



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV**  
**A MONETÁRIS TANÁCS**  
**2005. DECEMBER 19-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

Az alacsony inflációs környezet novemberben is fennmaradt. Októberhez képest a fogyasztóiár-index (3,3%) és a maginfláció (1,4%) is minimális mértékben emelkedett, és a mögöttes folyamatok enyhén növekvő inflációs hatásokat mutatnak, a megfigyelt jelenségek összhangban vannak az MNB legutóbbi előrejelzésével. A maginfláció enyhe növekedése elsősorban az importversenynek kitett kör (főleg iparcikkek és egyes élelmiszerek) inflációjának gyorsulásával magyarázható, ami a piaci verseny korábbi árleszorító hatásának mérséklődésével függhet össze. Eközben a piaci szolgáltatások magas, az általános inflációs környezetet jóval meghaladó inflációja (7% körül) fennmaradt, összhangban a szektorra jellemző erős bérköltség-nyomással és az utóbbi időben már nem csökkenő inflációs várakozásokkal. A maginfláción kívüli termékkörök esetében a kép inkább vegyes: a járműüzemanyag-árak novemberi alakulása mérsékelte, a szabályozott árak és a nyersélelmiszer-árak növelték az inflációt. A járműüzemanyag-árak csökkenése a világpiaci olajár legutóbbi időben tapasztalt csökkenésének közvetlen hatására vezethető vissza. A novemberi folyamatok ellenére azonban az elmúlt két évben megfigyelt erőteljes világpiaci olajár-emelkedés hosszabb távon jelentkező, közvetett (költségeken keresztül) hatásai továbbra is inflációs kockázatot jelentenek.

A bérinflációs folyamatok terén októberben folytatódott az alacsony inflációs környezethez való alkalmazkodás. A versenyszféra bérei októberben 6,9 százalékkal emelkedtek tavaly októberhez képest, ami beleillik az eddigi, lassú csökkenést mutató tendenciába. Az OÉT jövő évi béremelési ajánlása (3,5-4 százalék közti bruttó bérnövekedés) alacsony inflációs környezethez való alkalmazkodásra utal, bár nem világos, tartalmazza-e a minimálbér-emelés 1 százalékot meghaladó mértékűre becsült átlagos bérnövelő hatását. A bérdinamika jövőbeli alakulását tekintve azonban jelentős kockázati tényező az OÉT-megállapodásokat a közelmúltban rendre meghaladó bérnövekedés lehetősége illetve a minimálbér-emelés esetleges közvetett, tovagyrúzó hatása.

A harmadik negyedévben a GDP 4,5 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A növekedés forrásai a nettó export és az állami infrastrukturális beruházások voltak. Az októberi ipari termelési és külkereskedelmi adatok alapján úgy tűnik, a harmadik negyedévet jellemző kedvező konjunkturális folyamat vélhetően az év utolsó negyedévében is folytatódni fog. A növekedést továbbra is a külső kereslet bővülése húzza, ami összhangban van a főbb exportpiacainkon megfigyelt élénküléssel. A harmadik negyedévben az euroövezet GDP-je és importja is több év óta a legmagasabb negyedéves növekedést produkálta és az európai konjunktúra hatása a régió többi országának ipari termelési adatain is érzékelhető.

Az elmúlt hetekben a magyar fundamentumok megítélése tovább romlott, miután a Fitch leminősítése ismét felhívta a befektetők figyelmét a tartósan magas költségvetési és folyó fizetési mérleg hiányból és a növekvő államadósságból fakadó kockázatokra. A kedvező globális befektetői hangulat és különösen a regionális piacok erősödése azonban ismét megfordította az árfolyam gyengülését és a hozamok emelkedését, a hosszú forward prémium viszont tovább emelkedett.

