



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV**  
**A MONETÁRIS TANÁCS**  
**2005. NOVEMBER 28-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](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_mt_jegyzokonyv)

## I. Makrogazdasági és pénzügyi folyamatok

Általánosságban megállapítható, hogy az elmúlt egy hónap legfontosabb makrogazdasági adatai szerint az infláció mérséklődése tovább folytatódott, miközben a gazdaság konjunkturális helyzete stabil maradt.

2005 októberében a fogyasztóiár-index 3,2 százalékkal, a maginfláció pedig 1,4 százalékkal csökkent, ami mindkét index esetében (rendre 0,5, illetve 0,1 százalékpontos) csökkenést jelent szeptemberhez képest. Az októberi infláció csökkenés egyaránt jelentkezett a maginfláció és a maginfláción kívüli tételeknél. A maginflációs körön belül az iparcikkek (havi) inflációja az elmúlt hónapban kis mértékben emelkedett (azaz enyhébb lett a defláció), miközben a piaci szolgáltatások inflációja továbbra is magas szinten állt, de fokozatosan lassult. Az inflációs trendet megragadó mutatók március óta 1-1,5 százalékkal ingadozó értékeket jeleznek. Az elmúlt időszakban tehát a maginfláció tartósan alacsony szinten stabilizálódott. Ezzel szemben a magas olaj- és feldolgozatlan élelmiszerárak a teljes fogyasztóiár-index és a maginfláció közötti különbséget emelték. A külkereskedelmi versenybe kerülő feldolgozott termékek alacsony inflációját a nemzetközileg kedvező környezet mellett az erős árfolyam és az importverseny erősödése is mérsékelte. Eközben a szolgáltató-szektor és az iparcikkek közti inflációs különbség továbbra sem csökkent lényegbevágóan.

Az Ecostat által publikált gyorsbecslés alapján 2005 III. negyedévében a bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához viszonyítva 4,6 százalékkal nőtt. A folyamatok értékelését valamelyest nehezíti ugyanakkor, hogy a KSH – az Európai Unió határozatának megfelelően – 2005 októberétől új számítási módszertanra tért át, amelynek alapján a pénzügyi közvetítők közvetetten mért szolgáltatási díját az eddigiektől eltérően kell számítani, és a felhasználó ágazatok között fel kell osztani. A régi módszertan szerinti GDP növekedés kb. 0,4 százalékkal alacsonyabb, amely a növekedés az utóbbi negyedévekben történő stabilizálódását mutatja. A növekedés a – főként az autópálya építések miatt – élénk beruházási tevékenységgel és a lakossági fogyasztás továbbra is erőteljes bővülésével magyarázható.

A fogyasztási kereslet alakulására a 2005 szeptemberi kiskereskedelmi adatokból lehetett következtetni. A teljes - jármű és üzemanyag értékesítéseket is tartalmazó - kiskereskedelmi forgalom (szezonálisan igazított) volumene 5,2 százalékkal, míg a szűken értelmezett - az előbb említett tételeket nem tartalmazó - kiskereskedelmi forgalom 6,5 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakának értékeit. Az adatokból azonban nem lehet egyértelműen megállapítani, hogy vajon a fogyasztási kereslet tovább gyorsult-e vagy korábbi ütemét tartva növekedett. Erre utal, hogy miközben a szűken értelmezett adatok rövidbázisú indexei szerint még augusztus-szeptember hónapokban is gyorsult a dinamika, addig a teljes értékesítési volumen már nem gyorsult tovább.

Szeptemberben a nemzetgazdasági bruttó átlagkeresetek 7,7 százalékkal emelkedtek az egy évvel korábbi szinthez képest. Ezen belül a versenyszférában 7,5, a költségvetési szférában pedig 7,9 százalékkal nőttek a bérek. A szeptemberi adatok alapján a versenyszféra szezonálisan igazított bérinflációja 7 százalékkal körüli szinten stagnál. Eszerint az utóbbi egy-két negyedévben átmenetileg megtorpant a bérinfláció lassulása.

Ami a jövőbeli kilátásokat illeti, azokról a novemberi *Jelentés az infláció alakulásáról* című kiadvány ad teljes körű képet. 2007-ig alacsony inflációra és stabil gazdasági növekedésre lehet számítani. 2006-ban, elsősorban az áfa-csökkentés és egyes elhalasztott hatósági áremelések miatt éves átlagban átmenetileg 1 százalékkal közelébe süllyedő inflációra

számítunk, majd 2007-ben az árnövekedés üteme fokozatosan közelít a 3 százalékos inflációs célhoz.

