



## **RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV A MONETÁRIS TANÁCS 2015. JÚNIUS 23-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2015. július 8. 14 óra

*A jegybanktörvény (a Magyar Nemzeti Bankról szóló, 2013. évi CXXXIX. 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 a döntéshozók helyzetértékelését és a döntés körüli vitát mutatják be. A Monetáris Tanács a helyzetértékelése alapjául szolgáló információkat 2013. decemberéig a rövidített jegyzőkönyv részeként mutatta be. A teljesebb körű tájékoztatás érdekében a háttérinformációk ezen időpontot követően különálló kiadványként, kibővített tartalommal, „Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények” címmel a rövidített jegyzőkönyvvel azonos időpontban jelennek meg.*

A rövidített jegyzőkönyvek elérhetők az MNB honlapján:

[http://www.mnb.hu/Monetaris\\_politika/donteshozatal/mnbhu\\_mt\\_jegyzokonyv](http://www.mnb.hu/Monetaris_politika/donteshozatal/mnbhu_mt_jegyzokonyv)

## A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács az ülésen áttekintette a június 25-én megjelenő Inflációs jelentés előrejelzését. A Monetáris Tanács megítélése szerint a tartósan laza monetáris kondíciók összhangban vannak az árstabilitási cél elérésével. Az infláció idén és jövőre is elmaradhat az inflációs céltól, és csak az előrejelzési horizont végén kerülhet a 3 százalékos cél közelébe. A hazai gazdaság élénk növekedése tovább folytatódhat, amihez az erősödő belső kereslet mellett a javuló külső kereslet is hozzájárul. A Monetáris Tanács helyzetértékelése szerint a magyar gazdaságot továbbra is kihasználatlan kapacitások jellemzik és az inflációs nyomás mérsékelt maradhat. A reálgazdaság a monetáris politika horizontján deflációs hatású marad, a kibocsátási rés csak fokozatosan záródhat.

A globális gazdasági régiók növekedése között továbbra is jelentős különbségek állnak fenn. A fejlett régiók közül az euroövezet gazdasága 2015 első negyedében az előzetes adatok alapján a várakozásoknak megfelelően, enyhén bővült, míg az Egyesült Államokban az előző negyedéhez képest visszaesés volt megfigyelhető. A legtöbb nagy feltörekvő gazdaság változatlan, illetve lassuló növekedést mutat. Az alacsony olajárakkal és a visszafogott keresleti környezettel összhangban a globális inflációs folyamatok továbbra is visszafogottan alakulnak, és az inflációs nyomás előretekintve is mérsékelt maradhat. A globális jelentőségű jegybankok monetáris politikai irányultsága tartósan laza monetáris kondíciók irányába mutat: az EKB a kiterjesztett eszközvásárlási program keretében folytatta a mennyiségi lazítást, a japán jegybank eszközvásárlása változatlanul folytatódik, míg a Fed esetében a várhatóan későbbre tolódó kamatemelés megfelelő időzítésének és mértékének előkészítése folyik. Összességében a monetáris kondíciók változatlanul lazának tekinthetők, így a globális kamat- és likviditási környezet továbbra is támogató.

A Monetáris Tanács megítélése szerint rövidtávon az infláció jelentősen elmaradhat az inflációs céltól. Az utóbbi hónapokban beérkezett adatok némiképp meghaladták a márciusi Inflációs jelentés előrejelzését, amelyet főként a vártnál magasabb üzemanyagárak magyaráznak. Az infláció az elmúlt hónapokban historikus mélypontjáról emelkedésnek indult és előretekintve is pozitív tartományban alakulhat. Az alacsony költségkörnyezet hatásának kifutásával, illetve az élénkülő belső keresletnek és az emelkedő béreknek köszönhetően a maginfláció fokozatosan emelkedhet. Ugyanakkor a mérsékelt inflációs alapfolyamatok következtében az infláció csak az előrejelzési horizont végén kerülhet a 3 százalékos cél közelébe. Az inflációs várakozások cél körül történő stabilizálódása hozzájárulhat ahhoz, hogy a belső kereslet erősödése mellett az árazás és a bérezés középtávon is az inflációs céllal összhangban alakuljon.

