

# RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

## A MONETÁRIS TANÁCS

2006. JANUÁR 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 folyamatok

A decemberi fogyasztóiár-index 3,3 százalékos, a maginfláció 1,3 százalékos volt. A tavalyi év átlagában a fogyasztói árak 3,6 százalékkal nőttek. Bár az adat összhangban van a 2005-ös inflációs folyamatokkal, annak összetétele némileg megnehezíti a hosszabb távú inflációs folyamatok megítélését. A bizonytalanság forrása, hogy a külkereskedelemben versenyző termékek (főleg iparcikkek és feldolgozott élelmiszerek) valamint a piaci szolgáltatások inflációs különbözete, az ún. belső reálárfolyam decemberben tovább növekedett, elsősorban ez utóbbi termékkör tartósan magas inflációja miatt.

Az inflációs különbözet továbbra is igen magas, 6-7 százalékpont körüli szinten való ingadozása arra utal, hogy a belföldi inflációs folyamatokban még mindig jelentős szerepe van a külkereskedelemben versenyző termékek inflációját leszorító fokozódó importversenynek. Ugyanakkor decemberben az erős verseny egy újabb megnyilvánulása is közrejátszhatott, nevezetesen az, hogy a kereskedők egy része korábban érvényesítette a januárban esedékes áfa-csökkentést.

A munkapiacra a versenyszféra bérinflációja folytatta az alacsony inflációs környezethez való fokozatos alkalmazkodását. A tavalyi év első tizenegy hónapjában a bruttó nominális átlagkereset 7,2 százalékkal nőtt, ami megerősíti az MNB 2005-re vonatkozó novemberi bérinflációs előrejelzését. A munkanélküliségi ráta a tavalyi évre jellemző viszonylag magas szinten maradt: szeptember-novemberben 7,2 százalékos volt.

A reálgazdasági konjunktúrát a negyedik negyedévről eddig rendelkezésre álló adatok alapján a dinamikus bővülés jellemezte, ami összhangban van a novemberi MNB-prognózissal. A növekedés forrása elsősorban a külpiaci konjunktúra felívelése, ami az euroövezet bizalmi indexeinek év végi emelkedésében is tükröződik. Az export dinamikus bővülésén túl azonban a növekedés belföldi komponenseinek szerepe is növekvő volt; októberben gyorsult a kiskereskedelmi forgalomnövekedés és novemberben folytatódott az ipar belföldi értékesítésének bővülése.

Az állami költségvetés pénzforgalmi hiánya 2005-ben a novemberi inflációs jelentésben szereplő prognózisnál kisebb, a GDP 4,6 százaléka volt. Ez az év végi rendkívüli egyszeri bevételekkel magyarázható, melyek nélkül a hiány az MNB-prognózist is meghaladva a GDP több mint 2 százalékaival nagyobb lett volna. Az államháztartás 2005-ös hiányának ESA-módszer szerinti mérőszáma még nem ismert; az első hivatalos Eurostat-közlésig a novemberi inflációs jelentésben szereplő, GDP-arányosan 7,5-8,1 százalékos közti szakértői becslés tekinthető irányadónak.

2006 első heteiben a nemzetközi befektetői környezet nagyon kedvezően alakult, a feltörekvő piacok legtöbbször fellendülés következett be. A továbbra is alacsony hosszú lejáratú dollár-hozamszint a globális likviditástöbblet fennmaradását eredményezte, ami a feltörekvő piaci kockázati felárak mérséklődésének folytatódásához vezetett. Szintén kedvezett a feltörekvő piacoknak a dollár árfolyamának gyengülése, ami a főbb piacok konjunkturális adataira és a kamatvárakozások megváltozására vezethető vissza. A legutóbbi FOMC üléséről készült jegyzőkönyvből az amerikai kamatemelési ciklus lezárulásának közeledtét olvasták ki a befektetők, míg az EKB kormányzójának nyilatkozata teret hagyott az európai irányadó kamatszint emelkedésének. A magyar pénzügyi piacokra a legnagyobb kockázatot továbbra is egy nemzetközi válság vagy jelentős portfólió-átrendezés jelenti, de a kockázat a piac megítélésében csökkent.

A globális folyamatokkal összhangban a regionális befektetői hangulat is pozitív volt. Decemberben még főként Szlovákia hitelbesorolásának javítása foglalkoztatta a piacokat, januárban azonban Lengyelország került a figyelem középpontjába. A kormány átalakítása, a kormányzati devizahitelek piaci átváltása és zloty-erősítő nyilatkozatok erőteljes felértékelődési nyomás alá helyezték a lengyel deviza árfolyamát. A zloty mellett a cseh és a szlovák korona is az elmúlt hónapok csúcshintjét érte el.

Január elején újraindult a külföldiek forintvásárlása, a nem-rezidens befektetők 210 milliárd forint értékben vettek fel forint melletti pozíciókat. A külföldiek forintkereslete kezdetben főként állampapír-vásárlásukat finanszírozta, amire hónapok óta nem volt példa. Január közepén azonban a korábbi hónapokban felvett forint elleni szintetikus pozíciók lezárása is számottevő forintkeresletet generált.

