

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2006. JÚNIUS 19-I ÜLÉSÉRŐL

Közzététel időpontja: 2006. július 7. 14 óra

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

Az elmúlt hónap makrogazdasági adatai

2006 májusában a fogyasztói árindex éves értéke 2,8 százalékra emelkedett, ami fél százalékkal meghaladta az áprilisi értéket és a piac várakozásait is. Ezzel párhuzamosan a maginfláció is emelkedett 0,3 százalékponttal, így jelenleg 1 százalékon áll. Az ÁFA-csökkentés hatását kiszűrő trendinfláció évesített havi indexe 4 százalékra ugrott az egy éve stabilan 2 százalék körüli szintjéről. Az okokat elemezve megállapítható, hogy a maginflációt elsősorban a feldolgozott élelmiszerek sokkszerű árnövekedése és a piaci szolgáltatások nem várt inflációja emelte meg. Májusban a feldolgozott élelmiszerek árának évesített havi változása meghaladta a 9, a piaci szolgáltatásoké pedig a 6 százalékot. Ez utóbbi azért is meglepő, mert az év első hónapjaiban ebben a körben a havi árváltozások üteme a 2005 során tapasztaltnál alacsonyabb szinten (4 százalék körül) látszott stabilizálódni. Emellett az iparcikkek deflációja sem folytatódott, amit a gyengébb árfolyam, az importárak emelkedése és a piaci verseny esetleges gyengülése együttesen magyarázhat. A fogyasztói árindex növekedéséhez a maginfláció emelkedésén túl számottevően hozzájárult a járműüzemanyag, valamint a feldolgozatlan élelmiszerek továbbra is magas (éves szinten 13,3, illetve 18,5 százalékos) inflációja.

2006 első negyedévében a gazdasági növekedés 4,6 százalék volt az előző év azonos időszakához képest, ami némileg meghaladta az előzetes adatközlés szerinti és a májusi inflációs jelentésben prognosztizált 4,5 százalékos növekedési ütemet. A részletes adatok szerint a lakossági és a kormányzati fogyasztás dinamikája mérsékeltebb volt, míg a nettó export (elsősorban az exportforgalom bővülése miatt) és a beruházás magasabb volt, mint amire korábban számítottunk. Önmagában ezen adat a GDP 2006-os növekedésére adott legutóbbi 4,5 százalékos prognózishoz képest enyhe felfelé irányuló kockázatot indokolna.

A legfrissebb konjunktúra adatok ugyanakkor valamelyest árnyalják ezt a képet. Már az előző hónapokban mutatkoztak az ipari termelés lassulásának egyre biztosabb jelei, az áprilisi előzetes adatok pedig megerősítették az ipari konjunktúra fordulópontjának elérkezését. Az ipari termelés volumene áprilisban mindössze 1,8 százalékkal volt magasabb az előző év áprilisi adatánál. A trendfordulás összhangban van a lassuló külső konjunktúrára utaló euroövezeti üzleti bizalmi indexek megtorpanásával, ami külkereskedelmi forgalom mérsékeltebb bővülésében is tükröződik. A nettó export ugyanakkor dinamikusabban bővült, mert az import gyakorlatilag nem növekedett. A nettó export hozzájárulását a gazdasági növekedéshez éppen ezért némi bizonytalanság övezi, hiszen az áprilisi adatban látható import lassulás részben lehet az idősor zajosságának a következménye.

A májusi inflációs jelentés óta a munkapiacról beérkezett adatok összességében enyhe inflációs nyomás kibontakozását valószínűsítik. A munkanélküliségi ráta emelkedése az év elején megtorpant, majd fokozatosan csökkenni kezdett, ami mögött a foglalkoztatottak számának bővülése áll. 2006 január-áprilisban a nemzetgazdasági bruttó átlagkeresetek 7,5%-kal emelkedtek az egy évvel korábbi szinthez képest. Ezen belül a versenyszférában 8,6%-kal, a költségvetési szférában pedig 6,1%-kal nőttek a bérek. Az áprilisi adatok megerősítik, hogy a minimálbér-emelés okozta egyszeri bérsokkot követően a versenyszféra bérinflációja tovább lassult.

