



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2005. SZEPTEMBER 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

I. Makrogazdasági és pénzügyi folyamatok

2005 augusztusában a fogyasztóiár-index 3,6 százalék volt, ami megfelelt az MNB rövidtávú előrejelzésének, de a piaci előrejelzéseknél alacsonyabbnak bizonyult. A monetáris politika számára releváns termékkör inflációs folyamatainak megítélése kissé bizonytalanabbá vált, mert a folyamatok dinamikáját jobban mutató szezonálisan igazított egyhavi maginfláció emelkedett augusztusban. A maginfláción kívüli tételek összességében nem emelték az inflációt. Mindent egybevetve, az augusztusi MNB előrejelzéshez képest az inflációs kilátások lényegesen nem változtak, de fokozódó bizonytalanság mellett enyhülni látszik az alap-előrejelzésnél alacsonyabb infláció kialakulásának kockázata.

A konjunktúra élénkülésére utalnak a várakozásokat némileg meghaladó mértékben gyorsuló második negyedéves GDP-adatok. A részletes adatok azt mutatják, hogy a gyorsulást mind belső, mind külső keresleti hatások elősegítették. Felhasználási oldalon kiemelhető, hogy a beruházás növekedése jelentősen meghaladta az előrejelzett ütemet. Ez azonban nem annyira a piaci konjunktúrára érzékeny ágazatokhoz köthető (például a feldolgozóipar beruházásai 2004 eleje óta egyenletesen bővültek); a váratlanul megugró dinamikát az autópálya-építéseket is magába foglaló állami beruházások növekedése (statisztikabeli erőteljes megjelenése) magyarázhatja. Erre utal, hogy termelési oldalon erőteljes, és a vártnál nagyobb lett az építőipar kibocsátása.

A vállalati konjunktúra folytatódására utal, hogy a GDP termelési oldalán erősebb lett az ipar hozzáadott-értékének növekedése; és ezt mutatja a júliusi ipari és áruexport növekedés is. Eközben a külső keresletről továbbra vegyes információk állnak rendelkezésre. Az euróövezet GDP-je nagyjából a várt mértékben bővült (negyedévesen 0,3%-kal) a második negyedévben, a számunkra külkereskedelmi szempontból legfontosabb Németország GDP-je viszont stagnált. Ez utóbbi ellenére azonban erős lehetett a Németországból érkező külpiazi kereslet, mert a gyenge GDP-adat mögött éppenséggel a német import erős növekedése állt. Ez az erős júniusi német ipari termelésadattal és a május-júniusban javuló német feldolgozóipari rendelésállománnyal együttesen az év elejéhez képest némileg erősebb németországi konjunktúrát jelez; bár ez a bizalmi indexekben (pl. IFO) nem jelentett még robusztus változást.

Mindeközben a külső egyensúlyi kép továbbra is bizonytalan. Bár az áruforgalmi hiány csupán fele volt a tavalyi hiányszámnak az első félévben, az import növekedése továbbra is elmaradt a makrogazdasági folyamatok által indokolt pályától, amit az EU-n belüli külkereskedelem új számbavételi rendjének nagyobb bizonytalanságaival, és ezzel kapcsolatban az import esetleges „aluljelentésével” hoztunk összefüggésbe. A júliusi áruforgalmi adatokból azonban az is látszik, hogy az import már növekedésnek indult, ami arra utalhat, hogy a fentebb említett „aluljelentés” terjedése lelassult vagy megállt. A folyamatok határozottabb megítéléséhez a jelenséget a következő adatok megjelenésekor újra vizsgálni kell.

A feltörekvő piaci befektetési klíma az elmúlt egy hónapban kedvező maradt, a magas hozamú eszközök iránti globális kereslet továbbra is erőteljes volt. Az EMBI kockázati felár az augusztus eleji historikus minimumszint alá csökkent.

Az USA-ban a Katrina hurrikán „mini válságot” okozott, ami azonban összességében kedvezett a feltörekvő piacoknak. A hurrikán okozta pusztítás bizonytalanabbá tette a finomítottüzemanyag-ellátást, ami a világpiaci árak jelentős emelkedéséhez vezetett. A magasabb olaj- és benzinárak a vártnál gyengébb gazdasági adatokkal együtt a növekedési kilátások átmeneti romlását eredményezték. A piaci szereplőkben erősödött az a vélekedés, hogy a Fed esetleg szünetet tart a kamatemelési ciklusban. Ezekkel összefüggésben a hosszú lejáratú amerikai hozamok szeptember első feléig mintegy 20 bázisponttal

mérséklődtek és a dollár is gyengült az euroval szemben, ami vonzóbbá tette a feltörekvő piacokat. A feltörekvő piaci devizák számottevő mértékben értékelődtek fel. A cseh korona öthónapos csúcsra erősödött, a lengyel zloty áttörte a lélektanilag fontos 4 zloty/euros technikai szintet, a szlovák korona pedig megközelítette azt a szintet, ahol legutóbb a szlovák jegybank interveniált. A várakozásoknál magasabb amerikai munkaerő egységköltség adatok azonban ismét fokozták a kamatemelési várakozásokat, a hosszú lejáratú amerikai hozamok, a dollár és a feltörekvő devizák árfolyama egyaránt korrigálódott.

Az euró-régió hosszú lejáratú hozamai is csökkentek az elmúlt hetekben, ami szintén a magas olajárra és az ahhoz kapcsolódó növekedési kockázatokra vezethető vissza, bár a legfrissebb német növekedési és bizalmi adatok a várakozásoknál kedvezőbbek lettek. Szeptember közepén a közelgő német választás miatti bizonytalanság a hozamok emelkedését eredményezte.