Az előző Monetáris Tanács ülés óta eltelt időszakban a forint árfolyama a viszonylag szűk 253 és 249,5 forint/eurós sávban ingadozott. Míg december második felében még a forint gyengülése és a hosszú lejáratú forwardok emelkedése volt megfigyelhető, amit a külföldiek eszközállományának mérséklődése kísért, januárban a javuló nemzetközi és regionális környezetben a külföldi befektetők erőteljes forintkeresletet támasztottak. A külföldiek erőteljes forintvásárlását nem kísérte az árfolyam jelentősebb erősödése, ami az árfolyamvárakozások stabilitását tükrözi, de szerepet játszhatott benne, hogy a folyó fizetési mérleg hiánya az év első hónapjaiban szezonálisan magasabb az átlagosnál, míg a lakosság devizahitel-felvétele szezonálisan alacsony.

A külföldiek állampapír-vásárlását a forinthozamok csökkenése kísérte. A hozamgörbével jelenleg 2007 végéig összesen 25 bázispontos irányadó kamat-emelés áll összhangban. Az FRA-piac lényegében változatlan kamatszintet áraz erre az évre. A piaci szereplők a választásokig már nem várnak kamatváltoztatást, de a választásokat követő kilátások tekintetében megosztottak. A különböző piaci felmérések (Reuters, portfolio.hu) alapján az elemzők között nincs egyetértés a következő lépés irányát illetően, a többség csökkentésre számít, de számos elemző emelést vár.

## II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után a jegybanki alapkamatról folytattak eszmecsere-t. Javaslat csak a 6%-os kamatszint tartására hangzott el.

Egyetértés volt abban, hogy az inflációs kilátások továbbra is jók, a 2007-re kitűzött 3%-os cél elérhető. A 2006 elejétől hatályos ÁFA csökkentés átmenetileg jóval a célérték alá is szoríthatja az inflációt, és nem volt véleményeltérés a tagok között abban sem, hogy az adóhatás átmeneti lesz és nem indokol monetáris lazítást.

A tagok úgy látták, hogy a nemzetközi befektetési környezet jelenleg nagyon kedvező, a befektetők kockázatvállalási hajlandósága nagy. Ennek következtében továbbra is megfelelő érdeklődés mutatkozik a magas hozamú forinteszközök iránt. A Tanács tagjai közül néhányan azon a véleményen voltak, hogy nem elhanyagolható az esélye annak, hogy a globális egyensúlytalanság „kemény földet éréssel” számolódik fel, amely hektikus változásokat hozhat a pénzügyi piacokon.

Mások felhívták a figyelmet arra, hogy – bár a globális egyensúlytalanság hosszútávon valóban fenntarthatatlan – a korrekció nem feltétlenül következik be rövid időn belül.

Egyetértettek a tagok abban, hogy a globális befektetői környezet viselkedése nem kiszámítható és egy esetlegesen bekövetkező globális befektetői hangulatváltozás növeli a kockázatát annak, hogy magyar gazdaság egyensúlyi problémáit is a piac korigálja.

Ezt a kockázatot tovább növeli, hogy a költségvetési konszolidáció időzítése még bizonytalan. A legutóbb elkészített konvergencia program ennek megítéléséhez egyelőre nem nyújt elegendő támpontot.

Több tanácsstag úgy vélekedett, hogy a kedvező irányban haladó inflációs folyamatok önmagukban lehetővé tennék az alapkamat további csökkentését, de az ország egyensúlyi helyzetének kedvezőtlen piaci megítélése és a globális pénzügyi piacok változásának kiszámíthatatlansága egyelőre ezt nem teszik lehetővé. Ezen a tényezők kedvező irányú változása esetén lehetségesnek tartanak az óvatos kamatcsökkentést.

Mások úgy látták, hogy az inflációs kilátások jelenleg a szinttartást indokolják, de mivel a kedvezőtlen költségvetési helyzet rendeződése még várat magára, az ebből eredő pénzügyi piaci kockázatok tartósan fennmaradnak és esetleg még növekedhetnek is. Ez utóbbi esetben a kamat emelésére is szükség lehet.

A tanácsstagok nem törekedtek a kétféle várakozás megszüntetésére a testületen belül, mert egyetértés volt abban, hogy a jövőbeni kamatalakulásra a pénzügyi piacok kockázatvállalási hajlandóságának változása jelentős befolyással lehet és ezért továbbra is óvatos kamatpolitikát indokolt folytatni.

Az Elnök szavazásra bocsátotta az alapkamat 6,00 százalékos szinten tartását, melyet a Tanácsstagok egyhangúlag megszavaztak.

### Szavazatok:

<b><i>alapkamat 6,00%-os szinttartása mellett:</i></b>	<b>13</b>	Járai Zsigmond, Adamecz Péter, Auth Henrik, Bihari Péter, Bihari Vilmos, Bánfi Tamás, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Kádár Béla, Kopits György, Neményi Judit, Oblath Gábor, Szapáry György
--	-----------	--

**Jelen voltak:**

Járai Zsigmond elnök  
Auth Henrik  
Adamecz Péter  
dr. Szapáry György  
dr. Hardy Ilona  
Neményi Judit  
dr. Bihari Péter

Bihari Vilmos  
dr. Bánfi Tamás  
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 2006. február 27-én tartja, amelyről 2006. március 10-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**