



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV**  
**A MONETÁRIS TANÁCS**  
**2005. AUGUSZTUS 22-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 júliusában 3,7 százalék volt a fogyasztóiár-index, ami 0,1 százalékpontos csökkenés az előző havi értékhez képest. A csökkenés a maginflációhoz köthető, amelynek éves indexe 1,6 százalékra csökkent. A maginfláció mérséklődéséhez hozzájárult a stabil árfolyam mellett fokozottan kibontakozó importverseny belföldi árakat fegyelmező hatása és a fogyasztási kereslet visszafogott növekedése. A maginfláción kívüli tételek összességében az infláció mérséklődése ellen hatottak. Egyrészt a világgpiaci olajárak emelkedésével párhuzamosan nőtt a jármű-üzemanyagok ára. Másrészt – ha a korábbi hónapokban tapasztaltnál kisebb mértékben is, de – folytatódott a feldolgozatlan élelmiszerek árnövekedése, amiben továbbra is az idényáras élelmiszerek játszották a főszerepet. Így az inflációs folyamat hónapok óta megfigyelt kettőssége júliusban is fennmaradt, és tovább nőtt a fogyasztóiár-index/maginfláció közötti eltérés.

A versenyszféra bérei 2005 júniusában 7,4 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest. Bár az adatok értékelését egyre inkább nehezíti az idősor fokozódó zajossága, a szezonálisan igazított és a prémium-kifizetések megváltozott szezonálisával korrigált havi trend továbbra is csökkenő bérinflációs folyamatokra utal. Mindez összhangban áll a munkapiaci feszesség oldódásával, másrészt úgy tűnik, hogy a versenyszféra fokozatosan alkalmazkodik az alacsonyabb inflációs környezethez.

2005 júniusában a teljes kiskereskedelem volumenének éves növekedése 4,3 százalékot (naptári hatástól megtisztítva 3,7 százalékot) tett ki. A szezonálisan igazított rövid bázisú indexek alapján a tavalyi év vége óta a kiskereskedelmi értékesítések enyhe, de folyamatos gyorsulása figyelhető meg, ami a lakossági fogyasztás némileg gyorsabb növekedését vetíti előre. Ugyanakkor a háztartások pénzügyi megtakarításainak alakulása arra utal, hogy a korábbinál kedvezőbb jövedelmi kilátások mellett is csak viszonylag óvatos mértékben növekednek a lakosság fogyasztási kiadásai.

A feldolgozóipari konjunktúra továbbra is erős. Bár a termelés bővülésének dinamikája júniusban enyhébb visszaesést mutatott, a második negyedév így is jelentős növekedést hozott, ami a régió többi országával összevetve is kimagasló. Az előzetes adatok szerint júniusban a külkereskedelmi mérleg hiánya 114 millió eurót tett ki, ami lényegesen alacsonyabb lett az elemzői várakozások 280 millió eurós átlagánál. 2005-ben eddig eltelt időszakában folytatódott az áruexport stabil növekedése. Az áruexport növekedésében a gépipari alágazatok járnak élen, de ezen belül is kimagasló a jelentős kapacitásbővülésen átesett híradástechnikai fogyasztási cikkek és a járműgyártás szerepe. Az áruimport a korábbi stagnálás után a második negyedévben újra gyorsult. Ennek ellenére szintjében viszonylag alacsonyan maradt, így az áruforgalmi egyenleg az első félévben a tavalyinál jóval kedvezőbben alakult. A külső egyensúlyi és a GDP-statisztika utóbbi időben megfigyelhető ellentmondásai ugyanakkor bizonytalaná teszik a külkereskedelmi statisztika megítélését, mert az abban megjelenőnél nagyobb import irányába mutatnak.

