



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2006. DECEMBER 18-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

I. Makrogazdasági és pénzügyi folyamatok

Novemberben az éves *fogyasztói árinfláció* 6,4 százalékot tett ki, a maginfláció pedig 4,6 százalékon állt, mindkét index 0,1 százalékkal haladta meg az októberi értéket. A rövidbázisú maginflációs index a tavaszi-nyári hónapok meredek emelkedését követően mérséklődött, ennek tartósságnak megítélésében azonban bizonytalanságot jelent többek között, hogy a szeptemberi áfa-emelés az árazási döntések időzítését is megváltoztathatta, így az esetlegesen előrehozott áremelések miatt az októberi-novemberi adatok lefelé torzítottak lehetnek.

Az *iparvilláskor* körében az infláció lassulása folytatódott novemberben is, e termékkörben a havi árváltozás már gyakorlatilag nem mutat emelkedést. Októberhez képest fontos változás, hogy a *piaci szolgáltatások* körében is mérséklődött rövidbázison az infláció. A piaci szolgáltatások árindexe így visszatérni látszik a korábbi évekre jellemző 6-8 százalékos tartományba. A maginfláción túli tételek közül a feldolgozatlan élelmiszerek inflációja ismét emelkedett, elsősorban egyedi hatások (gyümölcs, burgonya kiugró áremelkedése) miatt, ami később a feldolgozott élelmiszerek árain keresztül a maginflációban is megjelenhet.

A *szabályozott árakra* a novemberi Jelentésben még csak feltételezések szerepeltek és bár az elmúlt hónapban tisztult a kép, végleges döntések több esetben csak a közeljövőben várhatóak. A vezetékes gáz árának, valamint a távhő díjának a 2007-es emelése – a jövedelem arányú támogatás igénybevételének bizonytalanságát is figyelembe véve – összességben nagyobb, a távhő esetében pedig még elnyújtottabb is lehet a novemberben feltételezetténél. Emellett a távolsági közlekedés, valamint az önkormányzati hatáskörbe tartozó tömegközlekedés, a víz- és a csatornadíj esetében is a korábbi várakozásunknál magasabb lehet az áremelkedés. További bizonytalanságot jelent az egészségügyi szolgáltatások esetében bevezetésre kerülő új díjak (receptdíj, kórházi napidíj, vizitdíj) mértéke és statisztikai számbavételük módja.

A III. negyedéves *GDP adatok* szerint a gazdaság növekedése 3,8 százalékra lassult. Az adatok értékelésekor szem előtt kell tartani, hogy a KSH jelentős módszertani változtatásokat hajtott végre, ami nem csak a GDP szintjét, de dinamikáját is megemelte. A magyar gazdaság növekedését jellemző kettősség a III. negyedévben tovább erősödött. Az erőteljes nemzetközi konjunktúra hatására az ipari termelés, a nettó export éves növekedési üteme erős bővülést mutat, ezzel szemben a belföldi felhasználás gyakorlatilag stagnált az utolsó két negyedévben.

A 2006-ban igen kedvező *nettóexport* bővülésének döntő része az év első feléhez köthető, az utolsó hónapok adatai szerint már nem javultak tovább a havi külkereskedelmi egyenlegek. A háztartások *fogyasztásának* dinamikája stagnált a III. negyedévben, de a korábbi évek erőteljes növekedéséhez képest az 1,6 százalékos bővülési ütem alacsonynak tekinthető. Az előző negyedév *beruházási* visszaesését követően a friss adatok nem utalnak a vállalati beruházások korrekciójára, így megmaradt az érdemi eltérés a vállalati szektor kedvező külső értékesítési, termelési adatai és a visszaeső beruházások között.

A nemzetközi piacokon fennmaradt a kedvező hangulat, a feltörekvő devizák többsége erősödött, az eszközárak volatilitása globálisan alacsony maradt. A legújabb adatok alapján úgy tűnik, az *Egyesült Államokban* az ingatlanszektor visszaesése után a feldolgozóipar bővülése is megállhat, ugyanakkor a szolgáltatási szektor továbbra is dinamikusabban bővül, és a munkaerőpiacon sem jelentkeznek a lassulás jelei. Továbbra is az amerikai gazdasági növekedés mérsékelt lassulása tűnik a legvalószínűbb forgatókönyvnek, ami a beárazott dollár kamatpálya és így a finanszírozási költségek csökkenéséhez és a dollár jelentős gyengüléséhez vezetett.

