



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV**  
**A MONETÁRIS TANÁCS**  
**2005. JÚLIUS 18-I ÜLÉSÉRŐL**

**Közzététel időpontja: 2005. augusztus 12., 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=mnbu\\_mt\\_jegyzokonyv](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbu_mt_jegyzokonyv)

## I. Makrogazdasági és pénzügyi piaci folyamatok

Júniusban a fogyasztói árak 3,8 százalékkal haladták meg az egy évvel korábbi szintet, a maginfláció értéke 1,9 százalék volt. Míg maginfláció nagyjából a vártnak megfelelő volt, egyéb maginfláción kívüli tételek (nyers élelmiszerek és járműüzemanyag) a vártnál jóval erőteljesebb áremelkedést mutattak.

A *háztartások* fogyasztási kiadásainak az első negyedévben mért 2,0 százalékos (szezonálisan igazítva 2,4 százalékos) éves bővülése érdemben elmarad a tavalyi év jelentős lassulást mutató – a KSH által nemrég lefelé revidált – dinamikájától is. A munkanélküliség emelkedése az óvatossági motívumok előtérbe kerülését is eredményezhette, ami a fogyasztási kereslet visszafogásával párhuzamosan szerepet játszhatott a háztartások vártnál nagyobb első negyedéves pénzügyi megtakarításaiban. A fogyasztás várható alakulásáról alkotott képet kissé árnyalják a márciusi-áprilisi kiskereskedelmi értékesítés adatai, amelyek – bár az idősorok rendkívül zajosak – a forgalom enyhe gyorsulására utalnak.

Folytatódni látszik a *vállalati szektor* alkalmazkodása az alacsony inflációs környezethez. A március-áprilisi bér adatok alapján a jelzett időszakban az átlagkeresetek növekedési üteme a legutóbbi inflációs jelentésben becsült mérsékelt növekedési ütemnél enyhén alacsonyabb volt. A csökkenő bérdinamikát vélhetően a továbbra is gyenge munkakereslet és ezzel párhuzamosan növekedni látszó munkakínálat, valamint az inflációs várakozások fokozatos csökkenése eredményezhette. A stagnáló foglalkoztatottság mellett növekvő aktivitási ráta, illetve a mérsékelt munkakereslet a munkanélküliségi ráta vártnál erőteljesebb növekedéséhez vezetett.

A *vállalati konjunktúrában* a március-májusi ipari és külkereskedelmi adatok fokozatosan élénkülő tevékenységre utalnak. Az elmúlt hónapokban a növekedés húzó ágazata a feldolgozóipar volt. Az élénk feldolgozóipari tevékenység összhangban áll az új feldolgozóipari exportrendelések hónapok óta erősen gyorsulva növekednek. Az ipari termelés elmúlt háromhavi erőteljes élénkülése a következő hónapokban várhatóan nem folytatódik tovább, mert az részben az első negyedéves lassú növekedés korrekciójának tekinthető, és főbb külkereskedelmi partnereink konjunktúrájáról is ellentmondásos képet tükröző információk érkeztek be.

Az ismertté vált információk alapján a *kormányzati döntések* érdemben módosítják az infláció várható alakulását. 2006-ban a hivatalosan bejelentett ÁFA-csökkentés – átmenetileg – a korábban prognosztizáltnál alacsonyabb fogyasztóiár-indexet eredményez. A felső ÁFA-kulcs 5 százalékpontos – egyes területeken más indirekt adók emelésével kompenzált – csökkentése a közvetlen, technikai hatások következtében – és a vállalati szektor alkalmazkodásától és a piaci verseny erejétől függően – 2006-ban átmenetileg mintegy 1-1,5 százalékponttal csökkenti a fogyasztóiár-indexet. Hosszabb távon azonban az ÁFA-csökkentés – és a szintén bejelentett minimálbér-emelések – közvetett, az inflációt emelő hatásai jelentkezhettek. Ezen kívül 2007-ben már érzékelhető keresleti oldali inflációs nyomást okozhat a személyi-jövedelemadó- illetve a családtámogatási rendszer 2006-2007-re bejelentett átalakításán keresztül megvalósuló, lakosság felé irányuló fiskális lazítás is.

