

A 2001. ÉVI MONETÁRIS POLITIKAI IRÁNYELVEK

Budapest
2000. december 5.

* * *

A 2001. évi Monetáris Politikai Irányelvek – a korábbi évekhez hasonlóan – az Országgyűlést és a szélesebb közönséget tájékoztatja a pénzpolitika keretfeltételeiről, a cél- és eszközválasztás lehetőségeiről.

* * *

Összefoglaló

Az elmúlt 4 évet Magyarországon folyamatosan magas, 4,5 százalékot meghaladó növekedés, gyors termelékenység-növekedés, stabil és javuló külső egyensúly, konszolidálódó államháztartás, folyamatosan csökkenő infláció és munkanélküliség, valamint növekvő reálkereset és fogyasztás jellemezte. A gazdaság 1996 végétől egészséges, fenntartható növekedési pályára állt. A makrogazdasági mutatók többnyire 2000-ben is kedvezően alakulnak, de az infláció mérséklődésének folyamata megtorpan. Noha az év végén a 12 havi infláció várhatóan alacsonyabb lesz, mint tavaly, júliustól a havi adatok már növekvő inflációt jeleztek. Ez a törés azonban remélhetően átmeneti, 2001-ben összehangolt gazdaságpolitika mellett tovább folytatódhat az infláció mérséklődése. Azért is fontos az eddig elért eredmények megtartása, mert minél később kerül sor a dezinflációs trend megfordulásának megakadályozására, a növekvő inflációs várakozások megtörésére, annál nagyobb költségekkel jár.

A *külső tényezők* jelentős felfelé irányuló nyomást gyakoroltak az árakra, közülük is leginkább az olajár emelkedése és az euró-dollár árfolyam gyengülése volt az, amely gátolta az infláció csökkenését. A monetáris politika hatókörén kívül eső kedvezőtlen belföldi hatások közül az élelmiszerárak jelentős emelkedése emelhető ki. A vállalati szektorban a keresetek gyorsuló ütemben növekedtek az elmúlt félévben. A reálbérek növekedési üteme önmagában nem tekinthető túl magasnak, a gondot az jelenti, hogy ez a növekedés magasabb infláció és magasabb nominális bérek mellett következett be. Az inflációs trend megfordulását gyorsan követő béralakulás és a hozamgörbe eltolódása az *inflációs várakozások* kedvezőtlen alakulására utal.

A háztartások csökkenő nettó finanszírozását 2000-ben az államháztartás vártnál kisebb hiánya és a vállalati szektor csökkenő finanszírozási igénye ellensúlyozza, és ennek eredményeképpen a *folyó fizetési mérleg* hiánya a GDP 4,3 százalékáról várhatóan 4 százalék alá esik. Az *államháztartás* eredményszemléletű hiánya 2000-ben várhatóan a tervezettnél és a várakozásoknál is lényegesen kedvezőbben alakul.

Ami a hatósági árakat illeti, az év végéig várható, összesen 7 százalék körüli ár-növekedés csak kis mértékben haladja meg a tervezett értéket, ugyanakkor ez számos esetben (pl. gáz, tömegközlekedés) jelentős árfeszültségek, rejtett inflációs nyomás kialakulásához vezetett. 2000-ben egy alkalommal, áprilisban került sor a forint havi *csúszó leértékelési ütemének* – 0,4 százalékról 0,3 százalékra történő – csökkentésére. Az árszínvonalat befolyásoló kedvezőtlen külső hatások nem tették lehetővé a leértékelési ütem további mérséklését. Az alacsonyabb leértékelési ütemhez tartozó alacsonyabb nominális kamatszint a nem csökkenő inflációs várakozások mellett szűk sávú árfolyamrendszer esetén a reálkamatok túlzott mértékű csökkenéséhez vezetne, ami a későbbiekben a kereslet megengedhetőnél gyorsabb növekedését, a fizetési mérleg romlását és az infláció emelkedését okozhatná.

A jegybank 2000 januárjától szeptemberéig összesen öt alkalommal csökkentette az irányadó kéthetes betéti kamatot, így az irányadó kamat szintje 13,75 százalékról 10,75 százalékra mérséklődött. A kamatcsökkentésekre az első félévben csökkenő infláció nyomán nyílt lehetőség, de az elvárt kockázati prémium csökkenése miatt bekövetkező nagyfokú devizapiaci intervenció, illetve a sterilizációs költségek mérséklése ezt szükségessé is tette. Az infláció csökkenésének megtorpanása,

átmeneti megfordulása új helyzetet teremtett, amelyben az árfolyamrendszer már a korábbihoz képest sokkal kevésbé képes hozzájárulni a dezinflációs folyamathoz. A jegybank a kormánnyal azonos módon látja a jelenlegi árfolyamrendszerből történő kilépés szükségességét és módját, annak időzítéséről azonban még nem született megállapodás. Az időközben megemelkedett infláció miatt legmegfelelőbb lépésként adódott az irányadó kamatok jelzésértékű felemelése október 11-én, aminek nyomán a kéthetes betét kamata 10,75 százalékról 11,75 százalékra változott. A magasabb kamatok miatt előbb-utóbb várható spekulatív tőkebeáramlás fékezése érdekében az MNB változtatásokat hajtott végre az eszköztárában is. A kamatemelést követően a reálkamatok szintje a jegybank által 2001-re várt infláció figyelembe vételével ismét a minimálisan szükséges 3 százalékos szint körül mozog. A kamatok jelenlegi szintjének változtatására a lehetőségek korlátozottak: az infláció csökkenésének július-szeptemberi megtorpanása azt jelzi, hogy már a jelenlegi kamatszint is alacsonyabb az egyensúlyi reálkamatnál. Ugyanakkor a jelenlegi árfolyamrendszerben korlátozott a lehetőség, hogy a kamatokat az infláció mérséklése céljából hatékonyan emelje a jegybank.

A gazdaság *növekedési* kilátásai 2000-re és 2001-re is kedvezőek. A növekedést a belföldi kereslet erősödésén túl a külpiazi konjunktúra is támogatja. Az euró-zóna növekedése 2000-ben várhatóan eléri a 3,3 százalékot, és 2001-re is 3 százalék körüli kibocsátás-bővülés prognosztizálható, ugyanakkor 2000 vége felé szaporodnak a világgazdaság növekedésével kapcsolatos kockázatok. Az elmúlt évek során a növekedés feltételeinek megteremtésében fontos szerepet játszott az államháztartás: a magyar példa jól mutatja, hogy a költségvetés konszolidálása a gyors gazdasági növekedés feltétele és következménye is.

Az inflációs kilátások megítélése a korábbiaknál jelentősen nehezebbé vált, mivel 2001-re az elmúlt éveknél is lényegesen több bizonytalansággal kell számolni. Az infláció 2001. évi alakulásának előrejelzését leginkább a kőolajárak, a dollár-euró árfolyam és az élelmiszerárak alakulása nehezíti meg. További bizonytalanságforrást jelent, hogy nehezen megítélhetőek a világgazdasági kilátások, a növekedési ütem esetleges jelentősebb visszaesése komoly hatással lehet Magyarországra is. A 2001. évi *költségvetés* sarokszámai alapján számított elsődleges egyenlegnek a 2000-ben várhatóhoz képest bekövetkező változása a GDP kb. 1,2 százalékának megfelelő keresletbővítést vetít előre.

