

A 2000. évi
monetáris politikai
irányelvek

1999. október

Összeállította a Pénzpolitikai főosztály

Kiadja a Magyar Nemzeti Bank Titkárságának Tájékoztatási Osztálya
A kiadásért felel: Dr. Kajdi József
1850 Budapest V., Szabadság tér 8–9.
Telefon: 36-1-312-4484
Telefax: 36-1-302-3601

A kiadványt szerkesztette, tördelte és az internetre előkészítette
a Magyar Nemzeti Bank Tájékoztatási Osztályának Kiadványi csoportja
Internet: <http://www.mnb.hu>

A kézirat nyomdába adásának időpontja: 1999. november

Összefoglaló

A 2000. évi Monetáris Politikai Irányelvek az Országgyűlést és a szélesebb közönséget tájékoztatja a pénzpolitika keretfeltételeiről, a cél- és eszközválasztás lehetőségeiről.

A magyar gazdaság immár több éve – az Európai Unió országaival összevetve, de önmagában is – magas gazdasági növekedést ér el. Az elmúlt években ugyanis jelentős szerkezeti változásokon ment keresztül. A vállalati szektor átalakult, versenyképessége folyamatosan javult. A nagy nemzetközi pénzügyi válságok hatásaihoz is gyorsan alkalmazkodott a magyar gazdaság, amely – s ennek megemlézése különösen fontos – a kedvezőtlen hatások ellenére a külső és a belső egyensúlyi pályán maradt. A jövőben is a kiegyensúlyozott és hiteles gazdaságpolitika teszi a fejlődési irányt fenntarthatóvá egy olyan időszakban, amikor a kilátások bizonytalansági elemekkel vegyülnek. Olyan kis nyitott gazdaságok esetében, mint a magyar, fokozottan szem előtt kell tartani a külső tényezők hatásait.

A monetáris politika az eddig alkalmazott kamat- és árfolyampolitika eszközeivel *eredményesen járult hozzá*, hogy sikerült megőrizni a gazdaság gyors alkalmazkodó képességét és mérsékelni a külső megrázkódtatások kedvezőtlen hatásait. A gazdasági növekedést az infláció folyamatos, időnként gyors csökkenése kísérte. A gyakorlat igazolta a monetáris politikának azt az elvi alapállását, hogy a tartós gazdasági fejlődést nem a kereslet mesterséges élénkítése, hanem az inflációból fakadó költségek csökkentése mozdíthatja elő leginkább.

Az infláció folyamatos csökkenése az egyensúly megőrzésére és a jövőre vonatkozó várakozásokban a bizalom erősítésére alapozódik. A gyakran emlegetett szigorú monetáris kondíciók hatása nem a kikényszerítésre, hanem a következetességre épül. A látványos, de átmeneti eredménynél értékesebb a csökkenő irányzat tartós megőrzése. Az infláció mérséklődésének folyamatában 1999 második felében bekövetkezett megtorpanás a gazdaságpolitikától független külső tényezők átmeneti következményének tekinthető. Az élelmiszerárak kedvezőtlen alakulása részben időjárási okokkal magyarázható, az energiaárak pedig a kőolaj világpiaci árának gyors emelkedését tükrözték. A szabályozott árak gyors emelkedése ugyanakkor hozzájárult a szerkezeti aránytalanságok mérséklődéséhez.

A gazdaságpolitika továbbra is kiemelt hangsúlyt fektet a modernizációs folyamattal együtt járó átalakulásra, amely nem zárult le a vállalati és a bankszféra, valamint a kereskedelem szerkezeti átalakulásá-

val. A jövőben várhatóan jelentős változások kulcsterületévé válik az agrárszféra, a közlekedés, a környezetgazdálkodás és az egészségügy. Ezen ágazatok átalakulása a maitól eltérő finanszírozási és költségvetési politikát hoz magával. Bár hosszabb távon a modernizáció e területeken árnövelő hatású is lehet, az átalakulás rövid távú hatásai hatékony irányítás mellett és a piaci verseny árkorlátozó szerepének növelésével tompíthatók, a rövid távon jelentkező árhatások elfogadható keretek között tarthatók.

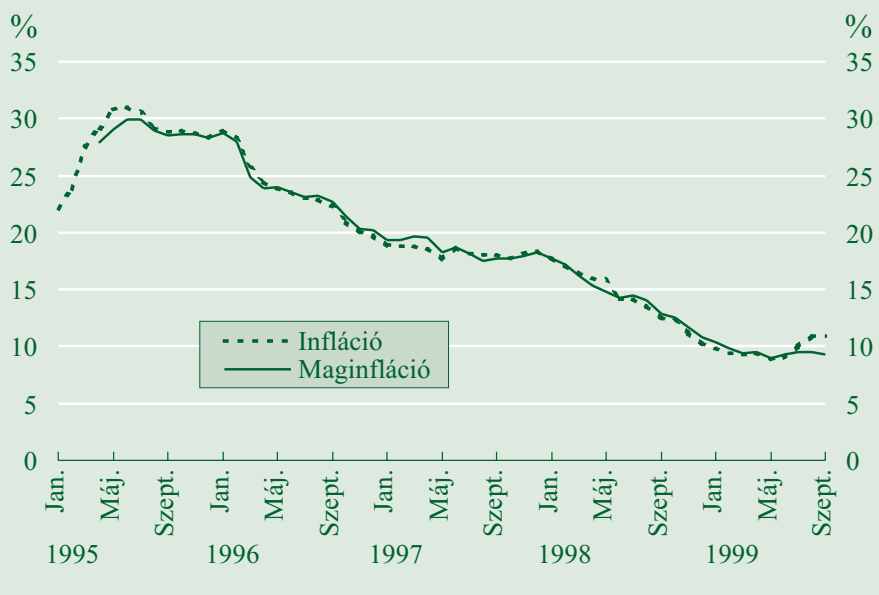
A monetáris politika azzal járulhat hozzá e csillapító hatáshoz, hogy fenntartja a fejlődést támogató kiegyensúlyozott közeget, s formálja a gazdasági szereplők várakozásait.

Az infláció ütemének csökkenése 1998-ban és 1999 első felében hozzájárult fontos lélektani gátak áttöréséhez. A lakosság és a vállalatok számára érzékelhető, hogy az infláció tartósan alacsonyabb szintre került, és ez az árazási magatartásban és a béralakulásban is jobban tükröződik. Ebből a szempontból különösen fontos, hogy a munkavállalók, a munkáltatók és a kormány a 2000. évi költségvetés tervezésénél alapul vett inflációs előrejelzésre építve határozzák meg és érvényesítsék a béralakulást keretek között tartó megállapodásukat. A sikeres megállapodás előmozdíthatja azt, hogy a várakozások önbeteljesítő jelleggel erősítsék az inflációcsökkenés esélyeit. A megállapodás hitelessége érdekében fontos és szükséges, hogy a kölcsönös bizalmat megfelelő biztosítékok kialakításával erősítsék meg a felek.

