



## RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

### A MONETÁRIS TANÁCS

2006. FEBRUÁR 27-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

2006 januárjában a fogyasztóiár-index 2,7 százalék, a maginfláció pedig 0,5 százalék volt, ami 0,6 illetve 0,8 százalékpontos csökkenést jelent az előző év decemberéhez képest. Az éves fogyasztói árindex jelentős mérséklődését döntően az áfa-csökkentés okozta. A változatlan adótartamú fogyasztóiár-index éves értéke – amely felülbecsli a valódi inflációs folyamatokat – a KSH szerint 4,0 százalék volt. A beérkezett adatok ellentmondásosak, a tartós folyamatok és az átmeneti változások elkülönítése egyelőre nem lehetséges. Az iparcikkek árcsökkenése az adócsökkentés által indokoltnál kisebb volt, ami mögött azonban vélhetően az áfa-csökkenés fogyasztói árakba való hosszabb ideig tartó begyűrűződése és nem az iparcikkek trendinflációjának emelkedése áll. Ezt a hipotézist erősítheti, hogy az áfa-csökkentés által alapvetően nem érintett, de az importversenynek az iparcikkekhez hasonlóan kitett feldolgozott élelmiszerek árcsökkenése továbbra is dinamikus volt. A piaci szolgáltatások hosszú ideje magas inflációja viszont – nem csak az áfa-csökkentésnek tulajdoníthatóan – januárban a korábbi tendenciákkal ellentétben jelentős mérséklődést mutatott, ami a gazdasági szereplők inflációs folyamatokról alkotott képének kedvezőbbé válását jelezheti. Ezt alátámasztja az MNB felmérése is, ami szerint az év elején a megelőző negyedévekhez képest jelentősen csökkent a háztartások és a vállalatok inflációs várakozása. A 2005. novemberi inflációs jelentés februári felülvizsgálata nem eredményezett lényegi változást a tartós inflációs folyamatokról alkotott képben. A legfrissebb előrejelzés 2007 végére továbbra is az árstabilitáshoz közeli inflációt valószínűsít, ugyanakkor a beérkezett információk hatására mind a lefelé, mind a felfelé mutató kockázatok megnövekedtek.

2005-ben a versenyszférában 6,9%-kal nőtt az átlagkereset. A szezonális hatásoktól szűrt nominális bérinfláció – összhangban az inflációs várakozások fokozatos csökkenésével – 2004 eleje óta fokozatosan csökkenő pályán halad. Az ipari konjunktúra erősödése, az egyre növekvő munkakínálat és a továbbra is enyhe munkakereslet következtében a vállalati szféra egészét tekintve 2005-ben nem volt érzékelhető béroldali inflációs nyomás. A reál-munkaköltségek hozzávetőlegesen együtt nőttek a vállalatok termelékenységével, ami a korábbi éveknél jóval kiegyensúlyozottabb munkapiaci folyamatokra utal. Kockázatot jelent ugyanakkor előretekintve a 2006 eleji minimálbér-emelés bérinflációt növelő hatása.

Az Ecostat gyorsbecslése szerint a bruttó hazai termék 2005 negyedik negyedévében 4,1 százalékkal bővült. Ezáltal az elmúlt év egészében a GDP 4,1%-kal (a naptári hatásoktól megtisztítva 4,3%-kal) növekedett az előző év azonos időszakához képest. Bár a negyedik negyedéves dinamika enyhe lassulást jelent a megelőző negyedévek növekedési ütemeihez képest, ugyanakkor az elmúlt néhány év adatait tekintve továbbra is élénknek tekinthető. Előretekintve, a gazdasági növekedés szempontjából mind a külpiazi, mind a belföldi konjunkturális helyzet némileg kedvezőbbé vált. A frissített előrejelzésben a GDP továbbra is stabilan 4 százalék felett nőhet az elkövetkező két évben.

A belső kereslet legfőbb komponensének, a lakossági fogyasztásnak az alakulását előrevetítő kiskereskedelmi forgalom bővülése novemberben 7,8 százalék volt. Az adatok a kiskereskedelmi konjunktúra 2004 közepe óta tartó fokozatos élénkülését mutatják. A kiskereskedelmi forgalom növekedését több tényező indokolja: a lakossági konjunktúra-megítélés javulása, egyes termékek – elsősorban iparcikkek és élelmiszerek – esetében az árak csökkenése, illetve a fogyasztási hitelezés további térnyerése.

