



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2005. MÁRCIUS 29-I ÜLÉSÉRŐL

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

Az elmúlt egy hónapban beérkezett adatok megerősítették az infláció gyors csökkenésére vonatkozó korábbi várakozást; sőt, annál valamivel gyorsabb árindex-csökkenés lehetőségére is utaltak. A februári inflációs jelentés *alappályája* – a januárra jellemző hazai monetáris kondíciók és euró/dollár árfolyam, az olajárak határidős piaci jegyzések alapján feltételezett csökkenése és egyéb feltételezések mellett – 2005 végére 3,6 százalékos, 2006 végére pedig 3,4 százalékos fogyasztóiár-indexet jelzett előre. A februári inflációs adat fényében nőtt az előrejelzésnél alacsonyabb infláció kialakulásának valószínűsége 2005 végére. A 2006. decemberi előrejelzés körüli kockázatok ugyanakkor továbbra is szimmetrikusak, aminek a fő oka, hogy a szokásosnál jóval nehezebb megbecsülni az infláció lassulását kiváltó tényezők tartósságát.

Nem egyértelmű, hogy a maginfláció erőteljes csökkenése mennyiben tulajdonítható az EU-csatlakozással kapcsolatos piacszerkezeti módosulásoknak, illetve mennyiben a monetáris kondíciók és a gyengülő fogyasztási kereslet következménye. Az értékelés függvényében igen eltérő kép rajzolódhat ki az infláció hosszabb távú alakulásáról. Ha a csatlakozási hatás a domináns, akkor elsősorban egyszeri árszint-eltolódást tükröznek az adatok, ami a hosszabb távú inflációs folyamatot csak közvetett módon, elsősorban a várakozásokra gyakorolt hatásán keresztül érintheti. Ha viszont inkább a mérséklődő kereslet áll a gyors dezinfláció hátterében, akkor az inflációs trend megváltozására, tartós dezinflációra lehet számítani.

Az *inflációt meghatározó makrogazdasági tényezőkről* beérkezett friss adatok ellentmondásosak. Egyfelől a konjunktúra várt lassulását és a keresleti oldal dezinflációs szerepének erősödését mutatják, másfelől azonban költségoldalról (olajárak, munkaköltségek) nem tapasztalható erősödő dezinflációs hatás. Bár a munkapiaci alkalmazkodás gyorsulására utalnak jelek, a bérinflációs dinamika még mindig a jelenleginél magasabb inflációs szinttel konzisztens. A bérinfláció első negyedéves várható lassulását a termelékenység-bővülés lassulása meg is haladhatja, így a fajlagos bérköltség-dinamika akár emelkedhet is. Az olajárak legutóbbi időszakban bekövetkezett jelentős emelkedése tovább erősítheti a költségoldali inflációs nyomást.

Az elemzői inflációs várakozások jelentősen mérséklődtek márciusban. A legfrissebb Reuters felmérés konszenzusa gyakorlatilag megegyezik a februári inflációs jelentés előrejelzésével. A 2005 végére átlagosan várt év/év infláció jelentősebb mértékben (50 bázisponttal, 3,6 százalékra), a 2006 végére várt érték pedig kis mértékben (20 bázisponttal 3,3 százalékra) csökkent az előző felméréshez viszonyítva. Minden elemző arra számít, hogy az infláció az MNB célsávján belül marad 2005 és 2006 végén egyaránt. Míg februárban az MNB előrejelzése az elemzői várakozások szóródási tartományának alján helyezkedett el, addig márciusban mindkét év végére a megkérdezettek nagyjából fele prognosztizált az MNB-nél alacsonyabb inflációt.

A *negyedik negyedévi GDP* adat a várakozásoknak megfelelően gyorsuló gazdasági növekedést mutatott, ugyanakkor a növekedés szerkezete a belső kereslet lassulásának korábban vártnál nagyobb mértékére utal. A februári előrejelzéshez képest jobban lassult a beruházási aktivitás és a lakossági fogyasztás, ugyanakkor a külkereskedelem hozzájárulása a növekedéshez kedvezőbben alakult. A negyedik negyedéves adatok összességükben kisebb belső kereslet-bővülést tükröztek.

