ujforum_61.qxp 2/26/2007 12:58 PM Page 11

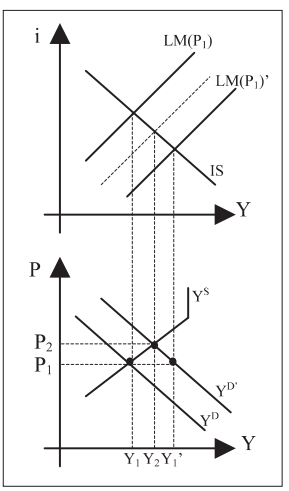
A Román Nemzeti Bank monetáris politikájának eszközei az elmúlt hat évben

BARTHA AMÁLIA TÍMEA[1]

A monetáris politikáról általában

A monetáris politikát általában meghatározott, az inflációra, a gazdasági növekedésre vagy a foglalkoztatásra vonatkozó gazdaságpolitikai célok megvalósítására használják. A legtöbb országban a központi bank, vagy más néven jegybank, a monetáris politikáért felelős állami intézmény.

Ha a központi bank intézkedéseinek hatására növekszik a pénzkínálat, akkor – változatlan tranzakciós pénzkereslet mellett – nő a vagyontartási célra rendelkezésre álló pénzmennyiség, a pénzpiac egy alacsonyabb kamatláb mellett kerül egyensúlyba. A növekvő pénzmennyiség hatására tehát csökken a kamatláb. Ez serkenti a beruházási keresletet, így az összkeresleti függvény felfelé tolódik. Az ilyen irányú beavatkozást expanzív pénzpolitikának nevezik.



Az összkeresleti függvény eltolódása érinti az árszínvonalat is: az összkereslet és összkínálat egyensúlya magasabb árszinten alakul ki. A pénzmennyiség növekedését tehát részben a reáljövedelem, részben pedig az árszínvonal növekedése követi. A két hatás mértéke attól függ, hogy milyen az összkeresleti és összkínálati függvény meredeksége. Minél laposabb az összkínálati függvény, annál nagyobb mértékű a reáljövedelem növekedése és annál kisebb mértékű az árszínvonal változása.

Ezzel ellentétes hatással jár az, ha a központi bank a pénzmennyiség csökkentése mellett dönt. A csökkenő pénzkínálat hatására a pénzpiac magasabb kamatláb mellett kerül egyensúlyba. A kamatláb növekedése a beruházási keresletet mérsékli, így az egyensúlyi jövedelem csökken, az összkeresleti függvény balra tolódik. Az ilyen hatású monetáris politikát restriktív monetáris politikának nevezik.[2]

[1] Babeş–Bolyai Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi és Gazdálkodástani Kar, vállalati pénzügy mesterkurzus.
[2] www.wikipedia.hu

ujforum_61.qxp 2/26/2007 12:58 PM Page 12

A monetáris politika törvényben meghatározott feladata és gyakorlati kivitelezésének módja országonként és időben változatos képet mutat. A különbségek ellenére ugyanakkor mindegyik jegybank végső soron a gazdaságban levő pénz mennyiségét szabályozza, és ezen keresztül képes közvetlenül vagy kevésbé szorosan befolyásolni egyéb gazdasági változókat: a rövid és hosszú lejáratú kamatok szintjét, a devizák vagy az arany árfolyamát stb. A különböző monetáris stratégiák, működési keretrendszerek általában abban különböznek egymástól, hogy ezek közül a mérőszámok közül melyiknek a szintjét kívánja stabilizálni, befolyásolni a jegybank. A különböző rendszerekben tehát eltérnek a monetáris politika ún. operatív és közbülső céljai. A különböző monetáris politikai rendszerek emellett végső gazdaságpolitikai céljukban is eltérhetnek egymástól.

A monetáris politikai keretrendszerek az alábbiak:

– inflációs célkövetés;
– árszintcél-követés;
– pénzmennyiség-célok követése;
– árfolyamrögzítés;
– valutatanács;
– aranystandard;
– kevert rendszerek.

Az inflációs célkövetés rendszerében a jegybank végső célja az infláció alacsony szinten való stabilizálása (árstabilitás), melyet az inflációra vonatkozó előrejelzések, várakozások rövid távú kamatokon keresztüli kontrolljával ér el. Az inflációs célkövetést folytató jegybankok az infláció egy meghatározott, a fogyasztói árindex éves százalékos változásában mért számszerű célt (inflációs cél) tűznek ki maguk elé. Az irányadó kamat szintjét úgy változtatják, hogy az inflációs cél teljesüljön. Rendszeres időközönként előrejelzést készítenek a jövőben várható inflációról, és amennyiben az számottevően meghaladja a célértéket, szigorítanak a monetáris kondíciókon, azaz kamatot emelnek, míg ha a várható infláció alacsonyabb a célnál, akkor lazítanak, azaz csökkentik a kamatot. Az inflációs célkövetés kulcseleme az előretekintő jegybanki viselkedés. Hatékony megvalósításához megbízható inflációs előrejelző technikákra, a gazdaság és a monetáris politika hatásmechanizmusának kellő ismeretére van szükség.

Az inflációs célkövetés olyan monetáris politikai rendszer, amelyben a jegybank a kormánnyal közösen kitűzött és nyilvánosan bejelentett inflációs cél elérésére törekszik, ennek rendelve alá a kamat- és árfolyampolitikát. Amennyiben az előrejelzés eltávolodik az inflációs céltól, a jegybank a monetáris kondíciók lazításával, illetve szigorításával reagál, amelyet elsősorban irányadó kamatának változtatásával valósít meg. Például ha az inflációs

ujforum_61.qxp 2/26/2007 12:58 PM Page 13

ós előrejelzés jelentős mértékben meghaladja a célt, akkor a jegybank az irányadó kamat emelésével a monetáris közvetítés különböző csatornáin keresztül a jövőbeli infláció csökkenésének irányába tud hatni. A magasabb jegybanki kamatszint általában a monetáris kondíciók szigorodásával (magasabb piaci kamatok és erősebb hazai árfolyam) jár, ami az aggregált keresletet csökkenti, és ezáltal hozzájárul az inflációs nyomás enyhüléséhez. A monetáris kondíciók aggregált keresletre gyakorolt hatása mellett az árfolyam közvetlenül is hat az inflációra az importárakon keresztül. Végül a közvetítés fontos csatornájaként a jegybank monetáris politikájával az inflációs várakozásokat is tudja befolyásolni, ami a gazdasági szereplők árazási és bérezési döntéseinél bír nagy jelentőséggel.[3]

