Dezinfláció, egyensúly, monetáris politika

Elõadásomat az elõttem szóló Lazea úr befejezõ gondolatával kezdeném. Ennek lényege, hogy a hatékony monetáris politikának szükséges feltétele, hogy a gazdaság megfelelõen mûködjön, kialakuljon a piacgazdaság intézményrendszere, érvényesüljenek annak játékszabályai. Elõször ezért szeretném áttekinteni azokat a lépéseket, amelyek Magyarországon ebben az értelemben a 90-es évek elején történtek.

Elsõnek a magántulajdonon alapuló gazdaság megteremtését, egy domináns magántulajdoni szektor kialakulását említem meg.

Az állami tulajdonon alapuló gazdálkodás több mint négy évtizedes tapasztalata alapján világossá vált, hogy hatékony gazdaság nem képzelhetõ el olyan magántulajdoni túlsúly nélkül, ahol a gazdasági döntéseket a tulajdonosi felelõsség vezérli.

Ezért Magyarországon, az új vállalatok alapítása terén, a vállalkozás szabadságát gátló adminisztratív korlátozások megszüntetésével egyrészt a magántulajdon szabad lehetõséget kapott, másrészt egy határozott privatizációs program kezdõdött, aminek az volt a célja, hogy az állami vállalatok esetében valós tulajdonosok jelenjenek meg. Azért tartottuk nagyon fontosnak a magánszektor szerepének a növelését, hogy az új tulajdonosok kényszerítsék ki azt a hatékony gazdálkodást, ami aztán az egész ország teljesítményét javítani fogja.

A következõ elem, amit kiemelek: a külföldi tõke szerepe, a külföldi tõke szerepének fontossága. Teljesen nyilvánvaló volt, hogy Magyarországon, a kommunizmus vagy szocializmus négy évtizede alatt nem alakult ki, nem jöhetett létre, illetve nem maradhatott meg egy olyan tulajdonosi kör, amely saját forrásokból, széles körben tulajdonossá tudna válni, ezért ebbõl adódóan is fontos cél volt, hogy a külföldi tõke szabad hozzáférést kapjon a magánosításhoz. Másrészt nagyon fontos volt az is, hogy a külföldi tõke „zöld mezõs” új beruházások révén is pozíciókat szerezzen az országban, hiszen úgy érezzük, hogy a külföldi befektetõ nemcsak a hiányzó tõkét hozza az országba, hanem korszerû technológiát, vezetési kultúrát és nem utolsósorban piaci kapcsolatokat, piaci lehetõségeket, külföldi értékesítési lehetõségeket is.

A magyar gazdaságpolitikának ezért ‘90-tõl folyamatosan célja volt, hogy a külföldi tõke számára vonzó terepet teremtsen. Ennek eredményeként mára 15 milliárd dollár fölé nõtt a külföldi tõkeberuházások értéke, és folyamatosan, évrõl évre nõtt a külföldi tõke súlya a magyar gazdaságban. Éves átlagban a GDP 4–5%-nak megfelelõ beruházás érkezett az országba, ami nagyon fontos szerepet játszott az ország külsõ finanszírozásában is.

Harmadikként említem a piacgazdasági reformnak azt az elemét, hogy versenygazdaságot kell teremteni, azaz lehetõvé kell tenni a szabad piacra lépést, az import, az árak és bérek alakulásának szabaddá tételét, a termelésnek nyújtott támogatások leépítését. Úgy gondolom, e lépések hatékonyságot növelõ hatása csak akkor érvényesül, ha a gazdaságban már kialakul egy jelentõs magántulajdoni alapon álló szektor, ugyanis – ez elég erõs meggyõzõdésem – önmagában a piac liberalizálása, ha nincs megfelelõ tulajdonosi kontroll és nincs verseny, akkor nem vezet a gazdaság teljesítményének javulásához. Sajnos egy-két kelet-európai országban példákat találunk arra, hogy önmagában a gazdaság liberalizálása egy felelõs tulajdonosi kör nélkül, a külföldi tõke megfelelõ súlya nélkül, nem biztos, hogy eléri azokat az eredményeket, amelyek a hatékonyság javulása szempontjából fontosak lennének.

