



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2006. AUGUSZTUS 28-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

Júliusban az infláció – a júniuséhoz képest 0,2 százalékponttal – 3 százalékra gyorsult, míg a maginfláció 1,9 százalékot tett ki, ami 0,6 százalékpontos emelkedést jelent. Az infláció határozott emelkedését egyaránt jól tükrözik a trendinflációs mutatók, illetve a fogyasztói kosár egyes tényezőinek áralakulása is. Az elmúlt hónapokban már megfigyelhető volt a rövidbázisú maginfláció erőteljes emelkedése a korábbi időszakra jellemző stabil 2%-os szintről. Júliusban tovább folytatódott az emelkedés: a maginfláció évesített egyhavi növekedése 7 százalék közelébe ért, ami az egyhavi adatok volatilitását figyelembe véve is a korábban huzamosabb ideig megfigyelt indexeknél szignifikánsan magasabb érték.

A maginfláció komponensei közül a legnagyobb áremelkedés – május-júniushoz hasonlóan – a feldolgozott élelmiszerek körében volt. A nyers élelmiszerek árának kiugró növekedése, az energia- és szállítási költségek emelkedése, valamint a gyengébb forint árfolyam egyaránt emelkedő árakat indokolnak e termékkörben. Az iparcikkek körében is folytatódott az infláció emelkedése, ami elsősorban a kevésbé volatilis, nem-tartós fogyasztási cikkekét érintette. Az árfolyam júniusi gyengülése egyelőre még csak igen korlátozott mértékben tükröződik az árakban, hatása a következő hónapokban válhat meghatározóvá. A piaci szolgáltatások legfrissebb adatai megerősítik, hogy az év eleji inflációs csökkenés e körben csak átmeneti volt, a rövidbázisú indexek visszatértek a 2005-ös 6-7 százalékos szintre.

Az augusztusi inflációs jelentésben bemutatott előrejelzés szerint az infláció meredeken (8,2 százalékra) fog emelkedni 2007 közepéig, majd fokozatosan csökkenni kezd, de az éves átlag 2008-ban is 4 százalék felett várható. A májusi előrejelzésnél magasabb pálya elsősorban a stabilizációs intézkedések és a trendinflációs folyamatok eredménye.

A fogyasztói árak következő hónapokra várt megugrását jelentős részben az indirektadó és a szabályozott árak emelése magyarázza, de szerepet játszanak ebben az elmúlt hónapok magasabb infláció irányába mutató jelei is. A vállalati szektort érintő adóemelések a termelési költségek növekedésén keresztül okoznak inflációs nyomást. Középtávon a defláció irányába mutat az aggregált kereslet, és ezen belül elsősorban a fogyasztás csökkenése. A hosszabb távú inflációs kilátásokkal kapcsolatban számottevő kockázatot jelent, ha a várakozások az inflációs sokk miatt egy magasabb szinten ragadnak be.

Az első féléves béradatokból az látszik, hogy a kiugró első negyedéves növekedést a bérinfláció korrekciója követte. Az inflációs kilátások szempontjából kedvező, hogy a bérnövekedés lassulása a júniusi adatok szerint tovább folytatódott. A bérinfláció elmúlt hónapokban megfigyelt volatilitását jelentős részben a kis súlyú pénzügyi szektor nem-rendszeres kifizetései okozták, és a minimálbér lényegesen több ágazatot érintő emelése a korábban feltételezettnél kisebb mértékben járult ehhez hozzá.

