkentése.

Hosszabb futamidőn a jelenlegi eszköz az egyéves (364 napos) futamidejű MNB-kötvény, amelyet a jegybank hosszabb távú likviditás-szabályozási célok érdekében használ. A kötvény 1998. április 24. óta kéthetente, mennyiségi aukciókon kerül értékesítésre, ahol a felajánlott mennyiséget az MNB aukciónként határozza meg. Ettől a beérkezett ajánlatok függvényében +/- 25 százalékkal tér csak el. A hozam így a piaci ajánlatok függvényében alakul, azt az MNB csak részlegesen és közvetetten befolyásolhatja a mennyiség meghatározásával és utólagos módosításával. A folyamatos eladásról való áttéréssel a jegybank kamatcélja az egyéves futamidőn közvetettebbé vált. Az MNB-kötvény feladata tehát elsődlegesen nem a piaci hozamok befolyásolása, hanem ha a pénzpiaci folyamatok indokolják, a sterilizációs állomány magasabb futamidő (és duration) melletti lekötése.

az aktívabb likviditás-szabályozás alkalmazása szükségessé teheti egy aznapi teljesítésű gyorstender bevezetését

Az aktívabb likviditásszabályozás alkalmazása szükségessé teheti egy aznapi teljesítésű gyorstender bevezetését. A gyorstender szerepe az előre nem látható likviditási sokkok kezelése. Így például előfordulhat, hogy a tartalékolási periódus vége felé a bankokon kívül álló és előre nem látható okból a bankközi piac likviditása hirtelen jelentősen megváltozik, és a kamatok emiatt bekövetkező nagyobb volatilitását az MNB mérsékelni kívánja. Hangsúlyozni kell, hogy a tartalékrendszer átlagolási mechanizmusa nagyfokú rugalmasságot biztosít a bankok likviditás- menedzselése számára, ezért szokásos körülmények között a gyorstender alkalmazása nem feltétlenül szükséges. A gyorstender a jegybank likviditást befolyásoló szándékától függően lehet aktív- vagy passzívoldali eszköz, formáját tekintve pedig óvadéki típusú repo, betét illetve szállítási típusú repo. A futamidőt a mindenkori helyzet függvényében választja meg a jegybank, de jellemzően rövid - legfeljebb egyhetes - lejáratról van szó.

A jegybank 1996-ban már egy olyan tartalékszabályozást alakított ki, amely a monetáris politika stabilan funkcionáló elemének tekinthető. Azóta azonban a monetáris politika eszköztára és feltételrendszere is átalakult, jelentősebb szerepet kaptak a nyíltpiaci műveletek. Hosszabb távon a nemzetközi összehasonlításban jelenleg magas effektív tartalékráta csökkentése a cél, ezt azonban korlátozza, hogy jelenleg az MNB passzív- oldali jegybanki szabályozást végez, tehát amennyiben a tartalékrátát csökkentenék, úgy az ezáltal felszabaduló likviditás növelné a sterilizáció költségeit (az MNB kamatfizetési kötelezettségeit). A közeljövőben esetleges változtatásokat a jegybank úgy kívánja bevezetni, hogy a tartalékképzés alapjának szélesítése, illetve a kötelező tartalékráta kulcsának csökkentése mellett az effektív tartalékráta változatlan maradjon.

a külföldi devizaforrások tartalék-kötelezettsége megnövelné a monetáris politika szabadságfokát

A spekulatív célú tőkebeáramlás növekedése, a devizatranszakciók volumenének felerősödése szükségessé tehetik a monetáris politikai eszköztár átalakítását. A monetáris politika szabadságfokát ugyanis erősen korlátozzák a volatilis, kamatérzékeny, rövid lejáratú tőkemozgások. A tőkebeáramlás ideiglenes drágításának egyik eszköze lehet a külföldi források után képzett tartalék. A rövid lejáratú tőkebeáramlás kötelező tartalékrendszeren keresztüli semlegesítésének több alternatív módszere is elképzelhető, amelyek a külföldiforrás-bevonás költségének növelésén keresztül segítenék megoldani az adott árfolyamrendszer és a konverzió okozta problémákat. A külföldi devizaforrások tartalékolásától függetlenül célszerű a külföldiektől származó forintforrásokat is tartalékolási kötelezettség alá vonni.

A forint árfolyama jelenleg egy 70 százalékos német márkában és 30 százalékos USA-dollárban meghatározott valutakosárhoz rögzített, pontosabban a bejelentett leértékelési ütem az így meghatározott nominális árfolyamindex forintban kifejezett értékét növeli. A kialakított aránynál Magyarország külkereskedelmi fizetéseinek devizánkénti szerkezete volt az irányadó. Külkereskedelmünk több mint 2/3-a bonyolódik az Európai Unióval, ahol a fizetés német márkában, vagy ahhoz szorosan kötődő valutában (osztrák schilling, holland gulden stb.) történik. Az export és import fennmaradó részében (kelet-európai régió és tengerentúli országok) pedig az amerikai dollár a mérvadó.

A valutakosár összetételének meghatározásakor az elsődleges cél az, hogy a forintnak a valutakosárhoz képest reálértelemben vett fel- és leértékelődése tükrözze a hazai exportáló (és importhelyettesítő) cégek versenyképességében bekövetkezett változást. Ezt azonban a kosár jelenlegi összetétele nem képes maradéktalanul teljesíteni. Egyrészt a versenyképesség mérésére szolgáló árfolyamindexben a dollárfizetések között nem vesszük figyelembe a FÁK-országokkal folytatott kereskedelmet, lévén ez meghatározóan olyan termékekre (kőolaj, fa, nyersanyagok stb.) terjed ki, amelyek ára a világ nagy árutözdéin alakul ki. Másrészt az árfolyamindexben figyelembevételre kerül, hogy melyek a magyar exportőrök legfőbb konkurensei a meghatározó exportpiacokon. Ezen „harmadik ország hatás” tovább növeli a német márka súlyát a bilaterális kereskedelemhez képest, mivel az európai piacon konkurensként jelentkező többi kelet-európai ország szintén a német valutához kötődik. E két szempont miatt a versenyképességet tükröző nominális árfolyamindexben a német márka súlya meghaladja a márka valutakosárban meglévő (70 százalékos) arányát. Ennek pedig egyenes következménye, hogy a jelenlegi valutakosár-összetétel mellett az árfolyampolitika versenyképesség szempontjából releváns jellege könnyen megváltozhat a szándékolt képest pusztán a dollár-márka keresztárfolyam módosulása következtében.

a 100%-ban eurót tartalmazó valutakosárra történő áttéréssel mérséklődnek a kosár jelenlegi összetételénél fellépő problémák

Ez a folyamat az euró 1999. január elsején történő bevezetésével várhatóan tovább erősödik, hiszen az Európai Monetáris Unió valutája a német márkánál is nagyobb súlyt foglal majd el a hazai versenyképességet tükröző nominális árfolyamindexben. A múltbeli adatok alapján az euró jövőben kívánatos arányát a valutakosárban 90-95 százalékra tehetjük. A versenyképességet jellemző reálárfolyam ebben az esetben lenne érzéketlen a dollár-euró keresztárfolyam változásaival szemben.

Figyelembe véve a leírt érveket az MNB a kormánnyal együttesen úgy döntött, hogy 1999. január elsejétől a német márka helyett az euró szerepeljen 70 százalékos súllyal a forint árfolyamát meghatározó valutakosárban, ugyanakkor a kormány és az MNB kifejezte szándékát arra vonatkozóan, hogy 2000. január elsejétől áttér a 100 százalékos euró arányra.