



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2005. JANUÁR 24-I ÜLÉSÉRŐL

Közzététel időpontja: 2005. február 11., 14 óra

A jegybanktörvény (a Magyar Nemzeti Bankról szóló, többször módosított 2001. évi LVIII tv.) 3.§ (1) az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként. Az MNB legfőbb döntéshozó szerve a Monetáris Tanács. A Tanács szükség szerint, de üléseinek időpontját előre meghirdetve legalább havonta kétszer ülésezik, minden hónap második ülésén tárgyalva a jegybanki alapkamatláb módosításának kérdését. Ezekről az üléseiről a Monetáris Tanács rövidített jegyzőkönyveket ad közre, amelyek még a következő kamatmeghatározó ülés előtt megjelennek. A rövidített jegyzőkönyvek két részre tagolódnak. Az első rész az MNB szakértői által a Monetáris Tanács részére készített elemzések tartalmi összefoglalójaként a gazdasági és pénzügyi folyamatokat, az előző ülés óta nyilvánosságra került új információkat ismerteti. A második rész – az előzőre támaszkodva – a döntéshozók helyzetértékelését és a döntés körüli vitát mutatja be.

A rövidített jegyzőkönyvek elérhetők az MNB honlapján:

http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_mt_jegyzokonyv

I. Makrogazdasági és pénzügyi piaci folyamatok

2004 decemberében a *fogyasztóiár-index* 5,5, míg a maginfláció 5,0, a változatlan adótartalmú index pedig 3,5 százalék volt. Bár 2004 második felében az éves indexek csökkenését a bázishatás és egyes kedvező körülmények is az alacsonyabb infláció irányába befolyásolták, a dezinflációt ezen periódusban az alacsony szintre süllyedő trendinflációs mutatók is jelezték, különösen az iparcikk körben. A maginfláció évesített havi növekedési üteme 2004. második felében a 3-4 százalékos tartományban ingadozott, ami nagyságrendileg 2003. első félévének felel meg. Az indirektadó-emelést követően a maginflációs körben az elmúlt félévben tapasztalt dezinflációs folyamatokat vélhetően a monetáris politika hatása (erős árfolyam, illetve részben ennek hatására mérséklődő inflációs várakozások, csökkenő bérdinamika) valamint egyéb tényezők (például növekvő piaci verseny hatása) is jelentékenyen elősegíthették.

A dezinflációs pálya korábban felfelé irányuló kockázataiként azonosított tényezők közül az olajárak a novemberi inflációs jelentés elkészülte óta jelentősen csökkentek. Az októberi közel 50 dollárról a Brent olaj hordónkénti ára decemberre 40 dollár alá süllyedt, és a csökkenés mértéke euróban még jelentősebb volt. Január első felében azonban ismét emelkedtek a kőolaj jegyzések.

A korábbi hónapokhoz hasonlóan a decemberi inflációs szám ismét alacsonyabb lett a Reuters felmérésben megkérdezett elemzők várakozásánál. Az elemzők az elkövetkezendő időszakban további gyors dezinflációra számítanak. A 2005. januárra várt érték 4,7%, ami a decemberi tényadathoz képest 0,8 százalékpontos esés. A 2005 végére várt év/év infláció ugyanakkor gyakorlatilag változatlan maradt (4,3%), és 2006 végére is csak kis mértékben csökkent az előző felméréshez képest (3,6%-ra). A legutolsó felmérés szerint mind 2005., mind 2006. év végét tekintve az összes elemző arra számít, hogy az infláció az MNB célsávján belül marad.

A *versenyszféra bruttó átlagkeresete* 9,3 százalékos növekedést mutatott a január-november időszakban, a novemberi index 9,9 százalékos volt. A versenyszféra bérinflációjának második félévi mérsékelt csökkenése mögött eltérő szektorális folyamatok húzódtak meg: a piaci szolgáltatások bérinflációja továbbra is a versenyszférát meghaladó mértékben csökkent. A novemberi adat arra utal, hogy bár a korábban már tapasztalt bérinfláció-lassulás folytatódott, ennek üteme bizonytalan. A novemberig beérkezett adatok szerint emelkedett a munkanélküliség és stagnált a foglalkoztatás, ami növekvő munkaerő-tartalékokat jelez.