1. ábra

Az infláció és a maginfláció alakulása

(1995. január – 1999. szeptember)



Az egyszeri hatásoktól megtisztított, az MNB által számított maginfláció trendje nem emelkedett, az infláció mérséklődése 2000-ben tovább folytatódik. A tervezett hatósági áremelések alacsony üteme, a jövedelmi és fiskális politika előirányzott szigorodása, valamint az árfolyam- és kamatpolitika eddigi tendenciáinak fenntartása segíti a fogyasztói árak növekedési ütemének további határozott csökkenését. Mindezek nyomán 2000-ben az infláció tartósan egyszámjegyűvé válik. (Lásd 1. ábra.)

A gazdasági élénkülés világszerte megfigyelhető jelei az elmúlt időszakhoz viszonyítva kedvezőbb körülményeket teremtenek a magyar gazdaság növekedése számára. Az infláció csökkenésével párhuzamosan 2000-ben várhatóan tovább folytatódik a vállalati szektor beruházásainak felfutása és az export dinamikus bővülése. Az európai gazdaságok helyzetének javulásával összhangban a magánszektor növekvő forrásbevonására számítunk 1999 második félévében és 2000-ben. Az államháztartási szektor csökkenő nettó forrásigénye biztosítja, hogy a magánszektor bővülése ne okozza a folyó fizetési mérleg romlását.

Hosszabb távon a jelenleginél magasabb, az 5 százalékot is meghaladó gazdasági növekedés elérésének az a feltétele, hogy a folyó fizetési mérlegre ezzel együtt nehezedő nyomást az államháztartás hiányának strukturális csökkentése ellensúlyozza. Erre azért van szükség, mert a hazai és nemzetközi tapasztalatok egyaránt azt jelzik, hogy a felzárkózás időszakában a lakosság nettó pénzügyi megtakarításait nem tudja növelni, mivel korábbi elhalasztott fogyasztását igyekszik pótolni.

Az államháztartás adósságának csökkentése szempontjából az egyenleg szintje, míg az infláció csökkentése és a külső egyensúly szempontjából az államháztartás keresleti hatása a mérvadó. A keresleti hatás pedig lényegében az egyenleg változásától függ. A gazdaságpolitikának hangsúlyos célja, hogy a lakossági fogyasztás, a beruházások és a reáljövedelmek több éve folyamatosan tartó növekedése fennmaradjon, sőt a lehetőségek szerint gyorsuljon. Mindez a belső felhasználás növekedésére utal, aminek vonzatát a folyó fizetési mérlegben a fiskális politika keresleti hatásán keresztül lehet ellensúlyozni. Az államháztartási egyenlegre ebből adódó követelmény szigorúbb, mint az államadósság csökkentése által támasztott követelmény. Összességében elmondható, hogy a gazdasági növekedés gyorsulásával a fizetési mérleg középtávon várható alakulását tekintve az államháztartási egyenleg további javítására lesz szükség a következő években.

A monetáris politika, mint a gazdaságpolitika részterülete önmagában csak részlegesen és jelentős késleltetések mellett képes kiigazítani az inflációnak és a külső egyensúlynak az esetleges eltéréseit a kitűzött céloktól. A gazdaság nyitottsága és az árfolyamrendszer kötöttségei meghatározzák a kamatpolitika mozgásterét. A jegybank csak az egészen rövid távú piaci hozamokat tudja közvetlenül befolyásolni

irányadó kamatával, míg a három, hat hónapnál hosszabb hozamok csökkentésére csak a piaci szereplők árfolyam- és inflációs várakozásának befolyásolásán keresztül van módja. A forint árfolyamának az elmúlt időszakban megnövekedett, sávon belüli mozgása segített abban, hogy a jegybank valamelyest nagyobb mozgástérrel rendelkezék, és a reálhozamok kialakításában jobban igazodjék a belföldi folyamatok által meghatározott szinthez. A forint nagyfokú konvertibilitása és a hazai tőkepiac integráltsága végső soron gátat szab a túl szigorú kamatpolitikának, hiszen a bankoknak és sok vállalatnak közvetlenül is lehetőségük van arra, hogy a magas reálkamatú forinthitelek helyett külföldi devizahitelt vegyenek fel.

Az előre bejelentett árfolyampálya, mint a monetáris politika közbülső célja azt a követelményt fejezi ki, hogy a jegybank a hosszú távú célját, az infláció letörését az árfolyamrendszer fenntartásával és hitelességének megőrzésével érje el és ezt ne veszélyeztesse rövid távú antiinflációs előnyökért a túlzott reálfelértékelés kikényszerítésével. A jegybank, ahogy az elmúlt években, ezúttal sem jelölhet ki önálló inflációs előirányzatot. Az infláció csökkentésében jelentős előrelépésre csak a kormánnyal és a piac többi szereplőjével együtt vállalkozhat, ha a külső körülményekben, a külgazdasági folyamatokban nem merülnek fel olyan váratlan események, amelyek akadályozzák a monetáris politikát abban, hogy inflációs és külső egyensúlyi céljait elérje. A Magyar Nemzeti Bank a törvényben meghatározott alapvető feladatának megfelelően a rendelkezésére álló eszközeivel egyértelműen támogatja a gazdasági élet valamennyi szereplőjének érdekét jól kifejező, további erőteljes inflációcsökkenést.

A 2000. évi monetáris politikai irányelvek

Az infláció 1998-as rendkívül látványos csökkenése 1999 első öt hónapjában a korábbiaknál lassabban, de folytatódott. Májusban a 12 havi fogyasztói árindex már 9 százalék alá csökkent, így közel 7 százalékponttal volt alacsonyabb, mint az egy évvel korábbi értéke. Ezt követően az árindex újra emelkedésnek indult, de ezt átmenetinek tartjuk, és összességében nem számítunk az inflációcsökkenés megtorpanására.

A megelőző évinél mérsékeltebb inflációcsökkenés, valamint az árindex éven belüli hullámzása számos, a monetáris politika számára exogénnek tekinthető tényező következménye volt 1999-ben. A kőolaj világpiaci árának jelentős emelkedése és a fogyasztási adó év eleji megemlése következtében gyorsan emelkedett az üzemanyagok ára, kiugróan nőtt egyes hatósági árszabályozásba eső szolgáltatások (telefon, televízió-előfizetés, helyi tömegközlekedés), valamint a gyógyszeres árindexe.

A fogyasztói kosár mindössze 5 százalékát felölelő telefonszolgáltatás, a gyógyszerek és TV-díj árindexe nélkül számított 12 havi fogyasztói árindex júliusban mintegy másfél százalékponttal volt kisebb, mint a hivatalos infláció. Ez azért fontos, mert a hatósági árszabályozások egyszeri, az árindexet közvetlenül növelő hatása – a dohányárakra vonatkozó jövedéki adóemelés hatását kivéve – várhatóan eltűnik 2000 végére. Így az 1999 során emiatt kialakult magasabb infláció elvileg nem veszélyezteti a 2000 végi inflációs célkitűzést.

