



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2006. NOVEMBER 20-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

Az éves fogyasztói árindex októberben 6,3, a maginfláció 4 százalék volt, ami 0,4, illetve 0,5 százalékpontos emelkedést jelent az előző hónaphoz képest. Az októberi adatok arra utalnak, hogy továbbra is igen magas az inflációs alapfolyamat: az adóhatásoktól megtisztított maginfláció rövid bázison 6-7 százalékos szinten áll. A korábbi hónapokkal szemben azonban már nincs jele az inflációs trend további emelkedésének.

Az adatok elemzésekor figyelembe kell venni, hogy a szeptemberi *áfa-emelés hatása* továbbra is torzítást okozhat az árindexben. Egyrészt az elmúlt évek adóváltozásai alapján feltehető, hogy az áfa-emelés egy hónap alatt még nem épül be teljesen a fogyasztói árakba, az átárazás több hónapig is eltarthat. Így a publikált adat néhány hónapig felülbecsülheti a tényleges inflációs folyamatot. Másrészt azonban az áfa-emelés jó alkalmat teremthetett a szeptembert követő hónapokra tervezett áremelések előrehozására, aminek viszont éppen ellentétes a hatása. E két tényező eredőjeként az októberi adat összességében enyhén alulbecsülheti az inflációs folyamatot, vagyis nagyobb a valószínűsége annak, hogy a publikálnál némileg magasabb az infláció tényleges trendje.

Az *infláció komponensei* közül alapvetően kedvezően alakultak az iparcikkek és a feldolgozott élelmiszerek árai. Mindkét csoport esetében mérséklődtek a havi árnövekedési ütemek, visszatértek a nyár elejei értékek, jóllehet a dinamika így is magas a korábbi években megfigyelthez képest. Ezzel szemben a piaci szolgáltató szektorban rövidbázison is tovább emelkedett az infláció. A maginfláción kívüli komponensek közül érdemes megemlíteni, hogy a szabályozott árak körében megjelent a gázárakban is az áfa-emelés, az üzemanyagárak esetében pedig az októberi csökkenés ellenére – bázishatás miatt – nem mérséklődött tovább az éves árnövekedés üteme.

A fogyasztói árak elmúlt hónapokban tapasztalt gyorsuló emelkedése – az adminisztratív tényezőkön túl – lehet korábbi költségsokkok begyűrűzése, de az inflációs várakozások romlásának is következménye. Előbbi esetben inkább egyszeri, utóbbiban akár tartós inflációs sokkra is számítani lehet. A novemberben publikált *inflációs előrejelzés* alappályájában elsősorban a költségsokk feltételezés érvényesül, míg az inflációs várakozások tartós megemelkedése nagyobb részt a kockázatok között jelenik meg. Ennek megfelelően az utóbbi hónapok kedvezőtlen inflációs tendenciái elsősorban a 2007-re vonatkozó előrejelzésben jelennek meg, így az erősebb árfolyam-feltétel és az olajárak csökkenése miatt az alappálya az augusztuséhoz képest nem változott lényegesen. A maginflációs prognózis ugyanakkor 2007-re magasabb, 2008-ra pedig alacsonyabb pályát mutat mint az augusztusi frissítés, ami az infláció gyorsulásának átmeneti jellegét tükrözi.

Az *alappálya* szerint 2007 második negyedévéig tovább emelkedik az infláció, majd fokozatosan csökkenni kezd, de a teljes előrejelzési horizonton a középtávú cél feletti infláció prognosztizálható. Az éves átlagos infláció 2007-ben 7, 2008-ban 4 százalék körül lehet. Ezzel egyidejűleg a maginfláció 2007 közepétől az előrejelzési horizont végéig folyamatosan csökkenő tendenciát mutat, s a mutató értéke 2008 második felében 4 százalék alá mérséklődik. Az előrejelzés alappályája körüli a kockázati eloszlás lényegében szimmetrikus.

A *versenyszférában a bérek* szeptemberben az előző év azonos időszakához képest 7,6 százalékkal emelkedtek. Az augusztusi adatokkal összehasonlítva látványosan csökkentek a nem rendszeres (prémium) kifizetések, ami megerősíti azt a feltételezést, hogy a prémium-kifizetések előrehozását részben a szeptemberi adó- és járulékemelések indokolták. Kedvezőtlen fejlemény azonban, hogy a rendszeres kifizetések dinamikája tovább gyorsult a

versenyszféra egészében, immár meghaladja a 9,2 százalékot. A gyorsulást elsősorban a szolgáltató szektor béremelései okozták.