A bejelentett fiskális intézkedések és hatásuk a költségvetés várható alakulására

A költségvetési folyamatokkal kapcsolatosan az elmúlt időszakban több fontos hír látott napvilágot. Egyrészt június 8-án a Kormány felfelé módosította a 2006-os hiánycélt, másrészt június 10-én a miniszterelnök kiigazítási intézkedéseket jelentett be. Az azóta eltelt

időszakban több olyan nyilatkozat és hír látott napvilágot, ami az ideai hiányt, illetve a kiigazítás nagyságát és szerkezetét befolyásolja, ezért a várható költségvetési pálya még változhat. Ugyancsak bizonytalanságot jelent, hogy a 2006-os hiánycél módosításának okai még a mai napig nem ismertek olyan bizonyossággal, hogy az egyszeri és tartós hatások jól elkülöníthetőek legyenek.

Figyelembe véve a fenti bizonytalanságokat a bejelentések és a meghirdetett intézkedések alapján a 2006-os fiskális folyamatokkal kapcsolatosan az alábbi megállapítások tehetőek.

1. A hiánycél a bejelentett kiigazító lépések hatásának figyelembe vétele ellenére emelkedett. Ezért a hiánycél felfelé módosítása egyrészt a már az inflációs jelentésben is jelzett kockázatok megvalósulásának beismerését, másrészt a kiadások pótlólagos növelését jelenti.
2. Az igen hiányos információk alapján nagyobb részben keresletnövelő és csak kisebb részben egyszeri konszolidációs tényezők állnak a hiánycél módosítása mögött. A hiánycsökkentő intézkedések nélkül a 2006-os keresletnövelő hatás megközelítőleg a GDP 2,5 százalékát tette volna ki, a széles értelemben vett államháztartás finanszírozási igénye pedig elérte volna a GDP 11,5-12 százalékát.
3. A meghozott hiánycsökkentő lépések a 2006-ra beismert hiánytúllépés jelentős részét ellensúlyozzák. A hiánycsökkentő intézkedések összességében 1-1,5 százalékkal mérséklik a 2006-os keresletet. Az adóemelések közel 200 milliárd forintnyi többletbevételt generálnak, a gyógyszerkiadások és a gázkompenzáció mértéke együttesen mintegy 50-60 milliárd forinttal mérséklődhet és a tartalékok zárolása maximálisan 112 milliárd forinttal mérsékelheti a hiányt. Ez utóbbi kiadáscsökkentő lépés hatása a múltbeli tapasztalatok alapján azonban igen bizonytalan.
4. Összességében a költségvetési politika által okozott ideai keresletnövekedés mértéke várhatóan a GDP 1-1,5 százaléka között, a széles értelemben vett államháztartás finanszírozási igénye pedig a GDP 10,5 százaléka körül alakulhat.
5. Az ESA hiány nagysága körül jelentős a bizonytalanság, mert az erősen függ olyan egyszeri tényezőktől, mint az adósságátvállalások és az autópálya-építés költségeinek elszámolása. A meghirdetett 9,4 százalékos hiánycél elérése egyszeri hiánynövelő tételek bevállalását is megengedi, ezek nélkül akár a GDP 0,4 százalékával alacsonyabb hiány is elérhető.

A bejelentett intézkedések mellett felfüggesztésre került az ötéves adócsökkentési program, amelynek hatása a GDP közel 1 százalékpontjára tehető, azaz a tételes egészségügyi hozzájárulás fennmaradása és a tervezett társadalombiztosítási járulékcsökkentés elmaradása 2007-ben és 2008-ban ennyivel járul hozzá a társadalombiztosítási alapok egyensúlyának javításához. Mindezen hatásokat figyelembe véve 2007-ben az eddig bejelentett intézkedések közel 4,5 százalékos keresletszűkítő hatást fejtenek ki és a széles értelemben vett államháztartás finanszírozási igénye a GDP 6-6,5 százaléka közelébe mérséklődhet. A bizonytalanság persze jelentős, egyrészt a hiánycsökkentés fogyasztásra gyakorolt hatásának függvényében a GDP jó néhány tized százalékával változhat az ÁFA és a jövedéki adó-bevételek nagysága, másrészt némileg nagyobb hiányt eredményezhet, ha az állami szektor béremelése 2007-ben meghaladja az inflációs jelentésben feltételezett 5,4 százalékot. További a teljes előrejelzési időszakon végigvonuló jelentős bizonytalansági tényező a MÁV és a BKV adósságának esetleges átvállalása, illetve a MÁV szükséges feltőkésítése, ezeknek tényezőknek ugyanakkor inkább a hiányra és az adósságra van hatása, az inflációra és a növekedésre kevésbé.

