



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV**  
**A MONETÁRIS TANÁCS**  
**2004. DECEMBER 20-I ÜLÉSÉRŐL**

**Közzététel időpontja: 2005. január 14., 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.*

## I. Makrogazdasági és pénzügyi piaci folyamatok

2004. novemberében az *infláció* 5,8, míg a *maginfláció* 5,3, a *változatlan adótartalmú árindex* pedig 3,8 százalék volt. A fogyasztóiár-index októberhez képest 0,5 százalékpontos csökkenése meghaladja a maginflációs mutató mérséklődését, ami arra utal, hogy a deflációban a monetáris politika szempontjából exogénnek tekinthető folyamatok is szerepet játszottak. Ezen hatások közül különösen a feldolgozatlan élelmiszerek árának csökkenése illetve a járműüzemanyag árak lassuló áremelkedése emelhető ki. A maginflációs körben a tartósan erős forint árfolyam, az erősödő piaci verseny, valamint a magas szintű, de lassuló bérnövekedés segíthették az infláció csökkenését. A rövid bázisú trend inflációs mutatók ugyanakkor nem csökkentek tovább a historikusan alacsonynak tekinthető 4 százalék körüli szintről.

A várakozásoknál alacsonyabb novemberi inflációs adat után a Reuters felmérése szerint a makroelemzők a korábban vártnál némileg gyorsabb deflációra számítanak. Az infláció év végére várt éves üteme az egy hónappal korábbi 5,96 százalékról 5,68 százalékra mérséklődött. Az idejével a jövő év végére várt infláció (4,33 százalék) gyakorlatilag nem változott az előző felmérés óta (0,09 százalékponttal csökkent). 2005. végére minden elemző az MNB célsávján belüli inflációra számít.

Az elmúlt hónapban ismertté vált több szabályozott ár 2005 eleji emelése. Ezek összességében egyelőre nem jelentenek eltérést a novemberi inflációs jelentésben feltételezett pályától; egyes árak emelése a feltételezett átlagos érték alatt (pl. lakossági gázár), másoké fölötté (pl. elektromos áram) várható.

A *versenyszféra béremelkedésének* lassulása deflációs környezet fokozatos kialakulására utal. A KSH októberi béradatai szerint ugyanis a versenyszférában a bruttó bérnövekedés 6,4 százalékra csökkent a korábbi hónapok 8-9 százalékos indexei után. Úgy tűnik, főleg a piaci szolgáltatások szektorban lassult a bérnövekedés. Bár a január-október időszakban – az év első felét jellemző magas bérinfláció miatt – még meglehetősen gyors, 9,3 százalékos volt a béremelkedés üteme, az év egészét tekintve a friss adatok fényében nőtt a novemberi inflációs jelentésben adott – 9,4 százalékos – előrejelzés alatt maradó béremelkedés valószínűsége a versenyszférában. A korábbi évek tapasztalatai alapján azonban a havi bér adatok jelentős ingadozást mutatnak. Így egyelőre még nem lehet eldönteni, hogy az októberi szám mennyiben jelenti a jövőre nézve is a bérdinamika vártnál nagyobb mértékű lassulását.

A *bruttó hazai termék* a harmadik negyedévben 3,7 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, ezzel az év első három negyedévében a növekedés 4,1 százalékos volt. A szezonálisan igazított adatok alapján készített negyedéves mutatók megerősítették, hogy a GDP növekedésének gyorsulása 2003 végén megállt, és a növekedési ütem 2004 második negyedévéből már fokozatosan lassult.

Termelési oldalról a GDP növekedésének mérséklődése főként a feldolgozóipari hozzáadott-érték alakulásából adódik. Ugyanakkor a lassulásra utaló harmadik negyedévi képet árnyalja, hogy az októberi *ipari értékesítésről* publikált adatok 2003 végét követően ismét a feldolgozóipari értékesítés dinamikus növekedését mutatják.

Felhasználási oldalon folytatódott a *lakossági fogyasztási kiadások* növekedésének lassulása, míg a *bruttó-állóeszköz felhalmozás* a harmadik negyedévben ismét gyorsuló pályára állt. Bár a háztartások fogyasztási kiadásainak dinamikájára lassulás jellemző, az továbbra is relatíve magasnak tekinthető.

A nemzeti számlák szerinti (áru és szolgáltatás) *külkereskedelmi forgalmat* mind az export, mind az import oldaláról lassulás jellemezte a harmadik negyedévben. Ugyanakkor a csak az áruforgalmat regisztráló havi külkereskedelmi adatok októberben már mind a két oldalon erősödő dinamikát jeleznek. A KSH külkereskedelmi hiányt csökkentő visszamenőleges korrekcióját is figyelembe

véve nőtt annak a valószínűsége, hogy az éves folyó fizetési mérleg hiány kismértékben elmaradhat az MNB 7,3 milliárd eurós előrejelzésétől.

Az autonóm költségvetési folyamatok – átmeneti intézkedések nélkül – az MNB GDP-arányosan 5,6 százalékos előrejelzését is meghaladó ESA-hiányt valószínűsítenek 2004-re. A január elején ténylegesen bejelentésre kerülő 2004-es hiány mértékét azonban kétféle, potenciálisan nagy jelentőségű átmeneti intézkedés is módosíthatja: az ÁFA-visszatérítések későbbre tolódása az ellenőrzések miatt és a költségvetési szervek kiadásainak átütemezése 2005-re. Mivel ezen év végi, átmeneti intézkedések mértéke jelenleg nehezen jelezhető előre, a január elején nyilvánosságra kerülő hiányra csak igen széles sávban adható előrejelzés. A 2004-es ESA-hiányról emiatt leghamarabb csak a márciusi KSH adatközlés után várható pontosabb kép, hiszen az ESA-hiány szempontjából az elszámolás február végével zárul.

Az előző kamat-meghatározó ülés óta az árfolyam erősödése megállt, jelenleg a forint az egy hónappal ezelőtti szint közelében ingadozik. A hozamok csökkenése tovább folytatódott (40-50 bp). A hozamgörbe alapján a piaci szereplők 3 hónapos időhorizonton összesen 125 bázispontos kamatcsökkenésre számítanak. A Reuters legfrissebb felméréseinek eredményei alapján a december 20-i ülésen 50 bázispontos kamatcsökkentésre számít a megkérdezett piaci elemzők többsége.

Az árfolyam stabilitását és a hozamok további csökkenését több tényező is támogatta. A nemzetközi környezet az elmúlt egy hónap nagyobb részében nagyon kedvezően alakult. A befektetők kockázatvállalási hajlandósága továbbra is magas volt, amit az EMBI kockázati index és a hosszú euró hozamok historikusan alacsony szintje is tükrözött. A belföldi bankrendszeren kívüli szereplők vélhetően a deviza lakáshitelezéshez köthetően egyenletes forintkeresletet támasztottak, ami a piaci szereplők várakozásai szerint a következő hónapokban is fennmarad. A hazai hírek és makroadatok közül a vártnál alacsonyabb fogyasztóiár-index adat az árfolyam erősödését és a hozamok csökkenését eredményezte.

A rendkívül kedvező nemzetközi helyzet és a dollár finanszírozású befektetők jelentős feltörekvő piaci és regionális vásárlásai ellenére a külföldiek immár több mint három hónapja nettó forinteladók, állampapír-állományuk pedig október vége óta lényegében stagnál. A kamatkülönbözet mérséklődése és az árfolyam jövőbeli alakulásával kapcsolatos bizonytalanságot tükröző, opciókból számított implikált volatilitás emelkedése együttesen a korábbi időszakhoz viszonyítva megemelte a forint elleni pozíciók várható nyereségét.

A külföldiek passzív magatartása következtében elsősorban a belföldi szereplők (intézményi befektetők) határozták meg az állampapír-piaci hozamok alakulását. Folytatódott a hozamok szeptember közepe óta tartó csökkenése, ennek ellenére a hosszútávú konvergencia megítélését jelző forint-euró hosszú forward különbségek az elmúlt egy hónapban kismértékben emelkedtek, miután a forint forward hozamok csökkenése elmaradt a – történelmi mélypont közelébe csökkenő – európai forward hozamok mérséklődésétől.

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

A makrogazdasági és pénzügyi piaci helyzet áttekintése után a Tanács tagjai egyöntetűen lehetőséget láttak a jegybanki alapkamat csökkentésére. Mindannyian pozitív fejleményként értékelték a dezinfláció folytatódását, a vártnál mérsékeltebb bérnövekedést és azt, hogy a jelek szerint az idej gyorsabb áremelkedés nem épült be tartósan az inflációs várakozásokba. A szükséges kamatcsökkentés mértékére a Tanács tagjai két javaslatot tettek; ennek megfelelően a Tanács az 50 bp-os illetve 75 bp-os kamatcsökkentés lehetőségét vitatta meg.

Az 50 bp-os lépés támogatói az óvatosság jegyében nem javasolták túllépni a piac által meglehetősen egyöntetűen várt 50 bp-os mértéket a kamatcsökkentésben. Hangsúlyozták, hogy az óvatosság szükséges, mivel a pénzügyi piaci folyamatok nem a fundamentumok alakulásához igazodnak. Egyes vélemények szerint nem mutatkozott elmozdulás az egyensúlyi feltételekben az

előző évhez képest: a külső egyensúlytalanság mértéke nem csökken számottevően, csupán a folyó fizetési mérleg finanszírozásának szerkezete javul a nem adóssággeneráló elemek arányának növekedésével. Az adóssággeneráló finanszírozás aránya ugyanakkor még így is túlzottan magas marad. A költségvetés módosított 2004-es deficitcélja technikailag teljesülhet ugyan, de ez a tény – az év során egyre emelkedő célkitűzés fényében – akár gyengítheti is a fiskális politika hitelességét. Árnyalatokban eltérő vélemények szerint a fundamentumok alakulása a jó irányba mutat ugyan, de az elmozdulás mértéke korántsem elégséges.

Az állampapírpiazi hozamokat jelenleg a belföldi befektetők mozgatják, a külföldi befektetők kivárnak, a folyamatok fenntarthatóságát biztosító konvergencia befektetők egyelőre távol maradnak a forintszekőktől. A belföldi befektetők potenciálja a piaci egyensúly fenntartására ugyanakkor korlátozott. A piaci hangulat megváltozása kockázatokat hordoz a piaci egyensúly fenntarthatóságát illetően, így az óvatosság a stabilitás fenntartása érdekében szükséges. Bár a piaci szereplők a lakossági deviza-eladósodásból származó forintkeresletet tartós elemnek tekintik a devizapiaci egyensúly fenntartásában, a kereslet mérséklődése azonban a devizapiaci egyensúlyát törékennyé teszi.

A piac által elfogadott kamatcsökkentést ugyanakkor lehetővé teszi, hogy az infláció – a maginfláció mérséklődése és eseti, technikai hatások (rövidtávú üzemanyagár-mérséklődés, élelmiszer árak) következtében – a vártnál gyorsabban csökkent. A 2004-es havi áremelkedési adatok alapján nem igazolódtak azok a félelmek, hogy az év eleji indirektadó-emelés beépül a várakozásokba; így 2005. januárjában az árindex jelentős mérséklődésére lehet számítani. Néhány tag kiemelte: ebben a kedvező fejleményben a monetáris politikának is szerepe van. Előre tekintve a kamatciklus folytatásában fontos azt a mértéket és ütemet megtalálni a kamatcsökkentésben, ami konzisztens az inflációs célokkal és nem veszélyezteti a devizapiaci egyensúlyt.

A kamatcsökkentést külső hatásként támogatja a rendkívül kedvező nemzetközi befektetési környezet, ami előnyösen hat a kelet-közép-európai országok megítélésére is.

Egyes tagok szerint az infláció várható alakulása akár nagyobb csökkentést is lehetővé tenné, de a nagyobb lépés lehetőségét korlátozzák az egyensúlyi kockázatok. A bizonytalan helyzetben az óvatosabb lépés üzenetértékét fontosabbnak tartották, így a Tanács korábbi kommunikációjával a jelenlegi körülmények között és a rendelkezésre álló információk alapján az 50 bp-os kamatcsökkentést látták konzisztensnek.

Más, hangsúlyokban eltérő vélemények szerint nem annyira az infláció, mint a piaci várakozások alakulása indokolja a kamatcsökkentést. A belföldi befektetők előrettekintő reálkamatra alapozott hozamvárásaik alapján alacsonyabb nominális hozamszintet is elfogadnak, így a jelenlegi hozamszint mellett az államadósság növekményének finanszírozásában hajlandók nagyobb részt vállalni. A külföldi befektetők árfolyamkitettséükből eredő többletkockázatuk miatt magasabb kamatprémiumot várnak el; ezidáig ugyanakkor ők is elfogadták a kamatfelár óvatos csökkentését. A külső körülmények, a belföldi fundamentumok vagy a monetáris politika várthoz képest lényeges kedvezőtlen irányú eltérése esetén az általános piaci hangulat romlásával a kamatfelár elégtelennek bizonyulhat a finanszírozás fenntartásához. Ezért bizonytalan és kockázatos a piaci várakozások elé lépni.