Végül, nagyon fontosnak tartom a pénzügyi fegyelem megteremtését a gazdaságban.

Pénzügyi fegyelem megteremtésén azt értem, hogy a gazdálkodók érezzék azt, hogy a kötelezettségeiket

teljesíteniük kell, érezzék azt, hogy abban az esetben, ha nem tesznek eleget fizetési kötelezettségeiknek, akkor eltûnnek a piacról. A vállalati sorban állás, a nem fizetés, a pénzügyi fegyelmezetlenség általános jellemzõje volt a „szocialista" gazdálkodásnak, jellemzõ volt az, hogy a termelést sikeres értékesítés nélkül is lehetett folytatni, hiszen legfeljebb a hitelállomány növekedett. Mindez a gazdasági hatékonyság gátja volt. E jelenségek megszüntetése érdekében lépett életbe Magyarországon 1991-ben egy, sokak szerint rendkívül szigorú csõdtörvény. Ez a törvény világos jelzést adott a gazdálkodóknak: vagy hatékonyan gazdálkodnak és összhangba hozzák bevételeiket költségeikkel, vagy el kell tûnniük a piacról. Sokan bírálták ezt a csõdtörvényt, mert valóban – majd utalni fogok rá – termelési visszaeséssel járt, de az üzenet rendkívül lényeges volt: a gazdaságban a fegyelemnek, a költségek és bevételek közötti összhang megteremtésének fontos szerepe van.

Természetesen a strukturális változtatások azonnali hatásai nem egyértelmûen pozitívak. Viszonylag gyorsan meg lehet szüntetni a veszteséges tevékenységeket, de nem léphetnek helyükre ugyanilyen gyorsan gazdaságos tevékenységek. Egy vállalkozás, egy tevékenység gyorsan megbukik, ha veszteséges, ám az a folyamat, amíg a felszabaduló az erõforrások, a munkaerõ, a tõke olyan helyeket „talál", ahol gazdaságosan lehet mûködni, az idõvel jár. A gazdaságtalan tevékenységek leépülése nyomán így nagymértékû termelés-visszaesés következett be 1990 és 1992 között. Ennek mértéke az ipari termelésben rendkívül nagy, több mint 30%-os volt és a visszaesés a GDP tekintetében is elérte a 20%-ot.

Pozitív hatása volt viszont ezeknek a reformoknak, hogy a termelékenység a termelés visszaesése ellenére is nagyon gyorsan növekedni kezdett, lényegében indulástól kezdve, tehát már '91-tõl kezdve a feldolgozóiparban évi 10% körüli termelékenységnövekedés valósult meg.

A termelékenységnövekedés eleinte alapvetõen abból származott, hogy csökkent a foglalkoztatottság, hiszen a hatékonysági kényszer azt eredményezte, hogy a költségek csökkentése, a felesleges foglalkoztatás leépítése azonnal beindult, ez megjelent a termelékenység növekedésében, de a termelés még csökkent. Ezen a téren a változás fokozatosan következett be, és 1998 és 1999 volt az elsõ két év Magyarországon, amikor már a foglalkoztatottság is bõvült a feldolgozóiparban.

Ahogy mondtam, a gazdaságban a visszaesés mértéke a GDP tekintetében '93-ra több mint 20% volt, ezzel együtt komoly és az embereket megrázó, több mint 10%-os visszaesés következett be a lakossági jövedelmekben. Ez ugyan nagyon súlyos csökkenés, de az az érezhetõ különbség, hogy egy 20%-os teljesítmény- csökkenés mellett a lakosság jövedelem csökkenése „csupán" 10%-os, azt is jelenti, hogy egy harmadik „szereplõnek", azaz a vállalati szektornak, nagyobb vesztességeket kellett elszenvednie. A következõkben ebbõl kiindulva mondom majd el, miért kellett stabilizálni a magyar gazdaságot, és ezután fogok csak rátérni a monetáris politika feladataira.

