



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2005. ÁPRILIS 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 piaci folyamatok

Az elmúlt egy hónapban beérkezett információk jellemzően a dezinflációs tendencia erősödését és tartósságát mutatják. Bár a március havi fogyasztói árindex adat a várakozásoknál némileg magasabb lett, az eltérést alapvetően maginfláción kívüli tényezők okozták. Összességében az *első negyedéves maginfláció* – főként a februári adatok igen gyors csökkenése miatt – alacsonyabb lett a februári inflációs jelentésben várt pályánál. Míg korábban elsősorban az árfolyamhoz köthető termékek körében (iparcikkek, feldolgozott élelmiszerek) tűnt erősnek a dezinfláció, addig az első negyedéves adatok a belföldi inflációs nyomásra leginkább érzékeny piaci szolgáltatások esetében is stabilan lassuló inflációt mutatnak, ami az infláció-csökkenés tartósságára utalhat. Ez utóbbi egyaránt adódhat az alacsony inflációhoz való munkapiaci alkalmazkodás erősödéséből és a lakossági fogyasztási kereslet lassulásából. Fontos megemlíteni ugyanakkor, hogy az első negyedéves (és különösen a februári) maginfláció-lassulás mögött átmeneti tényezők is meghúzódnak, amelyek tartós fennmaradására nem lehet számítani.

A legfrissebb, februári adatok megerősítik azt a képet, hogy a *versenyszféra bruttó béralakulása* alkalmazkodik az alacsonyabb inflációs környezethez. Az alacsonyabb bérdinamika kialakulásában az inflációs várakozások csökkenése mellett a termelékenység konjunkturális lassulása és a munkaerő-tartalékok emelkedése is szerepet játszhat. A legfrissebb adatok arra utalnak, hogy nem csak a piaci szolgáltató szektorban, hanem a feldolgozóiparban is határozottan tetten érhető a bérdinamika lassulása. A munkapiac feszességének enyhülésével kapcsolatban ugyanakkor bizonytalanságra ad okot az a tény, hogy több szektorban (gépipar, kereskedelem) a felvétel és elbocsátás egyidejűleg emelkedett, ami a súrlódásos munkanélküliség emelkedésére utalhat.

A *kiskereskedelmi értékesítések* volumenének mérsékelt bővülése – az MNB korábbi várakozásainak megfelelően – lassuló ideai lakossági fogyasztási keresletbővülésre utal. Az értékesítéseken belül „a bútort és egyéb háztartási cikkek” forgalomnövekedésének jelentős lassulása a lakossági beruházás idei évre várt korrekciójával függhet össze.

A legfrissebb (februári) *ipari termelés* adat a konjunktúra korábban vártnál is nagyobb mértékű lassulására utal. Az év első két hónapjáról rendelkezésre álló adatok a feldolgozóipari konjunktúra határozott mérséklődését mutatják mind az értékesítési számok, mind az új rendelések tükrében. Az alacsony dinamika külső konjunkturális okára utal, hogy leginkább a gépipar export értékesítése esett vissza. Ezt támasztják alá a külső konjunkturális kilátások kedvezőtlenebbé válását mutató európai bizalmi indexek, valamint a német ipari termelésről és az export-rendelésekről megjelent kedvezőtlen adatok is.

Az *egyensúlyi kockázatok* továbbra sem mérséklődtek. Az állami költségvetés hiánya továbbra is meghatározó tényezője marad a magas külső egyensúlyhiánynak.

A nemzetközi pénzügyi piacokat április közepéig az árak stabilizálódása és a kockázatvállalási hajlandóság kismértékű növekedése jellemezte. Mérséklődött a befektetők azon aggodalma, hogy az inflációs kockázatok miatt felgyorsul a monetáris szigorítási ciklus, csökkentve a globális likviditást. A feltörekvő piacokon viszont óvatosság maradt a befektetők, a közép-európai térségben is kivárá magatartás és mérsékelt eszközár-mozgás volt jellemző.