A 2005 elejére vonatkozó legfrissebb adatok a konjunktúra lassulását jelzik. A nemzetközi és hazai *bizalmi indexek* a vállalati konjunktúra fékeződését mutatták, amit a januári *ipari termelés* adatok is alátámasztottak. A képet ugyanakkor árnyalja a *külkereskedelmi* forgalmi adatok alakulása, mivel mind az exportban, mind az importban a korábbi év élénk trendje folytatódott.

A lakossági konjunktúrát jellemző *kiskereskedelmi forgalom* növekedése januárban lassú volt, ami megerősíti az inflációs jelentésben vázolt, a piaci elemzők többsége által vártnál alacsonyabb növekedési pályát, mely szerint 2005-ben a fogyasztás bővülésének további lassulása várható.

A hazai konjunktúra oldaláról összességében megállapítható, hogy a lassulás mértéke valamivel nagyobb lehet annál, amit a februári inflációs jelentés vetített előre. Az eltérés mértékét nagyfokú

bizonytalanság övezi, a jelenlegi információk alapján valószínűleg nem haladja meg a GDP egy-két tized százalékát.

A nemzetközi befektetői környezet kis mértékben kedvezőtlenebbé vált az elmúlt egy hónapban. A javuló amerikai konjunkturális kilátások, a gyenge dollár és az 50 dollár/hordó fölött stabilizálódó olajár-jegyzések növelték az inflációs félelmeket, aminek hatására folytatódott a hosszú amerikai hozamok február első fele óta tartó emelkedése. Ez március második hetében a kockázatvállalási hajlandóság csökkenését okozta, megtörve a megelőző hetek trendjét, melyet a dollár további leértékelődésére vonatkozó várakozások és az euróhoz kötött kockázatosabb valuták iránti élénk kereslet jellemezett. A dolláralapú befektetők a finanszírozási költség várható emelkedése miatt mérsékeltek kockázati kitétségüket, elsősorban a magasabb hozamú devizákban. Miután a hozamemelkedés március közepén már nem folytatódott, a legtöbb piacon részleges korrekció következett be. A kockázati felárak a januári szintek közelébe emelkedtek, de továbbra is historikusan alacsony szinten vannak.

Az amerikai hozamok emelkedését kísérő eladási hullám a közép-európai régióra is kihatott, megfordítva a január közepe óta megfigyelhető jelentős tőkebeáramlást. A magyar és a cseh piacon hozamemelkedés és árfolyam-gyengülés egyaránt megfigyelhető volt, a lengyel és a szlovák piacokon elsősorban az árfolyam nagyobb mértékű gyengülése következett be. A forint árfolyama év eleji szintjére, 248 forint/euróig gyengült. Lejáratok és másodpiaci eladások miatt a külföldiek állampapír-állománya 50 milliárd forinttal csökkent. A teljes hozamgörbe 30-40 bázisponttal feljebb tolódot. Az azóta bekövetkezett korrekció csak részleges volt, és a befektetők részéről a korábnál nagyobb bizonytalanság tapasztalható. Az elkövetkező időszakra a kockázatok aszimmetrikusak, nagyobb a valószínűsége a globális kockázatvállalási hajlandóság további csökkenésének.

A februári, piaci várakozásokat némileg meghaladó mértékű kamatcsökkentés tovább erősítette a kamatcsökkentési várakozásokat, de a forint gyengülése következtében ez csak átmenetinek bizonyult. A hozamgörbéből származtatható kéthetes kamatpályából egy három hónapon belül 100 bázispontos kamatcsökkentéssel, majd pedig a kamat szinten maradásával konzisztens piaci várakozás adódik. A Reuters elemzői és a kereskedők körében végzett friss felmérésében egyaránt az 50 bázispontos várakozás dominált a március 29-i ülésre. A vártnál kedvezőbb januári és februári inflációs adat ellenére a magyar gazdaság hosszabb távú kockázati megítélése nem javult, az öt év múlva induló ötéves forward prémium ismét 180 bp fölé emelkedett.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Tanács tagjai az inflációs kilátások szempontjából kedvező fejlemények alapján egyöntetűen lehetőséget láttak a jegybanki alapkamatláb csökkentésére. A gazdasági folyamatok értékelése során számos szempont merült fel, a tagok az egyes tényezőkhöz eltérő hangsúlyokat rendeltek.