A fenti kockázati tényezők miatt a 2001. végi infláció a szokásosnál nagyobb bizonytalansággal jelezhető előre. Komoly megfontolás tárgyává vált annak lehetősége, hogy a gazdasági folyamatokat csak félévre előre tekintsük át, de a konvenciók és a törvények tiszteletben tartása érdekében végül mégis egy éves periódust fog át az irányelv.

A Magyar Nemzeti Bank – törvényben meghatározott alapvető feladatának megfelelően – a rendelkezésre álló eszközeivel mindent megtesz a gazdasági élet valamennyi szereplőjének érdekét jól kifejező további inflációcsökkenésért. A monetáris politika a reál-kamatok megfelelően magas szintjének fenntartásával és a várható inflációnál kisebb előre bejelentett leértékeléssel – a reálárfolyam felértékelődésével – tudja mérsékelni az áremelkedés ütemét. Az árfolyam 2001-ben is nominális horgonyként szolgál a gazdasági szereplők számára. A jelenlegi leértékelési ütem kevesebb, mint 4 százalékos leértékelést jelent 2001-re, ami kedvező inflációs forgatókönyv mellett is reálfelértékelődést jelent, és az alacsony importált infláción és a várakozásokon keresztül segítheti a dezinfláció folytatódását,

ugyanakkor nem gyengíti a versenyképességet, mert Magyarországon a termelékenység gyorsabban nő, mint a partnerországokban.

Az MNB monetáris politikai eszköztára több tekintetben is módosult 2000-ben. Új elem a 3 hónapos futamidejű kötvény. Az MNB kötvény bevezetése lehetővé tette a rövidlejáratú hozamok stabilizálását és csökkentette a sterilizáció költségeit is. 2000. novemberétől a 2 hetes betét esetében a korlátlan rendelkezésre állást a betéti eszköz tendereztetése váltotta fel. Az MNB a tenderen a bankok aktuális likviditási helyzetének megfelelő mennyiséget és maximális kamatot hirdet meg. 2001-ben tovább folytatódik a kötelezőtartalék-rendszer átalakítása. A már meghirdetett változásokon túlmenően hatékonysági és versenysemlegességi szempontok miatt az MNB 2001. elején egy lépésben 4 százalékkal csökkenti a kötelező tartalék rátáját. Így a már meghirdetett lépésekkel együtt összességében a kötelezőtartalék-ráta az 1995. évi 17 százalékos szintről 2001 közepére 6 százalék körüli értékre csökken majd. Az effektív tartalékráta csökkentése az egyéb tényezők változatlansága mellett hozzájárul a betéti és hitelkamatok közötti különbség csökkenéséhez. A jegybank alapvető céljainak megfelelően olyan konkrét megoldást dolgozott ki, amely biztosítja, hogy semmiképpen se kerüljön sor a jegybankpénz-állomány indokolatlan bővülésére.

* * *

A magyar gazdaság fenntartható növekedési pályán halad ...

Magyarország az elmúlt 4 évben gazdaságtörténeti szempontból kedvező pályát futott be. 1996 végétől folyamatosan magas, 4,5 százalékot meghaladó növekedés, kétszámjegyű feldolgozóipari termelékenység-növekedés, stabil és javuló külső egyensúly, konszolidálódó államháztartás, folyamatosan csökkenő infláció és munkanélküliség, valamint növekvő reálkereset és fogyasztás valósult meg. A magyar gazdaság tehát fenntartható növekedési pályára állt. E reálfolyamatok jelentős része az idén is kedvezően alakul, egyetlen tényező, az infláció kivételével.

Főbb makrogazdasági mutatók alakulása

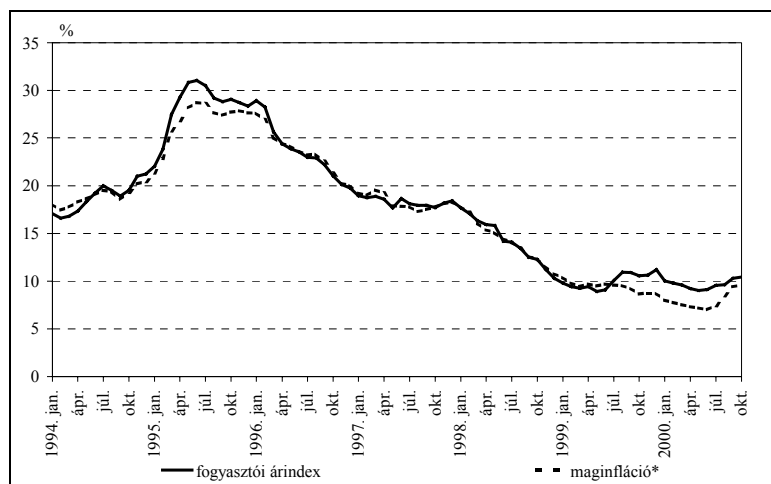
	1996	1997	1998	1999	2000*
GDP volumenindex	1,3	4,6	4,9	4,4	5-5,5**
Lakossági fogyasztás növekedése	-2,7	1,7	4,9	4,6	3,5-4**
Infláció (éves átlagos)	23,6	18,3	14,3	10,0	kb. 9,7
Infláció (december/december)	19,8	18,4	10,3	11,2	kb. 10
ÁHT teljes hiány/GDP	-3,1	-4,9	-4,8	-4,4	-2,9
Munkanélküliség (éves átlagos)	9,9	8,7	7,8	7,0	6,4
Reál nettó átlagkereset	-3,3	3,8	2,5	4,1	3,6
A feldolgozóipar termelékenységének növekedése	9,7	13,7	8,6	8,4	12,1
Folyó fizetési mérleg hiánya/GDP	3,7	2,1	4,8	4,3	3,5-4,0

*MNB-előrejelzés **PM-előrejelzés

..., de az infláció csökkentése terén mérsékeltek az eredmények 2000-ben

Az elmúlt év során számos kedvezőtlen – elsősorban külső – folyamat hátráltatta a hazai dezinflációt, ezért a hivatalos fogyasztói árindex – a 2000. októberi 10,4 százalékos értéket figyelembe véve – csak mérsékelt, 0,8 százalékpontos csökkenést mutat 1999. decemberéhez képest. 2000. decemberére az előző év decemberéhez viszonyított fogyasztóiár-emelkedés várhatóan 10 százalék körül, az átlagos infláció 9,7 százalék körül lesz.