Az elmúlt időszakban tovább folytatódott a hazai gazdaság növekedése. A növekedés fő mozgatórugója az elkövetkező években is a belső kereslet maradhat, ugyanakkor a gazdaság bővülését a felvevőpiacaink erősödő növekedése révén emelkedő exportteljesítmény is támogathatja. Az alacsony inflációs környezet és a javuló munkaerő-piaci folyamatok növelik a lakosság reáljövedelmét, ami segíti a lakossági fogyasztás élénkülését. A devizahitelek forintosítása mérsékli a háztartási szektor sérülékenységét, ami támogathatja a fogyasztókat

jellemző óvatosság fokozatos oldódását. Az általánosan javuló konjunktúra mellett a Növekedési Hitelprogram is támogatja a magánszféra beruházási aktivitását. A lakosság beruházási aktivitása az élénkülő lakáspiaci helyzetnek és a lakástámogatási rendszer kiterjesztésének köszönhetően bővíthet előrejelzési horizontunkon. Külkereskedelmi partnereink élénkülő növekedése miatt az export növekedése is dinamikus lehet. A negatív kibocsátási rés az előrejelzési horizont végén záródhat, így összességében a reálgazdasági környezet dezinflációs hatású marad a következő negyedévekben.

2014 negyedik negyedévében tovább nőtt a gazdaság külső finanszírozási képessége. A négy negyedéves értékek alapján újra emelkedett a külkereskedelmi egyenleg, amely mellett a negyedik negyedévben is érdemi EU-transzferrel használtak fel a belföldi szereplők. A külső finanszírozás szerkezetét tekintve 2014-ben folytatódott az adósság típusú források kiáramlása, így az adósságráták csökkenése is. Emellett a nem adósság típusú források összességében emelkedtek. Előretekintve továbbra is markáns külső finanszírozási képességre számítunk, amely 2015-ben a GDP 9 százaléka fölé emelkedhet. Még tovább javulhat a nettó export, amiben a várhatóan kedvező külső kereslet, és az olajár-csökkenés cserearányokat javító hatása tükröződhet. 2016-ban ugyanakkor feltételezhetően már visszafogottabb lesz az EU-transzfer beáramlás. A jövedelemegyenleg hiányának várható stabilizálódása mögött – a csökkenő adósságpálya mellett – a mérséklődő kamatkidadások, valamint a külföldi tulajdonú vállalatok emelkedő profitjának együttes hatása áll. A továbbra is igen jelentős külső finanszírozási többlet mellett folytatódhat a külső adósságmutatók fokozatos mérséklődése.

Az elmúlt negyedévben a nemzetközi pénzügyi piacokon a hangulat változékonyan, de összességében inkább kedvezőtlenül alakult. Áprilisban az eurozónából érkező kedvező makrogazdasági adatok pozitív hatása ellensúlyozta a görög politikai események, az Egyesült Államokból beérkező, vegyesen értékelhető makrogazdasági adatok és a geopolitikai feszültségek negatív hatását. Azonban az időszak további, nagyobb részében Görögország államadósságának leminősítése és törlesztésének elhalasztása, illetve az Egyesült Államok gyenge makrogazdasági adatai következtében kedvezőtlenül alakult a globális befektetői hangulat. A hazai kockázati mutatók közül a CDS-felár enyhén, míg a hosszú forintkötvény-hozamok – a nemzetközi tendenciába illeszkedve – érdemben emelkedtek a márciusi Inflációs jelentés megjelenése óta eltelt időszakban. Az elmúlt negyedévben a forint árfolyama gyengült az euróval szemben, ami alapvetően nemzetközi tényezőkhöz köthető. A Monetáris Tanács értékelése szerint a nemzetközi pénzügyi környezet alakulásával kapcsolatos bizonytalanság továbbra is óvatos monetáris politikát indokol.