Az inflációs célkövetéses rendszer fontos eleme a jegybank munkatársai által negyedévente készített inflációs előrejelzés, amely a *Jelentés az infláció alakulásáról* című kiadványban kerül publikálásra. Az inflációs előrejelzés jelentősége abban áll, hogy transzparens módon közvetít információt a jövőben várható inflációs folyamatok és az inflációs cél viszonyáról, ezáltal hozzájárul ahhoz, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája. Ennek érdekében a RNB a *Jelentés az infláció alakulásáról* című, negyedévente megjelenő kiadványban rendszeresen beszámol az infláció eddigi és várható alakulásáról, és értékeli az inflációt meghatározó makrogazdasági folyamatokat. E kiadványban foglalják össze azokat az előrejelzéseket és megfontolásokat, amelyek alapján a tanács meghozza a döntéseit.

Monetáris politikai eszköztár

Monetáris politikai eszközöknek nevezzük azokat az eszközöket, amelyeket a jegybank a monetáris politika gyakorlati végrehajtása során alkalmaz. A RNB legfontosabb célja az eszköztár kialakítása és működtetése során az, hogy a rövid pénzpiaci hozamok minél inkább igazodjanak a jegybanki irányadó kamatszinthez, és az alkalmazott eszköztár támogassa a jegybanki kamatpolitika végrehajtását. Az üzleti eszköztár mindazon instrumentumok összességét jelenti, amelyekre a RNB-nak létezik kidolgozott és hatályos üzleti feltételrendszere vagy érvényes jegybanki rendelete. Az alkalmazott eszköztár az üzleti eszköztár azon részét foglalja magában, amelynek esetében folyamatosan vagy rendszeresen történnek tranzakciók a RNB és ügyfelei között. Elsősorban alkalmazott eszköztárból, üzleti eszköztárból és potenciális eszköztárból áll a RNB eszköztára. Az alkalmazott eszköztárhoz a fedezeti hitelek, a betétek, illetve a kötelező tartalékráta tartozik, az üzleti eszköztárhoz pedig az aktív és passzív repó (államkötvény-vásárlás, illetve -eladás), valamint az állampapírok és jegybanki kötvények adásvétele. A potenciális eszköztár, mintegy átfogva az előző kettőt, a kamatplafonra és -padlóra, a refinanszírozási keretre és a viszontleszámí-

[3] www.mnb.hu

ujforum_61.qxp 2/26/2007 12:58 PM Page 14

tolásra alapozódik. A RNB négy alapelvet követ az alkalmazott eszköztár felépítésénél: a monetáris közvetítés hatékony támogatására, az egyszerűségre és átláthatóságra, a költséghatékonyságra, az Európai Központi Bank eszköztárával való kompatibilitásra alapoz. A monetáris politika talán legfontosabb eszköze az alapkamat meghatározása, a jegybank ezzel befolyásolhatja a piaci kamatokat is. A kamatláb emelése például megdrágítja a hiteleket, ami arra ösztönözheti a gazdasági szereplőket, különösen fejlett pénzügyi rendszerű gazdaságokban, hogy kevesebbet fogyasszanak, illetve ruházzanak be, ami kisebb kereslethez, így elméletileg csökkenő árakhoz, majd csökkenő inflációhoz vezethet.[4]

Fontos, hogy egy kiválasztott monetáris stratégia eleget tegyen az alábbi kritériumoknak:

1. Hatékonyság. Lehetővé kell tegye a végső cél (árstabilitás) elérését.

2. Átláthatóság. A közbeeső célok és az adott monetáris stratégián alapuló döntések a gazdaság szereplői számára egyértelműek legyenek.

3. Középtávra irányuljon. A végső cél elérését középtávon biztosítania kell, ezáltal megakadályozza, hogy megerősödjenek az inflációs várakozások hatásai, azonban bizonyos rugalmasságot is lehetővé kell tennie.

4. Folytonosság, azaz a jegybankok korábbi tapasztalatait is figyelembe kell venni a stratégia kiválasztásánál.

5. Beszámoltathatóság, ami szerint az alkalmazott közbeeső célnak lehetővé kell tennie, hogy a gazdaság szereplői megítélhessék a tevékenység eredményességét.

A Román Nemzeti Bank monetáris politikája az ezredfordulón

Már a 2000-es évek elején kifejezett cél volt az inflációkövetés, viszont ahhoz, hogy ez a jellegű monetáris politika beváljon, szükségesek voltak bizonyos előkészületek, melyek több éven keresztül zajlottak le hazánkban. Az infláció csökkenése sem álomszerű, idő szükséges hozzá. Ma már kimondhatjuk azt, hogy a több mint 5 évvel ezelőtt kigondolt monetáris politika jó útra vezetett, de újabb eredményeket várunk a jövő év során is. Az ezredfordulón az illetékesek fontosnak tartották azt is, hogy a különböző gazdaságpolitikák harmóniája álljon fenn. Ugyanakkor az is elengedhetetlen, hogy az intézkedések jól átláthatóak, nyitottak legyenek, melynek következtében fontos a célközönség tájékoztatása.

Ahhoz, hogy az infláció csökkentését megcélzó monetáris politika hatékony legyen, azt időben megtervezték: elsősorban meghatároztak egy úgynevezett tűrési sávot, amelyen belül adott időben mozognia kell az inflációnak. Ugyanakkor meg kell határozni egy idősávot is, amely alatt az adott cél elérendő. Figyelni kell arra, hogy ez az idősáv ne legyen túl rövid, a piaci mechanizmusoknak, változásoknak időt kell adni. A monetáris politika sikeressége csak hosszabb idő alatt válhat be, rövid távon nem tudják lecsökkenteni az inflációt a kívánt szintre.