A második negyedéves GDP adat előzetes gyorsbecslése a konjunktúra lassulását mutatja. A naptári hatásokkal korrigált éves növekedési ütem (3,9 százalék) elmaradt a várakozásoktól, illetve alacsonyabb az I. negyedévinél is. A termelési oldalról rendelkezésre álló információk szerint a növekedési ütem mérséklődését elsősorban az építőipar jelentős visszaesése, valamint a lassuló ipari termelési dinamika magyarázza. A felhasználási tételek közül a lassulás feltételezhetően a beruházások, és különösen a lakossági beruházások fékeződésével magyarázható. A konjunktúra folyamatok megítélését bizonytalanabbá teszi, hogy az ipari termelés a júniusi adatok szerint igen élénk volt. A külföldi értékesítés továbbra is erőteljes növekedése mellett a belföldi értékesítések dinamikája is enyhén emelkedett júniusban, megtörve a korábbi hónapok lassuló trendjét. Az ipari termelés szerkezete – a legnagyobb súlyú feldolgozóipar hazai értékesítésének további lassulása – alapján azonban átmeneti korrekciónak látszik a magas júniusi ipari termelési adat.

A friss kiskereskedelmi adatok is a belföldi kereslet lassulását valószínűsítik: a kiskereskedelmi értékesítés volumene júniusban (naptári hatástól megtisztítva) mindössze 3,9 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A trendadatok arra utalnak, hogy az elmúlt negyedévben tovább lassult a 2004 óta tartó kiskereskedelmi konjunktúra, az első negyedéves élénk növekedést jobbra átmeneti hatások segítették, mint pl. ÁFA-csökkentés és az ekkor még magas bérdinamika.

A külkereskedelmi áruforgalom hiánya az előzetes adat szerint 2006 első félévében 1099 millió euró volt, ami közel 100 millióval kevesebb a tavalyi év első felének deficitjénél. A kedvezőbb nettó exporthoz hozzájárult a hosszabb időn keresztül erős nemzetközi konjunktúra által vezérelt külső kereslet, valamint az exportnövekedéstől egyes hónapokban jelentősen elmaradó importbővülés.

Az inflációs jelentésben publikált előrejelzés szerint a gazdaság lassulásában a legnagyobb szerepet a belföldi kereslet csökkenése fogja játszani. Az intézkedések hatására a háztartások reáljövedelme a korábbi évekre jellemző stabil növekedéshez képest határozottan csökken 2007-ben, ami mind a fogyasztásban, mind a beruházásban tükröződni fog. Az előtekintve is kedvező európai konjunktúra által vezérelt export és a mérsékelt belső kereslet miatt visszafogottabb import eredőjeként a nettó export jelentős mértékben járul hozzá a gazdaság növekedéséhez. A kedvező nettó export és a kormányzati megszorítások a folyó fizetési mérleg hiányát is csökkenteni fogják.

A nemzetközi pénzügyi piacokon az elmúlt egy hónapban a befektetők növelték kockázati kitétséget. A Fed augusztusi kamat-meghatározó ülésén nem folytatta a két éve tartó kamatemelési ciklust. Bár júliusban a piaci szereplők még egy kamatemelésre számítottak, az amerikai gazdasági növekedés fokozatos lassulására utaló adatok és a Fed kommunikációja alapján a piac egyre biztosabbra veszi az amerikai kamatemelési ciklus lezárulását. A szigorítási ciklus végével összhangban a hosszú dollárhozamok csökkentek, ami kedvezően hatott a feltörekvő piaci eszközökre. Különösen nagy volt a kereslet a május-júniusban jelentős mértékben gyengülő feltörekvő piaci devizák iránt, ezeknél jelentős korrekció következett be.

Az EKB augusztusban 3 százalékra emelte az irányadó euro kamatot, ami a kamatemelési ciklus felgyorsítását jelentette. A piaci várakozások szerint, amelyet az EKB kommunikációja is alátámaszt, októberben és decemberben további 25-25 bázispontos kamatemelésre kerülhet sor, és a szigorítás még jövőre is folytatódhat. Bár a dollár hozamokhoz hasonlóan kismértékben a hosszú euro hozamok is mérséklődtek, a 10 éves dollár és euro hozam közötti különbség így is egyéves mélypontra süllyedt. A folyamat mögött a csökkenő kamatkülönbözet, illetve a globális konjunktúra kiegyensúlyozottabbá válása, a lassuló amerikai és az élénkülő európai növekedés állhat.