A fogyasztói árindex és a maginfláció



* MNB-számítás

A kedvezőtlen sokkok miatt megtorpant az infláció csökkenésének folyamata

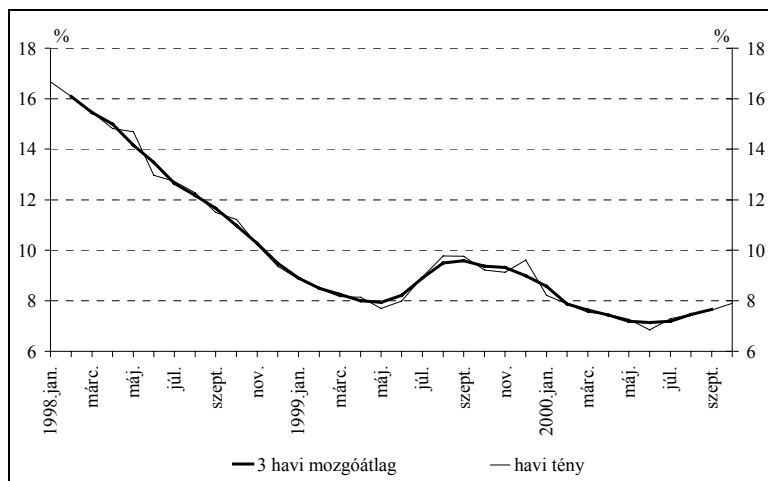
A dezinfláció folyamata 2000 derekán megtorpant és átmenetileg megfordult. Bár az év végén a 12 havi infláció várhatóan alacsonyabb lesz, mint tavaly, a trend irányt

A régió országaiban és az EU-ban jelentősen nőtt az infláció

váltott, és júliustól a havi adatok már növekvő inflációt jeleztek. Az MNB által számított maginfláció trendje is fordulatra utal. Ez azért ad okot aggodalomra, mert a monetáris politika számára nem egyszerűen az infláció csökkentése a cél, a defláció *folyamatosságának* fenntartása elsődleges fontosságú. A 12 havi maginfláció 1995 májusától 2000 júniusáig folyamatosan csökkent, de ezt követően 3 hónap alatt közel 2,5 százalékpontot emelkedett. Ennek eredményeképpen a maginfláció az év végén valószínűleg meghaladja majd az egy évvel korábbi értékét.

A gazdaságpolitika, és azon belül a monetáris politika iránti bizalom megőrzése szempontjából lényeges az inflációcsökkenés töretlenségének fenntartása. Az áremelkedés üteme az év végén várhatóan alacsonyabb lesz, mint egy évvel korábban, egy olyan időszakban, amikor a külső tényezők jelentős felfelé irányuló nyomást gyakoroltak az árakra. Ezt jól mutatja, hogy az EU országaiban is jelentősen – bár jóval alacsonyabb szintről – nőtt és növekszik az infláció; az 1999. júniusi 0,9 százalékról illetve az 1999. decemberi 1,7 százalékról 2000 szeptemberre 2,7 százalékra. A Magyarország és az EU közötti inflációs különbség így 2000 júniusáig tovább csökkent. A közép-kelet-európai országokban szintén az árszínvonal-emelkedés gyorsulása figyelhető meg.

Az azonos módszertan szerint számolt 12 havi EU és magyar infláció különbsége



Figyelembe kell venni azt is, hogy az infláció mérséklődése mellett egyre nehezebb a korábbiakhoz hasonló mértékű ütemcsökkenést elérni. Azért is fontos az eddig elért eredmények megtartása, mert minél később kerül sor a deflációs trend megfordulásának megakadályozására, a növekvő inflációs várakozások megtörésére, annál nagyobb költségekkel jár.

A 2000. évre szóló Monetáris Politikai Irányelvek – a korábbi évek gyakorlatához hasonlóan – megjelölte azokat a külső, a monetáris politika hatókörén kívül eső feltételeket, amelyek teljesülése szükséges az infláció erőteljes mérséklődéséhez. Ezek jelentették egyben a leértékelési ütem további – az egyensúly számottevő romlása nélkül megtehető – csökkentésének előfeltételeit is. Ezek a peremfeltételek a következők voltak:

- az államháztartás hiánya nem haladja meg a GDP 3,5 százalékát, miközben a bevételek és a kiadások sem haladják meg lényegesen a kormány által beterjesztett nominális szintet;
- a hatósági árak átlagos emelkedése nem haladja meg a 6 százalékot;
- a kőolaj világpiaci ára a hosszú távú trendnek megfelelő 18 dollár hordónkénti ár körül alakul;
- az Európai Unió növekedési kilátásai a várakozásoknak megfelelően javulnak.

Az infláció csökkenése ellen hatott a kőolajtermékek és az élelmiszerek áremelkedése, valamint az euró számottevő gyengülése a dollárral szemben

A külső tényezők közül az olajár emelkedése és az euró-dollár árfolyam gyengülése volt az, amely leginkább gátolta az infláció nagyobb mértékű csökkenését. Ezen két tényező közvetlenül mintegy 1,5 százalékponttal emelte meg az inflációt. A magasabb olajár a külföldi árszint emelkedésén keresztül közvetve is inflációs nyomást fejtett ki. Összességében tehát megállapítható, hogy a külső tényezők nagymértékben hátráltatták az infláció csökkenését.

A belföldi eredetű sokkok közül kiemelkedik az élelmiszerek árának emelkedése 2000 nyarától. Az élelmiszerek árának emelkedése együtt önmagában kb. 1,4 százalékponttal, ezen belül a sertéshús, a tojás és a burgonya áremelkedése 0,7 százalékponttal, a kenyér és tej kb. 0,2 százalékponttal növelte meg a 12 havi infláció értékét. Mindezen tényezők akadályozták, hogy az ötödik éve tartóan csökkenő infláció jelentősen mérséklődjön Magyarországon.¹

Az államháztartás hiánya és a hatósági árak növekedése nem okoztak pótlólagos inflációs nyomást

Az államháztartás egyenlege 2000-ben várhatóan a tervezettnél és a várakozásoknál is kedvezőbben alakul. Az államháztartás folyó hiánya a 3,5 százalékos előirányzathoz képest az MNB becslése szerint várhatóan 2,9 százalék lesz, ami a makrogazdasági egyensúly szempontjából kedvező hatású. Mindez nem járt az újraelosztás csökkentésével, a kiadások kis mértékben a bevételek

¹ Az élelmiszerárak emelkedése Magyarországon részben a rendszerváltás előtti ártorzulások hosszú ideig tartó korrekciójának folyamatába illeszkedik, és egyszersmind az integrációs folyamat kísértőjelensége.

A versenyképesség alakulása a leértékelési ütem egyszeri csökkentését tette lehetővé 2000 folyamán

jelentősen meghaladják a tervezettet. Ami a hatósági árakat illeti, az év végéig várható, összesen 7 százalék körüli árnövekedés csak kis mértékben haladja meg a tervezett értéket, ugyanakkor ez számos esetben (pl. gáz, tömegközlekedés) jelentős árfeszültségek, elhalasztott inflációs nyomás kialakulásához vezetett.