December elején a forint árfolyama erős forgalom mellett 1,5 százalékot meghaladó mértékben gyengült azt követően, hogy a Fitch egy kategóriával csökkentette a magyar forint- és devizaadósság besorolását. Az árfolyam áttörte a technikai szempontból fontos 254-255 forint/eurós szintet, és másfél éves mélypontra gyengült. A leértékelődés azonban nem vezetett az árfolyam-várakozások érzékelhető megváltozásához, és így a kamatemelési várakozások erősödéséhez.

Bár a befektetési banki kereskedési ajánlások a kedvezőtlen fundamentumok miatt továbbra is eladásra javasolták a forintot, rövid távra 260 forint/eurónál gyengébb célárfolyam nem fordult elő. A fundamentális kockázatot tükröző 5 év múltvai 5 éves forward prémium többéves csúcsra, 250 bázispont körüli szintre emelkedett, a hosszú állampapír-piaci hozamok pedig ismét 7 százalék fölé nőttek. Újraindult a külföldiek forinteladása és szintetikus forint elleni pozíció-felvétele. Állampapír-állományuk ebben az időszakban lényegében nem változott, a részvényekből 20 milliárd forintnyit adtak el.

Az elmúlt hetekben folytatódott a közép-európai devizák felértékelődése, ami hozzájárult a forinteszközök leminősítést követő áresésének viszonylag gyors korrekciójához. A lengyel zloty a választásokat követő politikai bizonytalanság enyhülésével három és fél éves csúcsra erősödött az euróval szemben. A szlovák korona a piacok által csak későbbre várt ERM-II csatlakozás bejelentését követően eddigi legerősebb szintjének közelébe értékelődött fel, és historikus csúcstól döntött a cseh korona árfolyama is. Bár a forintárfolyam december közepén 252 forint/euróig értékelődött fel és a hozamok is csökkentek, ennek mértéke egyértelműen elmaradt a régió többi piacának teljesítményétől.

A globális befektetői környezet az elmúlt hetekben nagyon kedvezően alakult, a feltörekvő piaci kockázati felárak a mérsékelt emelkedés ellenére alacsony szinten maradtak. A befektetők magasabb hozamú eszközök iránti keresletét erősítették azok a – később beigazolódtak – várakozások, hogy az FOMC decemberben már jelezni fogja a kamatemelési ciklus végének közeledtét. Az EKB december elsejei 25 bázispontos kamatemelése megfelelt ugyan a piaci várakozásoknak, a döntést kísérő kommunikáció azonban átmenetileg csökkentette a kamatemelési ciklus kialakulásával kapcsolatos piaci félelmeket. A konjunkturális kilátások javulása és az újabb nyilatkozatok hatására azonban ismét emelkedtek a rövid forward hozamok, a piac három hónapon belül 25, majd jövő év végéig további 25 bázispontos európai kamatemelést árazott be.

A jelentősebb forintárfolyam-ingadozások ellenére a forint hozamgörbe rövid szegmense decemberben stabilan alakult. Ha a forwardgörbe elejében pusztán a rövid távú kamatvárakozások jelennének meg, az három hónapon belül 25, jövő év végéig összesen 75 bázispontos kamatemeléssel lenne konzisztens, ami az egy hónappal korábbanál csak kismértékben jelent magasabb pályát. Az emelkedő görbe azonban most vélhetően egy kis súllyal beárazott nagyobb mértékű kamatemelés kockázati prémiumát, a várakozások nagyobb bizonytalanságát tartalmazza. A Reuters felmérése is ezt a magyarázatot erősíti meg. Az elemzők és a devizapiaci üzletkötők egységesen változatlan ez év végi alapkamatra számítanak. Az elemzők jövő év végére is átlagosan 6 százalék körüli alapkammattal számolnak, de a várakozások szórása jelentős, néhányan egy nagyobb kamatemelést is elképzelhetőnek tartanak.

## II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után csak az alapkamat szintentartására hangzott el javaslat, melyet minden tanácstag támogatott.