A GDP 2005 első negyedévében 2,9 százalékkal bővült 2004 első negyedévéhez képest, a naptári hatások kiszűrésével azonban a növekedés mértéke ennél magasabb, 3,5 százalékos volt. A második negyedévben termelési oldalról az árutermelő ágazatok élénkülése, felhasználási oldalról pedig a fogyasztás és a javuló nettó export élénkülő GDP-növekedést sejtet. Az Ecostat augusztus 15-i gyorsbecslése a második negyedévre igen erős, 4 százalék körüli GDP-növekedést jelez az előző év azonos időszakához képest. Az adatok értékelését azonban ez esetben is nehezíti az importtal és a készletalakulással kapcsolatos bizonytalanság.

A 2006-2007-es gazdasági kilátásokat a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság jellemzi. Ennek legfontosabb forrása, hogy a kormány olyan intézkedéseket jelentett be, amelyek

számottevő mértékben befolyásolhatják a növekedés, a külső egyensúly, az infláció és közvetett módon a kockázati megítélés alakulását, ugyanakkor a fiskális politika teljes hatásáról csak a következő évekre benyújtott költségvetések ismeretében lehet teljes képet alkotni.

Az államháztartásban a következő két évben alacsony ütemben emelkedő béreket, szinten maradó működési költségeket és beruházásokat feltételezve is keresletbővítő hatású maradna a fiskális politika 2006-ban, az idei évben meghozott egyenlegjavító intézkedések átmeneti jellege és az eddig bejelentett kormányzati intézkedések miatt és csak 2007-ben következne be kisebb mértékű keresletszűkítés. Az MNB inflációs és reálgazdasági előrejelzése a szokásos módon feltételes a rögzített árfolyamra és változatlan kamatszintre, azaz implicit módon azzal számol, hogy a pénzpiacok elégségesnek tekintik ezt a fiskális alkalmazkodást, így fennmaradhat a jelenlegi kedvező kockázati megítélés. Mindezen feltételek teljesülése esetén a gazdaság egy átmeneti kitérő után fokozatosan visszatérhet az egyensúly és a nominális stabilitás megteremtése irányába mutató pályára. Bár a fiskális lazítás hatására a kereslet bővülése erőteljesebb lesz a korábban vártnál, ennek inflációs hatásait azonban ellensúlyozzák a kínálati oldalt érintő intézkedések, így az új 2007-es előrejelzési horizonton az infláció 3 százalékos körüli szinten stabilizálódhat, a 2006-os átmeneti csökkenés után.

A gazdasági növekedés élénkülését (2006-ban 3,9 százalékra, 2007-ben 3,8 százalékra) a fogyasztás – kormányzati intézkedések hatására várható – gyorsabb növekedése okozza. Az ÁFA-csökkentés miatt várható fogyasztóiárindex-esés, a személyi jövedelemadó csökkentése, valamint a családtámogatási rendszer bővítése emelik a lakosság reáljövedelmét. A konjunktúra külpiazi tényezőiben stabil növekedésre lehet számítani, amivel összhangban az export és a vállalati beruházások továbbra is egyenletes ütemben növekednek majd. Összességében a magasabb fogyasztási pálya, illetve a hosszú távú trendnél valamivel gyorsabb gazdasági növekedés miatt a keresleti oldali inflációs nyomás erősödése várható.

A 2006-ra bejelentett nagyarányú és differenciált minimálbér-emelés hatásai nehezen számíthatók ki előre, összességében azonban az elmúlt években megfigyelhető bérinfláció-mérséklődésnek csak átmeneti megtorpanása tűnik valószínűnek. Az előrejelzési horizont második felében újra az inflációcsökkentő tényezők válhatnak meghatározóvá a bejelentett, munkaköltségeket csökkentő tervezett adólépések miatt (egészségügyi hozzájárulás eltörlése, tb-járulék csökkentése). A várható termelékenység-növekedéssel együtt mindez a fajlagos munkaköltségek oldaláról hosszabb távon dezinflációs hatású lehet.