Az *előzetes GDP adatok* szerint a gazdaság növekedése a III. negyedévben 3,7 százalékot tett ki az előző év azonos időszakához képest, ami az éves index csökkenését jelenti. A friss információk közgazdasági értékelését megnehezíti, hogy módszertani okok miatt jelentős revízió volt a korábbi negyedévek adataiban. A meglévő bizonytalanság ellenére úgy tűnik, hogy a trendfolyamatokat megragadó mutatók – szezonálisan igazított negyedéves változások – nem támasztják alá a gazdaság lassulását, inkább enyhe élénkülést jeleznek.

A szeptemberi *ipari termelési adatok* (9,2 százalékos éves növekedés) is arra utalnak, hogy egyelőre nem lassul érdemben a gazdaság. A nemzetközi konjunktúra várt enyhülésével összhangban némileg csökkent szeptemberben az exportértékesítés dinamikája, a belföldi értékesítés növekedési üteme viszont még nem utal trendszerű változásra. Előretekintve azonban a belföldi rendelések növekedési ütemének csökkenése összhangban van a hazai kereslet várt jelentős lassulásával.

A szeptemberi *külkereskedelmi adatok* is élénk konjunktúrát jeleznek, összhangban az erős külső kereslettel. Az év első kilenc hónapjában a külkereskedelmi hiány 1,6 milliárd eurót tett ki, ami 25 százalékkal alacsonyabb a tavalyi év azonos időszakának hiányánál. Fontos azonban kiemelni, hogy a külkereskedelmi hiány csökkenése alapvetően az első félév kedvező folyamatainak köszönhető, az elmúlt hónapok adatai már nem utalnak további javulásra. Az augusztusig rendelkezésre álló részletes adatok szerint tovább folytatódott a cserearány romlása, az év első nyolc hónapjában a cserearány – döntően a magasabb energiaárak miatt – közel 2 százalékkal romlott.

Az inflációs jelentésben bemutatott *konjunktúra-kilátások* – az augusztusi időközi frissítéssel összhangban – azt mutatják, hogy az elmúlt éveket jellemző stabil, 4-5 százalék körüli gazdasági növekedés után határozott lassulás várható. A következő két évben a magyar gazdaság növekedési üteme lényegesen el fog maradni a potenciálistól: több mint egy évtizedet követően ismét tartósan negatív lesz a kibocsátási rés. Az előrejelzés szerint 2007-ben és 2008-ban 2,5 százalék körüli gazdasági növekedés várható, míg az idei évben összességében – az első félév erős dinamikájának köszönhetően – még a potenciálshoz közel lehet a növekedési ütem. A lassulás várhatóan már 2006 második felében megkezdődik, és a konjunktúraciklus alsó fordulópontja a jövő év közepére várható. Határozott élénkülésre azonban 2008-ban sem lehet számítani, így hosszabb távon is fennmarad a negatív kibocsátási rés.

A *nemzetközi pénzügyi piacokon* az október eleji javulás óta kedvező maradt a hangulat. A vártnál gyengébb amerikai növekedésről tanúskodó adatok ellenére a piacok továbbra is bíznak abban, hogy a növekedés fokozatos és csak mérsékelt lassulása („soft landing”) valósul meg. A dollár kamatpályára vonatkozó várakozások változatlanok az egy hónappal korábbihoz képest, a piacok továbbra is a jövő év közepére áraznak egy 25 bázispontos Fed kamatcsökkentést. A hosszú dollár hozamok csökkentek, a Dow Jones tőzsdeindex újabb történelmi csúcsra emelkedett. A fogyasztói árindex a várakozásoknál gyorsabban csökkent, ugyanakkor a maginfláció továbbra is a Fed komfortzónája felett van.

Az *EKB* változatlan kamatszintre vonatkozó november eleji döntése és az azt kísérő szigorú hangvételi nyilatkozat megfelelt a várakozásoknak. A piac decemberben továbbra is biztosra vesz egy újabb 25 bázispontos emelést. A jövő év első felében további szigorítás várható, ennek mértékével és ütemezésével kapcsolatban van némi bizonytalanság, a legvalószínűbbnek egy 25 bázispontos emelés látszik a jövő év első felében. Bár az Európai Bizottság növekedési prognózisa kedvező, több befektetési bank szerint az európai konjunktúra lassulása várható, részben az amerikai növekedés visszaesése miatt.