Az *állami költségvetés* júniusi adatai alapján tovább erősödtek a legutóbbi inflációs jelentésben szereplőnél magasabb finanszírozási igény irányába mutató kockázatok. Az idei évre a nagyobb hiány irányába mutató kockázatok a várhatóan a tervek felett alakuló költségvetési kiadások, illetve a vártnál alacsonyabb ÁFA-bevételek együttes hatásaiból következnek.

A gazdaság *külső finanszírozási szükséglete* 2005 I. negyedévében a vártnál némileg kedvezőbben alakult. Az alacsonyabb külső forrásbevonási igényt részben a háztartások nagyobb nettó pénzügyi megtakarításai magyarázták. Ugyanakkor a finanszírozás szerkezete

a kockázati megítélés szempontjából kedvezőtlen irányba mozdult el, mivel az adósságot nem generáló finanszírozás aránya 40 százalék közelébe mérséklődött.

A kedvező nemzetközi befektetői környezet mellett a forintpiaci mozgásokat június végén a globális kötvénypiaci hossz, majd júliusban az azt követő korrekció határozta meg. A piaci szereplők megítélése szerint javuló inflációs, romló fiskális és kismértékben javuló külső egyensúlyi helyzet mellett mérséklődött a hosszú forward prémium, de a lengyel felár hasonló mértékű csökkenése a külső környezet meghatározó szerepét is mutatja.

A nemzetközi kockázatvállalási hajlandóság az elmúlt hetekben erősödött. Mérséklődött a piacok volatilitása, a forrinteszközök szempontjából releváns kockázati mutatók stagnáltak vagy kismértékben javultak. A londoni merényletek pénzügyi piaci hatása korlátozott volt, a globális kockázatvállalási hajlandóságot nem befolyásolta.

Az euró hozamok historikusan alacsony szinten stabilizálódtak, miután a régióban továbbra is a növekedési kilátások jelentik a legnagyobb kockázatot. A piacok június végén elkezdtek a kamatcsökkentés lehetőségét beárázni a rövid hozamokba, ez azonban július közepére lényegében kiárazódott. A befektetők a következő hónapokra a jelenlegi irányadó kamatszint fennmaradását valószínűsítik. Az euró-regió egyes országainak szuverén kötvényhozamai közötti különbség tovább tágult.

A Fed június végén további 25 bázisponttal emelte irányadó kamatcélját. A májusival közel megegyező közlemény pozitívan értékelte a gazdaság állapotát, és fokozatos szigorítást vetített előre. A dollárfinanszírozás folytatódó drágulása ellenére a befektetők nem mérsékeltek feltörekvő piaci kitétségüket, de a forint-állampapírok iránti keresletük júliusban számottevően csökkent az előző hónaphoz képest. A kedvező nemzetközi környezet mellett az árfolyam 246 forint/euró közelébe értékelődött fel, ami három hónap óta a legerősebb értéket jelenti.

A hosszú forward forint prémium 165 bázispontra csökkent az egy hónappal korábbi 200 bázispontos szintről. Az elemzők 2006 végére 5,75 százalékos, vagyis a júniusi Reuters-felmérésnél 50 bázisponttal alacsonyabb alapkamatra számítanak, miközben árfolyamvárakozásuk gyakorlatilag nem változott.

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

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után a Tanács 25 bp-os kamatcsökkentés lehetőségét vitatta meg. A kivételesen kedvezőnek ítélt külső környezetre alapozva 50 bp-os kamatcsökkentés lehetősége is felmerült, ugyanakkor az egyensúlyi aggályok és az egyes területeken erősödő bizonytalanság miatt a kamatláb változatlanul hagyása mellett is elhangzottak érvek.

