



## RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

### A MONETÁRIS TANÁCS

### 2005. MÁJUS 23-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 piaci folyamatok

2005. áprilisában a fogyasztóiár-index 3,9, a maginfláció 2,6, a változatlan adótartalmú árindex pedig 3,7 százalék volt. Az éves árindex emelkedéséhez a monetáris politika szempontjából exogén tényezők – világgazdasági árfolyamatok által indokolt – árnövekedése mellett az elmúlt hónapban néhány maginflációs tétel áremelkedése is hozzájárult. A defláció folytatódását ugyanakkor a maginfláció márciusához viszonyított 0,2 százalékpontos csökkenése is jelzi.

A 2004. második felétől az idei év februárjáig tapasztalt erős deflációs folyamat mögött – amelyet 2005. első hónapjaiban már negatív havi maginflációs mutató jellemzett – részben átmeneti hatások álltak. Ezt figyelembe véve, az MNB számított az árindexben az elmúlt két hónapban bekövetkezett korrekcióra. Az emelkedő havi trendinflációs mutatók ellenére a gazdaságot jelenleg is a korábbi éveknél lényegesen alacsonyabb inflációs környezet jellemzi, amelyet az elmúlt tizenkét hónapban tartósan egyidejűleg fennálló és egymás hatásait erősítő tényezők – a tartósan erős forint, a lanyhuló belső kereslet, az élénkülő piaci verseny, a csökkenő inflációs várakozások és a mérséklődő vállalati bérnövekedés deflációs hatásai – eredményeztek.

2004-ben a GDP éves szinten 4 százalékkal bővült. 2005 első negyedében valószínűleg lassult a gazdasági növekedés. Erre utal a termelési oldal év eleji lassabb növekedése és a felhasználási oldal tételeinek várható alakulása is. A fogyasztás lassulását jelzik a kiskereskedelmi adatok, a beruházások gyorsulását pedig a kapacitás-kihasználásban immár egy éve megfigyelhető csökkenés akadályozhatja. A GDP 2005. első negyedéves – és emiatt kisebb mértékben a teljes 2005. évi – növekedési ütemét lefelé torzíthatja a tavalyi év első negyedévi GDP-t emelő szökőnap bázishatása. A tavalyra kimutatott 4 százalékos GDP-növekedéshez a szökőnap hatás egy-két tized százalékponttal járulhatott hozzá; ez az idei évre várható GDP-adatot hasonló mértékben csökkenti.

A konjunkturális folyamatok alapján 2005-ben és 2006-ban is 3,5-3,6 százalék körül alakulhat a növekedés üteme – a szökőnap hatás miatt 2005-ben ennél egy-két tizeddel alacsonyabb lehet. A gazdaság 3-4 százalék közöttire tehető potenciális növekedésével összevetve így a kibocsátási rés záródására lehet számítani, tehát a keresleti inflációs tényezők szerepe mérséklődik, az aggregált kereslet oldaláról a pótlólagos inflációs nyomás nem várható.

A tavalyi év végi – valószínűleg átmeneti – fékeződés után a vállalati beruházások 2005-ös növekedése 4 százalék körül várható. 2006-ban a külső konjunktúrával és a gazdasági növekedéssel összhangban 6 százalék fölötti élénkülés vetíthető előre.

A nemzeti számlák szerinti külkereskedelmi adatok 2004-ben az import 14,0 százalékos, az export 15,7 százalékos bővülését mutatják. A nettó export különösen az év végi folyamatoknak betudható javulása romló cserearányok mellett következett be: az importárak növekedése 2004-ben 0,7 százalékkal haladta meg az exportárakét. A folyóáras áruforgalomra vonatkozó havi külkereskedelmi adatok alapján az áruexport alakulása a külső konjunktúrának megfelelő képet mutat: 2004 harmadik negyedétől a trend ellaposodik, és a növekedés üteme 2005 első negyedében tovább csökken. Az áruimport trendjében erőteljes lassulás, illetve stagnálás figyelhető meg 2004 második felétől, amit a belföldi felhasználás magas importigényű tényezőinek (lakossági fogyasztás, beruházás) mérséklődő növekedési üteme indokolhat. Előretekintve a magyar exportőrök külső piaci részesedése átmeneti, egy-két negyedéves stagnálás után várhatóan visszatér – a külkereskedelmi integrációból fakadó – hosszabb távon megfigyelhető, emelkedő trendjéhez. A vállalati szektor kedvezőtlenebbé váló külső keresletre adott válaszreakciója nyomán a versenyképességet leginkább megragadó, fajlagos bérköltség-alapú reálárfolyam stagnálása vetíthető előre. Az export 8-10 százalék között bővíthet 2005-ben és 2006-ban is. Mivel az aggregált keresleten belül a kisebb importigényességű tételek szerepe egyre meghatározóbbá válik, az aggregált kereslet növekedésén belül a bruttó felhalmozás szerepe