A *feltörekvő piaci devizák* többsége tovább erősödött, a kockázati felárakban nem következett be érdemi elmozdulás. A régió országai közül Csehországban tart a politikai patthelyzet, a megoldást valószínűleg majd csak az előrehozott választások jelentik, amire három sikertelen kormányalakítási kísérlet után kerülhet sor. A lengyel politikai helyzet továbbra is bizonytalan, a kormány a parlamentben folyamatosan külső képviselők támogatására szorul. Az előrejelzési horizonton a lengyel infláció cél feletti, ezért az elkövetkező hónapokban, valószínűleg már januárban kamatemelésre kerülhet sor. Szlovákiában a befektetői hangulat sokat javult az elmúlt hónapokban, miután a kormány ügyel a 3 százalékos GDP arányos költségvetési hiány betartására. A kampány során elhangzott kiadást növelő intézkedéseknek egyelőre csak töredékét hajtották végre, ami a piacokon megnyugvást hozott. A korona újabb történelmi csúcsra erősödött. Az erős árfolyam ellenére az infláció még mindig cél feletti, ezért a jegybank részéről ott is további szigorítás várható az elkövetkező hónapokban.

A *hazai piaci hangulat* kedvező maradt. Ehhez a kedvező globális légkörön kívül hozzájárult, hogy a jegybank, a piaci elemzők és a Fitch hitelminősítő is reálisnak ítélte meg a jövő évi költségvetési tervet, mindazonáltal annak szerkezetét továbbra is kedvezőtlennek tartják. A hosszú távú konvergencia megítélésben azonban nem látszik javulás, ezt jelzi az 5x5-ös forward felár magas szinten történő stabilizálódása. Az októberi gyors felértékelődés után a forint felértékelődési üteme lassult, de még így is közel 2 százalékkal erősödött, hasonlóan a lengyel zlotyhoz és a szlovák koronához. A forint elleni pozíciók októberi gyors lezárását követően a külföldiek forint kitétsége jóval lassabb ütemben, de tovább nőtt, ami növekvő részben forint eszközök (állampapír- és részvény) vásárlásokhoz kapcsolódott.

A jegybank októberi, 25 bázispontos *kamatemelése* nem jelentett meglepetést, ugyanakkor a kamatemelési ütem lassítása és a tartósan erős forintárfolyam hatására a lépést követően kiárazódott a további emelés, és a jövő év során már 25 bázispontnyi csökkentésre számítanak a befektetők. A portfolio.hu által megkérdezett elemzők többsége azonban a novemberi ülésen további 25 bázispontos kamatemelést vár; sőt, több elemző nemcsak a novemberi ülésen, de azt követően is számít még szigorításra. Az elmúlt két hónapban az elemzők év végi kamatszintre adott várakozásai már kismértékben meghaladták a hozamgörbébe árazottat, míg korábban a várakozásaik mindig a hozamgörbe által implikált alatt maradt. A Reuters legfrissebb megkérdezésére választ adó 23 elemző közül 14-en szintén 25 bázispontos emelést várnak, míg a többi 9 elemző nem számít változtatásra. A Reuters által megkérdezett piaci elemzők többsége az augusztuséhoz képest alacsonyabb jegybanki inflációs prognózisra számítanak, a felmérésre választ adó 9 elemző átlagosan a 2008-as prognózis 3,8 százalékra történő csökkenését várja.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A novemberi inflációs jelentés megtárgyalása után az alapkamat szinten tartására, valamint 25 bázispontos emelésére hangzott el javaslat.

Mivel a rendelkezésre álló információk a szokásosnál több bizonytalanságot tartalmaztak, a Tanács erősen megosztott volt a várható tendenciák megítélésében.

A kamat szinten tartása mellett érvelő tanácstagok úgy vélték, hogy az infláció 2008-ban az inflációs előrejelzés alappályájánál kedvezőbben alakulhat, és közel lehet a 3%-os célhoz. Ezt az álláspontot az alábbi érvekkel támasztották alá: 1. A lassabb gazdasági növekedés miatt bekövetkező belső keresletszűkülés dezinflációs hatása az alappályában feltételezettnél erősebb lehet. 2. Az előrejelző modellek becslése olyan mintaidőszakot használt, amelyben nem csökkentek a reálbérek. Tekintettel arra, hogy most a reálbérek jelentős csökkenése valószínűsíthető, az előrejelzés alulbecsülheti a dezinflációs hatást. 3.

