



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2007. JANUÁR 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

I. Makrogazdasági és pénzügyi folyamatok

A legutóbbi kamat-meghatározó ülés óta beérkezett makrogazdasági adatok között kiemelt jelentőséggel bír a decemberi *inflációs* adat, amely szerint decemberben a fogyasztói árak 6,5%-kal voltak magasabbak, mint egy évvel korábban. Az aktuális kereslet-kínálati folyamatokat jobban megragadó évesített, szezonálisan igazított egyhavi maginfláció 5,7% volt.

A következő hónapok inflációs adatainak értelmezését módszertani bizonytalanságok nehezítik majd, ugyanis a szabályozott árak emelésének, valamint a gázártámogatás figyelembevételének KSH általi elszámolása zajos adatokat, akár 9%-os éves indexeket eredményezhet a fogyasztói árstatisztikában.

2006. novemberben a nemzetgazdasági bruttó *átlagkeresetek* 6,5%-kal emelkedtek az egy évvel korábbi szinthez képest. Ezen belül a versenyszférában 8,6%-kal, a költségvetési szférában pedig 3%-kal nőttek a bérek. A bérek alakulását illető október-november havi információk alapján még nem dönthető el, hogy a bérinfláció a jövőben tovább gyorsul-e, vagy megkezdődik a novemberi inflációs előrejelzésben várt fokozatos lassulás. A magas dinamika egy fokozatosan lazuló munkapiaci környezetben bontakozik ki, ami utalhat arra is, hogy az egyensúlyjavító intézkedések inflációerjesztő hatása részben az inflációs várakozásokat is emelte.

A konjunktúrára vonatkozó friss adatok megerősítették a külső és a hazai kereslet dinamikájának szétnyílásáról az inflációs jelentésben alkotott képet. Az *ipari termelés* volumenének novemberi növekedése továbbra is erős ipari konjunktúrára enged következtetni, és ez idáig az export lendülete is töretlen az erőteljes külső keresletnek köszönhetően. A hazai ipari termelés régóta várt lassulása egyelőre időben kitolódni látszik, ami a nemzetközi konjunktúra más előrejelző intézményeket is meglepő tartósságával függhet össze.

A hazai kereslet tekintetében a *kiskereskedelmi forgalomról* érkezett új információ; eszerint októberben a kiskereskedelmi értékesítések bővülése érdemi lassulást mutatott 2006 első félévéhez képest mind a tartós, mind a nem-tartós termékek körében. A mérséklődő kiskereskedelmi forgalom mögött vélhetőleg az áll, hogy az eddigi, illetve a kilátásba helyezett egyensúlyjavító intézkedések már rövid távon is negatívan érintették a háztartási szektor vásárlóerejét és fogyasztási kiadásait, bár a hatás mértéke egyelőre bizonytalan.

A harmadik negyedévben az alulról számított GDP-arányos *külső finanszírozási igény* 4,5%, a fölülről számított 8% körül alakult. Bár ez számottevő csökkenést jelent az előző negyedévhez képest, a javulás jelentős részben az EU-val kapcsolatos elszámolások ingadozásából ered. A finanszírozás összetételében elmozdulás történt a nettó közvetlen tőkebeáramlás irányában, ami a befektetői megítélés szempontjából kedvező lehet.

A *globális kockázati étvágy* magas szinten stabilizálódott, a magasabb hozamok iránti kereslet továbbra is alacsony szinten tarja a kockázati felárakat. Ebben a helyzetben a prémium-kilátások aszimmetrikusak, a további csökkenésnek a legtöbb eszköz esetében már alig van tere, miközben a befektetők egyre nagyobb kockázati kitétséget vállalnak fel, növelve ezzel a piacok sebezhetőségét. A legnagyobb kockázatot továbbra is az amerikai gazdasági kilátások jelentik, az inflációs félelmek felerősödése – tavaly márciusához, illetve júniushoz hasonlóan – ismét a kockázati étvágy csökkenését okozhatja.

Az elmúlt egy hónapban némileg nőtt ennek a kockázata, miután az Egyesült Államokban kedvező konjunkturális adatok jelentek meg, tovább mérsékelve a recesszió kialakulásának valószínűségét. Ennek hatására enyhültek az *amerikai kamatcsökkentési várakozások*,

emelkedtek a dollárhozamok, és erősödött a dollár árfolyama. Az idei évre beárazott amerikai kamatcsökkentés mértéke 25 bázispontra csökkent a december végi 50 bázispontos szintről. A dollárhozamok emelkedése januárban átmenetileg mérsékelte a kockázatosabb eszközök keresletét.