kiegyenlített marad. Eközben a végső fogyasztás hozzájárulása a növekedéshez a korábbi évekre jellemzőnél alacsonyabb szinten stabilizálódik, az import növekedése pedig 2005-ben és 2006-ban 8-9 százalék közé várható. Bár a külső kereslet átmeneti lassulása ellenére az export továbbra is dinamikusabban bővül majd, a nettó export a belföldi felhasználás fokozatos térnyerése nyomán egyre kisebb mértékben járul hozzá a növekedéshez.

A lakosság fogyasztási kiadásai 2002-2003 kiugróan magas növekedési ütemei után jelentősen lassultak ugyan 2004-ben, de a 3,5 százalékos ütem is meghaladja az általános várakozásokat. Bár a nettó keresettömeg reálértékének tavalyi stagnálása illetve kismértékű csökkenése a tényadatoknál jóval kisebb fogyasztást vetített előre, ezt azonban a más forrásokból származó jövedelmek reálértékének növekedése kompenzálhatta.

A 2005 eleji információk a munkapiaci feszesség folytatódó mérséklődésére utalnak. 2004 közepétől a munkakereslet bővülése fokozatosan lassult. Az elmúlt hónapokban a munkaerő-felhasználás a versenyszféra szintjén stagnált, a bérinfláció mérséklődött, a munkanélküliségi ráta pedig tovább emelkedett. A munkaerő-felhasználás stagnálását a munkakereslet dinamikájának mérséklődése magyarázza, amely összhangban van a konjunktúra gyengülésére utaló jelekkel. A bérinfláció csökkenése az alacsonyabb inflációs környezethez való vállalati béralkalmazkodás megindulását jelezheti.

A versenyszféra 5,3 százalékos márciusi béremelkedése a bérinfláció korábban vártnál erőteljesebb csökkenését mutatja. Az adatot ugyanakkor a prémium-kifizetések korábbi időszaktól eltérő szezonális jellegűen jelentősen lefelé torzítja, a tartós folyamatokat jobban megragadó ún. rendszeres keresetek 6,5 százalékos növekedést mutatnak. Összességében mindkét mutató a bérinfláció csökkenését jelzi, és alátámasztja az alacsonyabb inflációs környezet kialakulására vonatkozó képet.

A bérinfláció lassulásával várhatóan a lakosság rendelkezésére álló jövedelmének reálértéke is lassabban nő majd, és várhatóan lassul majd a lakosság fogyasztási kereslete is, az előrejelzési horizonton mindezt figyelembe véve 2,7-3 százalékra.

Az MNB szakértői stábjában az inflációs jelentésben a 2006 decemberéig terjedő időszakban – az előrejelzési horizonton a 2005 áprilisára jellemző 7,5 százalékos jegybanki kamat és 248 Ft/euró körüli árfolyam fennmaradása és egyéb, technikai feltevések mellett – stabilan alacsony inflációs környezet kialakulását jelezte előre. A részben átmenetinek tekinthető tényezők hatására az előrejelzési horizont elején még a maginfláció további lassulása várható, majd a trend infláció fokozatosan közelít hosszabb távú pályájához. Az adott feltevések mellett a fogyasztóiár-index mind 2005, mind 2006 végén 3 – 3,5 százalék között várható. Ezen belül a maginfláció lassulása a korábbiakhoz képest erőteljesebb, miközben a monetáris politika hatókörén kívül álló tényezők valamelyest emelték a prognózist.