A vállalati szektorban Magyarországon a '80-as években képzõdõ jövedelem, tehát az ott maradó nyereség és amortizáció összege a GDP 10%-a fölött volt. A '91–'92-es nagyarányú termeléscsökkenés következtében a viszonylagosan kisebb mértékû bérköltség-csökkenés mellett a vállalati jövedelmek, a vállalati profitok rendkívüli mértékben csökkentek, és a vállalatoknál maradó jövedelem szintje a '91–'93-as idõszakban a GDP 2–3%-ára csökkent.

Nyilvánvaló volt, hogy ilyen alacsony vállalati jövedelmek mellett a gazdaság növekedése elképzelhetetlen. Az elsõ években a vállalati jövedelmek nagyarányú csökkenése ellenére a vállalatok finanszírozási igénye nem nõtt meg, mert nemcsak a vállalati jövedelmek, hanem a vállalati beruházások is csökkentek, a '91–'93-as idõ-

szakban a GDP 10%-a alá. Ez nyilván tarthatatlan, hiszen ilyen kis beruházási arány mellett a termelõkapacitások leépülnének, a gazdaság teljesítménye folyamatosan csökkenne.

1993-tól kezdve a vállalati beruházások növekedni kezdtek. Egyrészt a külföldi tulajdonú vállalatok beruházásai nõttek (értelemszerûen a külföldi cégek magyarországi beruházásai magyarországi vállalati beruházást jelentenek), másrészt a hazai vállalatoknál a privatizáció, az új tulajdonos megjelenése után elmúlt a bizonytalanság, az új tulajdonosok kidolgozták hosszabb távú stratégiájukat, és ennek részeként beruházásokat is indítottak.

Amikor ez a beruházás-növekedés ‘93–’94-ben elindult és erõre kapott, akkor a 91–93-as idõszakban rendkívüli mértékben visszaesõ vállalati jövedelem azt is eredményezte, hogy a saját források hiánya miatt nagyon nagy mértékben megnõtt a vállalatok finanszírozási igénye. A vállalatok finanszírozási igényét a világon szinte mindenhol a lakossági megtakarítások biztosítják. A lakossági megtakarításon osztozik az államháztartás és a vállalati szektor, és ha a kettõ összege nagyobb a lakossági megtakarításoknál, a különbséget külföldrõl kell – hogy úgy mondjam – pótolni.

Ez a különbség Magyarországon ‘93–’94-ben nagyon megnõtt.

A háztartások finanszírozási kapacitása az elmúlt évtizedben a GDP 6–8%-a között ingadozott, de ‘93-ban nagyon visszaesett, részben az akkor kialakult negatív reálkamatok miatt.

A vállalati szektor hiteligénye a fentiekkel összhangban ‘92-ben még elhanyagolható mértékû volt, és így a GDP 7%-át elérõ állami hiteligény ellenére a külsõ forrásigény viszonylag kicsi volt, és a folyó fizetési mérleg 91-ben és 92-ben lényegében egyensúlyban volt. Amikor azonban ‘93-ban a vállalati hiteligény megnõtt és elérte GDP 8%-át – a számokat csak nagyságrendileg akarom érzékeltetni –, a GDP 6%-át megközelítõ állami hiteligény mellett a teljes finanszírozási igény tehát a GDP 14%-ára nõtt, ezzel szemben a lakossági nettó megtakarítás csupán a GDP 4%-a volt, azaz a különbség a GDP 10%-ára nõtt. Ezt a különbséget külföldi forrásként kellett bevonni, lefordítva a dolgot: a fizetési mérleg hiánya a GDP 10%-át megközelítette és ugyanez volt a helyzet ‘94-ben is. A nemzetközi tapasztalatok alapján világos, hogy a GDP 10%-át elérõ fizetési mérleghiányt a külföld tartósan nem hajlandó megfinanszírozni, eleinte csak a kamat felárak nõnek, majd beszûkülnek a hitelcsatornák, ahogyan arról Lazea úr is beszélt.