[4] http://www.riport.ro

ujforum_61.qxp 2/26/2007 12:58 PM Page 15

Fontosak az inflációs jelentések, ugyanakkor nem maradhatnak figyelmen kívül az előrejelzések, prognózisok sem, amelyek nagyon fontos információkat szolgáltatnak, ezek alapján a jegybanki kormányzótanács dönteni tud arról, hogy miket változtat a következő periódusban.

A '90-es években hazánkban a „monetary targeting" (pénztömeg-szabályozás) típusú monetáris politika volt jellemző, ezt követően vezették be az „inflation targeting" monetáris politikát. Az új monetáris politika bevezetése lehetett azonnali vagy elővigyázatos, prudenciális. A vezetés mindenképpen az elővigyázatos monetáris politikát választotta, túl nagy kockázatot érzett az azonnali bevezetésben. Így 2004-re tervezték még akkoriban az új monetáris politikát, de valóságban ez kitolódott 2005-re. Mindenképpen a legfontosabb cél az volt, hogy hazánk eleget tegyen az EU-s elvárásoknak a csatlakozásig.

Ahhoz, hogy a RNB bevezethesse új stratégiáját, meg kellett feleljen különböző elvárásoknak. Az intézményi keretek megengedik a változást, a RNB döntései nincsenek alárendelve a kormánynak vagy bármilyen politikai döntésnek. Elsősorban a hazai pénz árfolyamának stabilitását célozzák meg, amely közvetlenül az árak stabilitását is jelenti, és közvetve az infláció megcélzását is. Sajnos akkoriban még nem volt elég erős a technikai apparátus, a monetáris politika új stratégiájának bevezetésére még nem állt készen az ország. A gazdasági környezet és a törvénykezés még instabil, a veszteséges vállalatok privatizációs folyamata lassú, a hazai pénznem gyenge volt.[5]

Az új stratégia bevezetésének előfeltételei[6]

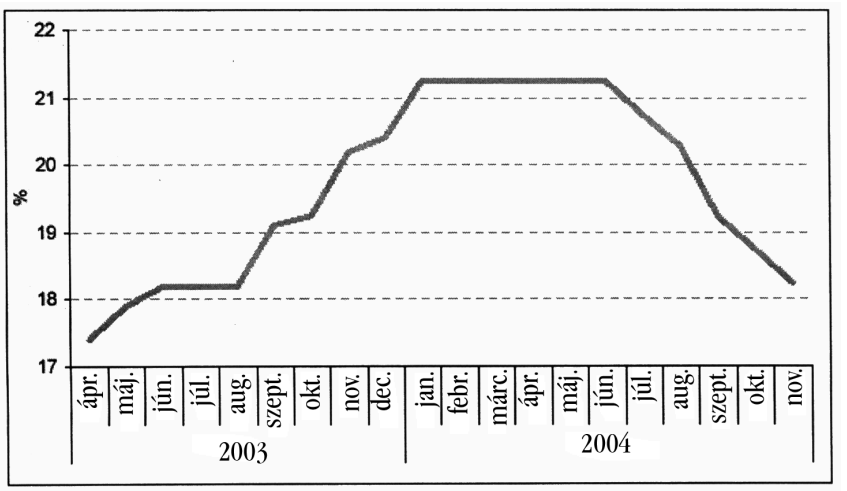
Intézményes elvárások	Motiváció	Teljesítve vannak-e ezek az elvárások?
Jegybanki függetlenség az eszközök használatában	A RNB-nak szabad utat kell engedni, hogy elérje inflációcsökkentési célját	Igen
Hatékony monetáris politikai eszközök	A RNB-nak szüksége van legalább egy eszközre, hogy informálni tudja a közönséget	Nem
Jegybank felelősségvállalása	Egyértelműen meg kell szabni a RNB felelősségi körét	Nem
Monetáris politikai döntések átláthatósága	Fontos, hogy a RNB tájékoztassa a közönséget	Részleges
Rugalmas árfolyam	A RNB politikája nem tartalmazhat fix árfolyamot	Igen
Közös felelősség – RNB és kormány	A kormánynak alá kell támasztania az új stratégiát	Igen
Monetáris és fiskális politikák harmóniája	A kormánynak támogatnia kell ezt	Nem
Nagyközönség támogatása	Bízni kell ebben a stratégiában, hinni kell az eredményességében	Nem
Fejlett pénzügyi rendszer	Stabil rendszer kell ahhoz, hogy az árak is stabilak tudjanak maradni	Nem
Technikai elvárások		
Megfelelő pénzügyi mutató kiválasztása	Reprezentatív legyen	Döntetlen
Ingadozási sáv meghatározása inflációra és időhorizont	Előre meghatározott cél	Nem
Megfelelő ismeretek	Megfelelő információ megfelelő helyben és időben	Nem
Infláció-előrevetítések készítése	Előrejelzések fontosak a döntések alkalmával	Nem

[5] Banca Națională a României: *Caiete de studii*, 2002. április
[6] www.bnr.ro (2002-es adatok)

ujforum_61.qxp 2/26/2007 12:58 PM Page 16

A RNB monetáris politikája az ezredfordulót követő években

A Román Központi Bank (BNR) úgy döntött, hogy áttér egy rugalmasabb árfolyamrendszerre: ezentúl korlátozza devizapiaci intervencióit, és egyben megszünteteti a lej reálfelértékelődéséhez kötött céljait. Az intézkedés az első mérföldkő abban a folyamatban, mely Románia 2007-es EU-csatlakozásához kapcsolódóan megnyitná az utat a rövid lejáratú külföldi tőke beáramlása előtt. A jegybank egyben 50 bázisponttal, 18,25%-ra csökkentette az alapkamatot, az infláció csökkenésével indokolva lépését. Az árfolyamrendszer-váltás előtt a BNR előre bejelentett felértékelési rendszert alkalmazott a lej árfolyamának kézbentartására, gyakori intervenciókkal élve az irányított lebegtetés rendszerében. A központi bank soha nem publikálta a referencia-valutakosár súlyait, és soha nem alkalmazott napi reálárfolyam-célt.