A Kormány és a Magyar Nemzeti Bank az idei év során egy alkalommal, áprilisban mérsékelte a forint havi csúszó leértékelésének ütemét, így a havi leértékelés üteme 0,4 százalékról 0,3 százalékra csökkent. Az árszínvonalat befolyásoló kedvezőtlen külső hatások nem tették lehetővé a leértékelési ütem további csökkentését. Hiteles szűk sávós árfolyamrendszer esetén a tőkebeáramlás okozta túlzott sterilizációs költségek elkerülése végett az alacsonyabb leértékelési ütemhez alacsonyabb nominális kamatszint tartozik, a kamatok mérséklődése pedig nem csökkenő inflációs várakozások mellett a reálkamatok túlzott mértékű csökkenéséhez vezetne. Ez a későbbiekben a kereslet megengedhetőnél gyorsabb növekedését, a fizetési mérleg romlását és az infláció emelkedését okozhatná.

Az 1 éves futamidejű diszkont kincstárjegy kamatprémiuma



A kamatpolitika lehetőségeit számottevően korlátozta az elvárt kockázati prémium változékonysága

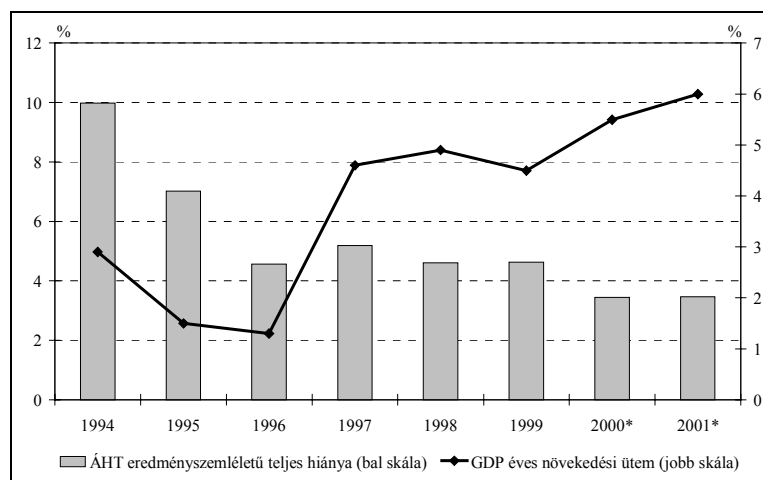
Ami az MNB kamatpolitikáját illeti, a jegybank 2000 januárjától szeptemberéig összesen öt alkalommal csökkentette az irányadó kéthetes betéti kamatot, így az irányadó kamat szintje 13,75 százalékról 10,75 százalékra mérséklődött. A jegybanki kamatok számottevő csökkentésére az infláció első félévi csökkenése nyomán nyílt lehetőség, ugyanakkor szükségessé is vált, mert az elmúlt időszakban elért gazdasági teljesítmények eredményeképp Magyarország gazdaságának külső megítélése folyamatosan javult, és emiatt a befektetők által a hazai befektetésektől elvárt kockázati prémium számottevően – az orosz válság előtti szintre – visszaesett. A prémium csökkenése egyrésztől üdvözlendő, hiszen csökkenti a külső finanszírozás költségeit. Másrésztől ugyanakkor kedvezőtlen

A költségvetési konszolidáció a növekedés egyik motorja

„mellékhatása”, hogy változatlan kamatszint és csökkenő prémium mellett a spekulatív tőkebeáramlás és a devizapiaci intervenciós kényszer erősödik, valamint a sterilizációs állomány megnő. A kamatcsökkentésekre tehát az első félévben csökkenő infláció mellett részben a nagyfokú intervenció illetve a sterilizációs költségek megugrása elkerülésének céljából került sor.

Az elmúlt évek során a növekedés feltételeinek megteremtésében fontos szerepet játszott az államháztartás: **a magyar példa jól mutatja, hogy a költségvetés konszolidálása a gyors gazdasági növekedés feltétele és következménye is.** A költségvetési hiány mérséklése elősegítette az infláció és a nominális kamatok mérséklődését, és a kiszorítási hatás mérséklésén keresztül hozzájárult a reálkamatok és a hozampremium csökkenéséhez is, ami pozitív visszacsatoláson keresztül folyamatosan javította az államháztartás pozícióját is. Mindez a magánszektor – és azon belül az üzleti szektor – helyzetét is kedvezően érintette, mert lehetővé tette számára, hogy alacsonyabb reálkamatok mellett működjön, és olcsóbbá tette a forráshoz jutást.

Az államháztartás GDP-arányos eredményszemléletű hiánya és a gazdaság növekedési üteme



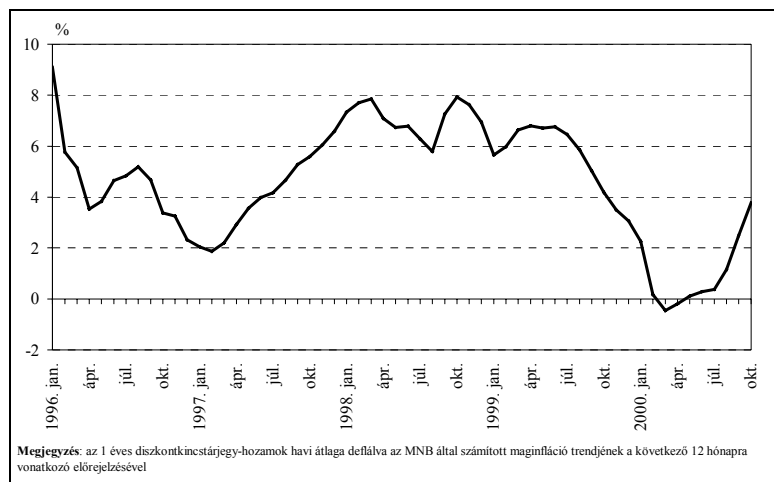
Az árfolyamrendszer kereteinek lazítása megnövelné a kamatpolitika mozgásterét, és teret engedne egy versenyképesség szempontjából fenntartható mértékű, de a dezinflációt komolyan segítő felértékelődésnek

Az elmúlt időszak külső és belső sokkjainak következményeképp a jelenlegi árfolyamrendszer a korábbiakhoz képest már kevésbé képes hozzájárulni a dezinflációs folyamathoz. Az árfolyamrendszer kereteinek lazítása megnövelné a kamatpolitika mozgásterét, és teret engedne egy versenyképesség szempontjából fenntartható mértékű, de a dezinflációt komolyan segítő felértékelődésnek. A nominális árfolyam mérsékelt felértékelődése azért lenne megengedhető, mert Magyarországon a termelékenység gyorsabban nő, mint a partnerországokban. A kormány és az MNB között egyetértés van az árfolyam-rendszerre vonatkozó stratégiával kapcsolatban, hogy előbb-utóbb ki kell lépni a

rendszerből, az időzítésről azonban eltérőek az álláspontok. Az árfolyamrendszer kereteinek módosításával egyidejűleg lépéseket kell tenni a tőkeműveletek további liberalizációjának irányába is annak érdekében, hogy az árfolyamkockázat lefedezésére alkalmas derivatív termékek likvid és mély piacon álljanak rendelkezésre.

