



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2006. SZEPTEMBER 25-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

Augusztusban az éves *infláció* 3,5 százalék volt, a maginfláció 2,4 százalékot tett ki. Mindkét index jelentősen, 0,5 százalékponttal emelkedett a júliusi értékhez képest. Az elmúlt hónapok adatai összességükben az infláció határozott gyorsulását mutatják, a maginfláció szezonálisan igazított és évesített havi növekedési üteme augusztusra 8-9 százalékot ért el, szemben a 2005-re jellemző 2 százalék körüli értékekkel. Egyes feldolgozott élelmiszerek kiugró augusztusi áremelkedését kiszűrve is 6-7 százalék körül lehet az infláció tartós trendje.

Az elmúlt hónapokban a fogyasztói árindex minden főbb komponensében megfigyelhető volt az infláció gyorsulása. Augusztusban a külkereskedelmi forgalomba kerülő javak (iparcikkek) körében volt a legnagyobb árnövekedés, ami részben az elmúlt hónapok gyengébb forint árfolyamának hatását tükrözi. Az iparcikkek mellett tovább tart a feldolgozott élelmiszerek gyors árnövekedése is. Ebben többek között a feldolgozatlan élelmiszereknek az év első felére jellemző rendkívül erőteljes emelkedése játszhat szerepet. Szintén emelkedett a piaci szolgáltatások inflációja, ami az inflációs várakozások megemelkedését tükrözheti. Összességében a friss inflációs adatok megerősítik az inflációs jelentésben bemutatott képet, amely előretekintve jelentős inflációs nyomással számol.

A versenyszféra *bérinflációja* gyorsult júliusban, a bruttó átlagkeresetek 7,4 százalékkal emelkedtek az egy évvel korábbi szinthez képest. Míg a korábbi hónapokban az év eleji bérsokkot határozott korrekció követte a bérdinamikában, az utolsó két hónap adata ismét gyorsulást mutat. Az emelkedő bérinflációt elsősorban a szolgáltató szektor nem rendszeres kifizetései (prémium) okozzák, mely a legtöbb szolgáltató ágazatra jellemző volt. Kedvező azonban, hogy a friss adatok is alátámasztják, hogy nincsenek tovagyűrrűző hatásai az év eleji minimálbér-emelésnek.

A második negyedévben a *GDP* a részletes adatok szerint – a naptári hatások kiszűrése után – 4,1 százalékkal nőtt, ami 0,2 százalékkal meghaladja az előzetes GDP adatot. A növekedés szerkezetét vizsgálva a korábbi negyedévekhez hasonlóan továbbra is a nettó export tekinthető a legfontosabb komponensnek, hozzájárulása a GDP növekedéséhez 2003 óta folyamatosan emelkedik: egyrészt az igen kedvező külső konjunktúra hatásaként, másrészt a fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam 2005 óta megfigyelhető leértékelődése következtében.

A háztartások fogyasztásának növekedése a második negyedévben enyhén tovább lassult, de továbbra is érdemben járul hozzá a gazdasági növekedéshez. Fontos azonban felhívni a figyelmet arra, hogy a második negyedéves adatokban még csak kismértékben tükröződhet a fogyasztói bizalom május óta tapasztalt drasztikus romlása. A bruttó állóeszköz-felhalmozás 3,6 százalékos csökkenését vélhetően a magánszektor beruházásainak visszaesése eredményezte. A háztartások lakásberuházásainak visszaesése összhangban van az augusztusi előrejelzéssel, a vállalati szektor viselkedése azonban meglepetést jelent. A továbbra is élénk ipari termelés – melyet a júliusi adatok is megerősítenek – valamint a dinamikus exportnövekedés alapján, a vállalati beruházások visszaesése átmenetinek tekinthető.

A legfrissebb, júliusi ipari termelési adatok nem utalnak az *ipari konjunktúra* lassulására. Az élénk exportértékesítések mellett döntően a belföldi értékesítések dinamikus bővülése magyarázza a 10 százalékot meghaladó éves bővülést. Az újrendelés-állomány alapján az év második felében is várható az erőteljes ipari konjunktúra fennmaradása, de valószínűleg növekedni fog a hazai értékesítés súlya a növekedésben. A júliusi külkereskedelmi adatok szerint továbbra is szignifikánsan gyorsabb az export növekedése, mint az importé, e

kedvező folyamatok külkereskedelmi egyenlegre gyakorolt hatását azonban a cserearány számottevő romlása részben ellensúlyozza. Az európai konjunktúra indexek enyhe csökkenése alapján azonban az valószínűsíthető, hogy a jövőben mérséklődni fog az exportdinamika.