1. ábra A RNB-alapkamat alakulása

Forrás: RNB

A tőkeszámlák liberalizálásának következtében elkerülhetetlenné válik, hogy nagyobb mozgási szabadságot engedélyezzenek a lej árfolyama számára. Ugyanakkor a jegybanknak magasan kell tartania az alapkamatot az infláció letörése érdekében, az ugyanis az egyik legmagasabb a régióban. Ám a „lehetetlen hármasság" törvénye értelmében egy kis nyitott gazdaságban nem létezhet egyidejűleg független kamatpolitika, fix árfolyam és szabad tőkepiac. Ezen tényezők következtében Románia – a többi kelet-közép-európai országhoz hasonlóan – árfolyamrendszerének rugalmasabbá tétele mellett döntött, és 2005 eleji indulási időponttal az inflációs célkövetés rendszerének bevezetését tervezte. A BNR közleménye alapján „a rugalmasabb árfolyamrendszer összhangban van az új monetáris politikai rendszerrel, valamint a tőkepiaci liberalizáció következő lépéseivel." A monetáris

ujforum_61.qxp 2/26/2007 12:58 PM Page 17

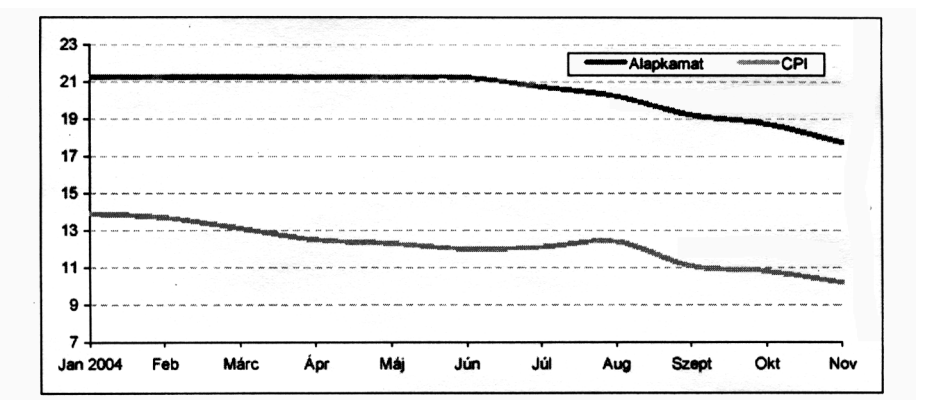
politikai keretrendszer megváltozása ellenére a BNR nem zárta ki teljesen a devizapiaci intervenciók lehetőségét. Cristian Popa, a jegybank elnökhelyettese az új helyzetet „el a kezekkel!" politikaként jellemezte, hozzátéve, hogy az euró és a lej kamatlábak közti csökkenő különbség és a lej nagyobb volatilitása segít majd a spekulatív tőkebeáramlások mérséklésében.

A dezinflációs folyamat mozgatója az árfolyam-erősödés, tekintve, hogy a közvetítésmechanizmus elsősorban az árfolyamcsatornán nyugszik, míg a kamatcsatorna elég hatástalan. Az elmúlt években Románia jelentős eredményeket ért el dezinflációs folyamatával. Az infláció a 2003. szeptemberi 14,1%-os szintről 2004 szeptemberére 11,1%-ra csökkent. A jegybank 2005-ös inflációs célja 6% volt, és, mint Mugur Isărescu, a Román Nemzeti Bank kormányzója hozzátette, a jegybank remélte, hogy 2006 végére 4%-ra, míg 2007 végére 3%-ra tudja leszorítani az inflációt.

Az infláció alakulása 2003-ban és 2004-ben

	Infláció 2004 októberében, a következő alapon:			Átlagos havi inflációs ráta, január 1. – október 31.	
	2004. szept.	2003. dec.	2003 okt.	2004	2003
Összesen	101,2	107,9	110,8	0,8	1,1
Élelmiszer	100,9	105,2	109,4	0,5	0,9
Egyéb áruk	101,5	109,9	111,2	0,9	1,2
Szolgáltatások	101,4	109,9	112,9	0,9	1,1

Forrás: RNB



2. ábra Infláció és alapkamat alakulása 2004-ben

ujforum_61.qxp 2/26/2007 12:58 PM Page 18

Az árfolyamrendszer rugalmasabbá tétele szükséges lépés volt az EU-csatlakozáshoz vezető úton. Ugyanakkor Románia várhatóan hasonló problémákkal szembesül, mint amilyenekkel a többi közép-kelet-európai ország találkozott. A konvergencia-játék okozta jelentős tőkebeáramlás komoly gondokat okozhat a jegybanknak, mely az inflációt magas kamatlábak segítségével próbálja meg csökkenteni.

A RNB 2005-ben bevezetett monetáris politikája

Az EU által Románia és Bulgária számára megjelölt 2007. évi csatlakozási céldátum egyrészt felgyorsította az integrációhoz szükséges feladatok végrehajtásának ütemét, másrészt felszínre hozta azt is, hogy a csatlakozási menetrend szabta szűkös időkeretben milyen sok érdemi változtatást igénylő tennivaló van mind a politikai, mind a gazdasági kritériumok teljesítésében.

A jegybank monetáris politikájának a vezérfonala az árstabilitás, ezzel összefüggésben pedig az infláció alacsony szinten tartása. Fontos, hogy a törekvések összhangban legyenek a Románia által is követendő maastrichti kritériumokkal. A jegybankelnök szerint a RNB nem követ kötött árfolyamcélt, elsődleges céljuk az árstabilitás.

Az IT (inflation targeting) rendszer viszonylag újnak számító monetáris politikai rezsim, de az 1990 körüli megjelenése óta már több mint húsz fejlett és felzárkózó gazdaság választotta pénzügypolitikájának vezérfonalául. Kezdetben a fejlett és stabil gazdasági fundamentumokkal rendelkező országok választották az IT-t, majd főleg az 1998-tól feltörekvő, változékonyabb mutatókkal rendelkező államok alkalmazták a rendszert. Elsőként Új-Zéland vezette be 1989-ben, majd 1990-ben Chile, 1991-ben Kanada, 1992-ben Nagy-Britannia, 1993-ban Svédország, 1994-ben Spanyolország, 1999-ben Brazília tért át az inflációs célkövetési rendszerre. Mindössze két állam, Finnország és Spanyolország hagyott fel kényszerűen ennek gyakorlásával 1998 végén, mivel az európai Gazdasági és Monetáris Unióhoz való csatlakozás miatt egyébként is megszűnt a pénzügy-politikai szuverenitás.