A jelenlegi információk alapján a 2007-es ESA hiány a GDP 4,5-5 százaléka körül alakulhat, abban az esetben, ha az autópálya-építések költségei az ESA hiányban nem kerülnek elszámolásra.

1. táblázat: Különböző hiánykategóriákra vonatkozó előrejelzések alakulása
(a GDP százalékában)

	2006	2007	2008
Eredménysemleltű hiány (ESA)	9,0-9,7	4,2-5,4	3,5-4,8
Módszertani kockázat (Autópálya PPP)	0,4	1,0	1,0
Széles értelemben vett államháztartás finanszírozási igénye	10,1-10,9	5,8-7,0	5,1-6,4
Keresleti hatás	1,1-1,9	(-4,8)-(-3,6)	(-1,1)-0,2

2008-ban további több mint 0,5 százalékos pótlólagos keresletszűkítést okoznak a most bejelentett intézkedések és a korábbi intézkedésekből származó determinációk. Ennek eredményeképpen a széles értelemben vett államháztartás finanszírozási igénye 6 százalék alá mérséklődhet, míg az ESA hiány a GDP 4 százaléka körül alakulhat, ismét hangsúlyozva, hogy ennek feltétele, hogy sem veszteséges állami vállalatok konszolidációja, sem autópálya-építési költség nem terheli az ESA hiányt. A 2008-as hiány-előrejelzésnek csak a minimumértéke van a maastrichti kritérium várhatóan 3,6 százalékos értéke alatt. A meghozott intézkedések tehát nagy valószínűséggel nem elegendők az euró 2010-es bevezetéséhez.

A fiskális kiigazítás szerkezetére jellemző, hogy egyrészt alapvetően a bevételi oldalon biztosítja a hiány mérséklését, ugyanis a bejelentett intézkedések mintegy háromnegyede az adó- és járulékemeléseken keresztül, míg egynegyede a költségvetési támogatások csökkentésén és a közigazgatási átalakításokon keresztül járul hozzá a hiány csökkenéséhez. Másrészt az intézkedések mintegy 70 százaléka a lakosság, míg 30 százaléka a vállalati szektor rendelkezésre álló jövedelmét csökkenti.

A bejelentett fiskális intézkedések hatása a makrogazdasági pálya várható alakulására

A nyilvánosságra került intézkedések makrogazdasági és inflációs hatásának megítélésekor számos bizonytalanság merül fel. Részletes és teljes makrogazdasági előrejelzés frissítése az augusztusi inflációs jelentésben kerül teljes körűen kifejtésre.

A májusi jelentésben feltételezettnél a fiskális politika idej – kiigazítás nélküli – kereslet-élénkítő hatása nagyobb lenne. Ez döntően egyes állami beruházások és egyéb kiadástúllépések (pl. árvíz) miatt következett be. Önmagában tehát ez a 2006-os növekedési képet javította volna. Az infláció alakulása ugyanakkor a vártnál kedvezőtlenebb volt, ami részben a monetáris politika számára exogénnek tekinthető (pl. élelmiszer és olajár) sokknak, részben maginflációs folyamatoknak volt köszönhető. Mindez összességében az MNB 2006-os inflációs előrejelzését emeli, miközben a 2007-re gyakorolt hatásuk korlátozott lehet.