A Tanács az 50 bp-os és a 75 bp-os kamatcsökkentés lehetőségét vitatta meg részletesen.

A legfrissebb fejleményeket értékelve a Tanács tagjai úgy látták, a korábban is ismert kockázatok egy része realizálódott a nemzetközi környezetben, mely összességében kedvezőtlenebbé vált az elmúlt időszakban. A feltörekvő piacok relatív vonzerejét csökkentő amerikai hozamemelkedés a tőkeáramlásokra is hatott, a mérséklődő kockázatvállalási hajlandóság a kockázati indexek emelkedésében is megmutatkozott. A további hozamemelkedés irányába hat a Fed kilátásba helyezett szigorúbb kamatpolitikája, ami a magasabb kockázatú eszközök piacára is tartós hatással lehet. Magyarország a körülmények változásával globális és regionális összehasonlításban is hátrányba kerülhet. Ennek alapján a tagok többsége úgy vélte, a külső környezet bizonytalansága erősödött, a külső kockázatok kisebb kamatlépés mellett szólnak.

Az 50 bp-os kamatcsökkentés támogatói többségükben egyértelműen kedvező hírként értékelték az alacsony februári inflációt. A vártnál nagyobb dezinfláció növeli az inflációs célok elérésének esélyét. A korábban vártnál alacsonyabb árindex a magasabb reáljövedelmeken keresztül hozzájárulhat a háztartások megtakarításainak növekedéséhez, ami kedvező hatással lenne az

egyensúlyra is. A másik irányba mutató kockázat ugyanakkor, hogy a magasabb reáljövedelmekből magasabb fogyasztásnövekedés is adódhat – ami keresleti oldalról a defláció ellenében hat. Így a mérséklődni látszó fogyasztási dinamika további alakulása bizonytalan. A januári béradatok a bérinfláció lassulását, ezzel a költségoldali inflációs nyomás enyhülését mutatják.

Változatlanul fennállnak az alapvető fundamentális kockázatok: az államháztartás finanszírozási igénye magas, ami a vállalati szektor beruházásaiból adódó finanszírozási igényét kiegészítve, a háztartási szektor finanszírozási képességében várható enyhe javulás mellett is magasan tartja a külső finanszírozási igényt. A tartós egyensúlytalanság piaci megítélésében rejlő kockázatokat a kedvezőtlenebbre forduló nemzetközi környezet felerősíti. A Tanács tagjai ebből a szempontból is fontos jelzésnek ítélték az 5 évesnél hosszabb hozamok óvatosságra intő alakulását.

Az inflációs kilátások megítélését árnyalva többen hangsúlyozták az inflációs előrejelzés bizonytalanságát is: a feltételes előrejelzés érzékeny a feltevésekre és szórása is viszonylag jelentős, így a pillanatnyi kép alapján az inflációs célok enyhe alullövését mutató pontelőrejelzésből nem lehet egyértelmű következtetéseket levonni.

Többen is hangsúlyozták, hogy a bizonytalanság fokozódásával leírható helyzetben fontos a gazdaságpolitikai intézmények, köztük a jegybank hitelessége; előtérbe kerül a stabilitás, az óvatosság, a kiszámíthatóság.

Voltak olyan nézetek is, amelyek szerint a nagyobb kamatcsökkentést a hazai gazdasági fejlemények megengednék ugyan, és az a reálszféra számára is kedvezőbb lenne, de a jelenlegi nemzetközi környezetben és kilátások mellett a nagyobb kamatlépés a gazdaságpolitikai bizonytalanságot is növelhetné, így akár a költségvetés számára kedvezőtlenebb helyzethez is vezethetne az adósság finanszírozhatósága és költsége szempontjából.

A fentiek alapján az 50 bp-os kamatcsökkentés támogatói közül néhányan a kockázatokat hangsúlyozva 25 bp-os csökkentést is elfogadhatónak tartottak volna.