Az IT központi eleme az árstabilitás megteremtésének és fenntartásának mint végső célnak a meghirdetése. Ez nem 0%-os inflációt jelent, hanem kismértékű, stabil árszintemelkedést, általában 2–2,5%-ost. Az optimális inflációt (árstabilitást) nem zéróként, hanem alacsony, pozitív vagy stabil árszintemelkedésként határozza meg a közgazdaság-tudomány. Ezt több évre szóló inflációs célok kitűzésével törekednek elérni, s a célokat rendszerint másfél–két évre előre jelölik ki.

Rendszerint öt ismérvnek kell teljesülnie ahhoz, hogy egy monetáris rendszer kiérdemelje az inflációs célkövető rendszer elnevezést. Az első a középtávú számszerű inflációs célok nyilvános közzététele; a második az intézményi elkötelezettség az árstabilitási cél

ujforum_61.qxp 2/26/2007 12:58 PM Page 19

elsődlegessége mellett; a harmadik olyan információfelhasználási stratégia, mely a monetáris politikai instrumentumok szintjének maghatározásakor nem csak a monetáris aggregátumok és a devizaárfolyam alakulásának figyelemmel kísérését követeli meg; a negyedik a transzparens jegybanki működés, vagyis a monetáris hatóságok kommunikálják a nyilvánossággal és a piacokkal terveiket, céljaikat és döntéseiket; az ötödik követelmény a központi bank fokozott elszámolhatósága az inflációs célok eléréséről.

Az IT-rendszert a fejlett országokban gyakran egy aktussal, az összes jellemző egyidejű felvonultatásával vezetik be, ugyanakkor a feltörekvő gazdaságokban, különösen Latin-Amerikában gyakori a stratégia fokozatos, lépésenkénti meghonosítása. Ennek megfelelően Chilében, Kolumbiában és Peruban hét–kilenc év is eltelt, amíg a rendszer összes jellemzője a helyére került.

A Román Nemzeti Bank 2005 augusztusában, a jegybanktanács döntése alapján bevezette az inflációs célkövetési rendszert. Ennek alapján a jegybank két évre előre meghatároz egy inflációs célt, mely az év végi (decemberi) fogyasztói árszintemelkedésre vonatkozik. A cél pontjelleget ölt, mely a reagálási időn belül érkező sokkhatásokra való tekintettel akkor is teljesítettnek tekintendő, ha a tényleges infláció a meghirdetett érték körüli ±1%-os toleranciasávba esik.

Célparaméterként a központi bank a fogyasztói árindexet használja, a széles közönség általi átláthatósága miatt, de a szabályozott, valamint a változékony áraktól megtisztított maginflációs mutatókat is figyelemmel kíséri (CORE1=CPI – adminisztratív árak, CORE2 = CORE1 – változékony árak). A kelet-közép-európai országok s köztük Románia esetében is még egy fontos szempont mutat a CPI-alapú IT-rezsim felé: a maastrichti kritériumok teljesítéséhez a fogyasztói árakat kell megzabolázni, ezért erre a mutatóra írják elő a középtávú inflációs pályát.

Románia esetén öt kimentési klauzula fogalmazódott meg az IT-rezsimen belül: globális nyersanyagpiaci ársokkok, természeti katasztrófák, illetve mezőgazdasági termelési sokkok, exogén árfolyamsokkok, előre nem látott szabályozott árnövekedés, valamint a fiskális és jövedelempolitika váratlan fordulatai esetén nem vállal felelősséget a központi bank az előre megjelölt számértéktől való eltérés igazolására.

A numerikus cél (inflációs pálya) kijelölésében közös döntés létezik a kormány és a jegybank részéről (a kormánynak egyetértési joga van), ellenben hiányzik a cél elvétésével kapcsolatos elszámolhatóság. A közös döntési megoldás mellett szól az a tény is, hogy az instabilitás miatt még csorbát szenvedhet a jegybank de facto függetlensége és gazdasági autonómiája, az együttes döntéshozatal pedig a két főhatóság közötti partnerségi viszonyra utal. A dezinflációs folyamat 2005 utolsó negyedében viszonylagosan megrekedt, az évi

ujforum_61.qxp 2/26/2007 12:58 PM Page 20

inflációs ráta 8,6%-ot ért el ez év decemberében, 0,5%-kal meghaladva a tervezett célt (7,5%), ezáltal túllépve a toleranciasávban megengedett ±1 százalékos variációs lehetőség felső határát. Mugur Isărescu már novemberben előrevetítette, hogy 2006-ra módosíthatják az inflációs célkövetési pályát (fölfelé), az adminisztrált árak változásának hatására (a gáz árának megugrására utalt, a földgáz a nemzetközi piacon 150 dollárról 260-ra emelkedett), valamint a fiskális politika következményeként. Sajnálatos módon ez be is következett. 2005-ben az infláció nem lett 6,5%, ahogy azt a kormány vélte év elején, sem a RNB által kiigazított 7,5%-os célnak nem tudott alárendelődni. Ezzel szemben a maginfláció (CORE2), melyre a monetáris politikának erőteljesebb hatása van, csökkenő irányt mutatott (a 2004-es 8,3%-ról 5,6%-ra csökkent 2005-ben), s ez részben ellensúlyozta az említett tényezők fogyasztói árakra gyakorolt negatív hatását. Ilyen körülmények között az átlagos inflációs ráta az elmúlt évre egy számjegyűvé vált, 9,1%-ra csökkent, szemben a 2004-es 11,9%-os inflációval. Ez 2,8 százalékos visszaesést jelent, az idén augusztusban mért 6,2 százalékos inflációhoz mérten pedig majdnem feleződést. Az elmúlt években a monetáris eljárásban a legnagyobb gond az volt, hogy a kamatlábat olyan magasra hajtotta fel a központi bank, hogy a bankoknak érdemesebb volt a RNB-ba kamatra letétbe helyezni a lakossági és vállalati megtakarításokat ahelyett, hogy hitelek formájában kihelyezték volna őket a gazdaságba. Így a „bankok bankja" nem nettó hitelezője volt a kereskedelmi bankoknak, hanem nettó adósa.[7]

