



## KÖZLEMÉNY

### *a monetáris politika új rendszeréről*

#### *A monetáris politika célja*

A Parlamentnek beterjesztett új jegybanktörvény tervezete a Magyar Nemzeti Bank elsődleges és kizárólagos céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. A jegybank a kiszámítható, stabil gazdasági környezet megteremtésével járul hozzá a társadalom jólétének növeléséhez és a tartós gazdasági növekedéshez. Az alacsony infláció elérését segítik a törvényben – az európai uniós követelményeknek megfelelően – megerősített és kiszélesített függetlenségi garanciák.

A dezinfláció költségeinek mérséklése érdekében a jegybank egy több évre szóló, fokozatos, de határozott inflációscsökkentési program megvalósításával törekszik az árstabilitásnak gyakorlatilag megfelelő 2%-os inflációs szint elérésére. A jegybank célja, hogy Magyarország 2004-2005-ben teljesítse az inflációra vonatkozó maastrichti kritériumot. Ez szükséges feltétele annak, hogy Magyarország 2006-2007-től a Gazdasági és Monetáris Unió tagjává válhasson. Ennek megfelelően, a Kormánnyal egyetértésben, a 2001-es és 2002-es évekre elfogadott költségvetéssel összhangban, 2001 decemberére 7%-os, 2002 decemberére 4,5%-os inflációs szint elérését tűzte ki az MNB. Figyelembe véve, hogy az előre nem látható inflációs sokkok hatásának monetáris eszközökkel történő azonnali ellensúlyozása olyan aktív monetáris politika vitelét igényelné, amelyhez nagyon nehéz lenne a gazdaság szereplőinek alkalmazkodni, a jegybank a meghirdetett dezinflációs pálya körül "1%-os toleranciasávot jelölt ki. E sáv lehetőséget ad arra, hogy az inflációt érő váratlan hatások eredményeként átmenetileg a kijelölt pályánál alacsonyabb vagy magasabb legyen az árnövekedés üteme, a pályától való tartós eltérésekre azonban mindig a monetáris politika lazításával, illetve szigorításával fog reagálni a jegybank.

A relatíve gyorsabb és hatékonyabb antiinflációs politika megvalósításához szükséges volt az árfolyamrendszer megváltoztatása. 2001. május 3-tól a jegybank és a kormány közös megegyezéssel – átmenetileg megtartva a csúszó leértékelés 0,2%-os havi ütemét – kiszélesítette a forint euróval szembeni árfolyamingadozási sávját "15%-ra.

#### *Miért kellett váltani?*

Az 1995-ben bevezetett szűk sávú csúszó leértékelés kettős célt tűzött maga elé. Elsődleges célja az inflációs várakozások kedvezőtlen alakulásának megtörése és a monetáris politika hitelességének megteremtése volt. Az előre bejelentett árfolyampálya kiszámíthatóságára alapozott monetáris politika eredményes volt a 28%-ot meghaladó inflációs ráta 10%-ra történő mérséklésében, és a gazdaság versenyképességének megerősítésében. E szintről azonban 2 éve nem csökkent tovább az árnövekedés üteme. Bár e kedvezőtlen folyamatban szerepet játszott az elmúlt két évben bekövetkezett

negatív inflációs sokkok sorozata, és a magasabb importált infláció is, egy ambiciózusabb dezinflációs politika aktívabb monetáris politika kialakítását is szükségessé tette. Erre a korábbi szűk sávós árfolyamrendszerben nem volt lehetőség, mivel a jegybank kamatpolitikáját teljes mértékben alá kellett rendelni a külső folyamatoknak. Szabadsága a jegybanknak és a kormánynak tulajdonképpen csak az előre bejelentett leértékelési ütem csökkentésének mértékében és időzítésében volt.

