



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2005. OKTÓBER 24-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 fogyasztói árak 2005. szeptemberben 3,7 százalékkal voltak magasabbak, mint egy évvel korábban; a maginfláció éves növekedési üteme pedig 2 százalék alá került. Az iparcikkek árának augusztusi emelkedése csak átmeneti volt és a külkereskedelmi verseny által érintett termékcsoportban az év egészére jellemző árcsökkenés folytatódott. Más folyamatokkal együtt mindez már az év eleje óta stabilan 1% körüli (negyedév/előző negyedév alapon mért) maginflációt eredményezett; bár a piaci szolgáltatások árindexe ennél jóval magasabb maradt. A maginflációt továbbra is jelentősen meghaladja a teljes fogyasztóiár-index értéke, amihez – az euroövezethez és az USA-hoz hasonlóan – az olajársokk közvetlen hatása nagyban hozzájárult. Előretételezve a fejlett világban – a jelenleg alacsony maginfláció ellenére – az előrejelzések rendre egy korábbinál inflatorikusabb környezetre utalnak. Összességében, bár a 2007-es hazai inflációs kilátásokat egyértelműen valamely irányban befolyásoló új információ nem látott napvilágot, a gyengébb forint árfolyam, a továbbra is magas olajár és fokozódó külpiaci inflációs nyomás, illetve a korábban vártnál némileg erősebb fogyasztói kereslet felfelé mozdította el az alapelőrejelzés körüli kockázatokat.

A júniusi kiugró adatot követően – az MNB augusztusi előrejelzésével összhangban – a versenyszféra bérinflációja fokozatosan mérséklődött; augusztusban 6,9 százalékos ütemű volt. Az alacsonyabb inflációs környezethez való igazodás továbbra is – a külföldi versenynek sokkal kevésbé kitett – szolgáltató szektorban lassabb, ami a szektor átlagosnál magasabb bér- és áremelkedési ütemében is megmutatkozik.

A bruttó hazai termék erőteljes első félévi növekedését mérsékeltebb második félévi követheti. Az állami beruházásoknak az autópálya-építések miatt magas szintje, illetve a kiskereskedelmi adatok alapján a fogyasztási kiadások elmúlt évit meghaladó növekedési üteme ugyanakkor továbbra is élénkíti a belföldi keresletet. Ezt a jövőben tovább erősíti, hogy a 2006-os költségvetési törvénytervezet jelentős reáljövedelem- és keresletnövelő elemeket tartalmaz. A termelési oldalon az év első felében megfigyelt élénk dinamika a nyár közepén megtört és a második félévben lényegesen visszafogottabban alakulhat. Az export az év eddig eltelt időszakában gyorsan bővült, de a lassuló ipari növekedés miatt az árukivitel dinamikájának mérséklődése várható.

A 2004. II. negyedév óta az export dinamikájától lényegesen elmaradó import gyorsulni látszik, ami a korábban megfigyelt statisztikai torzítás mérséklődésére utalhat. A folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg összegeként adódó külső finanszírozási igény 2005 II. negyedévében tovább csökkent és a GDP 6,6 százalékát tette ki, a pénzügyi számlák alapján meghatározott finanszírozási igény azonban az elmúlt évben továbbra is a GDP 8-10 százaléka körül ingadozott az elmúlt évben.

Az elmúlt egy hónapban a forintoszközök kockázati megítélése jelentősen romlott. Ehhez a költségvetési hiánycélok megemlése, a fiskális konszolidáció iránti politikai elkötelezettség hiánya és az euro-bevezetés esetleges halasztása egyaránt hozzájárult. Az árfolyam átmenetileg többhónapos mélypontra, 254 forint/euróig gyengült, majd 252-254 forint/euró körül ingadozott. A forintárfolyam gyengülése a külföldiek gyors ütemű forinteladása mellett következett be, ugyanakkor a folyamat nem járt együtt állampapír-, illetve részvényállományuk csökkenésével. A külföldiek forinteladásait a lakossági szereplők vélhetően devizahitel-felvételhez kötődő folyamatos forintvásárlása csak részben tudta ellensúlyozni, a devizapiaci egyensúlyhoz szükség volt a belföldi vállalati szereplők határidős forintvásárlására is. A korábbi tapasztalatoknak megfelelően azonban a vállalati szektor csak gyengülő árfolyam mellett volt hajlandó átvállalni a forintkockázatot a külföldi szereplőktől.