A fenti helyzetértékeléshez adódik hozzá a bejelentett fiskális intézkedés-sorozat. Közgazdasági értelemben az intézkedések alapvetően ötféle csatornán fejtik ki hatásukat:

- a szabályozott árak és indirekt adó emelések közvetlen áremelő hatása,
- az adó-, TB és egyéb teher emeléseknek (ideértve a gázár-kompenzáció lecsökkentését is) a lakosság rendelkezésére álló jövedelmét csökkentő hatása,
- az áru piacot közvetlenül érintő intézkedések (pl. kiadások zárolása),
- a munkapiacot érintő tételeket (kb. 14 ezer fő elbocsátása, a munkaadói TB-járulék tervezett csökkentésének elhalasztása) és
- a tőke növekvő adóztatása.

A fenti intézkedések közül legjelentősebbek az első két csatornához kötődnek. Az intézkedések közül jó néhány (pl. adó-, munkavállalói TB emelés) az aggregált kereslet mérséklésén keresztül egyaránt csökkenti az inflációt és a GDP-t, míg a költség és ársokkok, valamint a munkaadói TB-járulék csökkentés elhalasztása az inflációt emelő hatásúak, a növekedésre viszont vagy alig (pl. ÁFA-emelés) vagy csökkentőleg hatnak. A vállalati adók emelése is elsősorban inflációt növelő és növekedést fékező hatásúak. A teljes inflációs és reálhatás tehát a keresleti és a költség (ár-) sokkok arányától, a kiugazítás szerkezetétől erőteljesen függ.

Attól függően, hogy 2007-ben milyen további gázáremelés lesz, a szabályozott árak 2006-ban és 2007-ben is jelentős (2007-ben 2-3,5 százalékpontos) mértékben emelik az inflációt. Az ÁFA-emelés egyértelműen inflációs sokknak minősül. Feltételezve, hogy a fiskális kiugazítás miatt visszaeső kereslet mellett a termelők csak részben képesek érvényesíteni az ÁFA-emelést, hatására kb. 1 százalékponttal emelkedhet az infláció. Az állami létszámleépítés, ugyan lazább munkapiacot eredményez, nagyságrendje (az eddigi ismereteink szerint) nem akkora, hogy számottevő mértékben vezetne alacsonyabb bérinflációhoz.

Becsléseink szerint a lakosság rendelkezésére álló jövedelme 2007-ben a kiugazítás hatására több mint 5 százalékkal csökken a korábbi előrejelzésünkhöz képest (2006-hoz képest 3 százalékos reáljövedelem csökkenés várható). Ez a lakossági fogyasztásra csökkentőleg hat, számításaink szerint a fogyasztás növekedési üteme 2-3 százalékponttal csökken az előző jelentéshez képest mind 2007-ben, mind 2008-ban. A fogyasztás alakulásának megítélésében a legfontosabb bizonytalansági tényező, hogy mennyire tekinti a lakosság tartósnak az intézkedéseket, illetve, hogy van-e az intézkedéseknek eltérő hatása a különböző fogyasztói csoportokra. Amennyiben az intézkedést tartósnak gondolják, akkor a fogyasztás-simítási magatartás kevésbé jelentkezik (nagyobb lesz a fogyasztás csökkenése). Ha viszont az intézkedések inkább a kevésbé likviditás-korlátos (magasabb jövedelmű) fogyasztókat érintik, akkor nagyobb mértékben számíthatunk fogyasztás-simításra. Legvalószínűbbnek az tűnik, hogy a fogyasztás növekedési üteme 2007-ben 1-2, míg 2008-ban 0-1 százalék körül alakul. Nem zárható ki ugyanakkor egy ennél alacsonyabb fogyasztás sem, amennyiben a jövedelem sokkot teljes mértékben tartósnak gondolják. A vállalati adók emelése a beruházásokra negatívan hat, ugyanakkor elképzelhető, hogy kis mértékben a vállalatok áremelésekkel vagy alacsonyabb munkakereslettel próbálják majd kompenzálni profitvesztésüket.

A fenti inflációs és makrogazdasági hatásokat jelentősen módosíthatja az, hogy vajon az inflációs várakozások és a béralkuk miképpen alakulnak. Ezek megítélésében ma még nagy a bizonytalanság, de ezek a meghatározóak abban, hogy az infláció hová fog 2008-ban visszatérni (amikorra ugyanis az egyszeri ár- és ÁFA sokkok direkt hatásukban kihalnak).