A feltételes inflációs előrejelzés kockázatai nagyjából kiegyensúlyozottak. Magasabb infláció irányába mutató kockázatot jelenthet a fogyasztás gyorsabb növekedése, valamint az, hogy a minimálbér-emelés az azonnali munkaköltség-emelkedésen túl hosszabb távon tovagűrűző, bértorlódási hatással is járhat. Az alacsonyabb infláció valószínűségét növeli viszont, ha a 2006-os átmeneti inflációcsökkenés hosszabb ideig mérsékli az inflációs várakozásokat. További bizonytalanságot jelent a külkereskedelmi folyamatok alakulása, ami közvetlenül érinti a folyó fizetési mérleget és esetleg a gazdasági növekedés ütemét, valamint közvetve a gazdaság kockázati megítélését is. Az EU-csatlakozás miatt tavaly módszertani változás következett be a külkereskedelmi adatok számbavételében, a korábbi vámhatáron történő statisztikai számbavételt felváltotta az önbevalláson alapuló kimutatás. E váltással párhuzamosan 2004 második felétől megfigyelhető, hogy a konjunktúra által indokolthoz képest alacsonyabb a statisztikában megjelenő import mértéke. Ma még nem áll rendelkezésre elegendő információ annak eldöntéséhez, hogy mik e változás okai, de kicsi annak a valószínűsége, hogy ilyen mértékben csökkent volna az importigényesség Magyarországon. Emiatt nem lehet kizárni annak a lehetőségét, hogy a megfigyelhető

nettóexport-javulásnak egy része csak módszertani változásból eredő, vélhetően átmeneti hatás. Hasonló bizonytalanság más újonnan csatlakozott tagországokban is megfigyelhető.

A nemzetközi befektetői környezet az elmúlt hetekben kedvező maradt, a feltörekvő piaci és a magas hozamú eszközök iránti globális kereslet továbbra is magas, a kockázati felárak az elmúlt egy hónapban kismértékben csökkentek. A júliusi kamatmeghatározó ülés óta a forint 1 százalékkal, a május végi mélyponthoz képest összesen 4,5 százalékkal erősödött az euróval szemben. Az árfolyam erősödését a kedvező regionális hangulat, valamint a belföldi és külföldi szereplők kevésbé kamaterzékeny forintkereslete támogatta. Egyrészt a belföldi szereplők devizában történő eladósodása folyamatos forintkeresletet támaszt. A háztartások devizahitel-felvétele mellett az államháztartás nagyobb arányú devizafinanszírozása, valamint az ÁAK devizakötvény-kibocsátásával, illetve a privatizációs bevételekkel kapcsolatos hírek is ebbe az irányba hatottak. Másrészt a külföldiek forintosköznövekedése mögött ezúttal részvényvásárlás állt, állampapír-állományuk egy nagyobb kötvény-lejárat miatt az elmúlt egy hónapban összességében csökkent. A forintárfolyamot átmenetileg technikai tényezők (egzotikus devizaopciók és az ezekhez kapcsolódó fedezeti ügyletek) is erősíthették.

Többhónapos dollárfelértékelődési trend megtörését követően július végétől gyors ütemben erősödött az euró. Korábban a dollár gyors és trendszerű gyengülése idején többször is megfigyelhető volt a közép-kelet európai devizák euróval szembeni erősödése, miután a dollár további gyengülésére számító befektetők inkább a magasabb hozamú devizákban vállaltak dollár elleni pozíciót. A régió devizái ezúttal is 1-2,5 százalékkal erősödtek.

Folytatódott az amerikai rövid és hosszú hozamok emelkedése, amit a vártnál kedvezőbb gazdasági adatok és az ezek nyomán javuló konjunktúris kilátások magyaráznak. A Fed augusztus eleji, sorban a tizedik 25 bázispontos szigorítása megfelelt a piaci várakozásoknak, a döntést kísérő – a júniusitól érdemben nem különböző – közlemény ugyanakkor mérsékelte a szigorítási ciklus gyorsulására vonatkozó félelmeket, így augusztus közepén megállt a hozamok emelkedése. Rövid távon továbbra is az amerikai kötvénypiaci bessz jelenti a legnagyobb kockázatot, amíg azonban a dollárfinanszírozás drágulásának üteme mérsékelt marad, addig várhatóan a kockázatvállalási hajlandóságra sem lesz érzékelhető hatása.