A korábban nagyon kedvezően alakuló külső pénzügyi piaci környezetben október folyamán romlás következett be. Az Egyesült Államokban enyhültek a Katrina hurrikánt

követő növekedési félelmek, és a piaci szereplők figyelme az alacsony maginfláció ellenére érzékelt inflációs kockázatok felé fordult. Ezt erősítette a Fed több vezetőjének nyilatkozata, illetve a szeptemberi kamatemelő ülés jegyzőkönyve is. A 10 éves amerikai hozam ennek következtében hathónapos csúcsra, 4,5 százalék közelébe emelkedett, és erősödtek a kamatemelési várakozások. Az euró-régióban a némileg kedvezőbb konjunkturális adatok és a magas inflációs adatok szintén erősítették a kamatemelési várakozásokat; a piaci szereplők az EKB október eleji ülését követő nyilatkozatokból is az inflációs kockázatok növekedését olvasták ki. Október elején eladási hullám alakult ki a feltörekvő országokban és a magasabb kockázatú eszközök piacain. A hosszabb drágulási periódust követő profit-realizálást jelentősebb hír nem előzte meg, de a fejlett világbeli monetáris kondíciók várt szigorodása nagy valószínűséggel hozzájárult a jelenséghez. A feltörekvő piacok hozamfelárát tükröző EMBI index többhónapos csökkenést megtörve 250 bázispont fölé emelkedett az október eleji 230 bázispontos szintről, historikusan azonban még így is nagyon alacsonynak tekinthető. Bár az eladási hullám a közép-európai régiót egészét is érintette, a magyar piacon volt a legerősebb, ami ország-specifikus tényezők meglétére utal.

A hazai állampapír-piaci hozamgörbe hosszú vége 100 bázispontot meghaladó mértékben emelkedett. A szeptember elején még kétéves mélypontra süllyedő 5 év múltvai 5 éves forward prémium jelentős emelkedést követően kitört a 2004 eleje óta jellemző 150-200 bázispont közötti sávból és 220-230 bázispont között ingadozott. A magyar és a lengyel forward prémium közötti különbség eddigi legmagasabb szintjére nőtt. A nagymértékű prémiumnövekedés annak ellenére következett be, hogy az S&P és a Fitch is jelezte, hogy az euro későbbi bevezetése önmagában nem rontja a magyar adósság besorolását. Míg a hozamemelkedést a piaci szereplők eleinte kedvező vételi lehetőségként értékelték, addig szeptember második felétől a piaci várakozások és a befektetési banki ajánlások forinteladási irányba tolódtak el. Jelentős mértékű forintgyengülésre azonban alapszcenárióként a piaci szereplők többsége továbbra sem számít.

Kiárazódtak a kamatcsökkentési várakozások. Míg a szeptemberi, piaci várakozásoknak megfelelő 25 bázispontos kamatcsökkentés után a piaci szereplők év végéig további 50 bázispontos kamatcsökkentést áraztak be, addig a kedvezőtlen költségvetési hírek és az árfolyam-gyengülés hatására a várt kamatpálya rövidtávon ellaposodott. A hozamgörbe rövid vége – ha eltekintünk a likviditási prémium esetleges torzító hatásától – jövő év végéig 25, 2007 végéig pedig összesen 50 bázispontos kamatemelést tartalmaz. A Reuters októberi felmérése szerint mind az elemzők, mind a devizapiaci ügyletkötők az alapkamat októberi szinten tartására számítanak, a hosszabb távú elemzői várakozások azonban inkább kismértékű kamatcsökkentést valószínűsítene.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A gazdasági és pénzügyi folyamatok áttekintése után a Tanács a jegybanki alapkamat szinten tartását és egy 25 bázispontos kamatemelés lehetőségét vitatta meg.