A júniusi Inflációs jelentés alapján a Monetáris Tanács megítélése szerint a makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik. A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet azonosított, amelyek a monetáris politika jövőbeli vitelére érdemi hatást gyakorolhatnak. A fejlett piaci hozamemelkedés a fejlődő piacokon a kockázati prémium növekedését okozhatja, így az inflációs cél az alappályában feltételezettnél szigorúbb monetáris politika mellett érhető el. A geopolitikai feszültségek

erősödése többek között a külső kereslet elhúzódó visszaesését és a kockázati prémium hirtelen, nagymértékű megemelkedését eredményezheti, ami miatt az előrejelzési horizonton az inflációs cél elérését szintén csak az alappályánál szigorúbb monetáris politika biztosíthatja. A tartósan alacsony költségkörnyezetet és erősödő másodkörös hatásokat feltételező kockázati pálya ezzel szemben mérsékeltebb inflációhoz és erősebb gazdasági növekedéshez vezethet, ami összességében az alappályánál is lazább monetáris kondíciókat indokolhat.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságot továbbra is kihasználatlan kapacitások jellemzik, és az inflációs nyomás mérsékelt maradhat. A reálgazdaság a monetáris politika horizontján deflációs hatású marad, a kibocsátási rés csak fokozatosan záródhat.

A beérkezett adatok alapján csökkent az inflációs várakozások túlzottan alacsony szintjéből adódó másodkörös hatások kialakulásának kockázata. A júniusi Inflációs jelentés előrejelzésének ismeretében, a középtávú inflációs kilátások átfogó áttekintését követően a Monetáris Tanács úgy ítélte meg, hogy az inflációs cél középtávú elérése további, kismértékű kamatcsökkentés irányába mutat.

Figyelembe véve az Inflációs jelentés helyzetértékelését, az előrejelzés alappályájának lefutását, valamint értékelve a kockázati pályák monetáris politikai következményeit, a Tanács több tagja a korábbinál óvatosabb előretekintő iránymutatás megfogalmazását tartotta szükségesnek. Egy tanácstag felhívta a figyelmet arra, hogy az inflációs alapfolyamat mutatókban az utóbbi hónapokban enyhe fordulat volt megfigyelhető, ami előretekintve befolyásolhatja az inflációs kilátásokat, mert a korábbi negyedekhez képest enyhébb deflációra utalhat. A Tanács túlnyomó többsége amellelt érvelt, hogy a hazai inflációs kilátások miatt nem időszerű a kamatcsökkentési ciklus lezárása és a tartósan laza monetáris kondíciók összhangban vannak az árstabilitási cél elérésével. A Monetáris Tanács egy tagja a kamatcsökkentési ciklus lezárására utaló előretekintő iránymutatást tartott indokoltnak, mivel véleménye szerint az 1,5 százalékos alapkamat már biztosítja, hogy az infláció az előrejelzési horizonton a 3 százalékos cél körül alakulhat.

Az elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. A tanácstagok egyetértettek az alapkamat 15 bázispontos csökkentésében. A Monetáris Tanács tagjai szerint a döntés összhangban van a jegybank korábbi magatartásával és a piaci várakozásokkal, így erősíti a jegybank hitelességét és kiszámíthatóságát. A döntéshozók túlnyomó többsége szükségesnek tartotta a korábbi előretekintő üzenet megváltoztatását és egyetértett abban, hogy az inflációs cél középtávú elérése további, kismértékű kamatcsökkentés irányába mutat. Egy tanácstag a kamatcsökkentési ciklus lezárását tartotta indokoltnak.

#### **Szavazatok:**

az	alapkamat	1,5	8	Balog Ádám, Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai
----	-----------	-----	---	--

százalékra történő csökkenése mellett:	János, Gerhardt Ferenc, Kandrács Csaba, Kocziszky György, Matolcsy György, Windisch László
--	--

**Jelen voltak:**

Balog Ádám

Bártfai-Mager Andrea

Cinkotai János

Gerhardt Ferenc

Kandrács Csaba

Kocziszky György

Matolcsy György

Windisch László

**A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2015. július 21-én tartja, amelyről 2015. augusztus 5-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**