A pénzügyi piacokon nem alakultak ki jelentősebb trendek. Továbbra is nagy a bizonytalanság az *amerikai növekedési kilátásokat és a kamatpolitikát* illetően, így a piaci szereplőket inkább kivárázó magatartás jellemzi. A fő kockázatot egyik oldalról a gazdasági növekedésnek az ingatlanpiac visszaesése miatti jelentősebb lassulása, másik oldalról az infláció felgyorsulása és a folytatódó monetáris szigorítás jelenti. Ez utóbbi esélye a vártnak megfelelő inflációs adatok és a gyors ütemben csökkenő nyersanyagárak miatt némileg mérséklődött, a piac jelenleg már 25 bázispontos amerikai kamatcsökkentést vár jövő év közepére, ami a növekedési ütem mérséklődésével, de nem recesszióval konzisztens.

Az *EKB* szeptemberben a várakozásoknak megfelelően nem változtatott az irányadó kamatszinten, de egyértelműen utalt az októberi kamatemelésre. A jegybanki stáb fölfelé módosította növekedési és inflációs prognózisát mind az ideit, mind a jövő évre, és a legfrissebb makrogazdasági adatok is ebbe az irányba mutattak. A piaci szereplők biztosra veszik az októberi és a decemberi 25-25 bázispontos kamatemelést, a jövő évre azonban nem áraznak további szigorítást.

A *feltörekvő piacokat* is leginkább a kivárázó jellemezte, a kockázati indexek az elmúlt hetekben lényegében nem változtak. Szeptemberben fokozatosan elkezdtek visszatérni azok a szereplők, akik a május-júniusi eladási hullám idején alacsonyabb hozamú likvid eszközökbe csoportosították át kockázatosabb befektetéseiket. A magasabb hozamú eszközök iránti kereslet tartós erősödéséhez azonban szükség van arra, hogy a befektetők a jelenleginél alacsonyabbnak ítélik az amerikai növekedéssel és kamatpályával kapcsolatos két negatív kockázati forgatókönyv megvalósulásának valószínűségét. Ennek hiányában rövid távon szűk sávon belüli, trend nélküli ármozgásra, kedvezőtlen hírek esetén pedig a feltörekvő piacok sérülékenységére lehet számítani.

A *közép-európai régió* befektetői megítélése összességében kedvezőtlen irányba változott, amit az euro bevezetésével kapcsolatos bizonytalanság növekedése magyaráz. Míg korábban elsősorban a magyar euróbevezetési céldátumot kérdőjelezték meg a befektetők, addig a fiskális kilátások romlása miatt az elmúlt hetekben a cseh, a lengyel és a szlovák konvergencia-folyamatban is növekedtek a kockázatok. Az euro bevezetésének kitolódása miatt a piaci szereplők jelentős része biztosra veszi, hogy a Moody's hitelminősítő rövid időn belül rontani fogja a magyar adósság besorolását, a leminősítés mértékéről azonban megoszlanak a vélemények. A Moody's korábban az euró-konvergencia miatt javította a régiós országok adósság-besorolását.

A *forintárfolyam* az augusztusi kamatemelést követően fokozatosan, összesen 2 százalékot erősödött az euróval szemben, felértékelődése ebben az időszakban meghaladta a régiós, illetve a magas hozamú feltörekvő piaci devizák erősödését. A piaci reakciók alapján a kamatemelés teljes mértékben megfelelt a várakozásoknak. A kormányzati kiugazító intézkedések hatására több befektetési bank is forintvételi stratégiai ajánlást adott ki, a külföldiek forintkockázati kitettsége azonban alig változott, vagyis a kilátások javuló megítélése nem járt együtt számottevő tőkebeáramlással. A szeptember közepén kitört belpolitikai válság némileg megnövelte a piaci bizonytalanságot, mivel az elemzők szerint megnőhet a kiugazítások implementációs kockázata. A Fitch a reformprogram fellazulásának kockázata miatt negatívra rontotta a magyar adósság-besorolás kilátását, az S&P pedig jelezte, hogy a hiánycsökkentési tervek feladása leminősítést vonna maga után. Mindez az árfolyam gyengülését és a hozamok emelkedését eredményezte.

A beárazott *kamatemelési várakozások* az elmúlt egy hónapban lényegében nem változtak. A hozamgörbe alapján a piac 7,75 százalékos év végi, és jövő évben 8 százalékon tetőző alapkamatot árazott be. A Reuters felmérése szerint az elemzők kamatemelési várakozásai erősödtek, az idei év végére 8 százalékra emelkedő és átlagosan 8,15 százalékon tetőző alapkamatra számítanak.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Tanács értékelte az augusztusi inflációs jelentés óta eltelt időszakban beérkezett gazdasági adatokat és pénzügyi piacokról kapott információkat. A többség megítélése szerint az augusztusi infláció és, a 2. negyedévi bérstatisztika adatai arra utalnak, hogy erősödő inflációs nyomás kezd kialakulni a magyar gazdaságban. Általános megítélés szerint ez a fejlemény részben a tavalyinál gyengébb forintárfolyammal, részben az inflációs várakozások romlásával függhetnek össze. A határidős üzemanyagárak vártnál kedvezőbb alakulása a középtávú inflációs kockázatok emelkedését csak részben tudta ellensúlyozni.

A Tanács megvitatta, hogyan változott a befektetők megítélése a magyar állampapírok és a forintárfolyam kockázatáról. Az adatok értékelése alapján a többség arra a következtetésre jutott, hogy feltehetően az elmúlt hetek belpolitikai eseményeinek hatására a befektetők körében Magyarország kockázati megítélése romlott. Ennek magyarázatát a tagok általában abban találták meg, hogy a befektetők a korábbinál kevésbé látják biztosnak a konvergenciaprogram megvalósulását.

A tanács tagjai kivétel nélkül egyetértettek abban, hogy a jelen körülmények között monetáris szigorításra van szükség.

Javaslat hangzott el 50 és 25 bázispontos kamatemelésre.

A tagok nagy többsége az 50 bázispontos emelés mellett érvelt. Néhány döntéshozó úgy látta, hogy az inflációs kilátások romlása egyelőre nem indokolna emelést, vagy 25 bázispontonál nagyobb, de a mivel emelkedett a költségvetési kiigazítás megvalósulásának kockázata és emiatt az utóbbi időben nőtt a befektetők által elvárt forintkockázati felár, erőteljesebb kamatemelésre van szükség. A bizonytalanabbá vált befektetői légkörben a Monetáris Tanácsnak határozott iránymutatást kell adnia a befektetői bizalom megőrzése érdekében.

Más tagok elsősorban a megemelkedett inflációs kockázatokkal és a szeptemberi belpolitikai események által okozott kockázati felár növekedésével indokolták az 50 bázispontos emelés szükségességét. Többen úgy ítélték meg, hogy a kamatemelési sorozat befejezésének előfeltétele, hogy az infláció középtávon várható alakulása a 3 százalékos cél körül legyen. Mivel a Tanács augusztusi helyzetértékeléséhez képest nem történt kedvező irányú változás sem az inflációs kilátások, sem a befektetői hangulat alakulásában, a kamatemelési ciklus lassítása még nem lenne időszerű. 50 bázispontonál kisebb mértékű emelés a jelenlegi helyzetben bizonytalanságot okozhatna, az inflációs cél melletti elkötelezettség lazulását sugallhatná.

Két tanács tag érvelt 25 bázispontos kamatemelés mellett. A javaslattevők nem vitatták, hogy a kockázat-megítélés romlása miatt a mostani ülésen kamatemelés szükséges, de úgy ítélték meg, hogy 25 bázispontos emelés elegendő az adott helyzetben. Érvként elhangzott, hogy az elmúlt hónapok kamatemeléseinek az inflációra gyakorolt hatása még nem mérhető fel, így indokolt lehet a kamatemelési ütem lassítása. Azt is hozzátette, hogy a befektetők bizalma Magyarország irányában várhatóan ismét erősödni fog, amit a konvergencia-program várható brüsszeli fogadtatása, valamint az egyensúlyi mutatók 2007-ben valószínűsíthető javulása felgyorsíthat. Az inflációs és konjunkturális kilátásokkal kapcsolatban megjegyezte, hogy az MNB előrejelzései a fiskális intézkedések növekedést

fékező hatását alábecsülik és így az inflációt túlbecsülik. Emiatt fennáll a túlszigorítás veszélye. További érvként elhangzott, hogy bár a szigorítás elkerülhetetlen, nincs ok egy lépésben meglépni a szükséges mértéket, az év hátralevő részében lesz még módja a Tanácsnak további emelésekről döntenie, ha szükségesnek látja.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült két javaslatot. 11 tag az 50 bázispontos, ketten a 25 bázispontos emelést támogatták, így a Monetáris Tanács 7,75 százalékra emelte a jegybanki alapkamatot.

Szavazatok:

<i>Alapkamat 7,5%-ra emelése mellett</i>	2	Bihari Péter, Kádár Béla
<i>Alapkamat 7,75%-ra emelése mellett</i>	11	Járai Zsigmond, Adamecz Péter, Auth Henrik, Bánfi Tamás, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, 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. Csáki Csaba

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

A Kormányt Tabák Péter, a Pénzügyminisztérium főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2006. október 24-én tartja, amelyről 2006. november 10-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.