Az árfolyam ingadozási sávjának kiszélesítésével a kamatpolitika korábbi alárendeltsége mérséklődik, a jegybank tehát lehetőséget kap arra, hogy irányadó kamatait, és ezen keresztül az árfolyam alakulását úgy változtassa, hogy azzal a kitért dezinflációs pálya elérését segítse elő. E nagyobb kamatpolitikai szabadság az árfolyam szabadabb mozgását is lehetővé, pontosabban elkerülhetetlenné teszi.

E kevésbé kiszámítható árfolyamalakulás megengedését a külkereskedelemben résztvevő vállalatok kedvező versenyképessége és a fizetési mérleg fenntartható mértékű hiánya teszi lehetővé. A nominális felértékelődés rövidtávon ronthatja az exportáló vállalatok jövedelmezőségét, de arra számítunk, hogy a gazdaság szereplői a jegybank meghirdetett dezinflációs pályájával összhangban alakítják majd ki ár- és bérpolitikájukat, ezáltal elkerülhetővé válik, hogy a korábbinál szigorúbb árfolyampolitika a versenyszektor jövedelmezőségének tartós csökkenését eredményezze.

Az árfolyamingadozási sáv kiszélesítése két jelentős további problémát is megold. Egyrészt jelentősen csökkenti a spekulációs támadások veszélyét és költségét, amelyeknek a korábbi, merev, szűk sávós árfolyamrendszer ki volt téve. Másrészt Magyarország jövőbeni monetáris uniós részvételének egyik előfeltétele volt az európai árfolyam-mechanizmussal (ERM II-vel) összhangban álló, széles árfolyamsávra alapozott monetáris rendszer bevezetése.

### *Hogyan fog működni az új rendszer?*

A monetáris politika célja az árstabilitás elérése és fenntartása. A jegybank e célját elsősorban irányadó kamatainak változtatásával próbálja elérni. A jegybanknak további eszközök is rendelkezésére állnak: az árfolyamalakulás közvetlen befolyásolása devizapiaci intervencióval, illetve a monetáris bázis kínálatának megváltoztatása, pl. a tartalékszabályozás módosításával, nyílt piaci műveletekkel. Ha a jövőben az MNB az árfolyam alakulását az inflációs cél elérése érdekében befolyásolni kívánja, azt kamatlépéseken keresztül próbálja meg elérni. Arra számítunk, hogy az irányadó kamatok emelése vonzóbbá teszi a befektetők számára a hazai valutát, az a kereslet hatására erősödni fog, míg kamatcsökkentés esetén gyengül. Emellett a jegybank fenntartja a devizapiaci intervenció lehetőségét arra az esetre, ha a devizapiac rendkívüli helyzet alakul ki, és egyéb eszközök mellett szükség van intervencióra is a piac és a várakozások stabilizálásához.

A jegybanki kamatlépések összetett és időben változó csatornákon keresztül befolyásolják az infláció alakulását. Kis, nyitott országokban, amilyen Magyarország is, a központi bank az árfolyamcsatornán keresztül gyakorolhatja a legerősebb és a leggyorsabb hatást a belföldi árakra. Ezért az árfolyam kitüntetett szerepe továbbra is megmarad mind a dezinflációs mechanizmusban, mind pedig a monetáris politikai döntések előkészítésében.

A jegybank kamatlépései részben az árfolyam közvetlen árnövekedést fegyelmező erején, részben a reálárfolyam és a reálkamatok aggregált keresletre gyakorolt hatásán

keresztül befolyásolják az infláció alakulását. Hangsúlyoznunk kell, hogy a monetáris politika esetleges szigorításának nem az a célja, hogy az aggregált kereslet növekedést önmagában mérsékelje, hanem az, hogy a kereslet növekedésének ütemét összhangba hozza a kínálat növekedési ütemével. Ha a kereslet növekedésének üteme meghaladja a kínálatét, akkor a gyorsan bővülő kereslet kielégítése egyre több szűk keresztmetszetbe ütközik, növeli a termelők költségeit, nem hatékony erőforrásallokációhoz, és növekvő árszínvonalhoz vezet. Tehát a magasabb infláció erodálja a keresletnövekedés realértékét. A jegybank aggregált keresletet szabályozó politikája arra irányul, hogy az infláció növekedése nélkül alakuljon ki az aggregált kereslet és kínálat bővülésének összhangja.