Az év második felében erős volt a külpiaci kereslet növekedése külkereskedelmi partnereink importjának növekedése alapján. A *hazai termelési folyamatokban* a harmadik negyedévi megtorpanás után a negyedik negyedévből rendelkezésre álló októberi és novemberi adatok újbóli élénkületet mutattak. A GDP-adatok visszamenőleges adatrevíziója miatt az éves átlagos növekedési számokban azonban így is a novemberi inflációs jelentésben adottnál alacsonyabb 2004. évi feldolgozóipari hozzáadott-érték bővülés várható. A piaci szolgáltatásokban keletkező hozzáadott-érték 2004. évi bővülése valamelyest magasabb lehet az előrejelzésnél. Nagyon erőteljes a mezőgazdasági kibocsátás növekménye (az év első háromnegyed évében meghaladta a 30 százalékot), ami a szektor kis súlya ellenére is közel 1 százalékpontos hozzájárulást jelent a GDP 2004. évi növekedéséhez.

A *lakossági fogyasztás* éves növekedési üteme a harmadik negyedévben 5,4 százalékot ért el, vagyis továbbra is a vártnál kevésbé csökkent. A keresleti oldali képet árnyalja, hogy a revideált pénzügyi számla adatok a korábbinál alacsonyabb háztartási megtakarítási rátát mutatnak. Továbbra is erőteljes a fogyasztási hitelek igénybevétele, a pénzügyi piacok fejleményei alapján pedig a lakosság egyéb jövedelmeiben is növekedés feltételezhető, így a novemberi előrejelzéshez képest magasabb lakossági fogyasztás várható 2004-ben.

A *bruttó állóeszköz-felhasználás* harmadik negyedévi adata ugyancsak erős növekedésről tanúskodik. Meghatározó ezen belül a vállalati beruházások élénkülése, amit a második negyedévi visszaesést

követően novemberben lényegesen alacsonyabbra becsült az inflációs jelentés előrejelzése. Az októberi és novemberi áruimport adatok alapján azonban némi fékeződés várható a negyedik negyedévi vállalati beruházásokban. Továbbra is jelentősnek adódott az állam és a lakosság beruházásainak növekedése, ebből adódóan a nemzetgazdasági beruházások 2004. évi bővülése a novemberi előrejelzésnél számottevően magasabb lehet.

A *külkereskedelem* legújabb (novemberig rendelkezésre álló) adatai alapján az exportnövekedés ismét gyorsulni kezdett, ami megfelel az ipari exportértékesítésben mutatkozó októberi-novemberi növekedésnek. Az áruimportban (figyelembe véve az EU-csatlakozást megelőző előrehozott vásárlásokkal és a közvámraktárakkal kapcsolatos korrekciókat) azonban lassulás volt megfigyelhető az utóbbi hónapokban. Ezek alapján a novemberi inflációs jelentésben szereplő előrejelzésnél némileg kisebb hiány valószínűsíthető mind a külkereskedelmi mérlegben, mind a folyó fizetési mérlegben.

A *forint euróval szembeni árfolyama* az év eleji gyengülés ellenére is szűk kereskedési sávban maradt. A befektetők által követett magyar makrogazdasági mutatókban az elemzők idén sem számítanak jelentős javulásra. A forintadósság januári, Fitch általi leminősítése és az EU pénzügyminisztereinek elmarasztaló állásfoglalása ismét felhívta a befektetők figyelmét a magas költségvetési és a folyó fizetési mérleg hiány kockázatára.

Az erős globális *kockázatvállalási hajlandóság* csak részben ellensúlyozza a belföldi fundamentális kockázatokat; a piaci egyensúly a külföldiek forintpozíciójának folyamatos csökkenése mellett alakult ki. Míg azonban a korábbi hónapokban ezzel szemben állt a belföldi egyéb szereplők kevésbé kamat-érzékeny, vélhetően devizaalapú lakáshitel-felvételhez kötődő forintvásárlása, addig ez a beáramlás az elmúlt hetekben lényegesen lelassult. A külföldiek forint állampapír-állománya stagnált. A dollárkamat növekvő és a forintkamat csökkenő pályája a forintprémium folytatódó mérséklődését vetíti előre.

Január elején megtört a hosszú *hozamok* szeptember közepe óta tartó csökkenése, a hozamgörbe ellaposodott. A hozamgörbe kiegyenesedése tovább mérsékelheti a külföldiek állampapír-keresletét, és a már meglévő állomány csökkentését is okozhatja. A hosszú forward prémium a decemberi csökkenés után januárban ismét megemelkedett.