Kockázatot jelent, hogy egy jelentős, döntően költséginflációs jellegű fiskális kiigazítás hogyan hat az inflációs várakozásokra. Továbbá, a negatív lakossági jövedelemsokk megemelheti a 2007-es és a 2008-as nominális bérköveteléseket is. 2 százalékkal magasabb nominális bérkövetelések az inflációt 2008-ban akár 4,5 százalékra is emelhetik. Ebben az esetben a GDP és a lakossági fogyasztás növekedése sem lassulna annyira.

A GDP-re gyakorolt hatásoknál a fenti számításaink nem tartalmazzák ún. nem-keynesi, a növekedési-áldozatot mérséklő hatásokat. Vizsgálataink során azt találtuk, hogy a legvalószínűbb nem-keynesi hatások Magyarországon döntően az alacsonyabbá váló kamatprémium beruházás élénkítő hatásából, a munkapiaci szűkösségek oldódásából eredhetnek. Megítélésünk szerint a jelenleg ismert intézkedések csak kevéssé okozhatnak beruházás élénkítő hatásokat, hiszen a vállalati adók emelése a kamatprémium esetleges csökkenésének hatását tompítja. A beruházásokra továbbá nem hat kedvezően az sem, hogy az intézkedések a munkaköltségek emelkedésének és a versenyképesség romlásának irányába is mutatnak. Lévén, hogy a bejelentések szerint az állami létszámleépítés sem lesz a munkapiaci folyamatok szempontjából nagyságrendileg fontos esemény, ezért annak a munkapiaci szűkösségek oldódása miatti nem-keynesi hatásai is csak korlátozott lehetnek.

Várható makrogazdasági és inflációs hatások (éves átlagos növekedési ütemek)

Májusi Inflációs Jelentés		„Frissítés”	Májusi Inflációs Jelentés		„Frissítés”
Infláció			Lakossági vásárolt fogyasztás		
2005 tény		3,6	2005 tény		1,7*
2006**	2,1	3,2 – 3,4	2006	3,7	3 körül
2007**	3,3	6,0 – 7,0	2007	3,4	1,0 – 2,0
2008**	3,2	3,5 – 4,5	2008	3	0,0 – 1,0
GDP növekedés			Bruttó állóeszköz felhalmozás		
2005 tény		4,1*	2005 tény		6,6*
2006	4,5	4,5 körül	2006	6,3	7,3
2007	4,2	2,0 – 3,0	2007	2,8	2,0 – 2,5
2008	3,8	2,5	2008	4,4	4 körül

** 272 forint/euro árfolyammal kalkulálva

2006-ban az államháztartás keresleti hatása a hiánycsökkentő lépések ellenére a GDP 0,5-0,8 százalékaival haladhatja meg a legutóbbi inflációs jelentés prognózisát, és az állam finanszírozási igénye elérheti 10,8 százalékot. Így az ország külső finanszírozási igénye a GDP 7-8 százaléka körül alakulhat. 2007-ben a kiigazítás hatására az ország GDP-arányos külső finanszírozási igénye jelentősen csökken, ennek mértéke ugyanakkor várhatóan elmarad az állam 4 százalékpontot meghaladó mértékű megszorításától. A hiánycsökkentés külső egyensúlyjavító hatását ugyanis részben semlegesítheti a magánszektor finanszírozási képességének csökkenése. A bejelentett kormányzati intézkedések hatására a lakosság rendelkezésre álló jövedelme a GDP 3 százalékát meghaladó mértékben csökken, míg a vállalati szektor rendelkezésre álló jövedelme a GDP közel 2 százalékaival mérséklődik. Ennek hatására a háztartási szektor pénzügyi megtakarítása várhatóan 1-1,5 százalékponttal csökken, a vállalati szektor finanszírozási igénye pedig 1 százalékponttal emelkedni fog. Így az ország külső finanszírozási igénye az állami megszorításánál kisebb mértékben csökkenhet, és a GDP 5-6 százaléka körül alakulhat 2007-ben.