Gazdaságpolitikai korrekcióra volt tehát szükség annak érdekében, hogy ez a helyzet megszûnjön. Úgy ítélem meg, a leglényegesebb dolog ebbõl a szempontból az volt, hogy valamilyen módon helyre kellett állítani a vállalati szektor jövedelmezõségét. Durván fogalmazva azt kell mondanom, hogy miután a GDP 20%-kal csökkent és a lakosság jövedelme „csak” 10%-kal, aminek következtében a vállalati jövedelmek nagyon visszaestek, elkerülhetetlen volt, hogy a lakossági jövedelmek csökkenése összhangba kerüljön a GDP csökkenéssel. Tehát a lakossági jövedelmeknek durván számítva további 10%-os csökkenése elkerülhetetlen volt ‘94 után, annak feltételeként, hogy a vállalati szektor jövedelmezõsége helyreálljon.

A stabilizáció érdekében szûkíteni kellett a gazdaságban keletkezõ megtakarítások és a beruházások közötti különbséget, de nem úgy, hogy a beruházások visszaessenek, hiszen a beruházások mértéke elégtelen volt, tehát a megtakarításokat kellett növelni. Ahhoz, hogy a gazdaságban a megtakarításokat növeljük, egyik ágon az állam negatív megtakarítását, az állami hiteligényt kellett csökkenteni, a másik ágon viszont el kellett érni, hogy nagyobbak legyenek a vállalati jövedelmek.

Ahhoz, hogy a vállalati jövedelmek nagyobbak legyenek, a lakossági jövedelmeknek sajnos kényszerûen vissza kellett esniük, hiszen a torta, amin osztozni kellett, még viszonylag kicsi volt, és nem nõtt gyorsan. Te-

hát nem alakult ki az a kedvezõ helyzet, ami papíron, elméletileg lehetséges lett volna, nevezetesen, hogy egy rendkívül gyorsan növekvõ gazdaságon belül a lakossági jövedelmek csökkenése nélkül nõjön a vállalati jövedelmezõség.

A reálgazdaság oldaláról nézve a 10%-os fizetési mérleghiány hátterében a gyenge exportteljesítmény és a nagy importigény állt. Reálgazdasági oldalon tehát a feladat a hazai termelés versenyképességének javítása volt. Az export versenyképesség és a vállalati jövedelmezõség javulásához járult hozzá az árfolyam-politika és így a monetáris politika megváltoztatása is.

Többszöri leértékelés után a magyar monetáris politika megváltozott és ekkor tértünk át az elõre bejelentett csúszó leértékelés rendszerére, ami tehát azt jelenti, hogy a kormány és a Nemzeti Bank elõre meghirdette, hogy a forint árfolyama hogyan fog csökkeni a valutakosárral szemben. Ez induláskor havi 1,9% volt, azóta pedig fokozatosan csökkent. Már abban az évben, az év második felében 1,3%-ra csökkent a mérték, tehát volt egy nagy ugrás a kezdeti bizalom megteremtése után, azt követõen pedig évente egy-két alkalommal 0,1%-kal csökkent a leértékelési ütem, mértéke októbertõl havi 0,4 % lesz.

A vállalati jövedelmezõségre gyakorolt hatás szempontjából a leértékelésnek ez az elõször bejelentett viszonylag nagy mértéke, illetve az azt megelõzõ egyszeri leértékelés azt eredményezte, hogy az exportáló vállalatok jövedelme lényegesen megnõtt. Ahhoz, hogy ez a jövedelem ezen a szinten megmaradjon, arra volt szükség, hogy a költségek ne nõjenek ilyen mértékben, tehát biztosítani kellett, hogy a bérek növekedése ne érje el ezt a leértékelési mértéket.

Ezt a ‘95-ös stabilizáció lényegében azon keresztül biztosította, hogy az állami körben, ahol az állam befolyásolja a béreket, ott a leértékelésnél lényegesen kisebb bérnövekedésre adott lehetõséget. A versenyszektorban pedig, ahol a tulajdonosok maguk döntöttek a bérnövekedésrõl, a hatékonysági kényszer megakadályozta, hogy a bérek elfussanak. A leértékelés ezért valóban versenyképesség-növekedéssel járt, nõttek a vállalati bevételek, és ezt nem teljes mértékben követte a költségek növekedése, mert részben az állami bérpolitika, részben pedig a felelõs tulajdonosok gazdálkodása nem engedte a béreknek a gazdaság teljesítményétõl független elszaladását.