A hozamgörbébe árazott kamatpálya alakja a legutóbbi Monetáris Tanács ülés óta lényegében nem változott, a *kamatcsökkentési várakozások* kismértékű decemberi növekedése januárban korrigálódott. A piac március végére 8,5, év végére 8 százalékos alapkamatot árazott be. A Reuters januári felmérésében a megkérdezett 16 elemzőből hat összesen 50, egy elemző 75, kilenc elemző pedig 100 bázispontos kamatcsökkentésre számított február végéig. A várakozások átlaga megegyezett a hozamgörbébe beárazott 8,7 százalékos február végi irányadó kamatszinttel. Az elemzők 2005. végére is átlagosan a hozamgörbének megfelelő, alig 8% feletti kamatszintet várnak.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Tanács tagjai az előző kamatmeghatározó ülés óta beérkezett információkat értékelve egyöntetűen lehetőséget láttak a jegybanki alapkamatláb csökkentésére.

A kamatcsökkentés mértékére két javaslat merült fel; ezek alapján a Tanács az 50 bp-os illetve 25 bp-os kamatcsökkentés lehetőségét vitatta meg.

Az egyik tag – kizárólag az inflációs kilátások alapján – akár 75 bp-os kamatcsökkentés lehetőségét is említette, de úgy látta, az egyéb kockázatok és bizonytalanságok nem tesznek lehetővé ilyen mértékű kamatcsökkentést. Más tagok is egyértelműen kizárták az 50 bp-ot meghaladó kamatcsökkentést a jelenlegi helyzetben.

A 25 bp-os kamatcsökkentés lehetőségét többen is elfogadhatónak tartották.

A kisebb kamatcsökkentés mellett felhozott érvek szerint az infláció kedvezőbben alakult ugyan a várakozásoknál, de ebben egyedi és technikai hatások is közrejátszottak. (Külső hatás, hogy az

olajárak némileg csökkentek a korábbi csúcsokról, és továbbra is gyenge maradt a dollár, ezek eredője a magas bázis miatt az üzemanyagok árindexét is mérsékelte. Belső hatásként a feldolgozatlan élelmiszerek áresése, a dohánypiaci verseny árleszorító hatása és a távfűtődíj-emelés statisztikai számbavételének csúszása járult hozzá a várakozásoknál alacsonyabb árindex kialakulásához.) Így az inflációs kilátások képe nem javult olyan mértékben, mint az a fő inflációs adat alapján tűnik.

Hosszabb kitekintésben mérséklődött ugyan az egyensúlytalanság a kiugróan magas szintről, de továbbra is magas az a mérték, amelyen megrekedni látszik. Az előrejelzések alapján az egyensúlytalanságot jelző fundamentális mutatók nem romlanak ugyan tovább, de nem is figyelhető meg lényeges javulás.

Az egyensúlyi aggályokat visszaigazolta az EU túlzott deficit eljárásának folytatása és a hosszú futamidejű forintadósság leminősítése. A Tanács legtöbb tagja sajnálatosnak tartotta, hogy a kormány a nemzetközi intézmények gazdaságpolitikai kritikáit nem a megfelelő súllyal kezeli. Az egyik tag szerint az EU erőtlenség tűnő fellépése ellenére az elmarasztalás következményei súlyosak lehetnek.

Egyes tagok szerint a politikai ciklusból adódó gazdaságpolitikai lazítási hajlam a távolabbi kilátásokat is elbizonytalanítja és az eddigi szerény mértékű kiigazítás eredményeit is semmissé teheti. Több tag is kiemelte, hogy az árfolyammal kapcsolatos kormányzati kommunikáció a gazdaságpolitikai bizonytalanság fokozásával a kockázati prémiumelvárásokat növelte, ezzel is megnehezítve a kamatok mérséklődését. A jegybanktörvény módosításának következményei a monetáris politika körüli bizonytalanságot is fokozzák. A Tanács több tagja is hangsúlyozta a szakmai szempontok elsődlegességét és a jegybanki hitelesség fenntartásának fontosságát ebben a környezetben.