Pénzpiaci folyamatok

A nemzetközi pénzügyi piacok alakulásában az elmúlt hetekben is az inflációs kockázatok növekedése és az ezekre adott jegybanki reakciók játszottak meghatározó szerepet. Az EKB a piaci várakozásoknak megfelelően 25 bázisponttal emelte az irányadó euro kamatot, a lépést kísérő kommunikáció azonban mérsékelte a kamatemelések felgyorsulására vonatkozó félelmeket. A piacok így visszatértek a korábban is feltételezett, jövő márciusig negyedévente 25 bázispontos szigorítást árazó pályához. Az inflációs nyomásra utaló adatok és a Fed több vezetőjének nyilatkozata hatására a piaci szereplők beárazták a június végi amerikai kamatemelést is, és már a további szigorításhoz is jelentős valószínűséget rendelnek. Ezzel a szigorítási ciklus tetőpontjára vonatkozó várakozások 5,5 százalékos közelébe, vagyis a jelenlegi ciklus legmagasabb szintjére emelkedtek.

A feltörekvő piaci jegybankok lépései is a növekvő inflációs és piaci kockázatokat tükrözték. Az elmúlt másfél hónap pénzügyi turbulenciái által erősen érintett török és dél-afrikai jegybankok egyaránt a várnál nagyobb mértékű kamatemelést hajtottak végre. Számos jegybank további szigorítása illeszkedett a globális kamatemelési ciklusba. A kockázatok továbbra is a monetáris kondíciók folytatódó szigorodása irányába mutatnak.

Az emelkedő jegybanki kamatok és a némileg romló növekedési kilátások hatására globális szinten folytatódott a részvénykockázati kitétség csökkenése. Az eladások jelentős áreséseket okoztak mind a fejlett, mind a feltörekvő országok tőzsdéin. A kitétség csökkentése ezúttal nem terjedt ki a feltörekvő piaci devizákra és a kötvénypiacokra, bár egyes kockázatosabbnak ítélt országokban folytatódott a külföldi szereplők tőke kivonása. A befektetők a részvénytőzsdékről az alacsonyabb kockázatú állampapírokba csoportosították át, ami a növekedési félelmekkel együtt azt eredményezte, hogy mérséklődtek a hosszú euro és dollár hozamok, megtörve ezzel a több hónapja tartó emelkedést.

A forintárfolyam a Monetáris Tanács májusi ülését követően 261-265 forint/euro között ingadozott, és az állampapír-piacot is kiválás jellemezte. A költségvetési intézkedések, illetve a megemelt hiánycél bejelentését követően az árfolyam 271 forint/euróig értékelődött le, amire 2003 óta nem volt példa. A hosszú állampapír-hozamok 20-30 bázisponttal emelkedtek. Miután az S&P rontotta a magyar devizaadósság besorolását, a forint 273 forint/eurós szintre gyengült, és további jelentős, 40-50 bázispontos hosszúhozam-emelkedés következett be. A májusban átmenetileg 200 bázispont alá csökkent hosszú forward kamatfelár pedig 225 bázispontra nőtt. A negatív piaci reakcióhoz hozzájárulhatott, hogy az S&P a besorolás további rontását is kilátásba helyezte. A technikai tényezők alapján a további leértékelődésnek van nagyobb esélye. A Reuters felmérése szerint ugyanakkor az elemzők – leminősítés előtt mért – hosszabb távú árfolyam-várakozásai lényegében nem változtak, 2007 végére továbbra is átlagosan 260 forint/euro körüli árfolyamot várnak. Az általános részvényeladási hullám a magyar tőkepiacra is jelentős áresést okozott. Május közepe óta a külföldiek 150 milliárd forinttal csökkentették részvényállományukat. A külföldiek a részvények eladásával párhuzamosan forintkitétségüket is jelentősebb mértékben csökkentették.