A kiigazítás elsõ eredményei azon keresztül voltak láthatók, hogy a gazdaságban az export teljesítmény viszonylag gyorsan megnõtt annak nyomán, hogy javult a versenyképesség. A reál effektív árfolyam, amely a versenyképességet a magyar feldolgozóiparban költségalapon méri, folyamatos javulást tükröz a ‘93-as mélyponthoz képest és ez a versenyképesség-javulás lényeges exportteljesítmény-javulást tett lehetõvé. A ‘93-as visszaesés után ‘94-tõl kezdve az exportnövekedés üteme átlagosan 10% fölött volt, de például ‘97-ben és 98-ban ennél is lényegesen gyorsabb exportnövekedés következett be.

A megvalósuló exportnövekedésnek természetesen csak egyik eleme volt a versenyképesség javulása. Másik, legalább ilyen fontos eleme volt az elõadás kezdetén említett külföldi tõke beáramlás, hiszen ez a külföldi tõke nagyban hozzájárult ahhoz, hogy a magyar gazdaság olyan termékeket állítson elõ, amelyek iránt megfelelõ piaci igény és piaci elhelyezési lehetõségek voltak. Az árfolyam-politika önmagában nem tudott volna ilyen exportnövekedést generálni, ehhez kellett a külföldi tõke meghatározó szerepe a magyar feldolgozóiparban. Ez a két tényezõ együtt vezetett az exporttevékenység javulásához és az exporttevékenység javulása természetesen magával hozta a gazdaság egészében a teljesítmény növekedését. Folyamatos növekedés következett be az ipari termelésben és ez a növekedés azóta is, ‘99-ben is tart. A jelenlegi ütem is 10% fölött van, tartós és folyamatos az ipari termelés növekedése. A külsõ egyensúly szempontjából rendkívül kedvezõ, hogy az

exportértékesítés növekedése gyorsabb, mint a belföldi értékesítésé. A termelés ilyen szerkezetû növekedése biztosítja, hogy a nagyobb teljesítmény és az ezzel járó nagyobb importigény ellenére az exportteljesítmény is nõjön és a külkereskedelmi egyensúly elfogadható tartományban maradjon.

A fizetési mérleg egyensúlyában a kritikus '93-'94 évi, a GDP 10%-át megközelítõ hiány után folyamatos javulás következett be. Mértéke 1996 óta minden évben a GDP 5%-a alatt maradt, és ez a hiány viszonylag könnyen finanszírozható, gondoljunk csak arra, hogy a tõke beáramlása évente eléri a GDP 4–5%-át.

Csökkent a külföldi adósságteher is. 1990-ben az államot terhelõ nettó kamatteher az export 15%-a fölött volt, mára a kamatteher az exporttevékenység 3%-ára csökkent.

A stabilizációnak egyik és talán legfontosabb eleme a vállalati szektor versenyképességének javítása és a vállalati szektorban keletkezõ jövedelmek növelése volt. A másik kritikus elemnek az államháztartás hiteligényének, tehát az államháztartás hiányának csökkentése tekinthetõ.

A teljes államháztartási hiány, amely 1993–1994-ben a GDP 7–8%-át közelítõ érték volt, '97-ben a GDP 4%-ára csökkent, '98–'99-ben is nagyjából ebben a tartományban marad és a jövõ évi költségvetési tervezet a GDP 3,5%-val számol. A javulás alapvetõen azon keresztül következett be, hogy a költségvetés elsõdleges hiánya, tehát a kiadások és a bevételek közti különbség a kamatszolgálati kiadások nélkül látványosan javult. Az elsõdleges hiány 1996-tól többletté vált, és a GDP 2%-a körüli többlettel számolunk erre az évre is és a következõ évre is. A költségvetés elsõdleges hiányának a csökkenése lehetõvé tette a teljes hiány csökkenését annak ellenére is, hogy a kamatteher viszonylag nagy.