A Monetáris Tanács júliusi kamatemelését követően folytatódott a forintárfolyam felértékelődése, a kedvező külső környezet mellett az árfolyam augusztus közepéig 5 százalékot korrigált korábbi leértékelődéséből. Ebben az időszakban a régió minden devizája erősödött. A megnövekedett politikai kockázatok ellenére a zloty és a szlovák korona három hónapos, a cseh korona pedig történelmi csúcsra erősödött az euróval szemben. Bár a magyar kamatemelés 50 bázispontos mértéke egyes elemzők számára meglepetést okozott, a piacok kedvezően fogadták a lépést. Az árfolyam erősödése mellett némileg mérséklődtek a hosszú állampapír-piaci hozamok és 200 bázispontra csökkent az euróhoz viszonyított hosszú forward felár. A lépés hatására nem változtak a hosszabb távú kamatemelési várakozások, csak a várt szigorítás üteme gyorsult fel. A kamatlépést követő három hétben a külföldiek közel 130 milliárd forint értékben vásároltak forintot, megtörve ezzel a május közepe óta tartó folyamatos forinteladást.

Az árfolyam erősödése azonban csak átmeneti volt, a magyar adósság leminősítésével kapcsolatos, később cáfolt híresztelések, illetve az euróbevezetési céldátum feladására vonatkozó kormányzati nyilatkozatok hatására ismét leértékelődő trend bontakozott ki. A gyengülés országspecifikus jellegét mutatja, hogy a forint alakulása ismét elszakadt a régió többi devizájától, és a forint-zloty keresztárfolyam is ötéves mélypontjára gyengült. A konvergencia-program tervezetének megjelenését követően az árfolyam átmenetileg 280 forint/eurós szintig értékelődött le, és emelkedtek a hozamok. Bár a forward hozamok és az elemzői felmérések szerint a piaci szereplők már régóta nem tartották teljesíthetőnek az euro 2010-es bevezetését, a céldátum elvetése, az új céldátum hiánya, illetve a programban szereplő, korábbinál magasabb hiány- és adósságpálya mégis negatív meglepetést okozott. A Reuters elemzői felmérése szerint az euro bevezetésének várt időpontja még későbbre tolódott. A konvergencia-folyamat hitelességét is tükröző hosszú forward felár többhónapos csúcsra, 250 bázispontra emelkedett. A külföldiek forintkockázat-kitettsége rövid idő alatt 230 milliárd forinttal csökkent.

Az árfolyam gyengülésével párhuzamosan felerősödtek a kamatemelési várakozások, a jelenlegi hozamgörbe alapján a piac év végére 7,75 százalékos, jövőre pedig 8 százalék fölötti alapkamatot vár. Az elemzők, a devizapiaci üzletkötők és az alapkezelők körében végzett felmérések szerint a válaszolók túlnyomó többsége augusztusi kamatemelésre számít, de megosztottak a 25 és az 50 bázispontos mérték között.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Tanács megtárgyalta az inflációs jelentést. Minden jelenlévő egyetértett abban, hogy a bemutatott inflációs előrejelzés azonnali monetáris szigorítást tesz szükségessé. Kizárólag az alapkamat 50 bázispontos emelésére hangzott el javaslat. Indoklásként az hangzott el, hogy a fogyasztóiár-növekedés éves üteme tartósan és jelentős mértékben a cél fölött lesz, indokolt egy határozott lépéssel jelezni a Monetáris Tanács elkötelezettségét az árstabilitás mellett. A közelmúltban megfigyelt trendinflációs folyamatok, melyek az inflációs várakozások emelkedését is tükrözhetik, egyes tanácstagok szerint már önmagukban is megalapozhatnak egy kamatemelést. A Tanács átmenetinek tekinti a kormányzati ár- és adóemelési intézkedések inflációt növelő hatásait, ugyanakkor törekszik a másodlagos inflációs hatások megfékezésére.