2005 folyamán a munkapiaci feltételek összességben lazulást mutatnak, a versenyszféra fajlagos bérköltség-növekedése az alacsonyabb inflációval összhangban álló szinthez közeledett. Érdemi költséginflációs nyomás a munkapiac oldaláról nem érzékelhető, a bérnövekedés az inflációs céllal nagyjából összhangban álló szinten alakul az előrejelzési horizonton. Az alacsony szinten stabilizálódó inflációs várakozások és a korábbi éveknél lassabban bővülő fogyasztási kereslet is segítették az alacsony inflációs környezet megszilárdulását.

A jelentésben megfogalmazott alapelőrejelzés szerint a maginfláció a 2006 eleji áfacsökkenés után emelkedni fog. Ennek oka, hogy míg mostanáig szinte minden makrogazdasági tényező a defláció irányába mutatott, előretekintve ezek hatása vegyessé válik. Az inflációs trend megfordulását az importált inflációs nyomás fokozatos emelkedése magyarázza. Emellett fontos megemlíteni a magas világpiaci olajárakat és azok, valamint a szabályozott áraknak a termelési költségekbe történő begyűrűzését is. A belső kereslet jövőben várható élénkülése is az infláció emelkedése irányába mutat.

Az MT októberi döntése az alapkamat szinten tartásáról megfelelt a piaci várakozásoknak, egyes elemzőket azonban meglepett, hogy felmerült a kamatemelés lehetősége. A döntést követően átmenetileg megfordult a külföldiek szeptember közepe óta tartó gyors ütemű forinteladása, a forint elleni pozíciók egy kisebb része zárásra került, ezzel párhuzamosan az árfolyam november elejére 248 forint/euróig erősödött. Az állampapír-piacon ugyanakkor fennmaradt a bizonytalanságot tükröző volatilitás, a devizapiachoz hasonló korrekcióra nem került sor, a prémium magas szinten stabilizálódott. A forint erősödése és a nem-rezidensek árfolyamkockázat-kitettségének növekedése azonban csak átmeneti volt, november közepére ismét 254 forint/euróig gyengült az árfolyam, miután európai és nemzetközi intézmények nyilvánosságra hozott véleményei is megerősítették a piaci szereplők költségvetési hiány alakulásával kapcsolatos aggályait. A regionális befektetői hangulatra ugyanakkor a lengyel belpolitika – kisebbségi kormány alakulása, fiskális lazításra, illetve az euro-bevezetés halasztására utaló nyilatkozatok – gyakorolt kedvezőtlen hatást. A lengyel helyzet alakulása tartósan fertőzési kockázatot jelent.

A forintfelárak növekedése kedvező globális környezetben, nagyon alacsony feltörekvő piaci kockázati felárak és a regionális devizák többségének erősödése mellett következett be. A globális kockázatvállalási hajlandóságot erősítette, hogy november elején megállt a hosszú amerikai hozamok emelkedése, a vártnál magasabb inflációs nyomásra és erősebb konjunktúrára utaló adatokat háttérbe szorították az olajárak csökkenésével, a külföldiek vártnál dinamikusabb értékpapír-vásárlásával, illetve az ingatlanpiac lassulásával kapcsolatos hírek. Technikai oldalról pedig a korábban felépített jelentős kötvénypiaci rövid pozíciók fékeztek a hozamemelkedést. Az inflációs kockázatok miatt a piac további 75 bázispontos amerikai kamatemelést árazott be a következő fél évre, ez hozzájárulhatott a dollár erősödéséhez. A dollárárfolyam november elején áttörte az 1,2 dollár/eurós szintet, és kétéves csúcsra erősödött, ennek azonban ezúttal nem volt számottevő feltörekvő piaci hatása, mivel a hosszú távú várakozások továbbra is inkább a dollár strukturális gyengülésének irányába mutatnak.

Az elmúlt egy hónapban a teljes forint hozamgörbe feljebb tolódott. A rövid hozamok növekedése részben az euro rövid hozamok emelkedésével magyarázható. A korábban vártnál némileg erősebb euro-régiós növekedés és gyengébb euro árfolyam inflációs kockázata és az EKB vezetőinek ezt hangsúlyozó nyilatkozatai hatására ugyanis a piac december elejére árazta be a korábban csak a jövő év első negyedévére várt EKB

kamatemelést. A forint hozamgörbe alapján a piac jövő év végére 6,5-6,75 százalékos alapkamatot árazott be, szemben az egy hónappal korábbi 6,25 százalékos várakozással. Ezzel némileg kontrasztban áll, hogy a Reuters novemberi elemzői felmérésében a megkérdezettek többsége nem vár kamatemelést 2006-ban sem. Az elemzők és a devizapiaci ügyletkötők egységesen változatlan novemberi alapkamatra számítanak, az elemzők többsége január végére is 6 százalékos kamatot vár.