Az elmúlt időszakban jelentős monetáris szigorítás történt, amely még nem fejtette ki teljes hatását ezért egyelőre nincs szükség további szigorításra. 4. Az egyensúlyi mutatók javulásával párhuzamosan a befektetői bizalom tovább erősödhet és a kockázati prémium csökkenhet a következő időszakban. A globális pénzpiaci helyzet sem mutat a kockázatvállalási kedv csökkenése irányába. Ezért helyesebb, ha a Tanács várakozó álláspontra helyezkedik. 5. Az elmúlt időszak kedvezőtlenebb bér és inflációs adatai döntően egyedi okokkal magyarázhatók. Nincs egyértelmű bizonyíték arra, hogy az inflációs várakozások megemelkedtek volna. Folytatni indokolt a szigorítás, ha esetleg a jelek egyértelművé válnak. 6. Erre való tekintettel egyes tagok indokoltnak tartották a középtávú cél olyan értelmezését, amelyik az infláció irányzatát is figyelembe veszi. 7. Bár az átlagos inflációra vonatkozó előrejelzés 2008-ban valóban a cél fölött van, az év folyamán az infláció, és különösen a maginfláció dinamikája látványos javulást mutat. 2008 végére az inflációs mutatók megközelítik a 3 százalékos célt. 8. A monetáris szigorítás egy bizonyos határon túl károkat is okozhat. A magas kamat a devizában történő eladósodást ösztönözheti, az erős árfolyam ugyanakkor mérsékelné a devizaadósok terheit, így a szigorítás végül a fiskális intézkedések kereslet visszafogó hatását gyengítheti.

Azok a tanácsstagok, akik 25 bázispontos emelést tartottak szükségesnek, kivétel nélkül kiemelték az inflációs várakozásokban rejlő kockázatokat. Megítélésük szerint, még ha nincs is egyértelmű bizonyíték arra, hogy a gazdasági szereplők várakozásait nem horgonyozza le az inflációs cél, számos jel, köztük az utóbbi hónapok bér- és fogyasztói ár-dinamikája utal erre. Érvelésük szerint a várakozások koordinálása, azok tartós megemelkedésének megelőzése végett a kamatemelések folytatása elengedhetetlen. Az egyik tanácsstag hangsúlyozta, hogy az inflációs előrejelzésben feltételezett bérpálya utólag akár optimistának is bizonyulhat, mert a várakozások miatt ennél magasabb bérinfláció valószínű.

Azok, akik kamatemelést javasoltak, utaltak arra is, hogy a pénzügyi piacokon még nem számítanak egyértelműen a kamatemelési sorozat lezárására. Az eddigi kamatlépések erősítették a Tanács dezinflációs elkötelezettségének hitelességét. A jelenlegi helyzetben egy várakozásoktól elmaradó döntés a kiépült hitelességet rombolhatja. Elhangzott, hogy a monetáris politika piaci megítélése különösen azért kulcsfontosságú, mert az infláció 2007-ben megközelíti azt a szintet, ahol az inflációs célkövetéses rendszer bevezetésekor állt. Az eddigi dezinflációs sikereket beárnyékolná, ha a jegybank nem tenne meg mindent annak érdekében, hogy az inflációs sokk csak átmeneti maradjon.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült két javaslatot. A szinten tartást 7, a 25 bázispontos kamatemelést 5 tag támogatta. Így végül a Monetáris Tanács a jegybanki alapkamat 8 százalékos szinten tartása mellett döntött.

Szavazatok:

<i>alapkamat 8,00%-os szinten tartása mellett:</i>	7	Bánfi Tamás, Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Neményi Judit, Oblath Gábor
<i>alapkamat 8,25%-ra emelése mellett</i>	5	Adamecz Péter, Auth Henrik, Járai Zsigmond, Kádár Béla, Kopits György

Jelen voltak:

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

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

A Kormányt Tabák Péter, a Pénzügyminisztérium főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2006. december 18-án tartja, amelyről 2006. január 12-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.