Volt olyan vélemény, miszerint jelentős kockázatok övezik az előrejelzést. A bérinflációban számottevő a felfelé mutató kockázat, vagyis a bérnövekedés jóval gyorsabb lehet az alappályában feltételezetténél. A keresletcsökkenés dezinflációs hatása ugyanakkor a feltételezetténél erősebb lehet, ugyanis az 1995-ös stabilizációval szemben a mostani intézkedések nem párosulnak monetáris lazítással. Egy másik tag szerint a magasabb bérpálya kockázata sokkal nagyobb, mint a keresleti hatása.

Egyes vélemények szerint a júliusi 50 bázispontos kamatemelés óta nem javult a helyzet, így nincs mód a szigorítási ütem csökkentésére. Augusztusban romlott a forint kockázati megítélése. A külföldi befektetők kedvezőtlenül fogadták, hogy a kormány már nem kötelezi el magát egy euró-bevezetési dátum mellett. Ugyancsak a kamatemelés mértékével kapcsolatban egy másik tag kiemelte, hogy egy 50 bázispontos kamatemeléssel a monetáris kondíciók még nem feltétlenül tekinthetők olyan feszesnek, mint az év elején, ugyanis ez a mérték akár kevésnek is bizonyulhat a közelmúlt árfolyamgyengüléseinek ellensúlyozására.

A Tanács tagjai között vita bontakozott ki abban, hogy várható-e, hogy a kormány által a közelmúltban végrehajtott illetve tervezett stabilizációs intézkedések javítják az ország kockázati megítélését. Egyesek azon a véleményen voltak, hogy már rövidtávon várható a kockázati megítélés javulása. Mások felhívták arra a figyelmet, hogy eddig ez nem történt meg és nem zárható ki, hogy további intézkedések nélkül nem javul lényegesen az ország

kockázati megítélése. Volt olyan vélemény is, hogy amennyiben a költségvetési hiány és a folyó fizetési hiány az előrejelzett mértékben csökken 2007-08-ban, akkor a kockázati megítélés javulni fog.

Néhányan arra hívták fel a figyelmet, hogy az inflációs előrejelzés fényében további kamatlépésekre lesz szükség az árstabilitás középtávon történő eléréséhez. Mások, nem vitatva, hogy szükség lehet további monetáris szigorításra, azon a véleményen voltak, hogy a magyar gazdaság nyitottsága és a kockázati megítélésre való érzékenysége miatt nem célszerű kötelezettséget vállalni egy kamatemelési ciklusra. A Tanácsnak minden kamatmeghatározó ülésen az aktuális folyamatokat figyelembe véve, kellő rugalmassággal kell döntését meghoznia.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta az alapkamat 7,25 százalékos szintre emelését, amelyet a Tanácstagok egyhangúlag megszavaztak.

Szavazatok:

<i>Alapkamat 7,25%-ra emelése mellett</i>	12	Járai Zsigmond, Adamecz Péter, Auth Henrik, Bánfi Tamás, Bihari Vilmos, Bihari Péter, Hardy Ilona, Kádár Béla, Kopits György, Neményi Judit, Oblath Gábor, Szapáry György
--	-----------	---

Jelen voltak:

dr. Járai Zsigmond elnök
Auth Henrik
Adamecz Péter
dr. Bánfi Tamás
Bihari Vilmos
dr. Bihari Péter

dr. Hardy Ilona
dr. Kádár Béla
dr. Kopits György
Neményi Judit
dr. Oblath Gábor
dr. Szapáry György

A Kormányt Kovács Álmos, a Pénzügyminisztérium szakállamtikára képviselte.

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2006. szeptember 25-én tartja, amelyről 2006. október 13-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.