



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2006. JÚLIUS 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

2006 júniusában a fogyasztói árak éves indexe 2,8 százalékot tett ki, a maginfláció pedig 1,3 százalékra emelkedett, ami megerősítette az infláció vártnál gyorsabb emelkedésére utaló májusi adatközlést. Az indirekt adóváltozások hatását is kiszűrő, rövid bázisú trendinflációs mutató a 2005-ös alacsony szintről fokozatosan 4 százalék fölé emelkedett. Az infláció gyorsulásának robusztusságára utal, hogy a maginfláció összes lényeges komponense az emelkedés irányába mutatott. Az elmúlt két hónapban számottevő volt a feldolgozott élelmiszerek árnövekedése, és a legfrissebb adatok alapján úgy tűnik, hogy a piaci szolgáltatások idei évi infláció-mérséklődése visszafogottabb lehet a korábban feltételezetténél. A megelőző időszakokkal ellentétben a második negyedévben már az iparcikkek árindexe sem mutatott érdemi csökkenést. Emellett a rövid távú inflációs folyamatokat kedvezőtlenül befolyásolják a maginfláción kívüli tételek is. A feldolgozatlan élelmiszerek körében a vártnál nagyobb és tartósabb az áremelkedés, miközben a járműüzemanyag árak is tovább emelkednek.

Májusban folytatódott az ipari termelés elmúlt évben megfigyelt dinamikus trendjének lassulása, de ez elsősorban a belföldi értékesítésre termelő ágazatokat érintette, miközben az exportra termelő ágazatokat (feldolgozóipar) változatlanul élénk eladás-növekedés jellemezte. A külkereskedelmi forgalom májusban – az első negyedéves dinamikának megfelelően – ismét stabilan (az export 20,6, az import 19,7 százalékkal) bővült, így az áprilisi lassulás átmenetinek tekinthető, illetve az idősor zajosságának tudható be. A külkereskedelmi áruforgalom hiánya 2006 január-május időszakában mintegy 100 millió euróval volt kevesebb az előző év első öt hónapjánál, ami a külső konjunktúra vezérelte töretlen exportbővülésnek és a lassuló belső kereslettel összhangban álló mérsékeltebb import-növekedésnek az eredménye. A hazai konjunktúra megítélése továbbra is bizonytalan, miközben a belső kereslet mérséklődése és az ipari termelés lassuló dinamikája trendfordulóra utal, addig a külső kereslet és vele együtt az exportértékesítés továbbra sem mutat számottevő lassulást. A folyamat kettősségét a jövőben felerősítheti a gyengébb forintárfolyam exportot élénkítő, és a fiskális intézkedések belföldi keresletet mérséklő hatása.

A március-májusi munkaügyi statisztika növekvő aktivitásról és foglalkoztatásról adott számot, a szezonálisan szűrt munkanélküliségi ráta csökkenő trendet mutat. Ennek ellenére egyelőre bizonytalan, hogy a foglalkoztatottság a jövőben gyorsulni vagy stagnálni fog. A versenyszféra májusi béradatai rövidtávon alacsonyabb bérinfláció irányába mutatnak. Az év eleji minimálbér-emelés sokkhatását ugyanis a vártnál némileg erőteljesebb korrekció követte, ami a piaci szolgáltatások körében volt a legjelentősebb. Összességében elmondható, hogy mind a minimálbér-emelés azonnali hatása, mind az azt követő korrekció nagyobb volt a vártnál, ugyanakkor ezek várhatóan átmeneti hatások, a hosszú távú folyamatokat nem befolyásolják.

A nemzetközi pénzügyi piacokon június végéig folytatódott a kockázatvállalási hajlandóság csökkenése, majd júliusban korrekció következett be. A főbb piacok kamatainak további emelkedése mellett némileg növekedtek a globális geopolitikai és a közép-európai regionális kockázatok is. Mindez hozzájárult ahhoz, hogy a hazai piacokon a forintárfolyam június végén történelmi mélypontra gyengült és jelentős mértékben emelkedtek az állampapír-piaci hozamok és a devizaadósság felára.

Az EKB júliusi ülésén a várakozásoknak megfelelően nem módosította irányadó kamatát, de kommunikációja alapján a piac augusztus elejére beárázta a következő kamatemelést. A piaci szereplők korábban arra számítottak, hogy az EKB negyedévente 25 bázisponttal fogja emelni a kamatot, az augusztus eleji emelés viszont elmozdulást jelentene ettől a

pályától. A kamatemelési ciklus felgyorsulása, illetve a továbbra is kedvező euró-régiós konjunkturális mutatók felvetik annak lehetőségét, hogy a jelenlegi hozamgörbébe beárazott 3,5 százaléknál magasabb szinten tetőzhet a mostani EKB kamatciklus. A Fed június végén sorban tizenhatodik alkalommal emelte az irányadó dollárkamat szintjét. A piac arra számít, hogy a következő két hónapban még egy kamatemelés lesz, és ezzel 5,5 százalékon befejeződik a mostani szigorítási ciklus. Ezzel lezárulhat a hosszú amerikai hozamok közel egy éve tartó, a feltörekvő piaci eszközök szempontjából kedvezőtlen emelkedése. A piaci szereplők ugyanakkor továbbra is érzékenyen reagálhatnak az új makrogazdasági adatokra, különösen, ha azok az inflációs kockázatok emelkedésére és így esetleges további kamatemelésre utalnak. Júliusban a japán jegybank is kamatot emelt, szakítva ezzel az öt éve folytatott zéró-kamatláb politikával.