Az ipari és a feldolgozóipari kibocsátásban a novemberi kisebb megtorpanás után decemberben folytatódott a lendületes trendnövekedés. Ennek eredményeként a 2005-ös év egészében a növekedés 7,3 százalékos volt. A folyamat megítélésével kapcsolatban azonban óvatosságra int, hogy a feldolgozóipari értékesítés bővülése (az exportértékesítés

lassabb dinamikája miatt) decemberben elmaradt a termelésétől. Lassulás volt megfigyelhető a külkereskedelmi áruforgalom decemberi alakulásában is: mind az export, mind az import becsült trendjét a korábbiaknál lassabb növekedés jellemezte. A jelenséget ugyanakkor egyelőre csak átmenetinek tartjuk, egyrészt azért, mert nincs összhangban az élénk külpiaci konjunktúráról érkező információkkal, másrészt mert az ipari és a külkereskedelmi statisztikára is jellemző a decemberi adatpont szokásosnál nagyobb ingadozása.

2005-ben az áruforgalom hiánya 2,8 milliárd euró volt, ami több mint 1,1 milliárd euróval kisebb a tavalyi hiánynál. Az egyenlegjavulás felerészben a 2004-es egyedi tényezők importnövelő „bázishatásának” tulajdonítható. A külkereskedelmi egyenleg javulásának értékelésénél emellett továbbra is óvatosságra int, hogy a 2004-2005-ös külkereskedelmi folyamatok (azon belül elsősorban az importnövekedés mérséklődése) a GDP-statisztikák, illetve a pénzügyi számlák belső konzisztenciájának tekintetében továbbra is ellentmondásosnak látszanak.

Az év elejét jellemző nagyon kedvező nemzetközi befektetői környezet februárban is fennmaradt. A feltörekvő piaci kockázati felárak historikusan nagyon alacsony szintjükről tovább csökkentek. Február első felében különösen nagy volumenű tőke áramlott a feltörekvő országok kötvénypiacaira, miután a főbb piacok alacsony hozamai, az alacsony szuverén devizaadósság-felárak és a feltörekvő piaci devizák elmúlt hónapokban tapasztalt jó teljesítménye miatt a magasabb hozamot kereső befektetők egyre inkább a feltörekvő országok helyi devizában denominált adóssága felé fordultak. A feltörekvő piacok megítélését ezúttal nem rontotta a dollár erősödése, illetve a főbb piacok monetáris kondícióinak várt szigorodása. Az elmúlt egy hónapban megjelent adatok javították az európai és amerikai konjunkturális kilátásokat, így a piaci szereplők megítélése szerint mindkét térségben a korábban vártnál tovább tarthat a kamatemelési ciklus. A hozamgörbe alapján a piac márciusra 25, majd év végéig további 50 bázispontos EKB kamatemelésre számít. A piac beárázta a 25 bázispontos március végi Fed kamatemelést is, és év közepére további 25 bázispontos szigorítást, és ezzel 5 százalékon tetőző szigorítási ciklust valószínűsít.

A közép-európai térség a belpolitikai kockázatok ellenére is vonzotta a befektetőket, a magyar eszközök áralakulása azonban elszakadt a régiós piacokétól. Míg a környező országokban a devizák folytatódó felértékelődése és a hozamok csökkenése volt megfigyelhető, addig a forintárfolyam egy szűk sávban, 250-253 forint/euró között ingadozott, és a hosszú hozamok is emelkedtek egy hónappal korábbi szintjükhöz képest. A forinteszközök régióhoz viszonyított gyengülése elsősorban ahhoz kapcsolható, hogy az S&P január végén rontotta a magyar devizaadósság besorolásának kilátását. A hitelminősítő kiemelte, hogy ha az ideai választásokat követően nem jelenik meg a hiány és az adósság jelentős és fenntartható csökkentését célzó stratégia, akkor valószínűleg rontani fogja a magyar adósság minősítését. A bejelentés 1 százalékot meghaladó leértékelődést és 40 bázispont körüli hosszúhozam-emelkedést okozott, és ez a nagyon kedvező regionális befektetői hangulat mellett is csak részben korrigálódott. A Moody's február 22-i bejelentése az adósságkilátás negatívra rontásáról 1,5 forintnyi azonnali gyengülést okozott. A lépés indoklása szerint a két fő politikai erő egyike sem mutat elkötelezettséget a szükséges hiánycsökkentésre és reformokra. Az 5 év múlva 5 éves forint forward prémium magas szinten, 225-250 bázispont között stabilizálódott. Mivel a lengyel forward prémium az elmúlt három hónapban jelentősen csökkent, ezért a magyar és lengyel felár közötti különbség történelmi csúcra, 170 bázispont fölé nőtt.

Január végén megállt a külföldiek spot piaci forintvásárlása, amely vásárlás vélhetően még a tavalyi év utolsó hónapjaiban felvett forint elleni pozíciók zárásához kapcsolódott.

Februárban felgyorsult a külföldiek állampapír-vásárlása, így teljes állományuk közel 100 milliárd forinttal meghaladta az elmúlt hónapokban jellemző 2600 milliárd forintos szintet. Az állampapír-vásárlást döntően swap-ügyletekkel finanszírozták, vagyis nem vállaltak fel a külföldiek árfolyam-kockázatot. Az eddigi idei aukciók azt mutatták, hogy a külföldiek hajlandóak felszívni a megnövelt elsődleges piaci kínálatot, de csak némileg magasabb hozamszint mellett.