A dezinflációt 1998-ban nagyban segítő egyéb külső sokkok – a csökkenő mezőgazdasági és élelmiszerárak hatása – mára eltűntek, illetve ellentétes irányú korrekció figyelhető meg, például a nemzetközi energiaárak alakulásában. Mindez korlátozza az infláció csökkentése terén 2000-ben meglévő lehetőségeket, és ismételten ráirányítja a figyelmet az infláció társadalmi-lélektani környezetből fakadó tehetetlenségére és az inflációs várakozások befolyásolásának fontosságára. Ez utóbbinak volt fontos eszköze az elmúlt években a forint leértékelési ütemének előre bejelentett csökkentése. (Lásd 2. ábra.)

1998-ban és 1999-ben a kedvező, inflációt mérséklő külső tényezők kihasználása érdekében az MNB a kormánnyal egyetértésben a korábbiaknál nagyobb mértékben, három-három alkalommal is csökkentette a csúszó leértékelés havi ütemét. Mindezek következtében a leértékelési ütem 2000 elején minden további intézkedés nélkül is 0,2 százalékkal alacsonyabb lenne, mint egy évvel korábban. Emellett

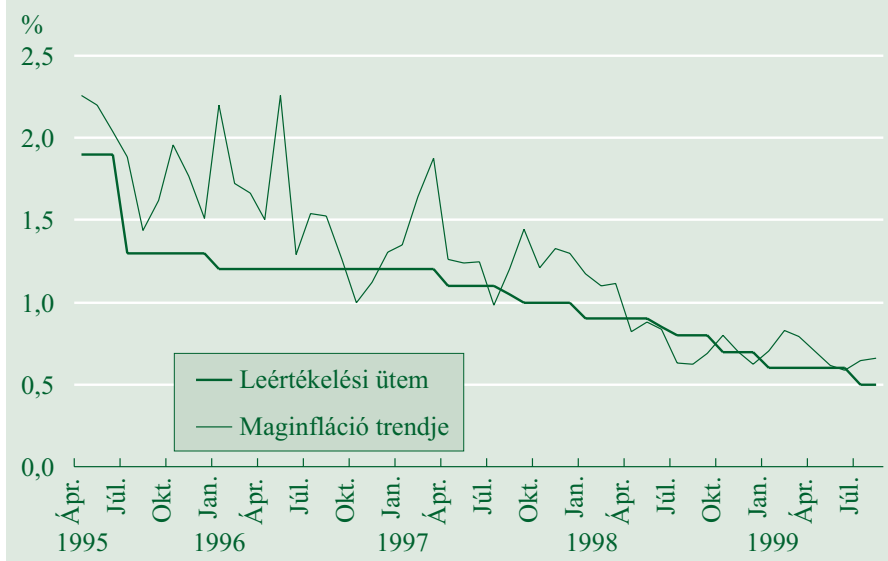
A monetáris politika szempontjából külső tényezők okozták, hogy 1999-ben a korábbiánál mérsékeltebb ütemben csökkent az infláció

A leértékelési ütem előre bejelentett csökkentése az inflációs várakozások befolyásolásának egyik fontos eszköze

2. ábra

A forint havi leértékelési üteme és a maginfláció trendje

(1995. március–1999. július)



2000-ben megfelelő feltételek esetén lehetőség nyílhat további ütemcsökkentésre, amely erősítheti a gazdasági szereplők jövőbeni inflációcsökkenésbe vetett bizalmát.

Az 1999. évi hatósági árkorrekciók az árindex egyszeri és átmeneti emelkedését okozták

Bár a hatósági árszabályozás körébe eső termékek és szolgáltatások árkiigazítása 1999-ben fontos szerepet játszott a fogyasztói árindex átmeneti megemelkedésében, ez önmagában mégsem tekinthető az inflációellenes gazdaságpolitika fellazulásának. Elképzelhető ugyan, hogy néhány esetben az infláció átlagát meghaladó áremelkedések háttérben meghúzódhatott a megfelelő költséggazdálkodás hiánya is, a lépések többsége azonban nélkülözhetetlen volt az egyes területeken a valóságos költségviszonyok és relatív árarányok kialakításához. Hasonló lépésekre a jövőben is szükség lesz, ezek inflációra gyakorolt hatása azonban várhatóan elmarad majd az 1999. évitől.

A kőolaj világpiaci ára az 1998-as rendkívül alacsony szintről csaknem megduplázódott, de további jelentős emelkedés 2000-ben már nem várható. Azzal számolunk, hogy hordónkénti ára visszaáll a több év átlagának megfelelő 18 dollár körüli szintre. Az üzemanyagok árváltozásainak közvetett hatásai nehezen mérhetők, ugyanakkor egyes szabadáras közlekedési szolgáltatásoknak (taxi, teherszállítás stb.) az átlagot meghaladó árindexe utal a beépülő többletköltségekre.

A világpiaci tendenciák és a kedvezőtlen külpiazi értékesítési lehetőségek miatt az élelmiszerárak elmúlt időszaki alakulásában meghatározó szerepe volt a mezőgazdasági felvásárlási árindex csökkenésének. Részben a visszafogott kínálat, részben a kormányzat részéről várható intervenciós politika következtében az elkövetkezőkben nem számítunk a felvásárlási árindex ipari értékesítési árindextől mért

hasonló elmaradására. Ez valószínűsíti, hogy a fogyasztói árindex további csökkenésében nem számíthatunk a legnagyobb súlyú főcsoport, az élelmiszerek 1998. évihez hasonló inflációt mérséklő szerepére.

A pénzügyi szereplők előrejelzései az év során változtak. Az 1999 elején még a kormányzati prognózisnál is némileg derülátóbb, 1999 decemberére vonatkozó piaci várakozások az első félév során fokozatosan emelkedtek, majd a júliusi váratlan áremelkedés hatására újra átlépték a 10 százalékot. Fontos jelzés azonban, hogy ezzel párhuzamosan a 2000. év végi prognózisok sokkal stabilabbak maradtak (igaz 1,5 százalékponttal meghaladják a kormány prognózisát, de ez a különbség az elmúlt években is hasonló mértékű volt). Ezt támasztja alá a gazdasági vezetők inflációs várakozásait tükröző felmérés is, amely szerint júliusig hónapról-hónapra csökkent az elkövetkező 12 hónapra várt áremelkedés átlagos mértéke. Mindez arra utal, hogy a gazdasági szereplők a közelmúlt váratlan áremelkedéseinek az inflációra gyakorolt hatását átmenetinek tekintik, az inflációcsökkenés folyamatosságába vetett bizalom továbbra is megvan.

A gazdasági növekedés tartós javulásának jeleként a vártnál is gyorsabban emelkedett a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma, s 1998 közepe óta ez együtt jár a gazdasági aktivitási ráta emelkedésével is. A munkaerő-piaci helyzet javulását mutatja, hogy a munkanélküliségi ráta 1999 második negyedévére már 7 százalék alá csökkent. Legdinamikusabban a feldolgozóiparban (azon belül is a gépiparban) és a piaci szolgáltatások terén bővült a foglalkoztatottak száma. Bár egyes területeken a látványos létszámnövekedés fékezi a nominális bérindex csökkenését, amely szűk keresztmetszetek meglétére utalhat, a nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony gazdasági aktivitás emelkedése és a közszféra még meglévő munkaerő-tartalékainak felszabadítása lényegesen csökkentheti az ebből fakadó inflációs nyomást.