2005-ben a külső finanszírozási igény GDP-arányosan 0,5 százalékponttal mérséklődhet, ugyanakkor a tőkeemelési többletnek növekedése mellett a folyó fizetési mérleg hiánya 7,5 milliárd euróra nőhet. Az állami szektor GDP-arányos finanszírozási igénye kismértékben emelkedhet. 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. 2006-ban a külső finanszírozási igény csökkenésének feltétele a teljes állami szektor szintjén keresletszűkítő költségvetési politika, mivel a magánszektor finanszírozási képességében nem várható lényeges elmozdulás.

A nemzetközi befektetési klíma az elmúlt hetekben hektikusan alakult és ennek fennmaradása várható a következő hónapokban is. A kockázatok aszimmetrikusak, a következő választásig a befektetők a régió egyik országban sem számítanak a gazdasági egyensúlyt érdemben javító döntések meghozatalára, ami az európai alkotmányról tartandó francia népszavazás körüli bizonytalansággal kiegészítve kivárássra ösztönzi őket. A magasabb kockázatok és az emelkedő dollár kamatszint miatt a magas hozamú devizákban felvett pozíciók, és így a forintbefektetések vonzereje is mérséklődött.

A Monetáris Tanács előző ülése óta a forint 1 százalékkal értékelődött le. A forint gyengülése a külföldiek jelentős forinteladásai mellett ment végbe, amelyet a belföldi szereplők kamat- és árfolyam-alakulásra kevésbé érzékeny forintkereslete nem tudott teljes mértékben ellensúlyozni, így a devizapiaci egyensúly az árfolyam mozgására sokkal érzékenyebben reagáló hazai exportvállalatok és spekulánsok forintvásárlásai mellett alakult ki. A külföldiek forinteladása nagyobb részben az árfolyam-kockázat elleni fedezéshez és rövid lejáratú eszköz-állományuk csökkenéséhez kötődött. A külföldiek állampapír-állománya 50 milliárd forinttal mérséklődött.

Az 5 év múltvai 5 éves forward felár 198 bázispontra, a sáveltolás óta eltelt időszak eddigi legmagasabb értékének közelébe emelkedett. A hosszú forward felár emelkedése is mutatja, hogy a feltörekvő piaci hossz kifulladás után a befektetők sokkal óvatosabbá váltak a világgazdaság, a régiók és azon belül az egyes országok kockázati tényezőivel és jövőbeli kilátásaival kapcsolatban.

Az erős kockázatok miatt a kamatcsökkentési várakozások is mérséklődtek. A hozamgörbe alapján a következő négy kamatmeghatározó üléstől a piac összesen 25 bázispontos lazítást vár. A Reuters felmérése az elemzők megosztottságát mutatja a 2006 végéig várt kamatpálya tekintetében. Az egyik csoport idén legfeljebb 25 bázispontos mérséklést tart elképzelhetőnek, 2006. decemberére pedig a hozamgörbében implikált szinttel összhangban 7 százalékos körüli alapkamatot prognosztizál. A másik csoport folyamatos és fokozatos további kamatcsökkentésekre számít, és az idei év végére 6,5-7 százalékos, 2006 végére 6-6,5 százalékos alapkamatot vár. A május 23-i üléstől az elemzők nagyjából fele-fele arányban várják az alapkamat szinten tartását, illetve 25 bázispontos csökkentését.

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

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után a Tanács a kamatdöntési lehetőségeket vitatta meg. A 25 bp-os csökkentés, illetve a kamatláb változatlanul tartásának alternatívái mellett 50 bp-os kamatcsökkentési javaslat is elhangzott.

A 25 bp-os kamatcsökkentés mellett érvelők a kockázatok elismerése mellett úgy látták, a kamatpolitikai környezetet a dezinflációs kilátások határozzák meg. Kiemelt jelentőséget tulajdonítottak annak, hogy a makrogazdasági folyamatok várható alakulása támogatja az alacsony inflációs környezet megszilárdulását az elkövetkezendő másfél évben. Fontos információnak tartották, hogy bár február óta magasabb infláció irányába mozdultak el az MNB inflációs előrejelzésének egyes technikai feltevései (árfolyam, kamatszint, olajárak), az inflációs előrejelzés fundamentális tényezőik hatására csökkent. A maginflációs szinten is határozott dezinflációt támogató költség- és keresletoldali inflációs folyamatok szerepét hangsúlyozták.