A hosszú hozamok emelkedéséhez azonban a hosszú prémium növekedése is hozzájárult, ami arra utal, hogy a magyar fundamentumok megítélésének szeptember közepe óta tartó romlása folytatódott. Az 5 év múltvai 5 éves forward prémium eddigi legmagasabb szintjére, 250 bázispont közelébe emelkedett, a hosszú állampapírok 7 százalék körüli szintje többhónapos csúcsot jelent. Ezzel az idén forintkötvényt vásároló befektetők többségének portfóliója veszteségbe fordul, ami a pozíciók zárásának, és így a hozamok további emelkedésének kockázatát hordozza.

## **II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése**

A monetáris politika elmúlt másfél évét az árfolyam viszonylagos stabilitása és az infláció csökkenése jellemezte, melynek következtében lehetőség nyílt a 2003 végére kialakult magas kamatszint fokozatos, de határozott csökkentésére.

A gazdasági és pénzügyi folyamatok megítélésében a Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a gazdasági folyamatok jelenleg látható tendenciái alapján elérhetőnek látszik a 2006-2007-es inflációs cél. A Tanács megállapította, hogy ez év végén a fogyasztói árindex várhatóan a kitűzött célsáv alsó szélének közelében lesz (3,2%), annak ellenére, hogy az elmúlt évben az inflációt meghatározó külső tényezők (olajár és importált infláció) oldaláról jelentős inflációs nyomás bontakozott ki. Egyesek kiemelték, hogy az infláció csökkenésében a monetáris politika számára központi jelentőségű maginfláció történelmi mélypontra süllyedése játszott a meghatározó szerepet. A maginfláció az év második felében éppúgy 1,4%-ra csökkent, mint az euro-övezetben. Ebben a növekvő piaci verseny és az erős forintárfolyam mellett szerepet játszott a belföldi kereslet szerkezetében végbement kedvező változás, a fogyasztás növekedésének visszafogása is.

A nemzetközi befektetők kockázatvállalási hajlandósága továbbra is nagy, így a magyar gazdaság külső finanszírozásának feltételei jelenleg kedvezőek. A magas olajárak miatt erős külső inflációs nyomás érte a magyar gazdaságot, de ennek hatását más tényezők, - elsősorban a nemzetközi verseny- nagyrészt ellensúlyozzák.

A kedvező inflációs előrejelzés azonban a korábbiaknál nagyobbfokú bizonytalanságot tartalmaz. Különösen a második évre vonatkozó előrejelzés kockázatát emeli, hogy ma még nem látható világosan, milyen módon számolódna fel a világgazdaság és magyar gazdaság egyensúlyi feszültségei.

A Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy óvatos kamatpolitika indokolt. A nemzetközi befektetői környezet esetleges romlása és a nagy központi bankok várható kamatemelései a forinteszközök kockázati prémiumának emelkedését és a kamatkülönbség csökkenését vonhatják maguk után. Ilyen körülmények között a forint alapkamatának további mérséklésére a Tanács tagjai nem látnak lehetőséget, ezért az alapkamat szinten tartását látják helyénvaló és óvatos magatartásnak.

Az Elnök szavazásra bocsátotta az alapkamat 6,00 százalékos szinten tartását, melyet a Tanácsstagok egyhangúan megszavaztak.

## Szavazatok:

<i>alapkamat 6,00%-os szintentartása mellett:</i>	<b>13</b>	Járai Zsigmond, Adamecz Péter, Auth Henrik, Bihari Péter, Bihari Vilmos, Bánfi Tamás, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Kádár Béla, Kopits György, Neményi Judit, Oblath Gábor, Szapáry György
---	-----------	--

### **Jelen voltak:**

Járai Zsigmond elnök  
Auth Henrik  
Adamecz Péter  
dr. Szapáry György  
dr. Hardy Ilona  
Neményi Judit  
dr. Bihari Péter

Bihari Vilmos  
dr. Bánfi Tamás  
dr. Csáki Csaba  
dr. Kádár Béla  
dr. Kopits György  
dr. Oblath Gábor

A Kormányt Kovács Álmos, a Pénzügyminisztérium helyettes államtitkára képviselte.

**A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2005. december 19-én tartja, amelyről 2006. január 13-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**