Április közepén ismét negatív fordulat következett be a globális befektetői hangulatban, ami mögött ezúttal elsősorban az amerikai konjunktúra-kilátások romlása állt. A befektetők a főbb részvénypiacokon és a feltörekvő piacokon egyaránt mérsékelték kockázati kitétszégüket, és növelték az amerikai állampapírok iránti keresletet. Az elmúlt hetekben az euró-régióban is a vártnál kedvezőtlenebb makrogazdasági adatok láttak napvilágot, és nőtt az EU intézményrendszerével kapcsolatos befektetői szkepticizmus is. Ez utóbbi háttérben a Stabilitási paktum módosítása, a szolgáltatás-direktíva elhalasztása és az európai alkotmányról tartandó május végi francia népszavazás kétséges kimenetele állt.

A globális hangulat romlása a közép-európai devizák leértékelődését okozta. A forintárfolyam átmenetileg 250 forint/euróig, azaz többhónapos mélypontra gyengült. Az állampapír-piaci hozamok a régióban csak a magyar piacon emelkedtek, amihez hozzájárulhatott a pénzügyminiszter leváltása és a magas áprilisi államháztartási hiányprognózis publikálása. A kamatcsökkentési várakozások az április eleji kismértékű erősödés után a hónap közepén gyengültek, és a korábbiakhoz képest is óvatosabbá váltak rövidtávon. A piac a következő három-négy kamatpolitikai ülésre összesen 50 bázispontos kamatcsökkentést árazott be a hozamgörbébe. A nemzetközi befektetői hangulat romlásának tartóssága még nem ítéltető meg, de a kockázatok a piaci hangulat további rosszabbodása felé mutatnak. Regionális szinten a befektetők a cseh kormányátalakításban, a lengyel parlamenti választásokban és a magyar fiskális folyamatokban látnak fokozott kockázatot.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Tanács tagjai egyöntetűen lehetőséget láttak a jegybanki alapkamatláb csökkentésére.

Az elhangzott javaslatok alapján a Tanács a 25 bp-os és az 50 bp-os kamatcsökkentés lehetőségét vitatta meg, az alternatívák mellett vagy ellen szóló érvek mérlegelésével. A 25 bp-os kamatcsökkentés támogatói úgy látták, a nemzetközi bizonytalanság nem tesz lehetővé nagyobb lépést, ugyanakkor a körülmények összessége nem is zárja ki teljesen a mérséklést.

A 25 bp-os kamatcsökkentés támogatói között is voltak, akik szerint önmagában a belföldi dezinflációs folyamat 50 bp-os csökkentést is lehetővé tenne. Kiemelték az inflációs várakozások enyhülését, a háztartások fogyasztási keresletének várható fékeződését, és a bérinfláció tartósnak látszó mérséklődését. A fogyasztóiár-index utolsó havi emelkedése mellett tovább csökkenő maginflációs mutatót fontos jelzésnek látták arról, hogy a dezinfláció tartós és fenntartható. Úgy látták, a dezinflációt ebben a körben a gazdaság keresleti és a kínálati oldalának folyamatai is támogatják. Lehetségesnek látták ugyanakkor, hogy az első negyedéves (és különösen a februári) maginfláció-lassuláshoz olyan átmeneti tényezők is hozzájárultak, amelyek tartós fennmaradására nem lehet számítani. Ilyen átmeneti hatás lehetett a piaci verseny erősödése az EU-csatlakozás következtében, amely különösen az új tagországok közötti relatív árak közeledésén keresztül a hazai árszintben egyszeri csökkenést okozott. Ez az inflációt csak átmenetileg mérsékli – bár az alkalmazkodás lehet, hogy hosszabb időszakot igényel.

A kedvező hazai dezinflációs kilátásokon túl azonban hangsúlyozták, hogy a hazai egyensúlyi folyamatokkal és a nemzetközi konjunkturális és pénzpiaci folyamatokkal kapcsolatos bizonytalanság nem csökkent az utóbbi időben.

A kritikus hazai fundamentumok nem javulnak lényegesen: a külső egyensúlytalanságban és az államháztartás hiányában nem látszik érdemi korrekció. Valószínűnek látszik, hogy az államháztartás deficitcélja nem lesz tartható, bár a piac már beárzta a költségvetési problémák egy részét – jórészt ezzel magyarázható, hogy a pénzügyminiszter-váltás híre nem okozott lényegi elmozdulást a piacon. A magyar makrogazdasági helyzetmegítélésbe ugyanakkor kétségtelenül újabb bizonytalanságot vitt a pénzügyminiszter cseréje, amit a hozamok emelkedése is tükrözött. Nem csökkent a fiskális kilátások megítélésének bizonytalansága, a költségvetési politika hitelessége továbbra is gyenge. A nemzetközi környezet is kedvezőtlenebbé vált az elmúlt hónapban. Az amerikai inflációs kockázatok mellett előtérbe kerülhetnek az amerikai és európai konjunktúrával kapcsolatos bizonytalanságok. Erősödhet a befektetők óvatossága, ami a feltörekvő piacok iránti érdeklődés gyengülésében nyilvánulhat meg. Ennek első jeleként a térség kockázati felára emelkedett. Az EU-tagság részben védőernyőt nyújt, de ezzel együtt régiós összehasonlításban a magyar gazdaság tűnik a legsebezhetőbbnek. Ilyen körülmények között nem elég a dezinflációs folyamatot nyugtázni, hanem a külső környezetre is kiemelt figyelmet kell fordítani.

Többen kiemelték: az inflációs kilátások mérlegelésekor – mivel a 2005. év végi inflációs kimenetelre már nincs érdemi befolyása a jegybanknak – a 2006-os inflációs célt kell tekintetbe

venni. Ezen a horizonton jóval bizonytalanabbak a kilátások, így a kamatlépés erre alapozott mértékében is indokolt az óvatosság és a fokozatosság. Felhívták a figyelmet, hogy a májusi inflációs jelentés adhat majd átfogó, aktualizált képet, új információkat a 2006. év végi kilátásokról, az inflációs célok teljesíthetőségéről.

A 25 bp-os kamatcsökkentés támogatói a tényezők mérlegelése alapján úgy látták, a tőkepiaci helyzet bizonytalanságát, a nemzetközi környezet esetleges megváltozásából fakadó kockázatokat figyelembe véve nem célszerű a növekvő bizonytalanságot meglepő mértékű kamatvágással erősíteni.

Egyes vélemények az elmúlt másfél év fontos eredményeként emelték ki a jegybanki hitelesség növekedését. Részben ennek tulajdonították, hogy az inflációcsökkenés az ÁFA-emelés egyszeri árszintemelő hatása után is folytatódott: a gazdasági szereplők átmenetinek értékelték az árindex emelkedését, és hitelesnek fogadták el a magasabb árindex időszakában végrehajtott jegybanki kamatcsökkentéseket. Ennek eredménye, hogy 2005-ben a dezinfláció folytatódhatott és lehetőség nyílt a kamatok további csökkentésére is. Fontosnak látták ezen eredmények konszolidációját, és a bizalom megtartását a dezinfláció fenntarthatóságában.

A fentiek alapján mértéktartó és a Tanács hitelességét fenntartó döntésként értékelték a 25 bp-os kamatcsökkentést.

Az 50 bp-os kamatcsökkentés mellett érvként az hangzott el, hogy az infláció határozottan csökken és a béralakulás gyors alkalmazkodása megerősíti a dezinflációs folyamat tartósságát. Ugyanakkor a 2005. és a 2006. év végére szóló előrejelzések szerint mindkét évben komoly esélye van a célnál alacsonyabb inflációs kimenetelnek. Az inflációs célkövetés logikája szerint a célnál várhatóan alacsonyabb inflációs kimenetel elkerülése érdekében is indokolt a nagyobb kamatcsökkentés a mostani kamatmeghatározó ülésen.

Az elnök szavazásra bocsátotta a 25, ill az 50 bp-os kamatcsökkentés alternatíváját. A Tanács tagjai közül tizenketten 25 bp-os kamatcsökkentés mellett szavaztak, egy Tanácstag 50 bp-os kamatcsökkentést támogatott. A Monetáris Tanács így többségi határozattal 2005. április 26-i hatállyal a jegybanki alapkamatláb 0,25 százalékpontos mérsékléséről döntött.

Jelen voltak:

Járai Zsigmond elnök
Auth Henrik
Adamecz Péter
dr. Szapáry György
dr. Hardy Ilona
Neményi Judit
Bánfi Tamás
dr. Bihari Péter
Bihari Vilmos
Dr. Csáki Csaba
Dr. Kádár Béla
dr. Kopits György
dr. Oblath Gábor

A kormányt dr. Erhart Tibor, a Pénzügyminisztérium főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2005. május 23-án tartja, amelyről 2005. június 10-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.