A Tanács tagjai között egyetértés mutatkozott abban, hogy az inflációs folyamatok a kitűzött célok szerint alakulnak. Ugyanakkor az elmúlt hetekben jelentősen megnőtt a befektetők bizonytalansága a magyar gazdaság egyensúlyi helyzetét és a konvergencia pályát illetően. Ez utóbbi csak látszólag oldódott meg az eurobevezetési céldátum újbóli deklarálásával, hiszen ahhoz konkrét intézkedések egyelőre nem kapcsolódtak, aminek hiányában a piaci szereplők nem tekintik hitelesnek a Konvergencia programban feltüntetett számokat. A 2005-ös költségvetési deficitcél megemlése és a 2006-ra benyújtott költségvetésben szereplő, a konvergencia program előirányzatát jelentősen meghaladó költségvetési hiány nagyban hozzájárult ahhoz, hogy a némileg kedvezőtlenebb

nemzetközi környezetben érezhetően megemelkedett a forint befektetésektől elvárt kockázati prémium.

A jegybanki alapkamat változatlansága melletti érvelésben egyesek arra helyezték a hangsúlyt, hogy az inflációs célkövető rendszer logikája szerint nincs szükség kamatemelésre, mert a kitűzött inflációs cél teljesíthető a jelenleg előrettekintve kirajzolódó monetáris kondíciók mellett. A jegybanki kamat szintentartása az infláció várható csökkenése miatt nem jelent monetáris lazítást. Többen kiemelték, hogy az elmúlt időszak fejleményei a Tanács számára nem jelentettek változást a gazdaság egyensúlyi helyzetének megítélésében.

A Tanács több tagja is hangsúlyozta, hogy a jegybanki alapkamat szintentartása a hosszabb ideje tartó kamatcsökkentési periódus után már önmagában is képes jelezni, hogy a Jegybank a jövőben fokozott figyelmet szentel a megnövekedett piaci kockázatoknak. A kockázati prémium emelkedésére összességében továbbra is kedvező nemzetközi környezetben, elsősorban ország-specifikus tényezők következtében került sor, ezért az MNB-nek a jövőben fel kell készülni a piaci folyamatok további kedvezőtlen alakulására. Miközben a régióban a növekvő politikai kockázatok kivárára ösztönözhetik a befektetőket, a hazai költségvetési folyamatokban továbbra is jelentősek a felfelé mutató kockázatok.

Ugyanakkor a Tanács több tagja is hangsúlyozta, hogy habár a kamatprémium elvárások megnövekedtek, tükrözve a hazai fundamentális folyamatok és a magyar konvergencia-folyamat kedvezőtlenebbé váló megítélését, ez elsősorban a további kamatcsökkentési kilátásokat befolyásolja.

Egyes tagok szerint a folytatódó világpiazi inflációs nyomás és az ezzel járó kamatemelések miatt a közel jövőben a historikusan továbbra is kedvező nemzetközi pénzügyi környezet romlására lehet számítani, miközben a hazai egyensúlyi folyamatok piaci megítélésében nem számítanak kedvező változásra. Szerintük egy mostani kisebb kamatemelés csökkentené a sebezhetőséget és erősítené a jegybank hitelességét. A kedvező inflációs környezet ellenére olyan nagyságrendűnek látják a közvetett inflációs kockázatokat, ami alapján jelen helyzetben az inflációs célkövetés rendszere proaktív monetáris politikát kívánna meg.

Az Elnök szavazásra bocsátotta a kamat 6,00%-os szinten tartásának és a 25 bp-os emelésnek a lehetőségét. A Tanács tagjai közül tíz fő a szintentartás, két fő pedig 25 bp-os kamatemelés mellett szavazott.

Szavazatok:

<i>alapkamat 6,00%-os szintentartása mellett:</i>	10	Járai Zsigmond, Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Kádár Béla, Kopits György, Neményi Judit, Oblath Gábor, Szapáry György
<i>25 bp-os emelés mellett:</i>	2	Adamecz Péter, Auth Henrik

Jelen voltak:

Járai Zsigmond elnök

Auth Henrik

Adamecz Péter

dr. Szapáry György

dr. Hardy Ilona

Neményi Judit

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. november 28-án tartja, amelyről 2005. december 16-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.