A 75 bp-os kamatcsökkentés támogatói is fontosnak és indokoltnak tartották a stabilitás és az óvatosság fenntartását. Az óvatosság megítélésük szerint ugyanakkor nem határozza meg a kamatcsökkentés mértékét. Azzal érveltek, hogy a vártnál nagyobb 2005 eleji inflációcsökkenés, az MNB szakértőinek inflációs előrejelzése, valamint a belföldi kereslet bővülésének a korábban prognosztizáltnál erőteljesebb mérséklődésére utaló legfrissebb információk alapján megnőtt annak a valószínűsége, hogy a célnál nagyobb defláció következzen be 2005-2006-ban. A célnál alacsonyabb infláció kockázata új jelenség Magyarországon, aminek kezelése 50bp-nál nagyobb kamatcsökkentés igényel. A 75 bázispontos csökkentés összhangban állna a hozamgörbéből származtatható rövid távú kamatvárakozásokkal is. Hangsúlyozták, hogy 75 bp-os kamatcsökkentés nem jelentene eltérést az óvatos monetáris politikától, nem új monetáris rezsim kezdetéről üzenne, hanem csupán a kedvezőbbé váló inflációs kilátásokra adott reális válaszlépés lenne, amit a piac sem fogadna meglepetéssel. Úgy vélték, a 75 bp-os kamatcsökkentés a növekedés szempontjából kedvezőbb reálkamatot eredményezhet és fékezheti a devizahitel-állomány kamatkülönbözet ösztönözte növekedését. Kockázatnak látták, hogy a további kamatcsökkentésre a hazai deflációs tendenciával ellentétes irányú nemzetközi kamatciklus miatt egyre kisebb a mozgástér.

Egyes vélemények a túlzottan alacsonyra süllyedő árindex lehetőségét kifejezetten kedvezőtlen kilátásnak ítélték a reálbérekből eredő esetleges keresleti nyomás, a tervezettől elmaradó költségvetési bevételek és a pénzügyi stabilitás szempontjából.

A kamatcsökkentés mértékéről kifejtett véleményüktől függetlenül többen állást foglaltak a Stabilitási és Növekedési Egyezmény módosításáról.

A Tanácstagok többsége elismerte, hogy a módosítás adminisztratív oldalról növelheti a 2010-es eurózóna-csatlakozás elérhetőségének valószínűségét, csökkenti a kritérium teljesíthetőségének kockázatát. Ugyanakkor többen rendkívül veszélyesnek és károsnak tartották az egyezmény módosításának politikai üzenetét, ami a fiskális lazítás növekvő mozgásterének illúzióját erősítve éppen a fiskális elkötelezettség további gyengüléséhez vezethet. Egyes vélemények szerint ezeket az aggályokat csak súlyosbítják a politikai ciklusból adódó kockázatok. A Konvergencia

Programtól való számottevő eltérés már meglévő kockázatai miatt az új szabályok önmagukban csak csekély mértékben javítják a 2010-es euró-bevezetés esélyét. A céldátumnak megfelelő csatlakozás érdekében a fiskális politikának a reform következtében némileg megnövekedett mozgásterét a kockázatok egy részének kezelésére, és nem a hiány növelésére kell felhasználnia.

Összességében az alternatívák és a szempontok értékelése alapján a Tanács úgy látta, a nemzetközi környezet és az egyensúlytalanság kockázatai korlátozzák a belföldi inflációs és konjunkturális folyamatok által alátámasztott nagyobb kamatcsökkentés lehetőségét.

Az elnök szavazásra bocsátotta az 50, ill a 75 bp-os kamatcsökkentés alternatíváját. A Tanács tagjai közül tizenegyen 50 bp-os, ketten 75 bp-os kamatcsökkentés mellett szavaztak. A Monetáris Tanács így többségi határozattal 2005. március 30-i hatállyal a jegybanki alapkamatláb 0,5 százalékpontos mérsékléséről döntött.

Jelen voltak:

Járai Zsigmond elnök

Auth Henrik

Adamecz Péter

dr. Szapáry György

dr. Hardy Ilona

Neményi Judit

Bánfi Tamás

dr. Bihari Péter

Bihari Vilmos

Dr. Csáki Csaba

Dr. Kádár Béla

dr. Kopits György

dr. Oblath Gábor

A kormányt Tabák Péter, a Pénzügyminisztérium főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2005. április 25-én tartja, amelyről 2005. május 6-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.