Az elmúlt hónapok egységes rövid távú kamatvárakozásaival szemben június közepén mind az elemzők, mind a devizapiaci üzletkötők között megjelentek olyanok, akik már a Monetáris Tanács júniusi ülésére kamatemelést jeleztek előre. Az elemzők többsége év végéig átlagosan 6,5 százalékra emelkedő, majd jövő év végére a jelenlegi szintre csökkenő

alapkamattal számol. Ezzel szemben a hozamgörbe alapján a piac az idei év végére 6,75, a jövő év végére pedig 7,25 százalékos kéthetes kamatot árazott be.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után az alapkamat szinten tartására, valamint 25 és 50 bázispontos emelésére is hangzott el javaslat.

A tagok egyetértettek abban, hogy a bejelentett fiskális intézkedéscsomag a költségvetési egyenlegre és ez által a külső egyensúlyra gyakorolt hatását tekintve jelentősnek mondható. Mivel az elmúlt években a magyar gazdaságnak a sebezhetősége éppen a kettős deficit problémához kötődött, a külső és belső egyensúlyhiány várható csökkenése önmagában hozzájárulhat az elvárt prémium csökkenéséhez és a monetáris politika mozgásterének a megnövekedéséhez.

Az is elhangzott, hogy a bejelentett intézkedés-csomagnak az egyensúlyi folyamatok várható alakulására gyakorolt hatásához képest kedvezőtlen volt a piaci fogadtatása. A hosszú állampapír hozamok növekedtek, a forint leértékelődött. Egyesek szerint a negatív piaci reakciót nem a meghirdetett lépések váltották ki elsősorban, hanem a 2006-os hiány ezzel együtt bejelentett jelentős korrekciója, valamint egyéb tényezők, mint például a magyar állampapírok leminősítése. Mások úgy gondolták, hogy a kiigazítási csomag szerkezete miatt csalódottak a befektetők. A hiánycsökkentés ugyanis elsősorban adóemelésekre és egyéb állami bevételek növelésére támaszkodik, és egyelőre kevés olyan elemet tartalmaz, amely az államháztartás kiadási oldalának átalakítása irányába mutat. Ez kétségeket ébreszt az egyensúly hosszabb távú fenntarthatósága iránt. Az adóemelések tovább növelik az egyébként is nagymértékű állami jövedelem-elvonást és az élőlátás költségeit, ami rontja az ország versenyképességét és növekedési potenciálját.

Egyetértés volt a tagok körében abban, hogy a bejelentett kiigazítási program több csatornán keresztül gyakorol hatást az inflációra. Ez bonyolult helyzetet teremt a monetáris politika számára. A várható keresletmérséklődés az infláció mérséklődése irányában hat, az ÁFA-kulcs és a szabályozott árak megemelkedése pedig átmenetileg felgyorsítja azt. A vélemények megosztottak voltak abban a kérdésben, hogy a 2007-ben egyszeri tényezők miatt jelentősen megemelkedő infláció visszatér-e a jegybank 3 százalékos célja közelébe 2008-ban.

Azok a tanácsstagok, akik a kamat szinten tartását támogatták, azzal érveltek, hogy a jelentősen mérséklődő belföldi kereslet képes lehet megakadályozni az egyszeri költségsokkok tovagyrűző hatásait, ezért még 2007-ben sem fog feltétlenül olyan magasra emelkedni az infláció, mint ahogy azt a stáb előrejelzése tartalmazza. Az állami szektorban foglalkoztatottak számának csökkenése, valamint az állam várhatóan mérsékelt bérlpolitikája pedig a bérinfláció emelkedése ellenében hat, ami biztosíthatja a másodlagos inflációs hatások elkerülését, és segíthet a 2008-as inflációs cél elérésében. Megítélésük szerint a magyar gazdaság külső és belső egyensúlyi helyzete a már bejelentett intézkedések, és a kilátásba helyezett reformok eredményeképpen a fenntarthatóság irányába mozdul el. Ez várhatóan mérsékli a befektetők által elvárt kamatprémiumot, és kedvező környezetet teremt az infláció csökkenésének. Egyes tagok szerint jelenleg a kamat szinten tartását az is indokolja, hogy egy kamatemeléssel az MNB megkérdőjelezné az intézkedések hitelességét, és rontaná a költségvetési kilátások piaci megítélését. A jelenlegi volatilis pénzpiaci helyzetben nem egyértelmű, hogy a szinten tartás vagy a kamatemelés képes inkább megnyugtatni a befektetőket. A kamatok megemelése akár fel is gyorsíthatja a befektetők kötvényeladásait és pozíciózárásait.