A kedvezőtlen egyensúlyi kilátások általában ismertek a piaci szereplők előtt. Az ezzel kapcsolatos hírek nagy valószínűséggel nem okoznak meglepetést a befektetőknek és így nem várható a forintbefektetések kockázatának megítélésében hirtelen negatív irányú változás

A legutóbbi kamatdöntés óta a belföldi gazdasági környezetről alkotott kép nem változott lényegesen. A kedvező egyedi hatások mellett az újabb adatok egyértelműen megerősítették a dezinfláció folytatódását, és nem cáfolták a vártnál némileg mérsékeltebb bérnövekedés képét. Nem merült fel olyan információ, amely ellentmondana annak a megállapításnak, hogy a gyorsabb 2004. évi áremelkedés nem épült be az inflációs várakozásokba. A maginflációs adatok is alátámasztják az inflációs kilátások egyértelmű javulását. 2005. elején a fogyasztói árindex gyors mérséklődésére lehet számítani. Összességükben csökkentek a felfelé mutató inflációs kockázatok, mérséklődni látszik a célsáv felső határát meghaladó infláció valószínűsége mind 2005, mind 2006 végére.

Általánosan elfogadott álláspont volt ugyanakkor, hogy a béralakulás értékelése az adatsor ingatagsága miatt is bizonytalanságokkal terhelt. A kilátásokat illetően az óvatosabb megítélés szerint a legfrissebb adatokkal együtt kirajzolódó trend értékelése alapján nem zárható ki, hogy a bérnövekedés trendszerű csökkenése megállt, így a további bérkilátások bizonytalanok. A legfrissebb adatokat biztatóbbnak ítéelő vélemény szerint a bérdinamika nem veszélyezteti a kedvező és javuló inflációs kilátásokat: bár a bérnövekedési ütem csökkenése megállt a feldolgozóiparban, de folytatódott az inflációs kilátások szempontjából meghatározó piaci szolgáltatások terén.

A nemzetközi befektetési környezet továbbra is viszonylag kedvező. Megállt ugyan a feltörekvő piacokra vonatkozó kockázatvállalási hajlandóság korábban tapasztalt emelkedése, és a kockázati felárak kismértékben nőttek is, de szintjük még mindig alacsony. A további javulás kilátásai mindazonáltal bizonytalanok, nem zárható ki, hogy a kockázatvállalási hajlandóság gyengül. A dollár erősödése és a Fed vártnál gyorsabb kamatemelése az általános kockázati felár növekedéséhez vezethet.

Egyes tagok az árfolyam stabilitását, mint a dezinflációs hatások begyűrzését erősítő tényezőt fontos elemnek látták a kedvező inflációs kimenetelt meghatározó hatások között. A 2004. második felére jellemző, stabil és erős árfolyam közvetlen hatásként fékezte az importált inflációs nyomást,

közvetve pedig vélhetően mérsékelte az inflációs várakozások emelkedésének kockázatát, fegyelmezve a bérnövekedést is.

A hosszú hozamfelárak alakulásából egyes tagok levonhatónak tartották a következtetést, hogy a piac elfogadná és hitelesnek tartaná az 50bp-os kamatcsökkentést a jelen ülésen, a további lépések azonban kiemelt óvatosságot igényelnek. Az inflációs kilátások és a kockázati megítélés alakulásával a monetáris politika hitelességét is fontosnak tartották. A Tanács más tagjai a jegybanki lépések és a kommunikáció, valamint a piaci várakozások közötti kölcsönhatást hangsúlyozták.

Az 50 bp-os kamatcsökkentés, mint az óvatos kamatcsökkentések politikáját folytató lépés elfogadása mellett a Tanács több tagja fontosnak tartotta hangsúlyozni, hogy ezzel a kamatléppel szakaszhatár közelébe érkezik a kamatpolitika, a kamatfelár olyan szinthez közelít, amely a továbbiakban indokolttá teszi az eddigieknél is nagyobb óvatosságot a kamatok alakításában.

A Tanács minden tagja 50 bp-os kamatcsökkentés mellett szavazott. A Monetáris Tanács így egyhangú határozattal 2005. január 25-i hatállyal a jegybanki alapkamatláb 0,5 százalékpontos mérsékléséről döntött.

Jelen voltak:

Járai Zsigmond elnök

Auth Henrik elnökhelyettes

Adamecz Péter

dr. Szapáry György

Bihari Vilmos

dr. Hardy Ilona

Dr. Kádár Béla

dr. Kopits György

dr. Oblath Gábor

A kormányt Tabák Péter, a Pénzügyminisztérium főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2005. február 21-én tartja, amelyről 2005. március 19-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet