



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV**  
**A MONETÁRIS TANÁCS**  
**2005. FEBRUÁR 21-I ÜLÉSÉRŐL**

**Közzététel időpontja: 2005. március 19., 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.*

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 piaci folyamatok

2005 januárjában a *fogyasztóiár-index* 4,1, a maginfláció 3,8, míg a változatlan adótartalmú index értéke 3,1 százalék volt. Az éves fogyasztóiár-indexnek az előző havi (2004. december) adathoz képest 1,4 százalékpontos mérséklődése részben a 2004. januári indirektadó-emelések bázisba való bekerülésének, részben pedig a tavalyi év második félévében megindult, erős árfolyam és importverseny vezérelte dezinflációs folyamat erősödésének az eredménye.

A fogyasztói infláció mérséklődésében a maginflációs körben 2004. óta általánosan tapasztalt dezinfláció játszott meghatározó szerepet. A szezonálisan igazított évesített havi maginfláció, kilépve a korábbi – historikusan alacsonynak számító – 3-4 százalékos sávból, 2005 januárjában már 1 százalék alatti szintre süllyedt. A dezinfláció – a tavalyi évhez hasonlóan – kifejezetten az erős árfolyam és az importverseny által érintett körben jelentkezett (iparcikkek, feldolgozott élelmiszerek és alkohol).

Az inflációs jelentés szerint az előrejelzési horizonton a 2005. januárban jellemző monetáris kondíciók fennmaradása és egyéb, technikai feltevések teljesülése esetén erősödő dezinfláció várható. Az adott feltevések mellett 2005 végére 3,6 százalék, 2006 végére 3,4 százalék körüli a fogyasztóiár-index előrejelzett értéke. 2005 folyamán a várható árindex-csökkenés jelentős része a 2004 eleji indirektadó-emelések hatásának kieséséből fakad, de a makrogazdasági folyamatok és egyéb tényezők is az infláció mérséklődésének irányába hatnak. 2006-ban az árnövekedés mérséklődése a maginfláción kívüli termékcsoportok esetében lesz inkább jellemző. Az alap-előrejelzés körüli bizonytalanság mindkét évben szimmetrikus.

2004 első három negyedében a *bruttó hazai termék* 4,1 százalékkal nőtt. Termelési oldalról a bővülést főként az ebben az időszakban lendületes feldolgozóipar alakította, a piaci szolgáltatások növekedési hozzájárulása alacsonyabb volt. Kis súlya ellenére a gazdasági növekedéshez csaknem 1 százalékponttal járult hozzá a mezőgazdaság, amely 30 százalékot is meghaladó ütemben nőtt 2004 első három negyedében.

Felhasználási oldalról a beruházások hozzájárulása volt a legjelentősebb a növekedéshez, bár magas súlya folytán még a viszonylag mérsékeltebben növekvő lakossági fogyasztás szerepe is számottevő volt. A nettó export hozzájárulása a növekedéshez enyhe mértékben ugyan, de negatív volt – a nemzeti számlák szerint igen magas első félévi import miatt.

A negyedik negyedévben a fontosabb felhasználási oldali tételekben valószínűleg lassult a növekedés üteme. A termelési oldalon a feldolgozóipar ugyan élénkülhetett, de a szektor súlya a teljes nemzetgazdasági hozzáadott értékből alig haladja meg a 20 százalékot, a többi gazdasági ág hozzáadott-értéke pedig mérsékeltebb ütemben bővíthetett. Így a GDP 2004 utolsó negyedében a harmadik negyedévinél is alacsonyabb ütemben növekedhetett, de az éves átlagos bővülés elérhette a 4 százalékot.

A gazdaság konjunkturális folyamatai alapján összességében a GDP 3,8 és 3,6 százalékos növekedésére lehet számítani a következő két évben. A gazdaság potenciális növekedése a GDP növekedésétől valamelyest elmarad, 3-4 százalék közöttire tehető. Az aktuális és a potenciális kibocsátás különbségeként adódó kibocsátási rés a jelenlegi enyhén negatív szintről fokozatosan enyhén pozitívba vált. Emiatt a keresleti inflációs nyomás lassan és kis mértékben éreztetni kezdi hatását, főként 2006-tól.

*A lakosság fogyasztási kiadásai* a harmadik negyedévben évesítve 3,8 százalékkal bővültek, tehát a háztartások, a 2001-2003-as időszak magas fogyasztási dinamikája után visszafogottabb ütemben költek. Ez az alacsonyabb ütemű növekedés is meghaladja

azonban a novemberi inflációs jelentésben prognosztizált mértéket. Akkor – főleg a háztartások bérjellegű jövedelmeinek lassuló bővülése, valamint a pénzügyi megtakarítások növekedése miatt – még valószínűnek tűnt, hogy a lakossági fogyasztás növekedése erőteljesebben mérséklődhet. A lakosság fogyasztási hajlandósága ugyanakkor az elmúlt időszakban historikusan és nemzetközi összehasonlításban is magasnak nevezhető szinten stabilizálódott.

2005-ben az indirektadó-emelés hatásának elmúlásával a reáljövedelem-növekedés gyorsulása várható, miközben a nominális bérinfláció némileg lassul. A lakosság fogyasztás-simítási viselkedése miatt fogyasztási kiadásai a reáljövedelmeknél kisebb mértékben emelkednek majd. Magasabb fogyasztási dinamika felé mutat viszont a likviditáskorlátok enyhülése és a pénzügyi intézményrendszer fejlődése (pl. a devizahitelezés felfutása). Mindezek eredőjeként viszonylag lassú ütemben mérséklődő fogyasztás/reáljövedelem arányra lehet számítani 2005-ben és 2006-ban.

A *vállalati beruházások* 2004 második negyedévi visszaesése átmenetinek bizonyult. A harmadik negyedévben folytatódott a növekedés, mégpedig olyan erős dinamikával, ami az egyéb folyamatokból (mindenekelőtt a termelés alakulásából) kirajzolódó konjunkturális lassuláshoz képest mindenképpen váratlanak minősíthető. A vállalati beruházások ugyan egyértelműen növekvő trendet követtek a konjunktúra 2003-as kibontakozása óta, de meglehetősen nagy volatilitással. Alacsonyabb negyedik negyedévi bővülésre utal a negyedik negyedévi konjunktúra-felmérésekből a kapacitáskihasználtság alakulása, mindazonáltal 2004 átlagában a vállalati beruházások bővülése így is a korábbi éveket jelentősen meghaladó lehetett.

A vállalatok beruházási tevékenysége a külső konjunktúrával és a növekedési kilátásokkal párhuzamosan, és főként a feldolgozóiparban a tőke/munka helyettesítés folytatódása miatt várhatóan továbbra is dinamikus marad, bár rövidtávon a 2004 harmadik negyedévében megfigyelt, kiugróan magas növekedési ütem nem folytatódik. A tőkearányos beruházási ráta folyamatosan emelkedik a 2002-2003-as relatíve alacsony szintről a korábbi évek szintjének közelébe. Összességében a vállalati beruházások dinamikus, 6-7 százalékos bővülése valószínűsíthető 2005-2006-ban.

A negyedik negyedévi (részben még előzetes) *külforgalmi* adatok az áruexport újbóli gyorsulását mutatják, ami egybevág az ipari exportértékesítésben mutatkozó negyedik negyedévi élénküléssel. Az import bővülési üteme tovább lassult a negyedik negyedévben, így a külforgalmi mérleg hiánya a novemberi előrejelzésnél alacsonyabbnak adódhat 2004-ben.

Bár rövidtávon ellentmondásosak az információk, hosszútávon továbbra is erősödő külső konjunktúrára lehet számítani, amit a világpiaci olajárak korábbi éveknél alacsonyabb feltételezett várható szintje is támogat. Ez továbbra is kedvező értékesítési lehetőséget jelent a hazai exportszektor számára, a külpiazi részesedésünk hosszabb távon várhatóan növekszik. Az exportszektor versenyképességét mérő fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam az előrejelzés szerint legfeljebb csak kis mértékben értékelődik fel, így csak elenyésző mértékben fogja vissza az exportot, amelynek növekedési üteme várhatóan 10-12 százalék között fog ingadozni. Az aggregált keresletben megnő a kisebb importigényű elemek szerepe, ami az import exportnál kisebb mértékű növekedését vetíti előre; az import mindkét évben 10 százalék alatti ütemben bővíthet majd. Ez a szerkezeti elmozdulás így emelheti a nettó export hozzájárulását a növekedéshez.

2005-ben a konszolidált államháztartás GDP-arányos finanszírozási igénye a jelenleg rendelkezésre álló információk szerint szinten maradhat. A felhalmozási kiadások lassuló bővülése mellett a vállalati szektor GDP-arányos nettó finanszírozási igénye várhatóan nem nő tovább, a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása pedig mérsékelten emelkedhet. A külső

finanszírozási igény GDP-arányosan közel 0,6 százalékponttal mérséklődhet, de a tökemérleg többletének növekedése mellett a folyó fizetési mérleg hiánya várhatóan így is 7,7 milliárd euróra emelkedik. 2006-ban a külső finanszírozási igény csökkenésének feltétele a teljes államháztartás szintjén keresletszűkítő költségvetési politika, a magánszektor finanszírozási képessége GDP-arányosan várhatóan szinten marad.

A KSH adatai szerint a *versenyszféra bruttó átlagkeresete* 2004. decemberben 9,4%-kal haladta meg az egy évvel korábbit. A szezonálisan igazított adatok alapján továbbra is úgy tűnik, hogy a versenyszféra bérinflációja a 2004 év eleji megugrást követően az év második felében lassan mérséklődött. Bár a decemberi adatok mind a feldolgozóipar, mind a piaci szolgáltatások szintjén rendkívül zajosak, hosszú távon a versenyszféra bérinflációjának lassú csökkenésére lehet számítani.

A rendelkezésre álló információk alapján úgy tűnik, hogy 2004 utolsó hónapjaiban tovább mérséklődött a munkapiac feszessége. Egyaránt a munkapiaci feltételek lazulására utal a munkaerő-felhasználás dinamikájának lassulása és a béremelkedés ütemének fékeződése.

A *nemzetközi befektetői környezet* az elmúlt egy hónapban nagyon kedvezően alakult, a kockázatvállalási hajlandóság év eleji csökkenése átmenetinek bizonyult.

A külföldi befektetők az elmúlt egy hónapban növelték forint melletti pozíciójukat, megtörve ezzel pozíciójuk augusztus óta tartó folyamatos csökkentését. A növekedés nagy része spot forintvételhez kapcsolódott, ami állampapír- és részvényvásárlásaik finanszírozását szolgálta. A nem-rezidensek állampapír-állománya egy hónap alatt 65 milliárd forinttal emelkedett és februárban – a november eleje óta stagnáló – részvény-állományuk is nőtt.

Január második felében megtört az *árfolyam* alakulásában november közepe óta megfigyelhető leértékelődési trend. Ezt egy felértékelődési trend kibontakozása követte, az árfolyam előbb 244, majd a vártnál lényegesen alacsonyabb januári inflációs adatot követően 243 forint/euró közelébe erősödött.

Az árfolyam erősödése és a pozitív inflációs meglepetés hatására erősödtek a *kamatcsökkentési várakozások*. A piac 7,25 százalékos év végi kamatot árazott a hozamgörbébe, a Reuters felmérés konszenzusa decemberre 7,5 százalékos várt alapkamatot mutatott. Ez 50-75 bázisponttal alacsonyabb, mint egy hónappal korábban. A piaci szereplők túlnyomó többsége az ülés előtt 50 bázispontos februári kamatcsökkentésre számított, bár néhányan ennél nagyobb mértékű lazítást sem tartottak kizártnak.

A *hosszú hozamok* jelentős mértékben csökkentek, szintjük másfél éves mélypontot ért el. Ez a csökkenés azonban elsősorban a rövid távú kamatvárakozások mérséklődésével volt magyarázható, a származtatott hosszú forward hozamok szintje gyakorlatilag nem változott. Ennek következtében a hosszú forward prémium sem csökkent az egy hónappal korábbi magas szintjéhez képest.

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

A Tanács tagjai egyöntetűen lehetőséget láttak a jegybanki alapkamatláb csökkentésére.

Az elhangzott javaslatok alapján a Tanács az 50 bp-os és a 75 bp-os kamatcsökkentés lehetőségét vitatta meg.

A 75 bp-os kamatcsökkentés támogatói több kedvező körülmény együttesére hivatkoztak. Érveik szerint az azonos irányba mutató tényezők együtt erősebb szinergikus hatást kelthetnek, ez alátámasztja a piaci várakozásokat meghaladó kamatvágást.

Legfőbb érvként említették, hogy a kilátásokat is újraértékelő januári infláció a vártnál jóval kedvezőbben alakult. Bár Tanács erős dezinflációra számított 2005. első hónapjaiban, a tényadatok még ennél is erőteljesebb infláció-lassulásról adtak képet. A várakozásokat jóval meghaladó, határozott dezinfláció a bázishatásokon túl strukturális okokkal magyarázható, és a maginflációban is megmutatkozott. Egyes tagok – a monetáris politika hatásán túl – az EU-csatlakozásnak tulajdonították a strukturális háttér folyamatok egy részét.

Úgy látták, az inflációs kilátások átértékelése indokolja a kamatsökkentésre korábban adott elkötelezettségek újraértékelését is, és megfelelő alapot ad nagyobb kamatsökkentésre a jelen ülésen. Az inflációs előrejelzés legyezőábrája a cél alatti inflációt valószínűsít 2005-re és 2006-ra is. A legutóbbi prognózishoz képest lényegesen csökkent a várható infláció, és nem elsősorban technikai tényezők hatása, hanem endogén okok miatt. Így az inflációs célkövetés rendszerének logikája szerint is mód van nagyobb kamatsökkentésre.

További érvként merült fel, hogy változatlan nominális kamatszint mellett a dezinflációs kilátásoknak megfelelően a reálkamatok emelkedésére kellene számítani. Mivel az inflációs kilátások nem indokolnak monetáris szigorítást, ezért a kamatoldalon sem indokolt a monetáris kondíciók szigorítása.

Többek által is elfogadott vélemény szerint a dezinflációhoz a visszafogott béralakulás is hozzájárult: miközben 2004-ben az éves átlagos árindex az előző évhez képest 2 százalékpontos emelkedést mutatott, a nemzetgazdasági bérinfláció 2,5 százalékponttal csökkent – a dezinflációs teljesítményt támogatta, hogy a nominális bérek nem alkalmazkodtak a magasabb áremelkedési ütemhez. E nézet szerint a költségvetési politika egyéb szempontból jogos kritikái mellett tagadhatatlan, hogy a közszféra bérpolitikája – egyes előző évek ellentétes tapasztalataival szemben – 2004-ben jelentős szerepet játszott abban, hogy a bérinfláció nem emelkedett, az áremelkedések egyszerűen bizonyultak és nem épültek be a várakozásokba.

A kamatsökkentést támogató körülményként merült fel, hogy a nemzetközi környezet továbbra is igen kedvezőnek látszik, ami a forintbefektetésekre is kihat: az optimista globális befektetői hangulat elnyomja a makrogazdasági egyensúlytalansági félelmeket. Ezt mutatja, hogy a külföldiek forint melletti pozíciója hosszú idő után újból növekedni kezdett. A hozamgörbe is lejjebb tolódott, bár a távolabbi forward hozamok nem mutatják a fundamentális kockázatok csökkenését. A piaci folyamatokban tükröződő optimizmushoz rövid távon hozzájárulhatott a magas opciós piaci aktivitás is, de ezeknek az ügyleteknek a hatása hosszabb távon semleges.

A 75 bp-os kamatsökkentés támogatói ezt a lépést a dezinflációs folyamatok elismeréseként, mindamelllett az óvatos kamatpolitika fenntartásaként értékelték. A kialakuló, jelentős reálkamatot tartalmazó 8,25%-os nominális kamatszint továbbra is jelezné a monetáris politika óvatosságát, amire változatlanul szükség van.

Az 50 bp-os kamatsökkentés támogatói szerint nagyobb kamatsökkentés ronthatja a hosszabb futamidejű hozamokban még tükröződő hitelességet. Hangsúlyozták, hogy a kamatlépéssel fenn kell tartani az államháztartási hiány finanszírozóinak a monetáris politikába vetett bizalmát is.

Rámutattak, hogy a hozamcsökkenés ellenére nem mérséklődő határidős hozamfelárak jelzik az egyensúllyal kapcsolatos kockázatokat: a fundamentumokban nem lehet lényeges javulásra számítani. Az államháztartás 2005-ben inkább enyhén keresletbővítő hatású lehet. Az eladósodás folytatódik, az adósságállomány átlépheti a maastrichti adósságkritérium küszöbét.

Az inflációs kilátások értékeléséhez hangsúlyozták az MNB inflációs előrejelzésének feltételeességét. A jelen monetáris politikai lépései elsősorban a 2006-os inflációs kimenetelre hatnak, 2006-ban viszont csak kissé alacsonyabb az előrejelzés a célnál, ami az előrejelzés

bizonytalanságait is figyelembe véve kevésbé egyértelmű jelzés. Kiemelték azt is, hogy az árfolyamalakulásból adódó inflációs kockázat a nagyobb infláció irányába aszimmetrikus.

A nemzetközi kilátásokat értékelve a fejlett piacok vártnál nagyobb hozamemelkedését a tőkemozgások átcsoportosításával kockázatnak látták a feltörekvő piacok számára.

A kisebb kamatcsökkentés támogatói a fentiek alapján úgy vélték, a korábban hangsúlyozott óvatosság mellett a hitelesség elvesztésének kockáztatása nélkül a jelen ülésen 50 bp-os kamatcsökkentésre van lehetőség.

Mindkét alternatíva támogatói közül többen említették, hogy a januári inflációs adatban megmutatókozó deflációban a monetáris politikának is volt szerepe. Általában abban is egyetértés volt, hogy a fundamentumok megítélésében nincs változás, azok nem javultak és lényeges javulásukra 2005-ben sem lehet számítani – a piacok ugyanakkor egyelőre elfogadják ezt a helyzetet. A tagok abban is egyetértettek, hogy a defláció kirajzolódó pályájának vannak endogén kockázatai: a defláció gyorsulásához nem feltétlenül alkalmazkodnak a nominális bérvárakozások. A korábban várt inflációs pályára alapuló nominális bérvárakozások túlzottan bizonyulhatnak: a reálbérek növekedési üteme túl magas lehet, ami kedvezőtlen következményekkel járna külső egyensúlyra nézve, másfelől a deflációt is fékezhetné. Ezért hangsúlyozták: a deflációs folyamat akkor lehet tartós, ha ehhez más gazdasági folyamatok is alkalmazkodnak.

Az elnök szavazásra bocsátotta az 50, ill a 75 bp-os kamatcsökkentés alternatíváját. A Tanács tagjai közül hatan 75 bp-os, ketten 50 bp-os kamatcsökkentés mellett szavaztak. A Monetáris Tanács így többségi határozattal 2005. február 22-i hatállyal a jegybanki alapkamatláb 0,75 százalékpontos mérsékléséről döntött.

#### **Jelen voltak:**

Járai Zsigmond elnök

Adamecz Péter

dr. Szapáry György

Bihari Vilmos

dr. Hardy Ilona

Dr. Kádár Béla

dr. Kopits György

dr. Oblath Gábor

Auth Henrik nem vett részt az ülésen

A Kormányt dr. Katona Tamás, a Pénzügyminisztérium politikai államtitkára és Tabák Péter, a Pénzügyminisztérium főosztályvezetője képviselte.

**A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2005. március 29-én tartja, amelyről 2005. április 15-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**