A forint 246,5 és 243,5 forint/euro között ingadozott az elmúlt hetekben. A belföldi szereplők devizában történő eladósodáshoz köthető forintkereslete továbbra is döntő tényező a forint stabilitása mögött. Más, kevésbé kamaterzékeny tényezők – privatizáció, működtetőke-beáramlás, állam devizafinanszírozása, ÁAK devizahitele – is az erősödés irányába hatottak. Ezt jól mutatja, hogy az ÁAK kötvény-kibocsátásából származó deviza jegybankon keresztüli konverziójának bejelentését követően, a forint 244 forint/euróról 246,5 forint/euroig gyengült, ekkor a nem-rezidens szereplők devizaeladása volt megfigyelhető. A külföldi befektetők forintvásárlása a nemzetközi környezet augusztus végi megváltozásakor élénkült meg, az árfolyam visszaerősödött 243,5 forint/euro közelébe, a nem-rezidens befektetők főként részvényeket vásároltak. Szeptember közepére azonban egy trendfordulót előrejelző dupla csúcs alakzat formálódott az árfolyam-alakulásban, ami technikai szempontból jelentősen mérsékelte a felértékelődés folytatódásának esélyét.

Az 5 év múlva 5 éves forward különbözet 15 bázisponttal 145 bázispontra csökkent a Monetáris Tanács előző ülése óta, vagyis a 2003. decembere óta megfigyelt ingadozási sáv alá került. Mivel a régió többi országában a felár stagnálása volt megfigyelhető, ezért valószínűleg ország-specifikus tényezők vezettek a magyar szpred mérséklődéséhez. Azt azonban egyelőre nehéz megítélni, hogy a fundamentumok megítélésének tartós javulása áll-e a forward különbözet csökkenésének hátterében.

A Tanács augusztusi kamatcsökkentésének mértéke és az új inflációs prognózis meglepte a piacot, a rövid hozamok 20, míg a hosszabb lejáratúak 15 bázisponttal mérséklődtek. A várt kamatpálya egy hónappal korábbi szintjéhez viszonyítva 20 bázisponttal tolódott lejjebb. A piaci szereplők az idei év végére 5,5, jövő év decemberére pedig 5,25 százalékos alapkamatot áraztak be. A Reuters augusztusi felmérése alapján a jelenlegi ülésen a megkérdezett elemzők túlnyomó többsége 25 bázispontos kamatcsökkentésre számít. 2005 és 2006 végére egyaránt 5,5 százalékos körüli irányadó kamatszint a piaci konszenzus.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

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 közül többen úgy látták, hogy az inflációs célok teljesíthetőségének kilátásai és a pénzpiaci folyamatok alapján az 50 bázispontos kamatcsökkentés feltételei adottak lennének, de a külföldi és belföldi bizonytalanságok miatt óvatosságra van szükség.

A Tanács tagjai hasonló állásponton voltak a nemzetközi gazdasági és pénzügyi folyamatok megítélését illetően. A globális kockázatvállalási hajlandóság továbbra is kedvező, avval együtt, hogy a Fed további kamatpolitikájával kapcsolatos bizonytalanság emelkedett a Katrina hurrikán nyomán. Ugyanakkor több tag is említette, hogy a globális

egyensúlytalanságok fényében bizonytalan, hogy a kedvező helyzet meddig maradhat fenn. A fiskális folyamatokat áttekintve egyetértés volt abban, hogy az alapvetően kedvezőtlen tendencia nem változott. Az Eurostat döntése pusztán felszínre hozta azt a Tanács által már ismert és az inflációs jelentésekben is szereplő tény, hogy a költségvetési folyamatokban idén nem látszik javulás. Ezzel összefüggésben felerősödött a jövő évi költségvetési hiány alakulásával és az euró magyarországi bevezetésének időpontjával kapcsolatos bizonytalanság.

Több tag hangsúlyozta, hogy a szükséges költségvetési konszolidációt veszélyeztetik a fő politikai csoportok egymással versenyző adócsökkentési javaslatok. A pénzügyi szektor egyik legnagyobb kockázata a deviza hitelállomány gyors bővülése. Egyes vélemények szerint a hazai kamatok külföldi kamatokhoz való közeledése a devizahitelek iránti keresletet csökkentheti. Mások annak a véleményüknek adtak hangot, hogy a devizahitelek előtérbe kerülésének nem kizárólag keresleti okai vannak. A kínálati oldalról is lökést kap a folyamat azáltal, hogy a kereskedelmi bankok a devizahitelek nyújtását preferálják a forintbitelekkel szemben árfolyamkockázatuk mérsékelése érdekében. Ezért a forintkamatok csökkenése nem eredményezi automatikusan a devizahitelezés visszaszorulását.

Az 50 bp-os csökkentés mellett érvként elhangzott, hogy a maginflációt jelenleg alacsony szinten tartó tényezők hatása akár tartós is lehet, ennek eredményeként az infláció 2007-re akár a középtávú cél alá is kerülhet. Bár az államháztartás finanszírozási igénye rendkívül magas, ennek a közvetlen inflatorikus hatása csekély.

Az Elnök szavazásra bocsátotta a 25 bp-os és az 50 bp-os kamatcsökkentés lehetőségét. A Tanács tagjai közül tizenketten a 25 bp-os kamatcsökkentést támogatták, egy fő pedig 50 bp-os csökkentés mellett szavazott.

Jelen voltak:

Járai Zsigmond elnök
Auth Henrik
Adamecz Péter
dr. Szapáry György
dr. Hardy Ilona
Neményi Judit
Bánfi Tamás
dr. Bihari Péter
Bihari Vilmos
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 2005. október 24-én tartja, amelyről 2005. november 18-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.