Az időközben megemelkedett infláció miatt indokolt lépésként adódott az irányadó kamatok felemelése október 11-én, aminek nyomán a kéthetes betét kamata 10,75 százalékról 11,75 százalékra változott. A magasabb kamatok hatásaként feltételezett spekulatív tőkebeáramlás fékezése érdekében az MNB októberben változtatásokat hajtott végre az eszköztárában is.

Az egyéves előretékintő reálkamat

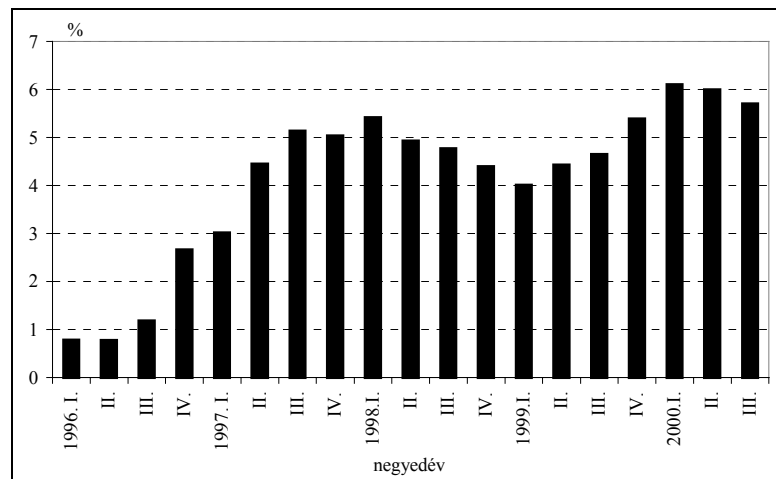


A kamatemelést követően a reálkamatok szintje a jegybank által 2001-re várt infláció figyelembe vételével ismét a minimálisan elfogadható 3 százalékos szint körül mozog.

2001-ben továbbra is magas GDP-növekedésre számíthatunk

A gazdaság növekedési kilátásai 2000-re és 2001-re is kedvezőek. A GDP növekedése az orosz válságot követő időszak után fokozatosan gyorsult, és várhatóan magas szinten stabilizálódik.

A reál GDP növekedési üteme (negyedév/előző év azonos negyedéve)



A növekedést a belföldi kereslet erősödésén túl a külpiacon is támogatja – a világgazdaság egészét jellemző élénkülés mellett az euró-zóna növekedése 2000-ben várhatóan eléri a 3,3 százalékot, és 2001-re is 3 százalék körüli kibocsátás-bővülés prognosztizálható, ugyanakkor 2000 vége felé szaporodnak a világgazdaság növekedésével kapcsolatos kockázatok.

A belföldi felhasználás növekedése és a nettó export csökkenése várható

2001-ben a GDP-növekedés összetevői várhatóan módosulnak: a belföldi felhasználás a GDP növekedését elérő, esetleg meghaladó ütemben erősödik, ezzel összhangban a nettó export GDP-hez való hozzájárulása negatív lesz. A háztartások jövedelmi pozíciója a költségvetési keresletbővítés mellett is visszafogottan alakul, a magánszektorba áramló többletjövedelem elsősorban a vállalatok helyzetét javítja. A vállalatok pozícióját a költségvetési transferek növekedése, a TB-járulék mérséklésén keresztül az élők munkaköltségeinek csökkentése, valamint az állami beruházási kiadások növekedése javítja. A belföldi felhasználás növekedésére a prognózisok szerint 2001-ben a cserearányok nem gyakorolnak hatást, mivel – a számottevő romlást mutató 2000. évi szinthez képest – várhatóan változatlanok maradnak.

A GDP növekedés komponensei (%)

	1999	2000*	2001*
Bruttó hazai termék (GDP)	4,4	5-5,5	4,5-5,5
GDP belföldi felhasználása	4,2	4,5-5	5-6
Lakossági fogyasztás	4,6	3,5-4	3,5-4
Közösségi fogyasztás	0,8	1-2	0-1
Bruttó állóeszközfelhalmozás	5,9	kb. 6	8-10
Külkereskedelmi forgalom (árúk és szolgáltatások)			
Export volumen	13,1	15-17	10-12
Import volumen	12,3	14-16	10-12
A nettó export hozzájárulása a GDP növekedéséhez:	0,1	1,1**	-0,7**

*PM-prognózis **MNB-prognózis

Az eddigi tényszámok arra utalnak, hogy a háztartások nettó finanszírozási kapacitása visszaesik 2000-ben. A

csökkenés egyik oka, hogy az infláció meglepetésszerű megugrása csökkentette a reáljövedelmek növekedési ütemét, amit megerősített a fiskális politika szigorodása is. A csökkenés másik oka a lakás-beruházási tevékenységek várható megélénkülésében keresendő. Ennek következtében gyors a lakossági hitelállomány növekedése, a fogyasztási hitelek mellett – azok növekedését részben kiváltva – a jelzáloghitelezés is meglódult, és várhatóan dinamikusabban bővül majd 2001-ben is. A lakossági hitelek további gyors ütemű növekedése is hozzájárul, hogy a háztartások nettó finanszírozási kapacitása várhatóan 2001-ben is tovább csökken. Ez a tendencia az elkövetkező időszakban várhatóan továbbra is fennáll majd, ami az elmúlt évek elhalasztott kereslete és a jelenlegi kedvező várakozások együttes hatásának köszönhető.

A háztartások csökkenő nettó finanszírozását 2000-ben az államháztartás vártnál kisebb hiánya és a vállalati szektor csökkenő finanszírozási igénye ellensúlyozza, és ennek eredményeképpen a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 4,3 százalékáról várhatóan 3,6-3,9 százalékára csökken.

Az egyes szektorok nettó finanszírozási pozíciója GDP-arányosan (%)

	1997	1998	1999	2000*	2001*
Államháztartás	-6,8	-6,1	-5,5	-3,8	-4,1
Vállalati szektor	-3,2	-6,2	-4,3	-3,8	-3,6
Háztartások	8,1	8,0	5,5	4,3	3,4
Nettó külföldi finanszírozási igény**	-1,9	-4,4	-4,3	-3,3	-4,4
Folyó fizetési mérleg	-2,1	-4,8	-4,3	-3,6	-4,5

* MNB-prognózis

** A folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg összege

A kockázatok a folyó fizetési mérleg enyhe romlásának irányába hatnak, ...

...de a hiány a fenntartható szinten belül marad

Az infláció 2001. évi alakulása sok bizonytalanságot hordoz

2001-ben a vállalati és lakossági felhalmozási tételek növekedése és a fogyasztási kiadások enyhe emelkedése a folyó fizetési mérleg mérsékelt romlásához vezethet, de ezt figyelembe véve is a középtávon fenntartható szinten belül marad a folyó fizetési mérleg hiánya. Külön említendő kockázati tényező emellett, hogy a külföldi vállalatok esetleg nyereségük nagyobb hányadát utalják haza, és csökken a Magyarországon újra befektetett rész aránya (nő a profitrepatriálás). A GDP-növekedést meghaladó mértékű vállalati jövedelmezőség illetve a működőtőke-állomány növekedése már változatlan profitrepatriálási arányok mellett is növekvő profit-hazautalásokhoz vezet. Nemzetközi tapasztalatok hosszú távon a repatriálási arány emelkedését is valószínűsítik. A fizetési mérleg hiányára gyakorolt hatás teljes felméréséhez azonban figyelembe kell venni, hogy bár a nyereség-hazautalás növeli a folyó deficitet, de kisebb belföldön rendelkezésre álló jövedelmet és így alacsonyabb vállalati beruházási és import keresletet is jelent.