A jegybanki kamatlépések a különböző mechanizmusokon keresztül hosszabb időszak alatt fejtik ki inflációra gyakorolt hatásukat, becsléseink szerint egy-másfél év múlva tükröződik a kamatlépések teljes hatása. Ez azt jelenti, hogy a jegybanknak ma már a másfél év múlva várható inflációnak megfelelően kellene alakítania politikáját. Ebből két probléma adódik. Az egyik az, hogy előre nem látható események hatására az infláció ennél rövidebb időhorizonton is eltérhet a kijelölt pályától. Ekkor a jegybank egy dilemmával szembesül. Ha szűken értelmezi a feladatát, és kizárólag az inflációs pálya megvalósítására koncentrál rövid horizonton is, akkor nagyon aktívan kell a monetáris eszközöket változtatni, mielőtt még a korábbi lépések kifejthették volna teljes hatásukat. Ez a politika a kibocsátás túlzott ingadozását eredményezheti, és a társadalom számára veszteséget okozhat. Ezért a kitűzött inflációs cél kisebb kibocsátásingadozás melletti elérésére próbálunk meg törekedni azzal, hogy a jegybank csak a tartós, egy-másfél éves horizonton is fennálló eltérésekre reagál.

A másik probléma abból ered, hogy ma az egy-másfél éves horizonton várt infláció alapján lehet megítélni a jegybank tevékenységét, tehát nem lesz olyan egyértelműen nyomon követhető a jegybank politikája, mint az árfolyam nominális horgony szerepére épülő korábbi rezsimben. A monetáris lépések közérthetőségének növelése érdekében a jegybank törekedni fog arra, hogy minél szélesebb körben tegye ismertté a monetáris döntéseket, illetve a döntés mögött álló megfontolásokat. Ennek érdekében a jegybank a jövőben publikálni fogja azokat az inflációs prognózisait, amelyekre a döntéseit alapozza: negyedévente fogjuk nyilvánosságra hozni a következő 6 negyedévre vonatkozó inflációs előrejelzésünket. Mivel a jegybank célját ismerni fogják a piaci szereplők, az inflációs előrejelzés publikálása után arra számíthatnak, hogy a jegybank lépéseket fog tenni annak érdekében, hogy az inflációs előrejelzés közeledjen a célértékhez. Mivel az inflációra ható tényezők hatásmechanizmusa összetett, időben változó és bizonytalan, a Jegybanktanácsnak esetről esetre kell majd döntenie arról, hogy mely hatások voltak erősek, fontosak az adott periódusban. A rugalmasság azonban nem mehet a transzparencia rovására: az inflációs prognózis publikálásán túl a Jegybanktanács értékelését is közreadja az MNB. A "Jelentés az infláció alakulásáról" című kiadványban fogja a Jegybank bemutatni a monetáris döntések mögött húzódó mérlegeléseket, és elemezni az inflációs célkitűzés teljesítését.

A jövőben az MNB előre meghirdetett publikációs naptár szerint teszi közzé a "Jelentés az infláció alakulásáról" című negyedéves kiadványát. A kiadvány elektronikus formában, magyar nyelven, a Bank honlapján 2001-ben az alábbi napokon, mindig 8.30 órakor kerül közlésre:

- 2. szám: 2001. augusztus 1. (szerda)
- 3. szám: 2001. november 13. (kedd)

Ebben az évben így összesen három, 2002-től azonban évente ismét négy Jelentés kerül publikálásra. Az új publikációs időpontok korábban megszokottaktól való eltérését a Jelentés tartalmi és formai változásai indokolják. A 2002-es publikációs rendet a Bank a statisztikai adatszolgáltatók 2002-es publikációs naptára ismeretében határozza majd meg.

Budapest, 2001. június 12.

MAGYAR NEMZETI BANK