A kamatemelés mellett érvelők ezzel szemben azt hangsúlyozták, hogy fennáll a veszélye annak, hogy a monetáris politika aktív beavatkozása nélkül az inflációs várakozások magasabb szinten ragadhatnak be. Ezen kívül nem lehet feltétel nélkül arra számítani, hogy a kormányzati intézkedések a kockázati prémiumot mérséklék. Az eddig bejelentett intézkedések alapján a befektetők azt a következtetést vonták le, hogy a kormányzat a deficit lefaragásának olyan módját választotta, amelyik elsősorban a bevételekre koncentrál, és egyben erősen épít az intézkedések inflatorikus hatására. Ennek következtében a kockázati prémiumelvárás egyelőre nem mérséklődött és egy ilyen irányú változás bekövetkezte bizonytalan. Ha ebben a helyzetben a jegybank túl hosszú ideig tanúsít kivárá magatartást, könnyen elveszítheti hitelességét a piac szemében, amit később csak nagyobb kamatemeléssel tudna visszaszerezni. Az inflációs várakozások lehorgonyzása érdekében a monetáris politikának minél előbb jelzést kell küldenie a gazdasági szereplőknek, hogy a Monetáris Tanács továbbra is mindent megtesz a kiszámítható, alacsony inflációs környezet fenntartása érdekében. A kamatemelést indokolja az a körülmény is, hogy a nemzetközi befektetői környezetben mára már világosassá vált a trendforduló. A globális likviditásbővítéssel és a magas befektetői kockázatvállalással jellemzett időszak nagy valószínűséggel véget ért. Az inflációs kockázatok miatt tovább emelkedő európai és amerikai kamatok hatására a befektetők csökkentik kitétséget a kockázatosabb piacokon, ami a forint befektetéseket is kedvezőtlenül érinti. A magyar piacok szempontjából releváns országok kamatemelési ciklusa miatt is indokolt a forint kamatok növelése.

A kamatemelést támogatók közül egyesek azt az álláspontot képviselték, hogy jelenleg elegendő egy mérsékelt, 25bp kamatemelés arra, hogy a bank jelezze, figyel az inflációs kockázatokra. Mások úgy vélték, hogy a megemelkedett hozamelvárás miatt a bank legalább 50 bázispontos kamatemeléssel tudna a gazdasági szereplők számára egyértelmű jelzést küldeni.

Az Elnök ezek után szavazásra bocsátotta a felmerült három javaslatot. A szinten tartást 5, a 25 bázispontos és az 50 bázispontos kamatemelést 4-4 tag támogatta. Mivel a Monetáris Tanács döntéséhez a jelenlevő tagok többségének (jelen esetben legalább 7 fő) azonos szavazata szükséges, sor került egy második szavazási körre is. Az első körben az 50 bázispontos emelésre szavazó tagok (Járai Zsigmond elnök, Adamecz Péter, Auth Henrik és Szapáry György alelnökök) külön véleményük rögzítése mellett, a döntés meghozatala érdekében támogatták a 25 bázispontos kamatemelést. Így végül a Monetáris Tanács a jegybanki alapkamat 6,25 százalékos szintre emelése mellett döntött.

Szavazatok:

<i>alapkamat 6,00%-os szintentartása mellett:</i>	5	Bánfi Tamás, Bihari Péter, Csáki Csaba, Neményi Judit, Oblath Gábor
<i>Alapkamat 6,25%-ra emelése mellett</i>	8	Járai Zsigmond, Adamecz Péter, Auth Henrik, Bihari Vilmos, Hardy Ilona, Kádár Béla, Kopits György, Szapáry György

Jelen voltak:

Járai Zsigmond elnök
Auth Henrik
Adamecz Péter
dr. Bánfi Tamás

dr. 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 helyettes államtitkára képviselte.

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2006. július 24-én tartja, amelyről 2006. augusztus 11-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.