A 75 bp-os kamatcsökkentési javaslatot támogató érvek a kedvező inflációs fejlemények mellett a bérnövekedési ütem csökkenését emelték ki. Különösen kedvezőnek ítélték, hogy a béremelkedés lassulása a versenyszférán belül a piaci szolgáltatások terén volt a legerőteljesebb, mivel ebben a szektorban a béremeléseket általában kevésbé ellensúlyozza a termelékenység növekedése. Ez a fejlemény a teljes inflációs folyamat kilátásait kedvezőbb megvilágításba helyezheti. A bérinfláció mérséklődése és a visszafogott reálbérnövekedés mind kínálati, mind pedig keresleti oldalról csökkenti az inflációs nyomást is, így a kedvező várakozások mellett nagyobb biztonsággal elérhetők az inflációs célok.

Emellett igen kedvező a globális tőkepiaci hangulat és a kedvező hazai piaci hangulat fennmaradása irányába is hatnak erők.

A külső egyensúly terén csökkenni látszik az inflációs előrejelzésben szereplőnél nagyobb folyó fizetési mérleg hiány kockázata és technikailag nem teljesíthetetlen a 2004-es költségvetési deficitcél. Az infláció csökkenése a bázishatások miatt látványos lehet 2005. első hónapjaiban, különösen januárban. A forint árfolyama továbbra is erős, lehetővé teszi az inflációs célok elérését, a hozamok csökkennek. A piacok mindezeket kedvezően értékelhetik, és a bizonytalanságok ellenére tartós maradhat a pozitív megítélés. A szokásos év eleji portfólióátrendezés is kedvezően alakíthatja a külföldi befektetéseket. A belföldi intézményi befektetők megemelkedett állampapír-kereslete tartós lehet: a pénzügyi alapokból a vonzó hozamok hatására tőke csoportosul át a hosszabb futamidejű kötvényalapokba, így a fenntarthatóság kockázatai kisebbek, az állampapír-piac kereslet-kínálati egyensúlya alacsonyabb hozamszinten alakulhat ki. A külföldi befektetők szemszögéből pedig erős védőhálót jelenthet az EU-tagság, ami alacsonyabb kamatprémium mellett is biztosítja a külföldi eredetű finanszírozást. A Tanács néhány tagja sajnálatosnak tartotta, hogy a leértékeltetebb forintot szükségesnek ítélő kormányzati nyilatkozatok szándékukkal ellentétes hatást kiváltva éppen növelik az elvárt kamatprémiumot és így megnehezítik a kamatcsökkentést.

A nagyobb kamatcsökkentés támogatói szerint is szükség van az óvatos jegybanki kamatpolitika folytatására, ugyanakkor véleményük szerint egy 75 bp-os lépés még nem megy túl ennek a határán, a piac számára is elfogadható lenne, és nem veszélyeztetné a stabilitást.

Az elhangzott érvek közös megfontolása után az elnök szavazásra bocsátotta az 50, ill a 75 bp-os kamatcsökkentés alternatíváját. A Tanács tagjai közül hét 50 bp-os, egy tag 75 bp-os kamatcsökkentés mellett szavazott. A Monetáris Tanács így többségi határozattal 2004. december 21-i hatállyal a jegybanki alapkamatláb 0,5 százalékpontos mérsékléséről döntött.

#### **Jelen voltak:**

dr. Járai Zsigmond, az MNB elnöke, a Monetáris Tanács elnöke

Auth Henrik, az MNB alelnöke

Adamecz Péter, az MNB alelnöke

dr. Szapáry György, az MNB alelnöke

Bihari Vilmos, a Monetáris Tanács tagja

dr. Hardy Ilona, a Monetáris Tanács tagja

Dr. Kádár Béla, a Monetáris Tanács tagja

dr. Oblath Gábor, a Monetáris Tanács tagja

dr. Kopits György nem vett részt az ülésen.

A kormányt Kovács Álmos, a Pénzügyminisztérium helyettes államtitkára képviselte.

**A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2005. január 24-én tartja, amelyről 2005. február 11-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet**