



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2006. 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 árindex 2006. szeptemberben 5,9 százalékot tett ki, a maginfláció 4 százalék volt, az indexekben az egyhavi emelkedés 2,4, illetve 1,6 százalékpont volt. Az árindexek nagymértékű megugrása az áfa és jövedéki adó emelések, valamint a szeptemberre els számolt gázáremelés miatt előrelátható volt, az emelkedés mértéke azonban meghaladta a piaci várakozásokat. Az inflációs alapfolyamatok értékelését leginkább az egyszeri hatások kiszűrésével adódó rövidbázisú index (a maginfláció szezonálisan igazított, évesített havi változása) ragadja meg. E mutató szeptemberben – még azon feltételezés mellett is, hogy a teljes áfa-emelést egy hónap alatt áthárították a kereskedők – meghaladja a 10 százalékot, ami határozott növekedést mutat az augusztusi igen magas értékhez képest is.

A szeptemberi adatok – augusztushoz hasonlóan – azt mutatják, hogy az infláció emelkedése igen széles termékkört érint, nem köthető kizárólag egyetlen komponenshez. A piaci szolgáltatások inflációja szeptemberben tovább emelkedett, a rövidbázisú index elérte a 10 százalékot, szemben a korábbi időszakra jellemző 6-8 százalék körüli értékekkel. A szolgáltatások esetében az infláció emelkedésében szerepe lehetett a magas energiaáraknak és az inflációs várakozások felerősödésének. A tartós iparcikkek rövidbázisú árindexe immár második hónapja mutat 5 százalékos áremelkedést, amelynek a hosszabb ideig gyengébb árfolyam lehet a legfőbb oka. Az inflációval kapcsolatos kedvező hírek egyedül az üzemanyagárak szignifikáns csökkenése tekinthető, változatlan üzemanyagárak esetén a szeptemberi éves árindex mintegy 0,5 százalékponttal lett volna magasabb.

A versenyszféra bérinflációja augusztusban 10,7 százalékra gyorsult, az éves bérindex egy hónap alatti emelkedése meghaladta a 2 százalékpontot. Az adatok arra utalnak, hogy a szeptembertől hatályos járulékemelések miatt a versenyszektorban előrehozhatták a prémiumfizetéseket, a prémiumnövekedés üteme augusztusban – mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltató ágazatokban – az elmúlt évek legmagasabb értékét mutatja. A prémium nélkül számított átlagkeresetben is megfigyelhető ugyanakkor az utolsó hónapok adatai alapján a bérinfláció gyorsulása.

A második negyedéves GDP adatok (4,1%-os növekedés a naptári hatások kiszűrése után) szerint egyelőre nincs jele a gazdaság lassulásának, és a növekedést továbbra is az élénk exportbővülés vezérli. A belföldi felhasználási tételek közül azonban a lakossági fogyasztás bővülése már a második negyedévben lelassult, ami némileg meglepő, mivel a dinamikus bérindexből, a stagnáló pénzügyi megtakarításokból és a visszaeső lakásberuházásokból összességében magasabb növekedés adódna. A nemzetgazdasági beruházások is visszaestek, a lassulás mértéke különösen a vállalati szektor esetében volt váratlan.

Az augusztusi ipari termelési adatok továbbra is arra utalnak, hogy a dinamikus konjunktúra a harmadik negyedévben is fennmarad, historikusan magas növekedés jellemzi az ipari exportot (13 százalék) és a hazai értékesítést (5 százalék) is. Az új megrendelések alapján megállapítható, hogy egyelőre egyik területen sincsenek lassulásra utaló jelek. A külkereskedelmi adatok is alátámasztják a dinamikus gazdasági növekedést és a kedvező rövid távú kilátásokat. Az év első nyolc hónapjában az export 16 százalékkal, az import 14 százalékkal növekedett, ennek eredőjeként a külkereskedelmi hiány jelentősen elmaradt a tavalyitól (500 millió euróval kisebb deficit). A kedvező folyamatok elsősorban az élénk európai növekedésnek, és különösen a magyar export szempontjából kedvező szerkezetének, a beruházások dinamikus bővülésének köszönhető.

A folyó fizetési és a tőkemérleg összegének megfelelő, szezonálisan igazított és egyszeri hatásokkal korrigált külső finanszírozási igény 2006. II. negyedévében enyhe romlást mutatott a megelőző negyedévekhez képest, és GDP arányosan elérte a 6,5 százalékot. A

külső finanszírozási igény enyhe növekedése mögött elsősorban egy átmeneti hatás, az EU támogatások ütemezésének változása, az előző negyedévnél mintegy 300 millió euróval alacsonyabb tőketranszfer áll. Kedvezőtlenül alakult a folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozási szerkezete. A vállalati beruházásokkal párhuzamosan visszaesett a közvetlen működő-tőkebeáramlás, emellett jelentős mértékben (400 millió euro) csökkent a külföldiek részvényállománya is. Ennek eredményeként megnőtt az adóssággeneráló finanszírozás súlya.

Az állami költségvetés szeptemberi pénzforgalmi hiánya 70 milliárd forint volt, szemben a Pénzügyminisztérium 143 milliárd forintos előrejelzésével. A részletes adatok szerint az adóbevételek a főbb adónemek mindegyikében meghaladták a tervezettet. Az év végén várható hiány (a GDP 10,1%-a) nagyságával kapcsolatban jelentős kétirányú, de az alacsonyabb hiány irányába aszimmetrikus a kockázat.

Az elmúlt időszakban a nemzetközi pénzügyi piacok hangulata kedvező irányba változott. A Brent kőolaj ára a 80 dollárhoz közelítő csúcshoz 60 dollár alá csökkent, megtörve ezzel a három éve tartó áremelkedést. A nyersanyagárak augusztus eleje óta bekövetkezett jelentős csökkenése nagymértékben hozzájárult ahhoz, hogy egyaránt mérséklődtek az amerikai gazdasági növekedés törésszerű lassulásával, illetve az infláció emelkedésével kapcsolatos félelmek. A szeptember végi csökkenést követően némileg emelkedtek a hosszú dollár hozamok, erősödött a dollár és történelmi csúcsra erősödtek a részvényindexek. Az EKB októberben 25 bázisponttal, 3,25 százalékra emelte az irányadó euro alapkamatot, ugyanakkor utalt a továbbra is felfelé mutató inflációs kockázatokra. A piac arra számít, hogy decemberben egy további kamatemelésre fog sor kerülni, jövőre viszont nem változik a kamatszint. A jegybank egyes döntéshozóinak nyilatkozatai viszont az inflációs kockázatok és a kedvező euro-régiós növekedési kilátások miatt a további szigorítás irányába mutatnak.

A feltörekvő piacokon folytatódott a május-júniusi jelentős eladási hullámot követő korrekció, mérséklődtek a kockázati felárak, a befektetők fokozatosan növelték kockázati kitétségüket. A pozitív befektetői hangulat elnyomta a politikai kockázatok növekedését a közép-európai régióban. Szlovákia befektetői megítélése javult, mivel mérséklődtek az új kormány gazdasági programjával kapcsolatos piaci aggályok. Az inflációs kockázatok növekedése miatt a cseh és a szlovák jegybank is kamatot emelt szeptember végén, és a piacok a lengyel jegybank részéről is szigorításra számítanak.

A magyar piaci hangulatban októberben jelentős pozitív irányú változás következett be, amihez a nemzetközi környezeten túl hazai tényezők is hozzájárultak. Az önkormányzati választások és a parlamenti bizalmi szavazás előtti bizonytalanság még növelte a forintszeközöktől elvárt kockázati prémiumot. Míután azonban a kormányfő megkapta a bizalmat és az EU pénzügyminiszterei jóváhagyták a konvergencia-programot, gyors ütemű felértékelődés és hosszúhozam-csökkenés következett be. Az árfolyam magas forgalom mellett négyhónapos csúcsra, 263 forint/euróig erősödött, amihez technikai tényezők – forint elleni pozíciókhoz kapcsolódó stop-loss megbízások és opciós szintek kiütése – is nagyban hozzájárultak. A forint felértékelődése ebben az időszakban meghaladta a régió többi devizájának erősödését. A külföldiek forintkitétsége gyors ütemben nőtt, ez kisebb részben állampapír- és részvényvásárlásokhoz kötődött.

A jegybank szeptemberi kamatemelése megfelelt a várakozásoknak, így a beárazott kamatpálya lényegében nem változott a döntést követően. A politikai bizonytalanság és az árfolyamgyengülés időszakában felerősödtek a rövid távú kamatemelési várakozások, amelyek a vártnál magasabb infláció miatt az árfolyam erősödését követően sem árazódtak ki a hozamgörbéből. A Reuters elemzői felmérése alapján az idei év végére várt kamatszint

egy hónap alatt 50 bázisponttal, 8,25-8,50 százalékra nőtt, a jövő évi viszont 7,25-7,50 százalékos szinten maradt. A megkérdezett elemzők és devizapiaci üzletkötők döntő többsége 25 bázispontos októberi kamatemelésre számít.

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 között egyetértés volt abban a tekintetben, hogy a forint befektetések megítélése az utóbbi időszakban javult. Ebben az MNB eddigi kamatemelési mellett a befektetők kockázatvállalási hajlandóságának általános növekedése és a stabilizációs csomag végrehajtásával kapcsolatban a befektetők által érzékelt kockázat csökkenése játszott fontos szerepet. A vita során eltérő vélemények hangzottak el azzal kapcsolatban, hogy milyen mértékben lehet ezen kedvező folyamat fennmaradásával számolni.

Élénk vita bontakozott ki az elmúlt hónapok legfrissebb fogyasztói árindex és béradataiból levonható következtetésekről.

A kamatemelést támogatók közül többen azzal érveltek, hogy az egyszeri hatásoktól megtisztított maginfláció több hónapja megfigyelt meredek emelkedése és a bérinfláció gyorsulása nagy valószínűséggel arra utal, hogy a belföldi gazdasági szereplők inflációs várakozásait az inflációs cél nem horgonyozza le kellő mértékben, és azok megemelkedtek. A kamatemelés mellett érvelők másik része úgy vélte, hogy erre a tényadatokból még nem lehet egyértelműen következtetni, de a megugró infláció megnövelte a kockázatát annak, hogy az inflációs várakozások tartósan megemelkedjenek. Egy ilyen fejlemény azzal a veszéllyel jár, hogy az idei év és a közeljövő jelentős egyszeri ár- és költségsokkjá tartósan magasabb inflációs pályát eredményezhet.

Többen óvtak attól, hogy a külső feltételek eddigi kedvező alakulása túlságosan optimista várakozásokat keltsen. Megemlítették, hogy miközben a forint befektetések kockázati prémiuma csökkent, az még továbbra is magas szinten van. Nem lehet megítélni, hogy az árfolyamnak az elmúlt napokban bekövetkezett erősödése mennyire lesz tartós. A külföldi befektetők kockázati étvágya a jövőben is érzékenyen reagálhat a főbb piacok kamatpolitikájának változására, és mindez volatilitást vihet a külföldi befektetők keresletére ráutalt magyar piacok alakulásába. Egyesek szerint a fiskális kiigazítás kedvezőtlen szerkezete miatt csak korlátozottan képes javítani a gazdaság fenntarthatósági problémáján, és ezáltal a kockázati prémiumot mérséklő hatása is kisebb lehet, mint amit önmagában a hiánycsökkentés mértéke indokolhatna.

Az 50 bázispontos kamatemelés mellett érvelők úgy vélték, hogy határozott kamatjelzéssel kell az inflációs cél koordináló szerepét megerősíteni és a reálgazdaság szereplőinek az inflációs várakozásait lehűteni. A többség azonban úgy látta, hogy a tényadatokból levonható következtetések bizonytalansága miatt jelenleg 25 bázispont a kamatemelés megfelelő mértéke.

A szinten tartás mellett érvelők ugyanakkor azt hangoztatták, hogy számos egyszeri tényező játszott szerepet az elmúlt hónapok inflációs és béradatainak megemelkedésében, így az adatok jövőre vonatkozó információtartalma korlátozott. Az inflációt befolyásoló hosszabb távú tényezők közül nem csak az inflációs várakozások esetleges változása, hanem a kereslet-visszaesés inflációt mérséklő hatása is bizonytalan. Jelen helyzetben a kívárást indokolhatja az is, hogy az eddig megtörtént monetáris szigorítás hatását sem lehetett még teljes körűen felmérni. A kamat szinten tartása mellett érvelők azt is hangsúlyozták, hogy a

költségvetési kiigazítási csomag megvalósításának esélye javult. A külső finanszírozási igény gyors ütemű csökkentése következtében jövőre megszűnhet a külföldi portfólió befektetésekre való ráutaltság, ami önmagában a forint erősödése irányába hathat. Mivel Magyarországon a monetáris transzmisszióban az árfolyamcsatorna szerepe lényegesen erősebb a kamatcsatornánál, ezen forgatókönyv esetén a monetáris kondíciók szigorítása a jegybanki alapkamat mérsékeltebb emelése mellett is elérhető. Jelen helyzetben ezért helyesebb a monetáris kondíciók további szigorításával kívárni.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült három javaslatot. A szinten tartást 3, a 25 bázispontos kamatemelést 7, az 50 bázispontos kamatemelést pedig 2 tag támogatta. Így végül a Monetáris Tanács a jegybanki alapkamat 8 százalékos szintre emelése mellett döntött.

Szavazatok:

<i>alapkamat 7,75%-os szinten tartása mellett:</i>	3	Bánfi Tamás, Bihari Péter, Neményi Judit
<i>alapkamat 8,00%-ra emelése mellett</i>	7	Adamecz Péter, Csáki Csaba, Bihari Vilmos, Kádár Béla, Kopits György, Oblath Gábor, Szapáry György
<i>alapkamat 8,25%-ra emelése mellett</i>	2	Auth Henrik, Járai Zsigmond

Jelen voltak:

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

dr. Csáki Csaba
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. november 20-án tartja, amelyről 2006. december 8-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.