Az államháztartási kiadások súlya, az állami újraelosztás is csökkent. 1993–1994-ben még rendkívül erõs volt a központosítás és az újraelosztás, az államháztartási kiadások a GDP 60%-a fölé kerültek, '98-ra ez a szint a GDP 40%-a alá került és a most tárgyalandó 2000. évi költségvetésben további csökkenés fogalmazódik meg.

Az állam adóssága is némiképp csökken, a teljes államháztartás adóssága 95-ben a GDP 80%-a fölött volt, és elõrejelzéseink szerint ez az érték 99-ben a GDP 60%-a alá csökken.

A nettó adósság ennél nagyobb ütemben csökkent, a valutatartalékok megnõttek, a 8–10 milliárd dolláros szint között ingadoznak.

Áttérve a monetáris politikára, megállapítható, hogy 1995 óta annak meghatározó eleme az elõre bejelentett mértékû csúszó leértékelés.

A bejelentett leértékelési ütem azt is jelenti, hogy a befektetõk ki tudják számolni, biztonsággal össze tudják hasonlítani a külföldi befektetéssel, illetve a belföldi befektetéssel elérhetõ hozamokat. A külföldi kamatszint és a leértékelési ütem összege megmutatja azt az alsó határt, amennyit a belföldi kamatnak el kell érnie, hiszen ha a belföldi kamat ennél kisebb, a tõke nem fog az országban maradni még akkor sem, a rövidtávú tõkeáramlás nem teljesen liberalizált. Ezt megtapasztaltuk 93–94-ben, de megtapasztalta Oroszország, megtapasztalta számos latin-amerikai ország is. Ha a belföldi kamat nem versenyképes a külföldi kamatokkal, akkor a tõke kimegy az országból. Tehát ez a csúszó leértékeléses rendszer egy alsó limitet, egy alsó határt szab a belföldi kamatoknak.

Természetesen a belföldi kamatok ennél az alsó határnál nagyobbak, hiszen az a külföldi befektetõ, aki egy fejlõdõ országba helyezi el a pénzét, bizonyos kamatprémiumot is igényel, kamatprémiumra számít, az elképzelt kockázatnak megfelelõen. Ez a kockázat induláskor a csúszó leértékelés bejelentése után eleinte rendkívül nagy volt és fokozatosan, de viszonylag gyorsan csökkent. A kockázati felárat az állampapírok belföldi kama-

tai és a megfelelõ külföldi kamatok közötti különbséggel szokás mérni. A csúszó leértékelés bejelentésekor az állampapírkamatok 35 % fölött voltak, ezzel szemben a leértékelés és a külföldi kamat összege akkortól kezdve, amikor a leértékelés mértéke 1,5%-ra csökkent, a 20%-os tartományban volt, tehát több mint 10%-os kamatprémiumot kapott az a külföldi, aki Magyarországon fektetett be.

Ez rendkívül nagy kamatfelár volt, azt is mondhatjuk, hogy a bizalom megteremtésének ez volt az ára. A magyar monetáris politikában, a magyar gazdaságpolitikában, az árfolyam-politikában való bizalom viszonylag gyorsan megteremtõdött és a kamatprémium, tehát a belföldi és a külföldi kamatok közötti különbség, a kezdeti 1000 bázispont fölötti értékrõl viszonylag gyorsan 300 bázispont alá csökkent.

Árfolyam-politikánk másik jellemzõje, hogy a leértékelés mértékén túl egy árfolyamsávot is meghirdettünk, a középárfolyamtól 2,25%-ra térhet el felfelé és lefelé az árfolyam. Ebbõl adódóan a külföldi befektetõnek ezt a 4,5%-os sávot figyelembe kell vennie a kockázati prémium számítása során, hiszen ilyen mértékben az árfolyam mozoghat a sávon belül. Meglepõ módon a külföldi és a belföldi kamat különbsége 300 bázispont alá, tehát a 450-nel szemben 300 bázispont alá csökkent. Ennek az volt az oka, hogy a forint nagyon hamar az árfolyampálya erõs szélére tapadt, épp az erõs tõkebeáramlás következtében, és a befektetõk jó része – hogy így mondjam – adottságnak tekintette, hogy ott is fog maradni. Ezen a téren természetesen csalódtak, hiszen ma a történetet már ismerjük, mely szerint az orosz válság nyomán, amikor megfordult a tõkeáramlás iránya, a forint- árfolyam az árfolyampálya alsó felére süllyedt.