Az 1998 második felében lezajlott nemzetközi pénzügyi válság közvetlen és az EU mérsékeltebb növekedésének közvetett hatása nyomán a belföldi gazdasági növekedés üteme mérséklődött. Az előző negyedév 5,1 százalékos növekedésével szemben 1999 első negyedévében 3,3 százalékkal nőtt a GDP az előző év azonos időszakához viszonyítva. A térség más országaiban a visszaesés ennél jelentősebb volt. A jelek arra utalnak, hogy 1999 második negyedétől a növekedés ismét gyorsul (a második negyedévben 3,8 százalékra). A nemzetközi pénzügyi válsághoz és a szigorodó külpiaci körülményekhez a magánszektor várakozásainkat meghaladó gyorsasággal alkalmazkodott, hiszen tükrözve az elmúlt évek valóban mély gazdasági szerkezeti átalakulását. A lakossági fogyasztás és a vállalati beruházás növekedési üteme 1998 végén és 1999 elején jelentősen csökkent, ami az import alacsonyabb növekedési ütemén keresztül a külső egyensúly vártnál kedvezőbb alakulásához vezet 1999-ben. Az alacsonyabb növekedés és a fogyasztás kevésbé gyors növekedése másik ol-

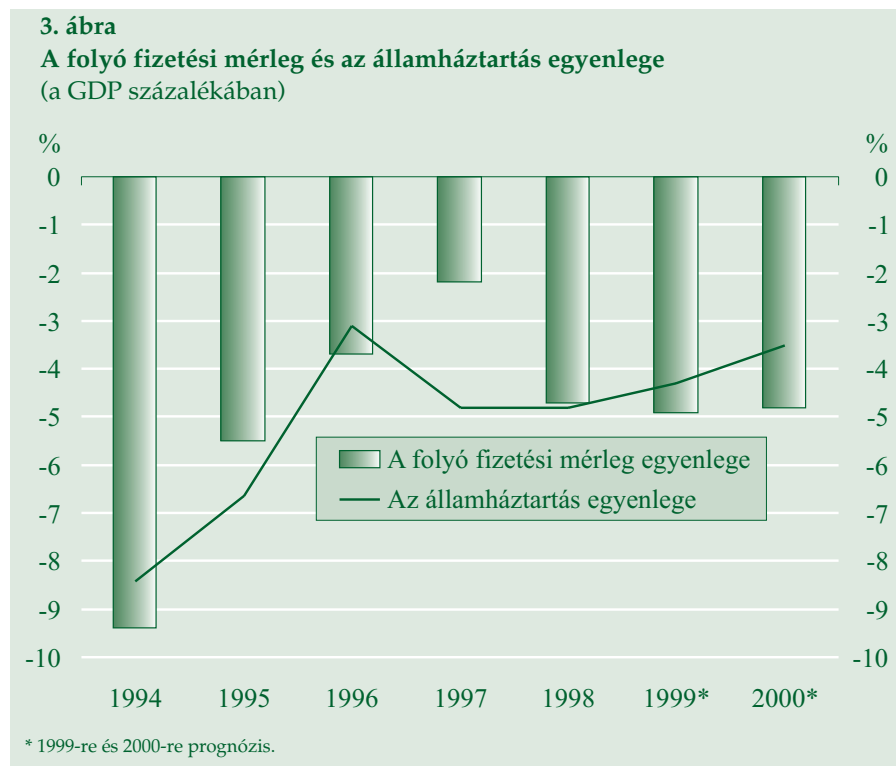
A gazdasági szereplők körében az inflációcsökkenés folyamatosságába vetett bizalom továbbra is érzékelhető

A szigorodó külpiaci körülményekhez a magánszektor rövid idő alatt alkalmazkodott

dalról hozzájárult a tervezettnél nagyobb év eleji költségvetési hiány kialakulásához. A növekedési ütem csökkenésekor – az automatikus stabilizátorok következtében – átmenetileg megnövekvő hiány azonban nem vált ki szükségszerűen magasabb folyó fizetésimérleg-deficitet. A magángazdaság ezzel párhuzamosan mérséklődő kereslete ugyanis részben ellensúlyozza a gyengébb költségvetési pozíció külső egyensúlyt rontó hatását. A gazdaság egyensúlyi folyamatai szempontjából tehát a „ciklikusan igazított” államháztartási pozíció változása a meghatározó.

A növekedés belföldi és külföldi összetevői egyaránt élénkítő hatásúak

Várakozásaink szerint 1999 második felétől a növekedés belföldi és külföldi összetevői egyaránt élénkítő hatásúak. A legfontosabb exportpiacunknak számító eurózána erőteljesen javuló növekedési kilátásai kedvezően hatnak a magyar külkereskedelemre. Ezzel párhuzamosan a közép-kelet-európai régió belül is külpiaci élénkülés várható. Ez részben azzal magyarázható, hogy a délszláv válság rendeződött, részben annak köszönhető, hogy a térség többi országa kilábal a recesszióból. A beruházások gyorsulására elsősorban a vállalati szektor optimistább növekedési várakozásai miatt számítunk. A gazdasági program béremelési célkitűzését szem előtt tartva, a lakossági fogyasztás növekedési ütemében nem várunk emelkedést. A GDP éves növekedési üteme 2000-ben várhatóan 4,5 százalék körül alakul. A fiskális politika keresleti hatása és a leértékelési ütem csökkentése nyomán megvalósuló enyhe reálfelértékelődés egyaránt hozzájárul az



infláció csökkenéséhez, miközben nem vezet a külső egyensúly romlásához. Ha 2000-ben az államháztartás kiadásai a kormány által meghirdetett tervek szerint alakulnak, akkor a 4,5 százalékos körüli növekedési ütem mellett a külső pozíció dollárban mérve változatlan maradhat. A folyó fizetési mérleg egyenlege 2,5 milliárd dollár körüli (a GDP 4,4–4,9 százaléka) hiányt mutathat. (Lásd 3. ábra.)

A gyorsabb gazdasági növekedés – a beruházási hányad emelkedésén keresztül – szükségszerűen együtt jár a magánszektor fokozottabb eladósodásával, ezért amennyiben középtávon a kedvező növekedés fenntartása a cél, a fizetési mérleg ezzel járó romlását csak az államháztartás hiányának strukturális csökkentésével lehet elkerülni. Míg az államadósság alakulása és az inflációs pálya szempontjából a jelenlegi fiskális politika fenntartható, ennek a fizetési mérlegre gyakorolt hatása miatt 5 százalékos fölé, gyorsuló növekedés mellett már középtávon is szükségessé válhat további költségvetési változtatás.

Önmagában a monetáris politika az inflációnak a várakozásokat érzékelhetően meghaladó csökkentését csak jelentős társadalmi költségek árán képes megvalósítani. Ezért az MNB az elmúlt években mindig arra törekedett, hogy az infláció csökkentését leginkább az inflációs várakozások mérséklésén keresztül érje el. Éppen ezért a jegybank évente két-három alkalommal csökkentette a forint leértékelési ütemét, a nominális kamatokat pedig kis lépésekben és a piaci folyamatokat követő módon mérsékelte. (Lásd 4. ábra.)