Jelenleg a forgalomban lévő többlet pénzmennyiség felszívásának (sterilizációnak) a legfontosabb eszközei a nyílt piaci műveletek és a RNB-ba történő 1 hónapos betétek bevonása. 2005-ben a RNB 25%-ról 30%-ra, míg mára 40%-ra növelte a kötelező tartalékrátát a valutában lévő betétek után, míg a hazai pénznemben létező betétek esetében a kötelező tartalékráta 16 százalékról 20-ra emelkedett. E lépésnek a jelentősége abban rejlik, hogy így csökkenthető a devizában nyújtott hitelek mennyisége, mely az utóbbi években jelentősen megnövekedett az összhitel keretében.

Az infláció mérséklésére a kormányzat irányított lebegő árfolyam-politikát alkalmazott, ami azt jelenti, hogy a Nemzeti Bank szinte naponta adja-veszi az ország pénznemét a piacon, hogy ezáltal kiküszöbölje a nagyobb átmeneti árfolyam-ingadozásokat. 2004-ben a valutavásárlás nettó értéke rekordmennyiséget ért el. Ennek oka a kamatláb emeléséből adódó forró pénzek (spekulatív tőke) „becsalogatóinak elkedvetlenítése". Eredményként 2004-ben a román lej 16,5%-os felértékelése mutatható ki a dollárból és euróból alkotott valutakosárral szemben. Ez nagyméretű lejerősítést jelent a 2004-es 3,3%-os felértékelés-

[7] www.index.hu

ujforum_61.qxp 2/26/2007 12:58 PM Page 21

hez képest. Annak ellenére, hogy a kamatlábak csökkentése a jövőben is folytatódik, a romániai kamatlábak még mindig meghaladják a világpiacit. Ezért fontos a spekulatív tőkebeáramlás sterilizációja a központi bank révén.

A Román Nemzeti Bank negyedévente mutatja be a legfrissebb inflációs jelentést. A november 14-én nyilvánosságra hozott adatok szerint az inflációcsökkenés 2006-ban a negyedik negyedévben is folytatódott. A csökkenés újra csak 2008 elején indul be, amikor az első negyedévben 4,6, a második és harmadik negyedévben pedig 4,2 százalékos infláció várható. Ez azt jelenti, hogy a korábban meghatározott inflációs célokon nem kell változtatni.[8]

Mugur Isărescu szerint a legnagyobb kockázatokat az esetleges adópolitikai változások, a bérek túlzott növekedése, illetve a folyó fizetési mérleg növekvő hiánya jelenti. A bizonytalansági tényezők között a jegybank kormányzója a hatósági árak növekedésének szintjét és ütemét, a közvetett adófajtáknak az EU által megkívánt kiigazítását, valamint a gyorsan mozgó élelmiszerárak alakulását említette.

Ha csak a számadatokat tekintjük, akkor egyértelműen kijelenthető, hogy az inflációs célkövetési rendszer teljesítette a hozzá fűzött reményeket, hiszen az árnövekedés üteme a harmadik negyedévben jelentősen mérséklődött. 2006 júniusában még 7,1 százalék körüli volt az infláció, s szeptember végére már 5,5 százalékra süllyedt, ami 1,6 százalékos csökkenést jelent. Sőt mit több, ez 1 bázisponttal a prognosztizált érték alatt helyezkedik el. Az inflációcsökkenés októberben sem állt le, hiszen az év tizedik hónapjában már 4,8 százalék körüli volt az éves ráta, és várhatóan a decemberi szint sem fogja meghaladni a 4,9%-ot, az időközben alkalmazott irányított árnövekedések ellenére sem (a gáz és a villanyáram decemberi drágulása).[9]

Egyértelmű monetáris politikai eredményként az inflációs várakozások mérséklődését lehet megemlíteni, s ezt a pénzpolitikai kamatláb fenntartásával sikerült elérni. Persze ez nem azt jelenti, hogy a 8,75%-os érték ideális, éppen ellenkezőleg. Csupán azt, hogy a monetáris stratégia sikerességének kulcseleme a széles közvélemény előtti hitelesség és szakmai reputáció.

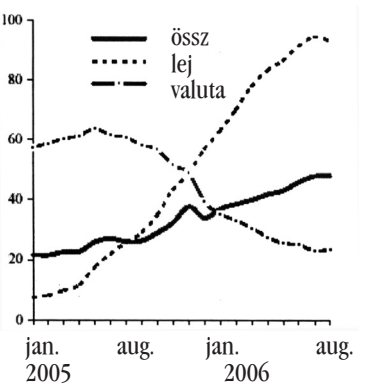
Természetesen számíthatunk inflációs megugrásra, elsősorban az EU-s csatlakozás miatti árkorrekciók (egyes becslések szerint ez hozzávetőlegesen 2,2–2,3 százalékos inflációs nyomást jelent majd), a közvetlen adók harmonizációja, a munkabérek növekedése és a fiskális politika fellazulása következtében. Viszont ez az integráció természetes velejárója. A kérdés az, hogy mennyire tudnak az illetékesek felkészülni arra, hogy megakadályozzák az ebből adódó kedvezőtlen hatások továbbgyűrűződését.