Az előző kamatmeghatározó ülés óta beérkezett információk közül többen kiemelték a maginfláció folytatódó csökkenését. A maginfláció elmúlt egy évben befutott pályáját az alacsony inflációs várakozások megszilárdulását egyértelműen megerősítő jelként értékelték. A maginfláció összetevőinek alakulása is alátámasztja az általános dezinflációt. Ez hozzájárul az inflációs várakozások mérséklődéséhez. Az újabb adatok alátámasztják, hogy az alacsony infláció megszilárdulását lehetővé tevő környezet fontos tényezőjeként továbbra is számítani lehet a fogyasztás mérsékelt bővülésére és a munkapiacokon megfigyelhető létszám- és béralkalmazkodásra. Az európai konjunkturális kilátások alapján a külső kereslet és az importált infláció sem fenyeget inflációs nyomással. Ugyanakkor a kedvező inflációs tendenciát beárnyékoló kockázatként merült föl a teljes fogyasztói árindex és a maginfláció között az élelmiszer- és energiaárak miatt erősödő elnyílás.

A Tanács pozitív körülményként értékelte a hosszabb ideje változatlanul nagy kockázatvállalási hajlandósággal jellemezhető kedvező nemzetközi befektetői környezetet,

ezen belül a regionális megítélés utóbbi időben Magyarországra is kiterjedő javulását. Többen hangsúlyozták, hogy a hosszú forinthozamoknak az elmúlt hetekben tapasztalt mérséklődésében hosszú ideje először a hosszú hozamfelárak csökkenése is közrejátszott, ami új tényezőként önmagában akár 25 bp-nál nagyobb kamatcsökkentést sem zárna ki.

Egyesek kedvező adatként emelték ki a gazdaság vártnál mérsékeltebb külső finanszírozási szükségletét és a háztartások nagyobb nettó pénzügyi megtakarításait 2005 I. negyedévében.

A Tanács egyöntetűen a fiskális pozíció várható alakulását, és ennek a piaci megítélésre gyakorolt hatását tartotta a legfontosabb bizonytalansági tényezőnek. Többen hangsúlyozták, hogy a jelen ülésen nem lehetséges 25 bp-nál nagyobb mértékű kamatcsökkentés; a kamatláb változatlanul hagyását is felvetették.

Szóba került a kormány által bejelentett ÁFA-csökkentési terv. A Tanács tagjai úgy látták, hogy a tervezett intézkedés a fogyasztói árindexet 2006-ban az inflációs céltól jelentősen eltérítheti lefelé, majd az infláció 2007-ben várhatóan visszatér eredeti pályájára. Ezen megfontolás alapján egyetértés alakult ki abban, hogy a monetáris politika továbbra is a tartós, az inflációt középtávon meghatározó folyamatokat kísérelje figyelemmel és ne reagáljon az árindexet befolyásoló átmeneti hatásokra. Úgy látták, a kedvező külső környezetben is számolni kell a globális pénzpiaci, illetve a hazai egyensúlyi folyamatokból fakadó nem elhanyagolható kockázatokkal, így a monetáris politikai döntések meghozatalakor továbbra is fontos szempont a kockázatvállalási hajlandóság esetleges hirtelen romlásából fakadó kockázatok figyelembevétele. Bár a piac első reakciója optimista értékelést tükrözött, egyes vélemények szerint a kormány bejelentett költségvetési intézkedései nem enyhítik a középtávú egyensúlyi kilátások megítélésével kapcsolatos bizonytalanságot.

Az elnök szavazásra bocsátotta a 25 bp-os kamatcsökkentés lehetőségét, amit a Tanács egyöntetűen támogatott.

#### **Jelen voltak:**

Járai Zsigmond elnök

Auth Henrik

Adamecz Péter

dr. Hardy Ilona

Neményi Judit

Bánfi Tamás

dr. Bihari Péter

Bihari Vilmos

dr. Csáki Csaba

dr. Kádár Béla

dr. Kopits György

dr. Oblath Gábor

dr. Szapáry György nem vett részt az ülésen.

A kormányt Kovács Álmos, a Pénzügyminisztérium helyettes államtitkára képviselte.

**A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2005. augusztus 22-én tartja, amelyről 2005. szeptember 9-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**