Az MNB leginkább az inflációs várakozások mérséklésén keresztül tudja elérni az infláció csökkentését

4. ábra
Az MNB irányadó kamatának alakulása
(1995. február – 1999. október)



Megjegyzés: irányadónak 1995. augusztusig az egyhetes aktív repó, ezt követően az egyhetes, majd az egyhónapos passzív repó (illetve betét), 1999. márciustól pedig a kéthetes betét kamata tekinthető.

Ebben az esetben az infláció lényegesen mérséklődhet és lehetőség nyílik a leértékelési ütem csökkentésére, amelyre az inflációs, bér és egyensúlyi folyamatok korábbiaknak megfelelő, felelős elemzését követően a kormánnyal egyetértésben kerülhet sor.

Az immáron ötödik éve működő csúszó leértékeléses árfolyamrendszer továbbra is megfelelően tölti be szerepét. Miközben az 1997–98-as évek nemzetközi tőkepiaci megrázkódtatásai érdemben nem veszélyeztették a rendszer fenntarthatóságát, a leértékelési ütem időnkénti csökkentésével – fenntartható külső egyensúly és az Európai Unió átlagát 2–3 százalékkal meghaladó növekedés mellett – sikeresen járult hozzá a külkereskedelmi partnereinkkel szembeni inflációs különbség fokozatos csökkentéséhez. Az árfolyam sávon belüli élénkebb mozgása mindemellett lényegesen mérsékelte az árfolyamrendszer viszonylag szűk ingadozási sávjából fakadó kötöttségeket. Mindezeket figyelembe véve továbbra is indokolt az árfolyamrendszer fenntartása.

A gazdasági szereplők 2000. évi inflációra és nominális kamatokra vonatkozó várakozása alapján adódó reálkamat szint megfelelően magasnak látszik a belföldi kereslet kordában tartásához és a megtakarítások kívánatos szintjének fenntartásához, miközben nem vezet túlzott mértékű spekulatív tőkebeáramláshoz. Amennyiben azonban a piaci szereplők a kormányzatnál jelenleg még valamivel magasabb inflációs várakozása tovább csökken a jövőben, lehetőség nyílik a nominális kamatoknak a hozamgörbe által jelenleg előre jelzettnél gyorsabb mérséklésére.

2000-ben az egyes belföldi szektorok nettó finanszírozási kapacitása várhatóan úgy alakul, hogy a magyar gazdaság külső finanszírozási igénye a GDP százalékában lényegében változatlan marad, esetleg csökken. (Lásd B) táblázat.)

Ez azt jelenti, hogy a folyó fizetési mérleg hiánya 2,5 milliárd dollár közelében marad. Várakozásaink szerint a vállalati szektor nettó GDP-arányos (inflációs hatástól megszürt) finanszírozási igénye 1999

Az árfolyamrendszer továbbra is sikeresen tölti be szerepét

Ha a piaci szereplők inflációs várakozása tovább csökken, akkor tovább csökkenhetnek a kamatok is

B) táblázat
A nettó finanszírozás alakulása szektoronként (inflációsúrt, a GDP százalékában)

	1997	1998	1999*	2000*
				%
Külső finanszírozási igény	-0,9	-4,0	-4,9	-4,8
Államháztartás	-0,4	-2,2	-2,7	-2,2
Magánszektor	-0,5	-1,8	-2,2	-2,6
ebből:				
Háztartási szektor	4,1	4,8	3,2	3,3
Vállalati szektor	-4,6	-6,6	-5,4	-5,9
Folyó fizetési mérleg hiánya	-2,1	-4,8	-4,9	-4,4(-4,9)

Megjegyzés: A pozitív előjel nettó finanszírozási kapacitást, a negatív előjel nettó finanszírozási igényt jelent. A folyó fizetési mérleg hiánya és az ország külső finanszírozási igénye eltér egymástól, az utóbbi hívebben tükrözi a reálgazdasági folyamatokat, mivel nem pénzforgalmi, hanem eredményszámléleletet tükröz. (1999-re és 2000-re vonatkozó adatok az MNB prognózisa).

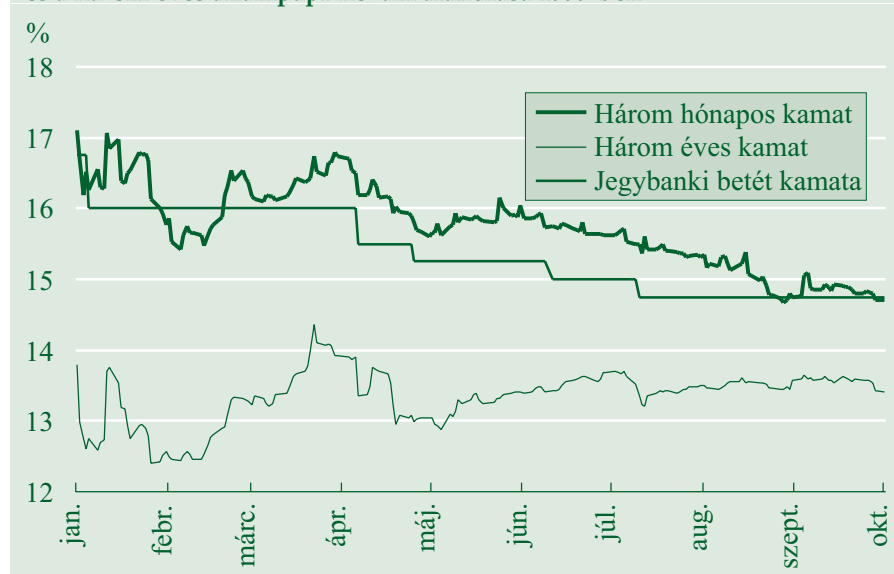
második félévétől kezdve mérsékelten növekvő tendenciát mutat. A növekvő vállalati forrásbevonás irányába mutat a vállalati szektor jelenleg viszonylag alacsonynak nevezhető eladósodottsági szintje és beruházási keresletének várható emelkedése is. A lakosság nettó megtakarítása az elmúlt egy, másfél évben tapasztalt szint alatt stabilizálódhat. Összességében tehát a magánszektor növekvő finanszírozási szükségletével számolhatunk 2000-ben, amit a konszolidált államháztartás finanszírozási igényének csökkenése fog ellensúlyozni.