Az inflációs kilátások megítélése a korábbiaknál jelentősen nehezebbé vált, mivel 2001-re az elmúlt éveknél is lényegesen több bizonytalansággal kell számolni.

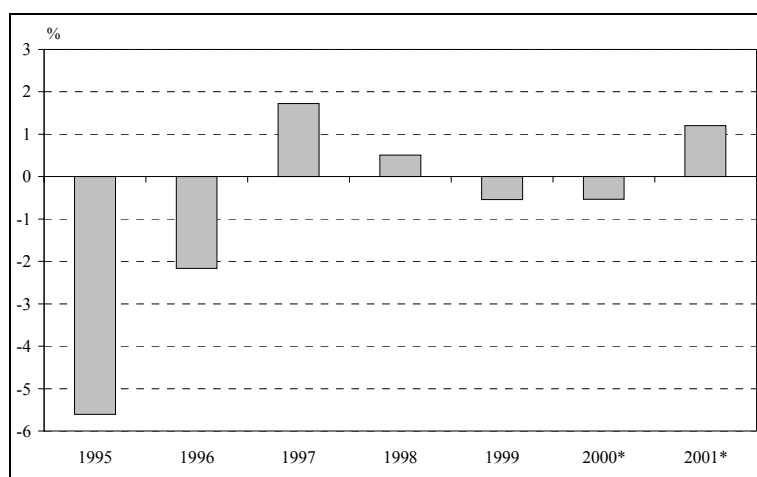
- A külső tényezők közül az egyik legfontosabb a kőolaj árának alakulása. A kőolaj hordónkénti ára az 1998-as 10 dollár körüli szintről 2000-re 30 dollár fölé emelkedett, vagyis háromszorosára nőtt. Az elmúlt években ilyen mértékű ingadozásra nem volt példa. Bár hosszabb távon várható az olajárak bizonyos fokú korrekciója, rendkívül megosztottak a vélemények arról, hogy ez milyen mértékű lehet, és mikorra várható.
- A magas olajár fennmaradása növeli a bizonytalanságot az Európai Unió és a kelet-ázsiai országok gazdasági kilátásaival kapcsolatban. Az Egyesült Államok lassuló növekedésére utaló jelekkel együtt mindez a világgazdaság visszafogottabb növekedését vetíti előre. Az Argentínában tapasztalható gazdasági nehézségek nyomán nem zárható ki egy komolyabb, elhúzódó pénzügyi válság kialakulása sem, amely a tőkepiacokon keresztül közvetlen módon Magyarországot is kedvezőtlenül érintheti.
- Az euró árfolyama az 1999. évi bevezetéskor fennállt árfolyamához képest 20-30 százalékot is veszített értékéből a dollárhoz képest. Az erős dollár a kőolajimporton keresztül szintén kedvezőtlenül érintette a magyar gazdaságot, növelte az importszámát, és hozzájárult a magasabb inflációhoz.
- A nem feldolgozott élelmiszerek áralakulására a nagy ingadozások jellemzők. A 2000. évi jelentős áremelkedés az 1998-ban bekövetkezett jelentős relatív árcsökkenés lényegében teljes mértékű korrekciójának tekinthető. Bár a következő két éven belül nagy valószínűséggel lassul a nem feldolgozott élelmiszerek áremelkedése, nem állítható biztosan, hogy ez már 2001-ben bekövetkezik.
- A fiskális politika keresletre gyakorolt hatását az államháztartás ún. elsődleges – a kamategyenleget nem tartalmazó – egyenlegének változása mutatja meg, melyet a teljesség érdekében célszerű korrigálni az ÁPV Rt. egyenlegével.² A 2001. évi költségvetés sarokszámai alapján számított elsődleges egyenlegnek a 2000-ben várhatóhoz képest bekövetkező változása a GDP kb. 1,2 százalékának megfelelő keresletbővítést vetít előre. A tervezett inflációt alapul véve az államháztartás elsődleges kiadásainak reálértéke

A fiskális politika várhatóan kereslet-bővítő jellegű lesz

² Az ÁPV Rt-nél nagy arányban jelennek meg olyan költségvetési finanszírozási körbe tartozó feladatok, amelyek végrehajtása a belföldi kereslet alakulására hatással van.

gyorsabban nő, mint a GDP. 1995-2000 között öt éven keresztül a fiskális politika meghatározó szerepet játszott a dezinflációs folyamatban. Ebből a szempontból várhatóan változik a fiskális politika karaktere 2001-ben, de ez jelentős mértékben függ attól, hogy az esetleges többletbevételek az eddigi gyakorlatnak megfelelően az egyensúly javítását szolgálják-e.

*Az államháztartás keresleti hatása** a GDP arányában*



* MNB-prognózis

**Az elsődleges egyenleg változása (a negatív érték keresletszűkítést jelent)

Az államháztartás elsődleges kiadásainak növekedése (%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000*	2001*
Nominális	7,2	20,0	16,6	16,6	12,7	8,6	14,0
Reál	-14,5	-1,0	-1,6	3,6	3,5	0,5	6,5-7,5
<i>Megjegyzés:</i>							
GDP-reálnövekedés	1,5	1,3	4,6	4,9	4,5	5-5,5	5-6

* MNB-Prognózis

A Magyar Nemzeti Bank célja az infláció további csökkentése.

Az említett külső és belső tényezők miatt a 2001. végi infláció a szokásosnál nagyobb bizonytalansággal jelezhető előre. Ezért célszerűnek látszik 2001 első félévében áttekinteni az infláció alakulását, és annak fényében újraértékelni a monetáris politika lehetőségeit. A Magyar Nemzeti Bank – törvényben meghatározott alapvető feladatának megfelelően – a rendelkezésre álló eszközeivel mindent megtesz a gazdasági élet valamennyi szereplőjének érdekét jól kifejező további inflációcsökkenésért.

Az MNB a reálkamatok megfelelően magas szintjének fenntartásával tudja elősegíteni, hogy a belföldi kereslet az egyensúlyi szintnél ne növekedjen nagyobb mértékben, és ne hajtsa felfelé az árszínvonalat. Ugyancsak antiinflációs hatású a várt infláció mértékénél alacsonyabb leértékelési ütem, így az árfolyam 2001-ben is nominális horgonyként szolgál a gazdasági szereplők számára. A jelenlegi leértékelési ütem évesítve kevesebb, mint 4 százalékos leértékelést jelent, ami kedvező inflációs forgatókönyv

mellett is az alacsony importált infláción, és a várakozásokon keresztül segítheti a dezinfláció folytatódását.