Világossá vált, hogy a kamat vagy az árfolyam nem lesz mindig a sáv erõs szélén, azóta a kamatfelár egy kicsit megnõtt. Ugyanakkor, bár az orosz válság során az árfolyam a gyenge széléig lesüllyedt, de egy 3–4 hónapos szakasz ismét az erõs szélen vagy ahhoz közel helyezkedik el.

A belföldi és a külföldi kamat közötti különbség azt eredményezi, hogy különbözõ csatornákon keresztül ös Magyarországra összességében több külföldi tõke áramlik, mint amennyit a gazdaság igényel. A három fõ csatornán, tehát a közvetlen külföldi tõkebeáramláson, a vállalati hitelfelvételen, az állampapírok külföldiek részére való értékesítésén keresztül beáramló külföldi tõke az alábbi években a GDP 8%-a fölött van. Ha az ennek megfelelõen keletkezett forint teljes egészében a gazdaságban maradna, az – definíció szerint – azt is eredményezné, hogy a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 8%-a fölé kerülne, ami véleményünk szerint tarthatatlan, és azzal járna, hogy a kamatfelárak újra drágulnának, a gazdaság egy átmeneti lendület után sokkal kedvezõtlenebb helyzetbe kerülne. A túl gyorsan növekvõ belföldi kereslet inflációs nyomással is járna.

Ezért, ebben a helyzetben a Nemzeti Banknak és a monetáris politikának feladata, hogy megakadályozza azt, hogy a többlet, amely a külföldi csatornákon keresztül az országba érkezik, teljes egészében a gazdaságba kerüljön. Kegyetlenül hangzik, jön a külföldi tõke, szeretné a gazdaságot finanszírozni, a gonosz Nemzeti Bank pedig elvonja a gazdaságtól ennek egy részét, de hát éppen azért teszi, hogy a gazdaság tartósan egészséges maradjon. Tehát amikor mi azt mondjuk, hogy a fizetési mérleg hiánya ne legyen nagyobb a GDP 4–5%-ánál, ez azt is jelenti, hogy meg kell akadályoznunk, hogy a hitelbõvülés olyan mértékû legyen, amely nagyobb fizetési mérleghiányt okoz, ezért a Nemzeti Banknak ki kell vonnia a külföldi tõke beáramlásából keletkezõ forint egy részét a gazdaságból.

Magyarországon a monetáris politika eszköztárának legfontosabb eleme a Nemzeti Bank által meghirdetett kéthetes betéti lehetõség, illetve a kéthetes hitelek lehetõsége. A monetáris politika ‘93–94-ben és 95 elején abban a helyzetben volt, hogy a tõke el akarta hagyni az országot. Ez azt jelentette, hogy a kereskedelmi bankok hitelt vettek fel a Nemzeti Banktól, hogy minél több forintért tudjanak devizát vásárolni, tehát a Nemzeti Bank

az aktív oldalon volt, de igyekezett ezt a hitelezést keretek között tartani. Amikor a tõkebeáramlás erõs lett, akkor a helyzet megfordult, a bankok a náluk lévõ devizát forintra váltják és az így kialakuló forinttöbblet alapján jelenleg, 95 óta folyamatosan a kötelezõ tartalékon túl is betételhelyezõk a Nemzeti Banknál, döntõ mértékben kéthetes betétek formájában. Így jelenleg a Nemzeti Bank irányadó kamata a kéthetes betéti kamat, ennek a kamatszintjét kell úgy megállapítani, hogy a bankok számára a felesleges likviditást célszerû legyen itt elhelyezni és így megakadályozódjon, hogy a gazdaságban túl sok pénz maradjon.