[8] www.bnr.ro
[9] www.transindex.ro

ujforum_61.qxp 2/26/2007 12:58 PM Page 22

A RNB jelenlegi stratégiája. Eredmények. Informálás

A RNB weboldalán most már teljes körű tájékoztatást talál az érdeklődő, mindenféle információt közzétesznek az illetékesek. A Román Nemzeti Bank legújabb monetáris politikájának egyik fontos stratégiai eleme a tájékoztatás, nagyon fontos az, hogy a lakosság ismerje a RNB által tett lépéseket, hiszen ahhoz, hogy az megvalósuljon, nem kis mértékben van szükség ránk is. Negyedévente *Inflációs jelentések*et tesz közzé a RNB, amelyben beszámol arról, hogy az elmúlt időszakban hogyan alakultak a gazdasági mutatók, mennyire tudunk eleget tenni a célirányos inflációcsökkenésnek. Ugyanakkor a weboldalon jegyzőkönyvek is olvashatók a különböző időszakos ülésekről és az ottani döntésekről. A 2005. augusztus 8-án lezajlott ülésen döntötték el azt, hogy az új monetáris politikai stratégia az infláció megcélzása lesz. Ugyanekkor dőlt el az is, hogy egyesítik a monetáris politikai kamatrátát a sterilizációs nemzeti banki kamatlábbal, a meghatározott éves szint 8,5% lett. Ekkor tették közzé az első inflációs beszámolót is, amely egyben azt is jelzi, hogy itt történt meg a stratégiaváltás. A Román Nemzeti Bank szintén fontosnak tartja, hogy stabilan megtartsák az árak színvonalát, úgy, hogy minden lehetséges monetáris politikai eszközt bevetnek. A monetáris politikai kamatráta tulajdonképpen az a legmagasabb kamatláb, amely mellett még a pénzpiacról betéteket érdemes vonzani, a sterilizációs kamatláb viszont az a ráta, amely mellett a RNB-nak még érdemes a pénzpiacról betéteket vonzani. A jelenlegi monetáris politikának fontos része az, hogy ezt a két kamatrátát egységesítették és meghatározták az éves 8,5%-os szintet. Később, a november 9-i ülésen ezt a kamatlábat 7,5%-ra csökkentették, de mivel ez nem fenntartható, a következő ülés alkalmával (2006. február 8.) újra a 8,5%-os szintre tértek vissza. Ugyanakkor folyamatosan piaci műveletek segítségével sterilizálják a likviditási többletet a belső monetáris piacon. A kötelező tartalékrátát pedig 35-ről 40%-ra növelték (valutára). Fontos tennivaló az is, hogy mérsékeljék a nem kormányzati hitelek expanzióját, főleg a valutában kért hitelekét. Az alábbi ábrán jól látható, hogy 2005 augusztusától elkezdődött a valutahitelek leszorítása.



éves változás (%)

3. ábra Kormányzati hitel pénznemekre

ujforum_61.qxp 2/26/2007 12:59 PM Page 23

A 2006-os év első ülésén bejelentik azt is, hogy az infláció 2005-ben 8,6%-os volt, csökkent 2004-hez képest (9,3%). Az elvárásoknál gyengébb mértékben csökkent, hiszen a kitűzött cél 6,5–8,5% volt, tehát még a felső határnál is egy százalékponttal több. A legtöbb vélemény szerint az egységes 16%-os jövedelemadó bevezetése (rendelkezésre álló jövedelmek növekedése), egyes élelmiszerek drágulása az árvizet követően, valamint a nem kormányzati hitel expanziója hatott az inflációra. 2007 januárjában energiaárak drágulása van láthatáron, s ez is jelentősen befolyásolhatja az inflációt. Ugyanakkor a 2006-os inflációra hatással lehetett az augusztusi Romtelecom-bérletek előre be nem jelentett drágulása is.

Kötelező tartalékráta (RMO)

2006.07.24–08.23

Kötelező tartalékráta típusa	Lej	Valuta
2 évnél rövidebb lejáratú források kötelező tartalékrátája	20%	40%
2 évnél hosszabb lejáratú források kötelező tartalékrátája	20%	40%
Kötelező tartalékráta átmeneti összegekre	20%	10%
Kötelező tartalékráta vissza nem fizetendő hitelekre	0%	0%

2006.11.24–12.23

Kötelező tartalékráta típusa		%
Kötelező tartalékráta lejben		1,9
Kötelező tartalékráta valutában	EUR	0,8
	USD	1,0

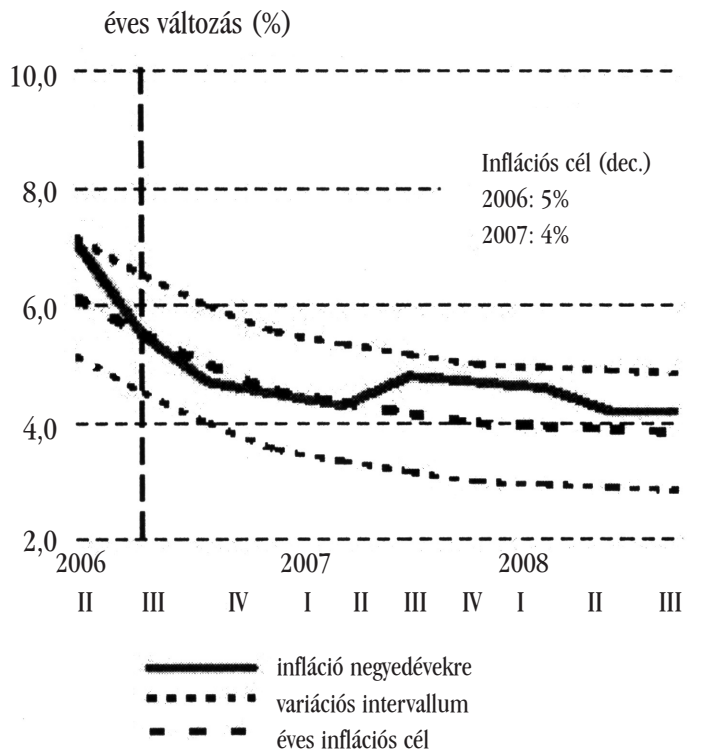
Monetáris politikai kamatláb

Intervallum	Kamatláb (%)
2006. június 28.	8,75
2006. február 9.–június 27.	8,5
2005. szeptember 22.–2006. február 8.	7,5
2005. augusztus 9.–2005. szeptember 21.	8,5
2005. április 8.–augusztus 8.	12,5

ujforum_61.qxp 2/26/2007 12:59 PM Page 24

A további üléseken tartják az elmúlt évben beavatott stratégiát, a kamatláb és kötelező tartalékráta mértéke változatlan, továbbra is minden eszközt bevetnek annak érdekében, hogy az infláció középtávon az elvárt szinte csökkenjen. Mindenképpen az EU-s csatlakozási célt szemük előtt tartják. A 2006. szeptember végi ülésen a kamatrátát 8,75%-nak határozzák meg. 2006 augusztusában az éves inflációs szint 6%-nál tartott, további cél az, hogy az infláció több százalékot is csökkenjen 2008-ig. A 2006. novemberi gyűlésén meghatározzák, hogy a kamatráta éves szintje legyen változatlan (8,75%), valamint azt is, hogy 2007-től eltörölik a hitelintézeteknek tett korlátozásokat, ami a valutahitelek koncentrációját illeti. Az októberi infláció 4,8%-os, a monetáris politika hatékonynak s eredményesnek látszik.[10]