A Monetáris Tanács júliusi kamatlépése nem okozott meglepetést, így a döntés, illetve a három héttel később publikált rövidített jegyzőkönyv piaci hatása mérsékelt volt. Az árfolyam folytatódó erősödése, illetve a vártnál alacsonyabb júliusi (mag)inflációs adat miatt azonban erősödtek a kamatsökkentési várakozások. A várt kamatpálya egy hónappal korábbi szintjéhez képest mintegy 45 bázisponttal tolódott lejjebb. A piaci szereplők év végére 5,75-6 százalékos alapkamatot, jövőre pedig 25 bázispontos kamatsökkentést áraztak be. A Reuters felmérései szerint az elemzők és a devizapiaci üzletkötők döntő többsége 25 bázispontos augusztus 22-i kamatsökkentésre számít, a rövid állampapír-piaci hozamok ennél kissé nagyobb mértékű lazítással konzisztensek.

A várt alapkamat-pálya süllyedése következtében a teljes állampapír-piaci hozamgörbe lejjebb tolódott, 6 százalék alatti éven túli hozamokat utoljára 2003 májusában lehetett megfigyelni. Nem folytatódott viszont az euróhoz viszonyított hosszú forward különbözet csökkenése. Az 5 év múlva induló 5 éves szpred így nem tudott kitörni a tavalyi év eleje óta jellemző 150-200 bázispontos sávból, de annak alsó felében stabilizálódott. A hosszabb távú, fundamentális kockázatokat is tükröző felár elmúlt hónapokhoz viszonyított csökkenése a javuló inflációs környezetet és a vártnál alacsonyabb külkereskedelmi hiányadatok hatását mutathatja.

## II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

Az inflációs jelentés, az aktuális makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után a Tanács 25 bázispontos és 50 bázispontos kamatcsökkentés lehetőségét vitatta meg.

A Tanács tagjai kiemelték, hogy a Kormánnyal közösen megállapított, 2007-től érvényes 3%-os középtávú inflációs cél az előrejelzésben alkalmazott feltevések mellett 5-8 negyedéves horizonton teljesíthető.

Az árstabilitásnak megfelelő szintű középtávú inflációs cél meghirdetésekor fontosnak tartották hangsúlyozni, hogy a monetáris politikának az adóintézkedések közvetlen árcsökkentő hatását kiszűrve kell vizsgálnia az inflációs kilátásokat. Ezért a döntés szempontjából meghatározó információt jelentett az, hogy az MNB inflációs prognózisa szerint 2005 év végén az infláció várhatóan mintegy fél százalékponttal alacsonyabb lesz, mint a korábban kitűzött inflációs cél, s az előrejelzett fogyasztóiár-index – a bejelentett ÁFA-csökkentések közvetlen hatását figyelmen kívül hagyva – 2006-ban is a célsáv alsó felébe esik.

A Tanács egyöntetű véleménye volt az is, hogy a külső környezet változatlanul kedvező. A feltörekvő piacok elmúlt hónapok során kialakult felárai a törökországi és a latin-amerikai eredetű kockázatok ellenére alacsony szinten maradtak, egy esetleges fertőzőesés válság továbbterjedése Magyarország és a régió felé kevésbé látszik valószínűnek, mint korábban. Úgy tűnik, az USA kamatciklusa egyelőre nincs hatással a feltörekvő piacok és a térség pénzügyi piaci folyamataira, mivel a piac beárzta az amerikai kamatlábak fokozatos emelkedését. A befektetők kockázattvállalási hajlandósága élénknek és erősnek mutatkozik. A kedvező külső környezet a régió, és ezen belül a forintbefektetések megítélésében is mutatkozik.

A várakozásokat sorozatban alulmúló maginflációs ténytűszámok alátámasztják a kedvező középtávú inflációs kilátásokra vonatkozó megítélést és megalapozzák az inflációs várakozások tartós mérséklődését. A Tanács tagjai az infláció kedvező tendenciájának megerősítéseként értékelték a bérinflációs kilátásokat is, amelyek szerint a bérköltség-dinamika lassulása a minimálbér-emelés következtében csak átmenetileg torpan meg, hosszabb távon süllyedő trend várható. Az alacsony infláció fennmaradását az is elősegíti, hogy a korábbinál kedvezőbb jövedelmi kilátások mellett is várhatóan óvatos mértékben növekednek a lakosság fogyasztási kiadásai, s a háztartások pénzügyi megtakarításainak emelkedése magasabb ütemű, mint a lakossági fogyasztás dinamikája.