A monetáris politika tehát Magyarországon úgy mûködik, hogy a betéti szintnek kell biztosítania azt, hogy átlagban és egészében a felesleges likviditás a Nemzeti Bankhoz kerüljön.

Ez a politika, annak ellenére, hogy bizonyos értelemben szigorú, hiszen likviditást von ki a gazdaságból, az országkockázati prémium csökkentése révén végsõ soron javította a vállalati gazdálkodás helyzetét, miután a kereskedelmi bankok hitelkamatai és a betétek kamatai közötti rés lényegesen csökkent, többek között a külföldrõl való hitelfelvétel révén támasztott verseny nyomán.

A kereskedelmi banki hitelkamatok és a betéti kamatok közti különbség, a kamatrés 1995-ben közel 10% volt. Ez a szint ‘98-ra 4% alá csökkent, tehát lényegesen javultak a hitelhez jutás feltételei a vállalatok számára. Ennek van egy olyan oka is, amely visszavezet a gazdaságpolitikában a privatizáció és a külföldi tõke fontosságát hangsúlyozó elemre, hiszen a magyar bankrendszerben rendkívül erõs verseny van, elsõsorban a vállalati piacon, és ez a verseny azt eredményezi, hogy a bankok igyekeznek piacot és ügyfelet szerezni, akár profit áldozat révén is. Az, hogy ilyen mértékben tudott szûkülni a kamatrés, annak is köszönhetõ, hogy Magyarországon a bankrendszer is lényegében magántulajdonba került, és döntõen olyan külföldi stratégiai tulajdonosok vannak, akik kikényszerítik a hatékony gazdálkodást, az ésszerû költséggazdálkodást a bankokban.

A bankok nyeresége a kamatrés szûkülése nyomán persze romlott, de azt gondolom, hogy ami a bankoknak fájdalom, az a gazdaság egészének pozitívum, tehát a gazdaság egésze számára a belföldi hitelszint csökkenése komoly elõnyt jelent.

Kevés idõm van hátra, de, hogy valamennyire a címre is utaljak, még néhány mondatot arról szeretnék mondani, hogyan segíti a monetáris politika a Nemzeti Bank fõ célját, az infláció ütemének a csökkenését.

A leértékelési ütemet rendszeresen olyan mértékben állapítja meg a kormány és a Nemzeti Bank – ebben a kérdésben közös a felelõsség –, hogy a mértéke mindig egy kicsivel a meglévõ infláció alatt és egy kicsivel az inflációs várakozások alatt legyen.

A rendszer bevezetésekor az inflációs szint 30% volt, azóta fokozatosan csökkent a leértékelési ütem és a az infláció szintje 10 % körüli mértékre csökkent. A leértékelési ütem – ami idén októbertõl lesz havi 0,4%, eddig 0,5% volt – ebben az évben mintegy 7%-os volt, ez kisebb, mint a várható 10%-os éves infláció, tehát horgonyként szolgálva, azt eredményezi, hogy a várakozások, mind a piaci szereplõk árképzési várakozásai, mind a bérek bizonyos értelemben követik a leértékelési ütemet. Nagyon fontos ennek a hitelessége, hiszen ez a dolog addig mûködik, amíg hiteles a leértékelési mérték és természetesen a hitelességnek feltétele, hogy a Nemzeti Bank megakadályozza, hogy a gazdaságban olyan többlet hitelállomány keletkezzen, amely inflációs nyomást generál, tehát ezért kell erõs tõke beáramlás esetén a keletkezõ forint egy részét a gazdaságból kivonni.

A csúszó leértékelés mértékének fokozatos csökkentésével elõbb-utóbb el lehet jutni egy olyan szintig, amikor a csúszó leértékelés már megszûnhet, de itt nem szabad elõreszaladni. Nagyon fontos a túl ambiciózus célokkal szemben bizonyos óvatosság annak érdekében, hogy a versenyképesség megmaradjon és csak olyan mértékben csökkenjen a leértékelési ütem, amely mérték az export versenyképességét, és így a külsõ egyen-