A közel-keleti konfliktus elmélyülése újabb bizonytalansági tényezőt jelentett a piacokon. Ennek hatására ismét megnőtt a befektetők alacsonyabb kockázatú eszközök iránti kereslete. A részvénytőzsdékről kivont forrásokat elsősorban állampapírokba és dolláreszközökbe fektették, aminek következtében a főbb piacokon július első felében csökkentek a hosszú hozamok, és erősödött a dollár. A növekvő geopolitikai kockázatok másik hatása a nyersanyagárak emelkedése volt. A Brent típusú kőolaj hordónkénti ára történelmi csúcsra, 77 dollár közelébe nőtt. A piaci szereplők most inkább a magas szinten beragadó kőolajárak inflációs, semmint növekedési kockázataira figyelnek, ami erősítheti a globális kamatemelési várakozásokat.

A közép-európai régióban emelkedtek a politikai kockázatok, és az egész térség befektetői megítélése romlott. A júniusi cseh és szlovák parlamenti választások kimenetelét a befektetők egyaránt kedvezőtlennek minősítették. Lengyelországban júliusban lemondott a miniszterelnök és a pénzügyminiszter. A piacok ezek után mindhárom ország esetében fiskális lazításra számítanak. Júliusban a forint és a zloty mellett a szlovák korona is eladási nyomás alá került, a szlovák jegybank devizapiaci intervencióval próbálta megfékezni a tavaly november óta az ERM-II árfolyamrendszerben lévő deviza leértékelődését. A jelentős volumenű intervenció ellenére a korona a középparitásnál gyengébb szintre értékelődött le.

A forint gyengülése a júniusi kamatemelést követően is folytatódott, a hónap végére az árfolyam történelmi mélypontra, 285 forint/euróig gyengült. A júniusi árfolyam-gyengülés meghaladta a 7 százalékat. A forintárfolyam júliusban korrigált, miután a parlament elfogadta az adóemeléseket tartalmazó törvényjavaslatot, illetve miután a köztársasági elnök azt jóváhagyta. Az árfolyam gyengülése a külföldi szereplők korábban nem tapasztalt ütemű forinteladása mellett ment végbe. Becslésünk szerint ennek nagy része eleinte részvényeladáshoz és a meglévő forintkitettség fedezéséhez, majd június második felében egyre inkább forint elleni pozíciók felvételéhez kapcsolódott. Július elején a kiáramlás lelassult és a külföldiek nettó vásárlók lettek a részvénytőzsdén. Állampapír-állományukban ugyanakkor az árfolyam-gyengülés időszakában nem következett be lényeges változás.

A piaci bizonytalanság az állampapír-piacra is áttért. Június második felében tovább emelkedtek a hozamok, a hozamgörbe középső része 100 bázisponttal feljebb tolódott. A csökkenő kereslet miatt az ÁKK több kincstárjegy-, illetve kötvényaukciót is a meghirdetettnél alacsonyabb mennyiséget értékesített. Július közepéig azonban az árfolyam erősödésével párhuzamosan a hosszú lejáratú hozamok is közel 50 bázisponttal csökkentek. Az árfolyam gyengülése a kamatemelési várakozások jelentős erősödését okozta. Július elején a piac már 8,25 százalékos év végi alapkamatot árazott a hozamgörbébe, ami 175 bázisponttal jelentett magasabb szintet, mint egy hónappal korábban. Egyes piaci szereplők arra számítottak, hogy a jegybank július 3-i ülésén rendkívüli kamatemelést fog végrehajtani. Az ülést követő közlemény „alapkamat fokozatos emelésére” vonatkozó részét egyes elemzők úgy értelmezték, hogy az 25 bázispontos kamatemelés-sorozatot jelent. Az

árfolyam júliusi erősödésével párhuzamosan a kamatemelési várakozások is mérséklődtek. Jelenleg a hozamgörbe 7,5 százalékos idei év végi és 7,75 százalékos jövő év végi alapkamattal konzisztens. A Reuters felmérése szerint az elemzők és devizapiaci üzletkötők nagyobbik része 25, kisebbik része 50 bázispontos hétfői kamatemelésre számít. A felmérés szerint az elemzők arra számítanak, hogy az árfolyam év végére 270, majd jövő év végére 260 forint/eurós szintre értékelődik fel.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után kizárólag az alapkamat 50 bázispontos emelésére hangzott el javaslat.