Az alacsony infláció az egész gazdaságpolitika és kiemelten a szociálpolitika érdeke is.³ A leértékelési ütem csökkentése a befektetők által elvárt hozamprémium és a külföldi kamatok változatlan szintje mellett a belföldi kamatszint megfelelő csökkentését igényli, ellenkező esetben viszonylag rövid idő alatt jelentős mértékű deviza beáramlásra illetve devizapiaci intervencióra kell számítani. A befektetők által elvártnál magasabb kamatszint huzamosabb fenntartása azonban a sterilizációs költségek ugrásszerű növekedéséhez vezet.

A monetáris politika számára tehát csak az elvárt hozamprémium emelkedése esetén nyílik nagyobb mozgástér, mert ekkor elkerülhető a belföldi kamatok kényszerű, a hazai infláció alakulásával nem összhangban álló csökkentése.

Magyarország szuverén adósságának minősítése

	Japan Credit Rating Agency	Moody's	Standard & Poor's	Fitch- IBCA	Duff & Phelps	Thomson Bank- Watch
1993	BBB	Ba1	BB+	-	-	-
1994	BBB	Ba1	BB	-	-	-
1995	BBB	Ba1	BB+	-	-	BB+
1996	BBB+	Baa3	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
1997	BBB+	Baa3	BBB-	BBB	BBB	BBB-
1998	BBB+	Baa2	BBB	BBB	BBB	BBB
1999	A-	Baa1	BBB	BBB+	BBB	BBB
2000	A-	A3	BBB+	A-	BBB+	BBB+

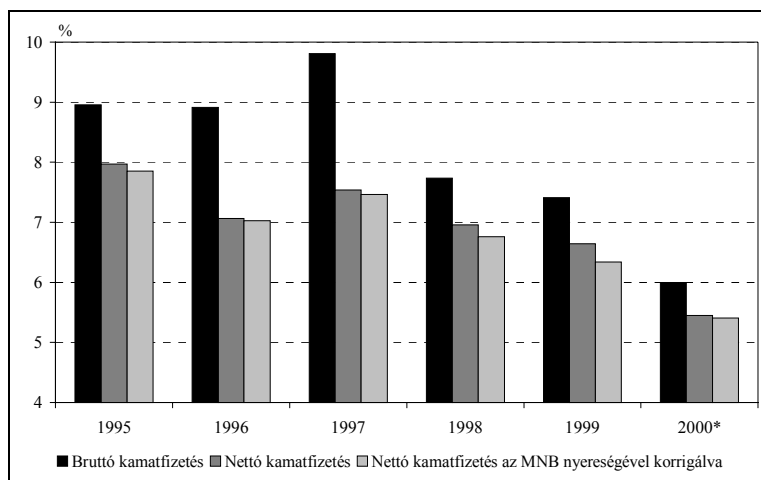
Ugyanakkor a jelenlegi kedvező makrogazdasági adatok és kilátások mellett ennek kicsi az esélye. Az 1994-es mélypontot követően minden évben javult valamelyik nagy minősítő cégnél az ország értékelése, és a közeljövőben remélhetően az összes nagy minősítő cég „A” kategóriájúra javítja majd Magyarország kockázati besorolását,⁴ azaz az ország adóssága bekerül a befektetésre ajánlott értékpapírok felső osztályába. Ez többek között annak köszönhető, hogy – mint azt a költségvetés kamatkiadásainak alakulása is mutatja – Magyarországnak

³ A magasabb inflációs szint mellett az infláció szórása is magasabb, a várt inflációhoz képest a tényleges nagyobb mértékben térhet el, mint alacsonyabb inflációs környezetben. Emiatt nagyobb a valószínűsége annak, hogy az infláció az alacsonyabb jövedelmű rétegeket aránytalanul jobban terheli.

⁴ A Moody's 2000. november 14-én az A3 kategóriába, majd ezt követően november 30-án a Fitch-IBCA A- kategóriába sorolta Magyarország államadósságát. Így a Japan Credit Rating Agency-vel együtt már három nagy minősítő cég sorolta az „A” kategóriába Magyarország adósságát, miközben a Standard & Poors is kilátásba helyezte a felminősítést.

az eredményes 1995-ös stabilizációt követően sikerült kilépnie az adósságcsapdából.

A központi költségvetés kamatkiadásai a GDP százalékában



*PM-prognózis

Államadósság-mutatók a GDP százalékában

	1995	1996	1997	1998	1999	2000*
A központi költségvetés bruttó adóssága	84,3	71,5	63,1	61,1	60	55,9
Nettó kamatfizetés az MNB nyereségével korrigálva	7,9	7,0	7,5	6,8	6,3	5,4

*PM-prognózis

Változások a monetáris politika eszköztárában

Az MNB-kötvény bevezetésének hatása: hatékonyabb monetáris transzmisszió, ...

Az MNB 2000. március 20-án új elemmel, a 3 hónapos futamidejű kötvénnyel bővítette eszköztárát. A heti rendszerességgel aukcióra bocsátott kötvényre a bankok és az elsődleges állampapír-forgalmazó befektetési vállalkozások tehetnek ajánlatot. A kibővített partnerkörre azért volt szükség, mert a jegybank irányadó kéthetes kamata és a befolyásolni kívánt 3 hónapos hozamok jelentősen eltávolodtak egymástól. Korábban a beáramló tőke sterilizálása kizárólag a bankrendszeren keresztül történt, a sterilizációs állomány kialakult nagyságrendje mellett azonban a banki limitrendszerek sajátosságai és a rövid lejáratú értékpapírok hiánya miatt a jegybank irányadó kamatban megtestesülő monetáris politikájának bankokon keresztül történő transzmissziója vesztett hatékonyságából. Ez leginkább abban mutatkozott meg, hogy a 3 hónapos pénzüpiaci hozamok a jegybank irányadó kamatát és a leértékelési ütemet figyelembe véve is irreálisan alacsony szintre kerültek.

... alacsonyabb sterilizációs költségek, ...

Az MNB kötvény bevezetése lehetővé tette a hozamok stabilizálását és csökkentette a sterilizáció költségeit is. A kötvény bevezetése óta eltelt időben átlagosan mintegy 0,2 százalékponttal alacsonyabb volt a kamatszint a kötvényen mint a kéthetes betéten.