Az *Európai Központi Bank* 25 bázispontos decemberi kamatemelése megfelelt a vártnak, a jegybank elnöke a felfelé mutató inflációs kockázatokat emelte ki. Az EKB kismértékben emelte jövő évi növekedési és valamelyest csökkentette inflációs prognózisát. A beárazott kamatpálya nem változott érdemben, a piac szerint a jövő év első negyedévében várható egy újabb 25 bázispontos emelés, az azt követő kamatpályát azonban bizonytalanság övezi.

A *régió* többi országának gazdasága a harmadik negyedévben is jóval gyorsabban bővült, mint Magyarorszáé. A cseh és lengyel GDP éves szinten 5,8, a szlovák 9,8 százalékkal nőtt, mindegyik országban dinamikusan bővültek a beruházások és az export. A szlovák korona az ERM-2 középparitásnál közel 9 százalékkal erősebb, ezért a vártnál jobban gyorsuló infláció és a nagyon dinamikus növekedés ellenére a jegybank kivárhat a kamatemeléssel. Lengyelországban a piacok a jövő év elejére kamatemelést várnak, Csehországban viszont a 2,5 százalékos jegybanki kamat szinten tartását valószínűsítik, mivel az erősödő árfolyam segíthet alacsonyan tartani az inflációt.

A kedvező nemzetközi és regionális környezet mellett a *bazai piacon* is pozitív maradt a hangulat. A forint árfolyama 2 százalékkal tovább erősödött. A külföldiek forintkockázati kitettsége lényegében nem változott, ugyanakkor állampapír-állományuk hozzávetőleg 70 milliárd forinttal emelkedett. Aukciós és másodpiaci vásárlásaik leginkább a 2-3 éves szegmensre koncentráálódtak, ami arra utal, hogy a következő 1-2 év költségvetési pályája a piac szemében hiteles és ebből kifolyólag jövőre már kamatcsökkentéseket várnak. A benchmark hozamok és a beárazott kamatpálya azonban a vásárlások és az árfolyam erősödése ellenére egyelőre keveset változott. Ez részben azzal függhet össze, hogy a piac a kamatemelések lezárását követően néhány hónapig még nem vár csökkentést. A hozamok további csökkenését az is lassíthatta, hogy novemberben jelentősen megemelkedett az állam nettó kötvénykibocsátása. Az 5 év múltvai 5 éves forward kamatfelár az utóbbi napokban – fél év óta először – 200 bázispont alá csökkent, ami az első jele lehet annak, hogy a költségvetési konszolidáció hosszabb távú fenntarthatóságának piaci megítélése is javult. Ugyanakkor a magyar hosszú kamatfelár még mindig jelentősen meghaladja a régió többi országának hasonló értékét.

A jegybank novemberi döntését követően a piac *kamatcsökkentést* árazott be a jövő évre, az év egészét tekintve 50 bázispontot. A Reuters által megkérdezett elemzők egyelőre nem várnak változást a kamatszintben, az első kamatcsökkentést 2007 közepére teszik, és az év végére átlagosan 7,1 százalékos kamatszintre számítanak, ami kis mértékben alacsonyabb a hozamgörbébe árazott 7,3 százaléknál.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után csak az alapkamat szinten tartására hangzott el javaslat.