A tagok egyetértettek abban, hogy az infláció emelkedő trendet mutat, és ebbe illeszkednek a legfrissebb adatok is. A kedvezőtlen folyamat tartósságát erősíti, hogy a maginfláció legtöbb összetevője a magasabb infláció irányába mutat. Megnövekedett a kockázata annak, hogy a költségvetési kiigazításhoz kapcsolódó egyszeri nagymérvű áremelkedések az inflációs várakozások megemelkedéséhez vezetnek, és emiatt az infláció újra egy magasabb pályára áll be. A forint tartósan leértékelt állapotát ezt a kockázatot tovább növeli.

A jelenlegi monetáris kondíciók a Tanács megítélése szerint nem tennék lehetővé a 3 százalékos inflációs cél elérését 2008-ban, ezért a jegybank korábbi közleményével összhangban az irányadó kamat további emelése indokolt.

Egyetértés volt abban is, hogy az irányadó kamat emelését a fentiekén túl az is szükségessé teszi, hogy tovább folytatódik a főbb jegybankok szigorítási ciklusa, amely az elmúlt hónapokban már érzékelhetően visszafogta a befektetők kockázatvállalási hajlandóságát és a jegybanki kamatok emelését váltotta ki a feltörekvő piacok széles körében. A magyar eszközök iránti befektetői keresletet tovább mérsékelte szűkebb régióink több országában megnövekedett politikai bizonytalanság is.

A kamatemelés 50 bázispontos mértéke mellett egyesek azt az érvet hozták fel, hogy az a jelen helyzetben megerősítené a Bank alacsony infláció melletti elkötelezettségét. Mások azt emelték ki, hogy a gyorsan változó nemzetközi befektetői hangulatban a magasabb kamatprémium csökkenti a heves kilengések kockázatát, és ezáltal stabilizálóan hat a hazai pénzügyi piacokra.

Többek szerint a csökkenő forintkereslet, a forint árfolyamának megnövekedett volatilitása és a főbb devizák piacain bekövetkezett hozamemelkedések önmagukban akár 75 bázispontos emelést is indokolnának, ez azonban nem lenne konzisztens a jegybank által meghirdetett fokozatos megközelítéssel, és csökkentené a kamatpolitika kiszámíthatóságát. Az inflációs célkövetés előretekintő jellege lehetővé teszi, hogy a jegybank előre meghirdetett kamat-meghatározó ülésein, több lépésben változtasson a jegybanki alapkamaton.

A kilátásokat illetően elhangzott olyan értékelés, hogy az elmúlt hetek feltörekvő piaci folyamatai és ezen belül a forint befektetések kockázati megítélése kedvező irányba változtak, és ez a jegybanki lépéstől függetlenül is segít az inflációs cél elérésében. Más vélemény szerint a pénzügyi piacokon az elmúlt hetekben megfigyelt korrekció erőtlennek tűnik, és továbbra is számos tényező erősíti a kedvezőtlen irányú kockázatokat.

Egyetértés volt azzal kapcsolatban, hogy a Monetáris Tanács július 3-i állásfoglalásával összhangban a jegybanki kamat megemelésére célszerű fokozatosan, több lépésben sort keríteni. Ez nem csak a kiszámíthatóságot növeli meg a befektetők számára, hanem az esetleges túllövés kockázatát is minimalizálja. Vita bontakozott ki azonban azzal kapcsolatban, hogy hogyan kell értelmezni a kamatemelési ciklust a hazai esetben. Egyetértés volt abban, hogy a magyar gazdaság nyitottsága folytán nagymértékben ki van téve a külső hatásoknak, ezért a kamatprémium volatilitása nem teszi lehetővé az olyan típusú kiszámíthatóságot, mint ami a fejlett, nagy országok jegybankjainak kamatciklusait jellemzi. Éppen ezért a kamatemelési periódus során a lépés konkrét mértéke ülésről-ülésre változhat, sőt még a jegybanki kamat egy-két hónapos változatlanul hagyása sem lenne ellentmondásban a meghirdetett kamatciklussal. Egyes vélemények szerint a jövőbeli kamatemelések szükségességéről a fiskális intézkedések hatásainak pontosabb felmérését és a teljes körű inflációs előrejelzés elkészültét követően lehet majd dönteni.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta az alapkamat 6,75 százalékos szintre emelését, amelyet a Tanácstagok egyhangúlag megszavaztak.

Szavazatok:

<i>Alapkamat 6,75%-ra emelése mellett</i>	12	Járai Zsigmond, Adamecz Péter, Auth Henrik, Bánfi Tamás, 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 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 szakállamtitkára képviselte.

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2006. augusztus 28-án tartja, amelyről 2006. szeptember 8-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.