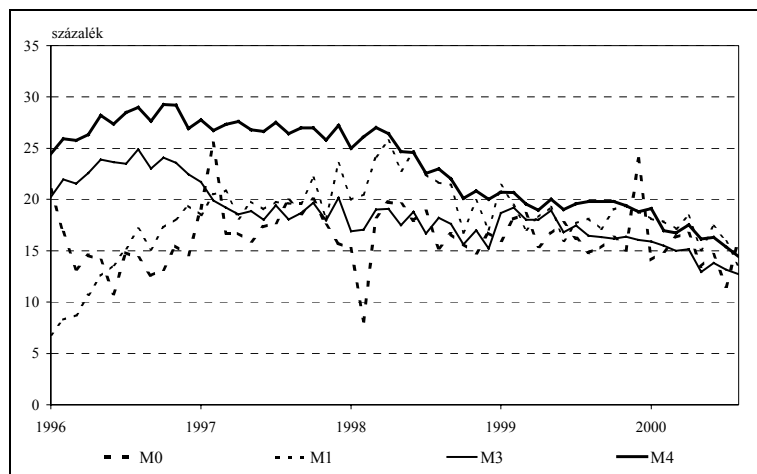
**... csökkenő
kéthetes
betétállomány**

Kéthetes tender

A kötvény bevezetése óta a 2 hetes betét állománya csökkent, a likviditás a befektetési szolgáltatók közvetítésével átcsatornázódott MNB-kötvénybe. A 2 hetes betétek 800-900 milliárd forint körüli állománya 300-400 milliárd forintra apadt, az MNB-kötvény állománya pedig meghaladta a 450 milliárdot. Ennek eredményeként a sterilizációs eszközök átlagos futamideje nőtt és az állomány illetve a lejáratú struktúra stabilabbá vált.

2000. novemberétől a 2 hetes betét esetében a korlátlan rendelkezésre állást a betéti eszköz tendereztetése váltotta fel. Az MNB a tenderen a bankok aktuális likviditási helyzetének megfelelő mennyiséget és maximális kamatot hirdet meg, a bankok pedig az általuk benyújtott kamatajánlatokkal versenyeznek.

A monetáris aggregátumok éves növekedési ütemei



2001-ben tovább folytatódik a kötelezőtartalék-rendszer átalakítása. A már meghirdetett változások egyaránt érintették a kötelező tartalék alapját, a teljesítéshez igénybe vehető eszközök körét és a nominális tartalékráta mértékét. A módosítások egy része 2000. július 1-jén lépett életbe, és lehetővé vált, hogy a kötelező tartalékráta mértéke az effektív tartalékráta változatlansága mellett 11 százalékra csökkenjen. A módosítások másik része 2001-ben kerül bevezetésre. 2001. július 1-jétől a már meglévő tartalékmentes forrásokon túl nem kell kötelező tartalékot képezni a lakás-takarékpénztárak által kötött előtakarékosági betétek, a külföldről származó két évnél hosszabb lejáratú források, valamint a hitelintézetek által nyilvánosan kibocsátott hosszú lejáratú értékpapírok és a jelzálog-hitelintézetek által kibocsátott jelzáloglevelek útján gyűjtött források után, ha az ily módon kibocsátott értékpapír eredeti futamideje meghaladja a két évet. Ennek révén a monetáris politika a hosszú távú megtakarításokat illetve a beruházások finanszírozását kívánja támogatni. Ezzel egyidejűleg tartalékköteles forrás lesz a két éven belüli külföldről származó források teljes köre, valamint

A jegybank a tartalékráta további, jelentős csökkentésére törekszik

2001-ben tovább folytatódik a kötelező tartalékráta rendszer átalakítása

megszűnik a 4 százalékos kedvezményes tartalékráta. 2001. július 1-jétől a forintpénztár-állomány nem vehető igénybe a tartalék teljesítéséhez. A tervek szerint tovább csökken a nominális tartalékráta is (az előzetes számítások alapján legalább 1 százalékpontot), ennek pontos mértéke azonban az év első felében kerül meghatározásra.

A már meghirdetett és részben 2001-ben életbe lépő változtatásokon túl hatékonysági és versenysemlegességi szempontok miatt szükséges a kötelező tartalék rátájának további, jelentős mértékű csökkentése. A kötelező tartalékolás következtében az üzleti szektort – tehát nem a bankokat – jelenleg mintegy 25 milliárd forintos jövedelem-elvonás terheli. Bár az ebből fakadó költség látszólag a bankoknál jelentkezik, a bankok ezt a költséget továbbhárítják ügyfeleikre, akik számára a pénzügyi (hitelbetét) szolgáltatások ezzel drágábbak lesznek. Az effektív tartalékráta csökkentése az egyéb tényezők változatlansága mellett hozzájárulhat a betéti és hitelkamatok közötti különbség csökkenéséhez.

A magas tartalékráta hátrányainak csökkentése érdekében az MNB 2001. elején egy lépésben 4 százalékkal csökkenti a kötelező tartalék rátáját. Így a már meghirdetett lépésekkel együtt összességében a kötelezőtartalék-ráta az 1995. évi 17 százalékos szintről 2001 közepére 6 százalékos körüli értékre csökken majd. **A jegybank alapvető céljainak megfelelően olyan megoldást kellett találni, amelyik biztosítja, hogy semmiképpen se kerüljön sor a jegybankpénz-állomány indokolatlan bővülésére. A felszabaduló likviditás lekötése az MNB birtokában levő változó kamatozású államkötvények illetve az MNB által kibocsátandó változó kamatozású jegybankkötvények értékesítésén keresztül történik majd.** Számos EU-tagállam és Lengyelország is ezt a megoldást választotta korábban a csatlakozási folyamat során a tartalékráta csökkentésére. Mára elmondható, hogy Magyarországon is megért a helyzet erre lépésre. A bankrendszerben a verseny mostanra olyan szintet ért el, hogy a tartalékráta csökkentéséből adódó előnyöket a bankok kénytelenek továbbadni ügyfeleiknek. A tőkepiac fejlettsége ma már lehetővé teszi, hogy a jegybank a szükséges mennyiségű állampapír eladását zökkenőmentesen végrehajtsa. A kötelező tartalék csökkentéséből származó likviditás lekötésére mindenképpen hosszabb lejáratú értékpapírra van szükség, és a hozamgörbe 5 év körüli szegmense még csak mostanra vált elfogadhatóan likvidé.

A rátacsökkentés jegybanki eredményt csökkentő hatását a költségvetés tervezésekor fokozatosan lehet figyelembe venni. Ezért a kötelező tartalékra fizetett

Korszerűsödő szabályozás

kamatkompenzáció 2,2 százalékpontos csökkentésre kerül 2001. januárjától. A kötelező tartalékrendszer többletköltség hatása az 1995. évi 200 bázispont feletti szintről 2000 őszéig 71 bázispontra csökkent, és 2001. január 1-jétől 60 bázispontra mérséklődik. A kötelező tartalékszabályozáson keresztül a gazdasági szférát terhelő jövedelem-elvonás további csökkentésére – a jegybanki eredményre gyakorolt hatás fokozatos érvényesülésére – a javaslat szerint a kötelező tartalékra fizetett kamatkompenzáció módosításával félévente kerül sor. Ezáltal a 4 százalékpontos rátacsökkentésnek a bankrendszerben többletköltséget csökkentő, valamint a jegybanki eredményt csökkentő hatása fokozatosan jelenik meg. Az effektív tartalékráta csökkentéséből adódó előnyök a gazdasági szereplők széles körénél megjelennek, a középtávú gazdaságpolitika érdekeit szolgálva.

Az állampapírpiac nagyobb átláthatósága és a monetáris transzmisszió javítása érdekében a jegybank a jövőben is támogatja a tőkepiaci szabályozás korszerűsítését, továbbfejlesztését, és minden olyan lépést, ami az állampapírpiac koncentráltóságának és mélyülésének irányába mutat.