A létező egyensúlytalansági problémák ellenére a piaci hangulatot kedvezőnek, a pozitív hírekre (vártnál nagyobb júliusi költségvetési szufficit, kedvező importadatok) inkább fogékonyak látták. Véleményük szerint ezt tükrözi a lejjebb tolodott hozamgörbe, az alacsony szinten stabilizálódó hosszabb kamatfelár és az erős forintárfolyam.

A Tanács többsége úgy látta, az inflációs célok teljesíthetőségének kilátásai és a külső körülmények alapján az 50 bázispontos kamatcsökkentés feltételei adottak, lehetőség kínálkozik arra, hogy a piaci várakozások sávján belüli nagyobb mértéket lépje meg az MNB.

Egyes vélemények szerint a piac számára már egyértelmű, hogy az MNB az adóintézkedések következtében előálló 2006-os átmeneti inflációcsökkenésre nem reagál, így a korábbiaknál nagyobb mértékű kamatcsökkentés nem ad félrevezető jelzést a monetáris politika jövőbeli magatartásáról. Elhangzott az is, hogy a 2006-os inflációcsökkentésen keresztül néz ugyan az MNB, de az előretekintő reálkamatláb ezzel együtt erőteljesen megemelkedik 2006-ban.

Volt olyan nézet is, amely a külső egyensúly szempontjából – a külkereskedelmi adatok bizonytalansága ellenére is – fontos tényezőnek látta, hogy a lakossági megtakarítások

emelkedése miatt a külső finanszírozási igény mérséklődésére lehet számítani. A külső pozíció javulása még akkor is valószínű, ha az MNB-előrejelzés feltevése teljesül, azaz az államháztartás finanszírozási igénye 1%-kal nőne a konvergenciaprogramban szereplő további keresletszűkítés helyett. A finanszírozási szerkezet is kedvező irányba látszik mozdulni, a külső egyensúly finanszírozásában kisebb a ráutaltság a külföldi portfólió tőkebeáramlásra, ami csökkenti az elvárt kamatfelárat.

A 25 bp-os kamatcsökkentés mellett felhozott érvek nagyobb hangsúlyt helyeztek arra, hogy a hivatkozott pozitív tendenciák ellenére jelentős kockázatokkal is szembe kell nézni, elsősorban a fiskális kilátások terén. A bejelentett adóintézkedésekből és az egyszeri bevételek kieséséből adódó költségvetési lazítás ellentételezése egyelőre nem látszik körvonalazódni. Ez nem annyira a keresleti hatáson keresztül megjelenő inflációs nyomás, és nem a finanszírozási kockázatok miatt fontos kérdés, hanem az elvárt kockázati felárakra gyakorolt hatás szempontjából. A Tanács tagjai úgy látták, ebből a szempontból nem csökkentek, hanem éppen növekedtek a kockázatok a korábbi kamatdöntésekhez képest; ezért az óvatosság és a következetesség elvei alapján nem láttak indokoltnak 25 bp-nál nagyobb kamatcsökkentést.

A fiskális kilátások bizonytalanságára alapozva egyes vélemények kiemelték a teljes makrogazdasági pálya szokásosnál nagyobb bizonytalanságát a monetáris politika szempontjából releváns, középtávú horizonton.

Az elnök szavazásra bocsátotta a 25 bp-os és az 50 bp-os kamatcsökkentés lehetőségét. A Tanács tagjai közül nyolcan 50 bp-os, négyen 25 bp-os kamatcsökkentést támogattak.

**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 Tabák Péter, a Pénzügyminisztérium főosztályvezetője képviselte.

**A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2005. szeptember 19-én tartja, amelyről 2005. október 14-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**