A Tanács tagjai kiemelték, hogy a legutóbbi kamatmeghatározó ülés óta napvilágot látott új információk, így különösen az Európai Központi Bank és a FED kamatemelései érdemben nem változtattak a monetáris politika feltételrendszerén. Ugyanakkor a Fitch leminősítése tovább rontotta a forintbefektetések kockázati megítélését. Kedvezőtlen fejleményként értékelték a Tanács tagjai, hogy a forintbefektetések kamatfelára a leminősítés óta – különösen a hosszabb lejáratokon - jelentősen megemelkedett.

A Tanács több tagja felhívta a figyelmet, hogy a hazai bérinfláció és a fajlagos bérköltségek kedvező alakulása nagyban hozzájárulnak az inflációs várakozások mérséklődéséhez és támogatják az alacsony inflációs környezet megszilárdulását. A hazai konjunktúra alakulásáról többen megjegyezték, hogy annak élénkülése nyomán nem látni az inflációs nyomás erősödését, a bérek alakulása, valamint a jövő évi bérmegállapodások azt tükrözik, hogy a gazdaság szereplői alkalmazkodnak az alacsony inflációs környezethez.

A Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a jelenlegi kamatszint mellett jó eséllyel elérhető a 2007-es 3 százalékos inflációs cél, azonban a további kamatlépéseket illetően már megoszlottak a vélemények. Egyes tanácstagok véleménye szerint az inflációs célkitűzés rendszerének logikája szerint, amikor az inflációs előrejelzés a kitűzött középtávra három százalékos célon van, akkor a monetáris kondíciók változatlanul hagyása indokolt. Mások szerint az infláció tényezőinek és trendjének alakulása további kamatcsökkentést is lehetővé tenne, aminek azonban határt szab, hogy a jövőbeli folyamatokat illető bizonytalanság miatt emelkedett az elvárt kamatprémium. Az ÁFA-csökkentés miatt 2006-ban bekövetkező átmeneti árszintcsökkenést a monetáris politika szempontjából nem tartották relevánsnak.

A FED és az ECB kamatemelése alig hatott a feltörekvő országok és régiók devizáira. Ez az általános befektetői optimizmus kedvezett a forintnak is, így az állam devizaadósságának leminősítése a forint stabilitását csak átmenetileg érintette. Az árfolyamvolatilitás átmeneti emelkedése ellenére a piaci szereplők árfolyamvárakozásai alapvetően nem változtak. A Tanács tagjai közül többen a külső tényezőkben felerősödő kockázatokra utaló elemekre is felhívták a figyelmet. A legutóbbi kamatdöntés óta bekövetkezett leminősítés átmenetileg, de kedvezőtlenül hatott a magyar pénzpiacra. Az egyensúlyi kockázatok miatt rövidtávon a nemzetközi környezet kedvezőtlen irányú változásaira a magyar pénz- és devizapiac továbbra is érzékenyen reagál.

A kamatszint tartásában mutatkozó alapvető egyetértést nem érintve vita bontakozott ki a monetáris politika mozgásteréről. A Tanács megosztott volt abban a kérdésben, hogy az elmúlt két év hiteles kamatcsökkentési periódusa már lezárult-e.

Az államháztartás helyzetét és az állam növekvő eladósodását a Tanács tagjai aggályosnak és hosszabb távon fenntarthatatlannak minősítették. Egyetértettek abban, hogy elkerülhetetlen a fiskális politika kiigazítása, amelynek inflációra gyakorolt hatása a lépések időzítésétől és a megvalósítás módjától függ, amely ma még nem ítéhető meg. Éppen ezért a jövőben szükséges kamatlépések iránya az elmúlt időszakhoz képest sokkal nehezebben előrejelezhető.

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

## Szavazatok:

<i>alapkamat 6,00%-os szintentartása mellett:</i>	<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. január 23-án tartja, amelyről 2006. február 10-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**