A kamatérzékeny tőketételek csekély intervenció hatására az MNB devizapiaci beavatkozásának intenzitása mérsékeltebb, mint korábban volt

A folyó fizetési mérleg hiányát a nettó működőtőke-beáramlás, a külföldiek állampapír- és részvényvásárlása és a vállalatok külföldi hitelfelvétele várhatóan túlf finanszírozza, ezért 2000-ben a devizapiacra továbbra is fennmarad az enyhe deviza-túlkínálat és ebből következően a sáv erős szélénél tartózkodó árfolyamra és meg-megújuló jegybanki devizavásárlásra számíthatunk. Az 1998. őszi orosz válságot követően a forint árfolyama visszatért az intervenció sáv erős szélére, az MNB pedig 1999-ben ismét jelentős összegű devizát vásárolt. Az orosz válságot követő devizapiaci intervenciót az azt megelőző időszakától alapvetően eltérő tényezők eredményezték. Ilyen eltérés, hogy az intervencióban nem játszik számottevő szerepet a jegybanki devizavásárlás korábban két legfontosabb tényezője, a spekulatív célú határidős devizaeladás és a külföldiek állampapír-vásárlása. A kamatérzékeny tőketételek csekély intervenció hatására az MNB devizapiaci beavatkozásának intenzitása mérsékeltebb, mint korábban volt. A jelenlegi helyzetben a jegybanki kamatcsökkentések – az orosz válságot megelőző időszakától eltérően – nem az állampapírhozámok esését és a kamatérzékeny tételek okozta számottevő intervenciót követik.

5. ábra

A jegybanki irányadó kamat, a három hónapos és a három éves állampapírhozam alakulása 1999-ben



C) táblázat

Az államháztartás kamatkiadásai a GDP százalékában (eredmény szemléletben)

	1995	1996	1997	1998	1999*	2000*
Államadósság** / GDP	85,1	74,1	62,9	61,2	59,9	58,6
Kamatkiadás / GDP	9,0	8,0	8,1	7,0	6,5	5,8

* Prognózis.

** Központi költségvetés bruttó adóssága.

Az MNB 1999 első kilenc hónapában öt alkalommal, összesen két százalékponttal csökkentette irányadó kéthetes betéti kamatát. Az éven belüli hozamok változása rendre követte a jegybanki lépéseket, a hosszabb futamidejű állampapírhozamok csökkenését azonban gátolták a piaci szereplők kedvezőtlen várakozásai. (Lásd 5. ábra.) Ez alapján úgy látszik, a piac által túlzottnak ítélt kamatcsökkentés valószínűleg a jövőben sem vezetne a három-hathónaposnál hosszabb hozamok mérséklődéséhez. Az államadósság finanszírozásában meghatározó szerepet betöltő hozamok csökkentésére tehát csak a piaci szereplők árfolyam- és inflációs várakozásainak kedvező irányú befolyásolásán keresztül van mód.

Az államadósság GDP-arányos csökkenésével és az infláció mérséklődésével párhuzamosan az államháztartás kamatfizetése jelentősen csökkent, bár továbbra is komoly teherterhelés maradt. (Lásd C) táblázat.) Az államháztartás nettó kamatkiadása 1995-höz képest a GDP százalékában több mint egyharmadával csökkent, 9 százalékról 2000-re hat százalék alá került. Az utóbbi évek következetes erőfeszítései láthatóan és egyértelműen mérsékeltek az államadósság terheit. A jövőben e tendencia további folytatódására számítunk.

A forint külföldi kamatokkal szembeni – az előre bejelentett leértékelés figyelembevételével számított – hozamelőnye 1999 őszéig nem csökkent vissza az orosz válságot megelőző szintjére, hanem 5,5–6 százalékponton stabilizálódott. A kamatprémium további növekedését okozza a kormány és az MNB által már bejelentett, 2000. év eleji változtatás a valutakosár összetételében. Mivel a dollárkamatok jelenleg magasabbak, mint a hasonló futamidejű euróhozamok, ezért a 2000. január előtt 30 százalékos súlyt képviselő dollár lecserélése – változatlan kamatok mellett – önmagában 0,6 százalékpont prémiumemelkedést jelent a forintbefektetések javára.

Amennyiben a jelenlegi körülmények nem változnak számottevően, vagyis a nemzetközi tőkepiacokat a válsághullámot követően a konszolidáció jellemzi, a folyó fizetési mérleg hiányának szintje pedig a kamatérzékeny tőke beáramlását visszafogja, akkor az MNB az 1999-ben gyakorolt kamatpolitikát folytathatja 2000-ben is. Ez azt jelenti, hogy a jegybank a reálhozamoknak a belföldi folyamatok által meghatározott szintjéhez igazodhat, anélkül, hogy ez feszültséget teremtene az árfolyamrendszer és a kamatpolitika között.

A jegybank közbülső céljához, a nominális árfolyampályához a rövid távú pénzügyi hozamokat rendeli, mint operatív célt, és nem fo-

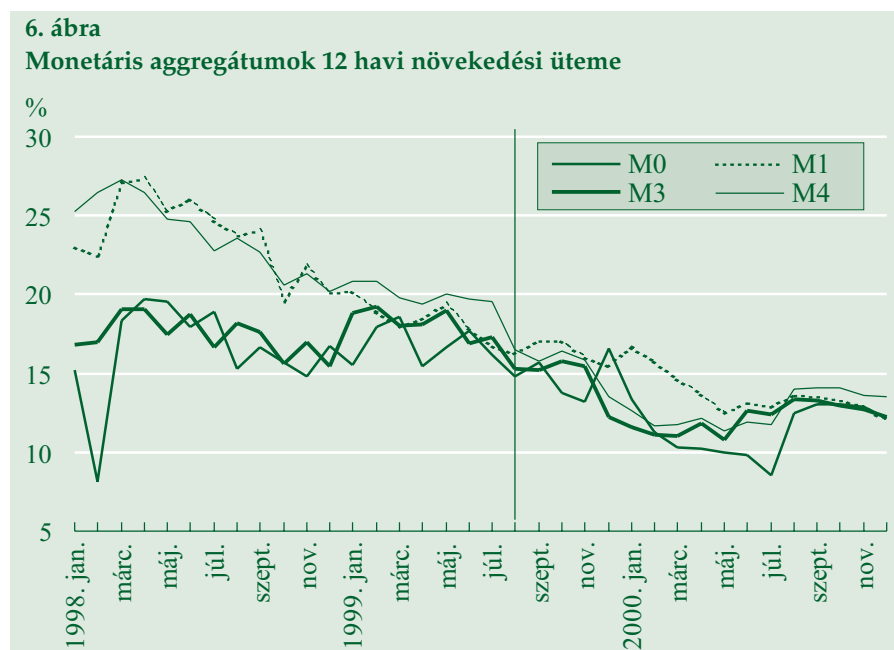
A piac által túlzottnak ítélt kamatcsökkentés valószínűleg a jövőben sem vezetne a hosszabb futamidejű hozamok mérséklődéséhez

A jegybank a reálhozamoknak a belföldi folyamatok által meghatározott szintjéhez igazodhat, anélkül, hogy ez feszültséget teremtene az árfolyamrendszer és a kamatpolitika között

galmaz meg célkitűzéseket az egyes monetáris aggregátumokkal kapcsolatban, azonban növekedési ütemüket, mint információs forrást figyelemmel kíséri, és rendszeresen elemzi a pénzkeresletet befolyásoló tényezőket. Az M1 monetáris aggregátum, amely pénzkategória a gazdasági szereplők legkönnyebben mozgósítható megtakarításait tartalmazza, 7 százalékos körüli reálnövekedése a háztartások növekvő és a vállalatok csökkenő keresletének az eredőjeként jött létre, és összhangban van a gazdasági növekedés és a gazdaság monetizálódásának természetes követelményével. A háztartási szektor pénzügyi követeléseinél megfigyelhető portfólióátrendeződés eredményeképpen 1999-ben erőteljesen nőtt a banki eszközök iránti kereslet, amelynek hatására a szélesebb pénzmennyiség, az M3 aggregátum is viszonylag gyors (7–8 százalékos) reálnövekedést mutat.