A tagok egyetértettek abban, hogy a központi és önkormányzati hatáskörbe tartozó szabályozott árak vártnál magasabb emelése tovább emelheti a fogyasztói árindex lefutásának 2007 első felében várható tetőpontját, ezt azonban a monetáris politika saját eszközeivel nem képes közvetlenül ellensúlyozni. Többen kiemelték ugyanakkor, hogy ezen szolgáltatáskör jellegénél fogva jelentősen befolyásolja a lakosság inflációs érzékelését, ezért a számos esetben kiugró mértékű egyedi áremelkedések tovább növelik az inflációs várakozások általános megemelkedésének kockázatát. Volt olyan vélemény is, amely azt hangsúlyozta, hogy az ez irányú kockázatot tovább növelte a forint árfolyamának a korábbi évek stabil árfolyam-alakulásához képesti jelentős év közbeni gyengülése is. Ezzel szemben mások inkább úgy látták, hogy kedvező esetben a hatósági áremelések csak egyszeri emelkedést okoznak a 2007-es inflációban, míg az elmúlt időszakban tovább erősödött az

árfolyam, ami ha tartós marad, a monetáris politika szempontjából releváns 2008-as horizonton mérsékli a trendinfláció alakulását.

Többen annak a véleményüknek adtak hangot, hogy a kamat szinten tartása mellett novemberben felhozott érvek továbbra is érvényesek. Egyelőre nem igazolódott be, hogy a az inflációs várakozások kedvezőtlenebb irányba módosulnak. A novemberi inflációs adat és a jövő évi béremelésekkel kapcsolatos anekdotikus információk az inflációs várakozások kellő mértékű lehorgonyozottságára utalhatnak.

Mások ezzel szemben úgy vélték, hogy a legutóbbi döntés alkalmával a kamatemelés mellett elhangzott legfontosabb érv, az egyszeri ár- és költségsokkok következtében a bérek és az inflációs várakozások megemelkedésének kockázata, továbbra is fennáll, és csak az elkövetkező néhány hónap inflációs és bér adatai alapján lehet megbízható következtetéseket levonni arra vonatkozóan, hogy ez a kockázat milyen mértékben realizálódik. A kormányzati intézkedések miatt megemelkedő infláció várható kedvezőtlen másodlagos hatásaira a novemberi inflációs előrejelzés publikálásakor lett volna lehetősége a Tanácsnak kamatemeléssel reagálnia. A kamat szinten tartásáról meghozott, szoros szavazati arányú döntést követően azonban, az inflációs kockázatokat befolyásoló lényeges, új információ híján, egy kamatemelés jelenleg már inkább bizonytalanságot keltene.

A pénzüpiaci helyzet értékelésével kapcsolatban a Tanács tagjai megállapították, hogy bár az Európai Központi Bank legutóbbi kamatemelése, valamint a hazai és az európai jegybanki kamatpályájára vonatkozó várakozások változása a forint euróval szembeni hozamtöbbletének csökkenésével járt, ez egyelőre nem rontotta a forint befektetések értékelését, mivel a javuló nemzetközi befektetői klíma és a fiskális konszolidáció rövid távú egyensúlyi kihatásainak kedvező befektetői megítélése ellensúlyozta a relatív hozamcsökkenés árfolyamra gyakorolt hatását.

A tagok között egyetértés volt abban, hogy amíg ilyen nagymértékű a bizonytalanság az inflációs várakozások alakulásával kapcsolatban, a Tanácsnak kiemelt figyelmet kell fordítania arra, hogy lépéseivel megakadályozza a jelentős egyszeri áremelkedések másodlagos inflációs hatásainak kialakulását.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta az alapkamat 8,00 százalékos szinten tartását, melyet a Tanácstagok egyhangúlag megszavaztak.

Szavazatok:

| | | |
|---|-----------|--|
| <i>alapkamat 8,00%-os szinten tartása mellett:</i> | 13 | Járai Zsigmond, Adamecz Péter, Auth Henrik, Bánfi Tamás, Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Kádár Béla, Kopits György, Neményi Judit, Oblath Gábor, Szapáry György |
|---|-----------|--|

Jelen voltak:

Járai Zsigmond elnök
Auth Henrik
Adamecz Péter
dr. Bánfi Tamás
Bihari Péter
Bihari Vilmos
dr. Csáki Csaba

dr. Hardy Ilona
dr. Kádár Béla
dr. Kopits György
Neményi Judit
dr. Oblath Gábor
dr. Szapáry György

A Kormányt Kovács Álmos, a Pénzügyminisztérium szakállamtikára képviselte.

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2007. január 22-én tartja, amelyről 2007. február 16-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.