A *forinteszközök iránti erős keresletet* jelzi a külföldiek állampapír-állományának folytatódó növekedése, illetve az, hogy a januári átmeneti feltörekvő piaci gyengülést a forintárfolyam korigálta a leggyorsabb ütemben a régióban. A keresletet a globális kockázati étvágy magas szintje és a regionális összehasonlításban magas kamatszint a közeljövőben is fenntarthatja. Ezen felül szerepet játszhat az a tény is, hogy a piaci szereplők a magyar egyensúlyi mutatók (folyó fizetési mérleg, költségvetés) javulását várják, és ezt esetleg még csak részlegesen árazták be a hosszú prémiumba. A kedvező régiós pozíció azonban nem feltétlenül jelent védettséget a globális kockázati étvágy gyors és nagymértékű romlása esetén. A volatilitás feltörekvő piaci eladási hullámot kiváltó megugrásához rövid távon nem rendelhető nagy valószínűség, de továbbra is meglévő kockázatot jelent.

A rövid *forint kamatkülönbséget várt csökkenése* némileg későbbre tolódott, miután Jean-Claude Trichet januári nyilatkozatát a piaci szereplők úgy értelmezték, hogy csak márciusban kerül sor az irányadó euro kamat újabb emelésére. Az euro hozamgörbe alapján a márciusi lehet a mostani szigorító ciklus utolsó kamatlépése, bár egyes elemzők nem zárják ki a további emelést. A januári átmeneti árfolyamgyengülés következtében mérséklődtek a magyar kamatcsökkentési várakozások is. A piaci szereplők 7,5 százalékos év végi alapkamatot áraztak be, ami 25 bázisponttal jelent magasabb szintet, mint egy hónappal korábban. A Reuters felmérése szerint az elemzők 7-7,25 százalék körüli idei év végi alapkamattal számolnak, majd 2008-ban további 100 bázispontos kamatcsökkentést várnak. Az elemzők és a devizapiaci üzletkötők egyöntetűen az alapkamat januári szinten tartására számítanak.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után az alapkamat szinten tartására, valamint 25 bázispontos emelésére hangzott el javaslat.

Az irányadó kamat szinten tartását javaslók közül többen úgy érveltek, hogy amíg az inflációs kockázatok megvalósulásáról nincsenek egyértelmű jelek, nem érdemes a kivárási kamatpolitikán változtatni. A legutolsó bér és inflációs adatok egyrészt nem tértek el jelentősen a korábbi várakozásoktól, másrészt azok a tételek, melyek magasabb inflációs kockázatokra utalnak, elsősorban egyszeri ársokkokat, a béradatok esetében pedig alapvetően a szabályozási környezet változását tükrözik. A járulékfizetési terhek szeptemberi megemelkedése, valamint a 2007-ben bevezetésre kerülő különadó szerepet játszhatott a nem rendszeres keresetelemek egyes hónapokban tapasztalt gyors növekedésében. A minimum járulékalappal kapcsolatos új szabályozás pedig a legalacsonyabb bérszínvonalú területeken vezethetett a rendszeres keresetek megemelkedéséhez. Elhangzott olyan érv is, hogy noha fennáll az inflációs várakozások tartós megemelkedésének kockázata, a fiskális kiigazítás keresletcsökkentő hatása nagyobb lehet az előre jelzetté, és ez féken tarthatja az inflációs várakozásokat. Az olajár csökkenés, illetve a korábbi monetáris szigorítás hatásait is tükröző árfolyam erősödés az inflációs cél teljesülését segítheti.

Azok a tanácstagok, akik 25 bázispontos kamatemelést javasoltak, úgy ítélték meg, hogy a legfrissebb makrogazdasági adatok már az inflációs várakozások megemelkedésére utalnak. Az erre utaló jelek közül a következőket emelték ki: 1) a decemberi inflációs adaton belül elsősorban piaci szolgáltatások továbbra is gyors áremelkedése nagy valószínűséggel a megemelkedett várakozásoknak tulajdonítható; 2) a bérinfláció nem mutat lassulást,

különösen a szolgáltató szektorban nem, ami az infláció várható alakulásának szempontjából kiemelt jelentőségű; 3) nincs jele annak, hogy a kereslet-visszaesés az előre jelzettnél erőteljesebb lenne, és egyelőre nincs ok feltételezni, hogy annak inflációmérséklő hatása a vártnál nagyobb lenne. Néhány tanácstag hangsúlyozta, hogy az inflációs várakozások további megemelkedését egy időben végrehajtott szigorítással érdemes megelőzni, nem érdemes kivárni, amíg az infláció tartós megemelkedésében is megnyilvánul. Véleményük szerint egy mostani kisebb szigorítással meg lehetne előzni egy későbbi, esetlegesen nagyobb lépést.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült két javaslatot. A szinten tartást 9, a 25 bázispontos kamatemelést 4 tag támogatta. Így végül a Monetáris Tanács a jegybanki alapkamat 8 százalékos szinten tartása mellett döntött..

Szavazatok:

<i>alapkamat 8,00%-os szinten tartása mellett:</i>	9	Bánfi Tamás, Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Kádár Béla, Kopits György, Neményi Judit, Oblath Gábor
<i>alapkamat 8,25%-ra emelése mellett</i>	4	Adamecz Péter, Auth Henrik, Járai Zsigmond, 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 Tabák Péter, a Pénzügyminisztérium főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2007. február 26-án tartja, amelyről 2007. március 14-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.