A piaci szereplők rövid távú kamatvárákozásai egy hónap alatt kismértékben emelkedtek, a hozamgörbe 25-50 bázispontos idei és további 25 bázispontos jövő évi kamatemeléssel konzisztens. A Reuters felmérése szerint az elemzők és a devizapiaci üzletkötők egyhangúan az alapkamat februári szinten tartására számítanak. Az elemzők által az idei év végére várt kamatszint átlaga is 6 százalék körül van, de a várákozások jelentős szórását mutatnak.

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

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után csak az alapkamat szintentartására hangzott el javaslat.

Indoklásukban többen hangoztatták, hogy bár a bérek elmúlt időszak alakulása és a lakossági inflációs várákozások felmérései mérséklődő inflációs nyomásra utalnak, a romló költségvetési pozíció miatt szükségszerű jövőbeli fiskális kiigazítás inflációs hatásai jelenleg még nem becsülhetőek meg. A trendinfláció megítélésének bizonytalanságát tovább növeli, hogy a januári inflációs adatok alapján egyelőre nem lehet eldönteni, hogy az ÁFA-csökkentés mennyiben és milyen irányban hatott a trendinfláció alakulására. A célhoz közeli prognózis és a nagyobb bizonytalanság jelenleg egyaránt a kivárás mellett szól.

A tagok egyetértettek abban, hogy a kockázati prémium és az árfolyam elmúlt időszak stabilitása egy sajátos egyensúly eredménye volt: a jelentős hazai egyensúlyhiány miatti piaci kockázatok és a kedvező külső finanszírozási környezet hatásai kioltották egymást. Többen hangsúlyozták, hogy míg a nemzetközi befektetési környezet még inkább kedvezőbbé vált az elmúlt időszakban, addig a hazai egyensúlyi kockázatok miatt a magyar befektetések megítélése nem javult. Ez tükröződött a forintnak a többi regionális devizával szembeni relatív leértékelődésében és a hosszú kamatfelár növekedésében is. A hazai piacok éppen ezért nagyon érzékenyek lehetnek a jövőben a rendkívül kedvező nemzetközi befektetési klíma esetleges romlására.

Többen úgy látják, hogy a kedvező inflációs kilátások önmagukban megengednének egy mérsékelt kamatcsökkentést. Ebbe az irányba mutat a lakossági megtakarítások kedvező alakulása és az inflációs várákozások csökkenése. Ugyanakkor a befektetői megítélés ingadozása, a kamatprémium volatilitása, amelyet a nagy hitelminősítő cégek legutóbbi figyelmeztetései is felerősítettek, jelenleg óvatosságot követel meg a jegybanktól és ezért indokolt az irányadó kamat szinten tartása. Ennek megfelelően ezen álláspont képviselői sem tettek javaslatot a kamatváltoztatásra.

Vita bontakozott ki a jövőbeni kamatalakulást illetően. Többen azt hangoztatták, hogy a reálkamatok és a kamatprémium nemzetközi összehasonlításban viszonylag magas szintjét a hazai egyensúlyi kockázatok indokolják. Felhívták a figyelmet arra, hogy a főbb nemzetközi piacokon az elmúlt időszakban historikusan nagyon alacsonyak voltak a nominális és a reálkamatok, és csak ezekhez mérten tűnik magasnak a hazai hozamszint. Mások annak a véleményüknek adtak hangot, hogy a forint kamatok még mindig az indokoltnál magasabbak, ezért a jegybanki kamatszintben a 2003-as időszak óta bekövetkezett korrekció még nem tekinthető lezártnak. Ez azonban függvénye a piaci bizalom megerősödésének. Ennek már számos jele van (a külföldiek állampapír-vásárlásai, a forint

árfolyamának stabilitása), de a kamatcsökkentés – ezen álláspont képviselőinek véleménye szerint is – jelenleg még túl korai lenne, és rossz jelzést adna a piacok számára.

A tagok egyetértettek abban, hogy a költségvetés magas hiánya és a fiskális transzparencia romlása miatt a magyar gazdaság sérülékenysége az elmúlt időszakban nem csökkent. Ebben a helyzetben különösen nagy a monetáris politika felelőssége, amelyik kiszámíthatóságával már eddig is nagymértékben járult hozzá a pénzügyi piacok stabilitásához. Az igazi megoldást ugyanakkor az jelentené, ha a fiskális fegyelem megszilárdítása érdekében hiteles kiigazítási lépésekre kerülne sor.

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

### **Szavazatok:**

<b><i>alapkamat 6,00%-os szintentartása mellett:</i></b>	<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 2006. március 20-án tartja, amelyről 2006. április 14-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**