Az inflációs negyedéves beszámolókban előrejelzéseket is találunk:

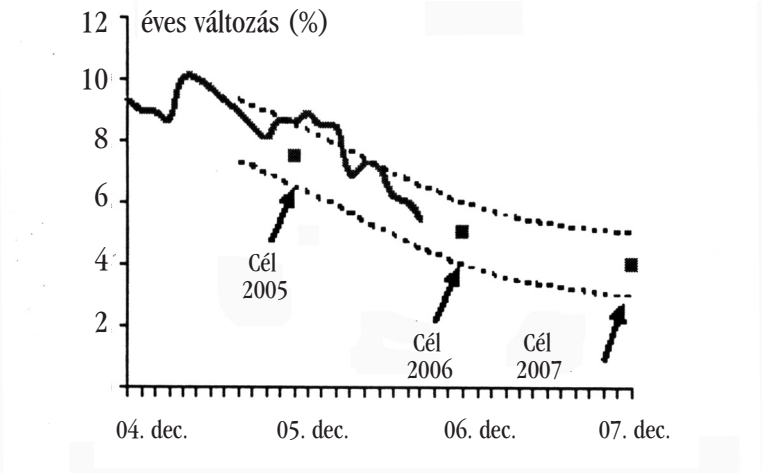


Megj.: variációs intervallum szélessége +/- 1%

4. ábra Infláció változásának előrejelzései

[10] www.bnr.ro

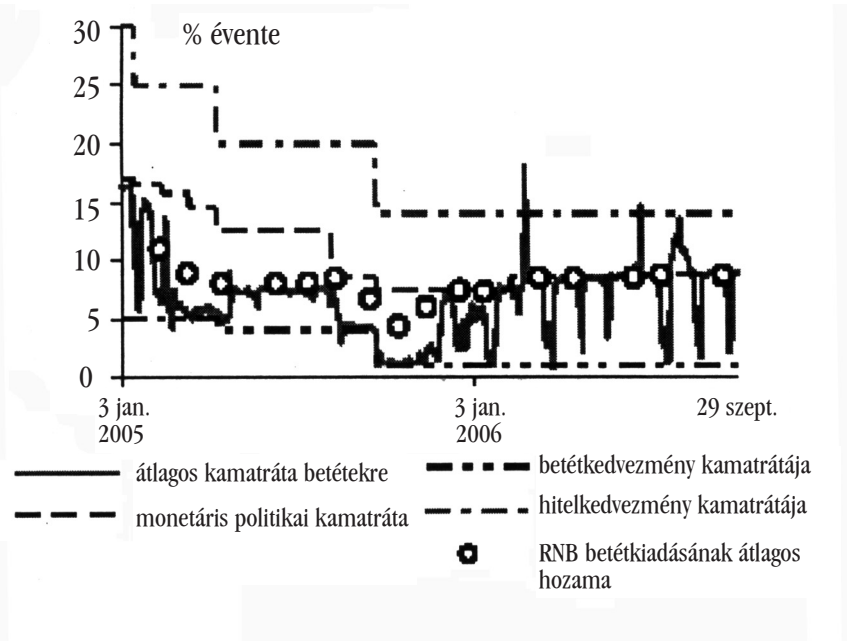
ujforum_61.qxp 2/26/2007 12:59 PM Page 25



5. ábra Infláció alakulása

Forrás: Országos Statisztikai Hivatal, RNB számításai 2004-ben

Amint látjuk, a tervezett infláció éves szintje 2007-re 4%. Idén valójában sokat csökkent az infláció, ezért a 2007-es nem egy álomszint, hanem akár elérhető is lehet. Ami viszont hátulütője ennek, az, hogy az EU-s csatlakozás magával hozza az árak növekedését is, ami önmagában lehet inflációs hatású is.



6. ábra Kamatlábak a bankközi monetáris piacon

ujforum_61.qxp 2/26/2007 12:59 PM Page 26

A fenti ábrán láthatjuk, hogy a különböző kamatráták hogyan változtak az elmúlt periódusban. A monetáris politikai, a betét és hitel kamatráták leszorítása jellemző a periódusra.

Eredmények, jövőkép, következmények

Az Európai Unióhoz való csatlakozás mindenképpen változásokat hoz magával. Az Uniónak elvárásai vannak hazánkkal szemben, amiket rövid időn belül teljesíteni kell. Minden eszközünket használni kell majd a célok elérésére. A jelenlegi monetáris politikánk pozitív változásokat hozott. Remélhetőleg 2007-ben tovább folytatódik a sikerek sorozata, és még jobb eredményeket érünk el. A csatlakozás valamilyen szinten áremelkedéseket fog magával hozni, ami nem föltétlenül pozitív a lakosságnak meg a monetáris politikának sem, hiszen a Román Nemzeti Bank jelenlegi stratégiája az infláció csökkentése középtávon. A magasabb árak viszont inflációt generálhatnak. Mindenképpen a döntések megalapozottak voltak a RNB részéről az elmúlt években, reméljük, megfelelőek lesznek az ezt követő években is, hogy hazánk gyorsan fel tudjon zárkózni ehhez az övezethez.

Irodalomjegyzék

www.bnr.ro
www.mnb.hu
www.zf.ro
www.capital.ro
www.transindex.ro
www.index.hu