A reálgazdasági növekedés gyorsulásával 2000-ben várakozásaink szerint növekvő vállalati és lassan stabilizálódó háztartási likvid eszközkereslet mellett a jelenleginél alacsonyabb szinten stabilizálódik az M1 reálnövekedése. A tőkepiaci bizonytalanság csökkenése következtében várhatóan újra előtérbe kerülnek a bankrendszeren kívüli befektetési formák. Ennek hatására az M3 éves növekedési üteme az infláció mérséklődésével párhuzamosan 2000 végére 12 százalékra csökken. Ezzel szemben az M4, amely az M3-on kívül a bankrendszeren kívüli állampapír-állományt is tartalmazza, éves növekedési üteme újra elszakad az M3 növekedésétől, és 2000 decemberére 13,5 százalék körül alakulhat. (Lásd 6. ábra.)

A banki források gyors bővülése eszközoldalon nem párosult a bankrendszer által nyújtott belföldi vállalati hitelek expanziójával. A vállalati nettó finanszírozás összetevői közül az utóbbi egy évben a



megnövekedett belföldi reálkamatszint következtében a belföldi hitelállomány növekedési üteme lassult, míg a vállalatok növekvő mértékben támaszkodtak a külföldi forrásokra. Amennyiben a kamatprémium a jelenlegihez közeli szinten marad 2000-ben, akkor a vállalati szektor belföldi hitelfelvétele lassúbb reálnövekedést fog mutatni.

A háztartási szektornak nyújtott hitelek állománya ezzel szemben valószínűleg továbbra is az utóbbi időszakban megfigyelt ütemű, gyors növekedést mutatja majd. Az állomány prognosztizált dinamikus növekedése mögött az áll, hogy a háztartások nettó vagyona a fejlett piacgazdaságokra jellemző szerkezet felé tart. A háztartási szektor hiteleinek még mindig igen alacsony állománya miatt a bankrendszer magánszektornal szembeni követeléseinek alakulását továbbra is alapvetően a vállalati hitelek határozzák meg, így a magánszektornak nyújtott banki hitelek mérsékelt reálnövekedésére számíthatunk 2000-ben. Ezzel párhuzamosan a korábban tapasztaltnál némileg lassabb ütemben fogja a bankrendszer csökkenteni az államháztartással szembeni követeléseit.

A hitelintézetek külföldi devizaforrásai az elmúlt évben jelentősen átstrukturálódtak. A teljes állomány nominálisan 30 százalékkal nőtt, ezen belül azonban az éven belüli források állománya gyakorlatilag nem változott, sőt az 1998. évi orosz válság előtt elért csúcshoz képest jelentősen csökkent. Az éven túli források mértéke azonban folyamatosan emelkedett, és 1999. július végén már meghaladta az éven belüli források összegét. A struktúraváltás oka részben az, hogy az orosz válságot követően a rövid lejáratú tőke kiáramlott az országból és a válságot követően sem tért vissza, másrészt az MNB 1998-ban bejelentette, hogy a rövid lejáratú külföldi devizaforrásokat szükség esetén bevonja a kötelező tartalékolás alá. Valószínűleg ennek hatására a hitelintézetek változtattak forrásbevonási politikájukon, és nagyobb hangsúlyt fektettek az éven túli források megszerzésére.

Az elmúlt két év a korábbiaknál gyorsabb áremelkedést hozott magával az ingatlanpiacon. A lakáshitelek nominális kamatai még mindig nagyon magasak, de csökkenésük és könnyebb hozzáférhetőségük, a reálbérek emelkedése, a működőtőke-beáramlás, az ipari és a kereskedelmi tevékenység fejlődése mellett elősegítette e folyamatot. Emellett fontos tényező, hogy a lakosság befektetési és spekulációs magatartása megváltozott. Az értéktőzsde részvényszekciójának gyengébb teljesítménye miatt, a lakosság egy része az ingatlan befektetések felé fordult.

Az ingatlanpiac fejlődése új, fontos piaci terület hitelezését vonja maga után. A jelzálog-hitelezés általánosabbá válása a gazdaság nagyobb mérvű monetizáltságán keresztül a kamatpolitika fogyasztásra gyakorolt hatását fokozni fogja. A fedezetként vagy jelzálogként használható ingatlan értékének változásával a vállalkozók előtt is szélesednek a hitelfelvételi lehetőségek. Mindez akkor válhat veszélyessé, ha az ingatlanárak túlértékeltté válnak (ingatlanpiaci buborék), és egy esetleges ingatlanérték-csökkenés során a fedezetek elértéktelened-

A háztartások hitelállománya gyorsan növekszik

Az ingatlanpiaci áremelkedés első-sorban a korábbi évek lemaradását hozza be

nek. Megnyugtató viszont, hogy ha többéves időszakot veszünk figyelembe, az ingatlanpiaci áremelkedés reálértelemben nem látszik jelentősnek, így az részben az ingatlanárak – 1995–96-os időszak inflációtól elmaradó áremelkedése utáni – korrekciójának tekinthető. Másrészről a még csak kialakulóban lévő jelzáloghitelezés és a saját tulajdonban lévő lakóingatlanok magas aránya egyelőre természetes gátját képezi annak, hogy az emelkedő ingatlanárak vagyongátása a közeljövőben érezhetően befolyásolhassa a háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseit.

A magyarországi pénzügyi piacok fejlődésének irányát továbbra is a nemzetközi és kiemelten az Európai Unió szabályozási környezetéhez igazodó tendenciák és normák határozzák meg. 1999. január elsejétől a kereskedelmi bankok teljes körű értékpapír-forgalmazói jogosítványokat kaptak, ami megfelel a világ pénz- és tőkepiacain tapasztalható trendnek, az univerzális bankok – pénzügyi „szupermarketek” – létrejöttének. A folyamat monetáris politikai szempontból fontos következménye a korábbinál integráltabb befektetési szolgáltatásokat nyújtó pénzügyi közvetítői rendszer lehet, amely minden bizonnyal közvetlen hatással lesz a transzmissziós mechanizmusra és a gazdasági szereplők megtakarítási-fogyasztási szokásaira.

A bankok jelenléte érezhetően erősödött a lakossági és kisvállalkozói ügyfélkörben

A bankrendszernek az orosz pénzügyi válság miatt megcsappant jövedelmezősége és a kiváló minőségű nagyvállalati ügyfélkör piacának telítődése is szerepet játszott abban, hogy érezhetően erősödött a bankok jelenléte a nagy megtérülést ígérő, de kockázatosabbnak számító lakossági és kisvállalkozói ügyfélkörben. A továbbra is dinamikus bővülő betétgyűjtési formák mellett a lakosság széles körének elérhető, tartós fogyasztási cikkek vásárlásához kapcsolódó hitelkonstrukciók bővültek erőteljesen.