Úgy látták, a bérinfláció lassulása, a munkaerőpiaci alkalmazkodás, a termelékenység alakulása alátámasztják a kedvező inflációs kilátásokat. A növekedési környezet szintén támogató: a külső és belső növekedés mérséklődése erősíti a dezinflációt. A külső kereslet lefékeződése kordában tartja az importált inflációt. A hazai gazdasági növekedés mérséklődése és kedvezőbb szerkezete szintén a dezinfláció irányába hat. Egyes vélemények szerint a feltételezettnél akár erősebb is lehet a kibocsátási rés alakulásának dezinflációs hatása.

A dezinfláció sikerességében egyes vélemények a kedvező külső környezet mellett kiemelték a monetáris politika szerepét is. Az inflációs célkövetés monetáris rendszerét alkalmazó kis nyitott gazdaságok tapasztalatainak megfelelően néhány év alatt a rendszer hitelességének kiépülésével gyengül az árfolyamingadozás befolyása az inflációra és erősödik a várakozások szerepe.

A kamatcsökkentés támogatói túlnyomórészt osztották az inflációs jelentésben a stáb által az inflációs kilátásokról, és az azokat meghatározó tényezőkről adott képet. A kamatdöntés szempontjából ennek alapján döntő érvként egységesen hangsúlyozták, hogy az inflációs célkövetés logikája szerint kamatcsökkentés indokolt. Az inflációs jelentésben közzétett, az áprilisi kamat- illetve árfolyamszintet változatlanul feltételező előrejelzés alapján és figyelembe

véve a monetáris politika transzmissziós mechanizmusának időhorizontját is, kamatváltoztatás nélkül tovább nőne az inflációs cél alullovésének kockázata.

A kamatcsökkentés támogatói többségükben úgy látták, az érzékelhető bizonytalanságok és kockázatok miatt 25 bp-os csökkentésre van lehetőség.

A kamatláb változatlanul tartása mellett érvelők is elismerték, hogy az inflációs kilátások a célok teljesíthetőségének szempontjából kedvezően alakulnak, de nagyobb súlyt rendeltek a kockázatokhoz.

Magyarország nyitott gazdaságként a piac értékítéletére van utalva, így komoly kockázati tényező a nemzetközi befektetői megítélés alakulása. A feltörekvő piacok iránti bizalom leépülése március eleje óta nem ugrásszerű, de lassú erózióval folytonos. Magyarország ezen felül többletkockázatokat is hordoz, ami régiós összehasonlításban komoly felárként jelenik meg. A fundamentális helyzetben az inflációt befolyásoló kilátások kedvező irányú elmozdulása ellenére nincs jelentős változás. Az egyensúlytalanságból eredő kockázatok továbbra is fennállnak. A költségvetési célok tarthatósága, a konvergenciaprogram teljesíthetősége komoly kételyeket ébreszt a befektetőkben.

A változatlan kamatszint támogatói fontosnak tartották a szabályalapú inflációs előrejelzés feltevéseinek értékelését. Úgy látták, az előrejelzés fontos paramétereiben az infláció növekedése irányába mutató kockázatok is vannak.

Az 50 bp-os kamatcsökkentést alátámasztó érvek szerint a külső bizonytalanság nem növekedett, de az inflációs kilátások tovább javultak. Az inflációs előrejelzésben jóval nagyobb az elmozdulás a jelenlegi piaci várakozásokhoz, mint a februári inflációs előrejelzéshez képest, így a piaci várakozások jelentősen módosulhatnak a jövőben. Az inflációs kilátásokra alapozva ezért nagyobb kamatcsökkentés indokolt.

Az elnök szavazásra bocsátotta a javaslatokat: a kamatláb változatlanul tartását, a 25, illetve az 50 bp-os kamatcsökkentést. A Tanács tagjai közül nyolcan 25 bp-os kamatcsökkentés mellett szavaztak, négyen a kamatláb változatlanul tartására voksoltak, egy tag 50 bp-os kamatcsökkentést támogatott. A Monetáris Tanács így többségi határozattal 2005. május 24-i hatállyal a jegybanki alapkamatláb 0,25 százalékpontos mérsékléséről döntött.

### **Jelen voltak:**

Járai Zsigmond elnök

Auth Henrik

Adamecz Péter

dr. Szapáry György

dr. Hardy Ilona

Neményi Judit

Bánfi Tamás

dr. Bihari Péter

Bihari Vilmos

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. június 20-án tartja, amelyről 2005. július 8-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**