Az 1999. szeptemberben elindított valós idejű bruttó elszámolási rendszer (VIBER) a bankközi fizetési forgalom és a tételenként nagy értékű, illetve sürgős átutalások valós idejű (azonnali) elszámolását szolgálja. Használata a pénzforgalom gyorsulását és az üzemidő meghosszabbodását teszi lehetővé. Működése nagyban segíti a bankok likviditásmenedzselését és a bankközi piac növekvő aktivitását, hiszen a bankok valós időben követhetik nyomon a likviditás alakulását, az értékpapírügyletek pénzügyi teljesítése pedig naponta többször is lehetséges. Az ügyféltételek VIBER-en keresztüli feldolgozására várhatóan 2000 második felétől kerülhet sor.

Az értékpapírpiac fejlődésének egyik jelentős lépéseként 1999 májusától az Államadósság Kezelő Központ minden új sorozatú állampapírját dematerializált formában bocsátja ki. Ez várhatóan elősegíti más értékpapírok dematerializált formában történő kibocsátását is, ami hosszabb távon a kibocsátási és egyéb tranzakciós költségek csökkenéséhez és az értékpapírpiac likviditásának növekedéséhez vezethet.

Az MNB támogatja az állampapírok koncentrált, hatékony és átlátható piacának további fejlődését, amely nemcsak a jegybanki kamat-

transzmisszió működését erősíti, hanem a piaci szereplők várakozásait tükröző hozamokon keresztül számos hasznos információt is nyújt a monetáris politika számára.

Nem számítunk arra, hogy 2000. évi – számítástechnikai – dátumváltás miatt bármilyen probléma jelentkezne a készpénzellátásban, a bankok közötti elszámolásforgalomban, vagy a bankközi piac működésében. Az év végi nagyarányú lakossági betétkivonás nem tűnik valószínűnek, mivel a hitelintézetek felkészültek a dátumváltás kezelésére és a túlzott készpénztartás a felmerülő kamatveszteség miatt elmenthető a betételhelyezők érdekével, ugyanakkor a jegybanki készpénzkészletből adott esetben a szokásosat lényegesen meghaladó készpénzigény is biztosítható. A GIRO Rt. által üzemeltetett bankközi klíringrendszer felkészítése a számítástechnikai problémákra 1997 óta folyik és 1999 októberére befejeződött, az MNB által üzemeltetett VIBER pedig már eleve 2000 kompatibilisen kezdte meg működését. Mindemellett az alapvetően számítástechnikai probléma potenciálisan megnövelheti a rövid lejáratú bankközi kamatok ingadozását, bár ennek kicsi az esélye, ugyanis a bankok által az MNB-nél elhelyezett kéthetes betétállomány volumene, az irányadó kamatot egy százalékponttal meghaladó hozam melletti jegybanki hitel lehetősége, valamint a szükség szerinti gyorstender használata biztosítani tudja a bankok számára szükséges likviditást.

A jegybank eszköztára 1998 második felétől kezdődően számottevő átalakuláson esett át. A módosítások célja az eszköztár egyszerűbbé és egyben piackonformabbá tétele volt. Az új eszköztár által kialakított feltételrendszer szervező elve az, hogy a korábbiaknál jóval nagyobb mozgásteret kínáljon a bankok önálló likviditásmenedzsmentjének, arra ösztönözve a bankközi piac szereplőit, hogy a likviditási helyzet változásait ne a jegybanki eszközök igénybevételével, hanem piaci módon, egymás között kezeljék. A piaci folyamatok hangsúlyozása mögött a bankok közötti verseny erősítésének érve húzódik meg: a verseny javítja a bankrendszer hatékonyságát, és egyben felkészíti a hazai bankokat az Európai Unióhoz való csatlakozás után kialakuló kompetitív piaci környezetre is.

Az eddigi tapasztalatok alapján megállapítható, hogy a megújult jegybanki eszköztár megfelel a vele szemben támasztott elvárásoknak. Az irányadó instrumentum kamatán keresztül a jegybank hatékonyan képes befolyásolni a rövid lejáratú állampapír-piaci és bankközi hozamokat. Az 1998 szeptembere előtti állapothoz képest számottevő előrelépés, hogy az új eszköztár mellett a jegybank mindössze egyetlen futamidőn határoz meg kamatcél, csökkentve ezáltal a spekuláció lehetőségét. Ugyanakkor a korábbiaknál nagyobb teret ad a bankközi piac fejlődése számára az, hogy a jegybanki eszközt a bankok hetente mindössze két alkalommal vehetik igénybe. Így a bankoknak a betételhelyezési napok között a bankközi piacon keresztül kell likviditásukat menedzselniük.

Az MNB és a magyar bankrendszer felkészült a 2000. évi, vagyis a dátumváltás technológiai kezelésére, a készpénzellátás és a bankok közötti elszámolásforgalom zavartalan működése biztosított

Az új eszköztár nagyobb mozgásteret kínál a bankok önálló likviditásmenedzsmentjének

*A kéthetes betét
esetében a következ-
ző lépés a heti egy-
szeri elhelyezési le-
hetőség lesz*

Az MNB irányadó kamata a bankoknak meghirdetett kéthetes betéti konstrukció hozama. Ezen eszköz esetében 1999. márciustól a heti kétszeri elhelyezési lehetőségre történt átállás tapasztalatai azt mutatják, hogy a bankok likviditásmenedzselése jól alkalmazkodott a megváltozott betételhelyezési feltételekhez. Ez lehetőséget nyújt az MNB számára, hogy folytassa az átállást a korábbi folyamatos (minden munkanapra kiterjedő) rendelkezésre állás gyakorlatáról a valódi tenderek alkalmazására. A következő állomást – a korábban meghirdetettnek megfelelően – a heti egyszeri, előre meghirdetett kamatú rendelkezésre állás lesz.

*Az MNB hosszú
távon a kötelező
tartalékráta csök-
kentését tekintti cél-
jának*

Az eszköztár korszerűsítésének másik lehetséges iránya a tartalékolás rendszerének átalakítása. Az MNB a kötelező tartalékráta-szabályozás keretein belül olyan rendszer kialakítását vizsgálja, amely összhangban áll hosszú távú céljával, a nominális ráta csökkentésével és a jelenleginél hatékonyabban szolgálja a monetáris politika céljait. A tartalékképzés alapjának további szélesítését a nominális ráta csökkentése kompenzálná, amely esetleg az effektív tartalékráta enyhe mérséklését is jelenthetné. Az ezzel kapcsolatos elképzeléseit az MNB a későbbiekben még egyezteti az érintett pénzügyekkel.

Az 1999. évi monetáris politikai irányelvek kapcsán évközben kelően előretekintve megszületett a döntés, hogy 1999. január elsejétől a német márkát az euró váltsa fel 70 százalékos súllyal a forint árfolyamszintjét meghatározó valutakosárban. 1999. áprilisban a kormány az MNB-vel egyetértésben 2000. január elsejétől 100 százalékos euróarányra módosította a valutakosár összetételét. Ezt követően a bejelentett havi leértékelési ütem a forint középparitásának kizárólag az euróhoz képesti változását jelzi.