



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2005. JÚNIUS 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 piaci folyamatok

2005. májusában az infláció az előző két hónap emelkedése után ismét csökkenésbe váltott: a fogyasztói árak átlagosan 3,6%-kal haladták meg az egy évvel korábbi szintet, míg a maginfláció 2,1% volt. Az éves indexek mérséklődését alapvetően bázishatás okozta, de a trendinfláció alakulása is támogatta azt. A feldolgozatlan élelmiszerek egy negyedéve tartó áremelkedésének további élénkülése ugyanakkor magasabb infláció irányába hatott.

Az éves maginfláció 2004. májusa óta megfigyelt csökkenése 2005. májusában is folytatódott. A folyamat árnyaltabb elemzését lehetővé tevő havi indexek alapján a maginfláció elmúlt másfél éves alakulása és az elmúlt három hónap adatai együttesen alátámasztják, hogy az év eleji negatív havi indexek – legalábbis részben – átmeneti hatások következményei voltak, bár az általános keresleti-kínálati folyamatok a korábbiaknál alacsonyabb inflációs környezetet jelentenek.

Az iparcikkek termékkörében 2005 májusában az éves index nem jelzett inflációt, ami 1992 óta példa nélküli. Az iparcikkek dezinflációját a forint 2004 során bekövetkezett felértékelődése, illetve az elért szinten történő stabilizálódása mellett erősítheti a historikusan alacsony importált iparcikk infláció, ami vélhetően összefügg az erős ázsiai importverseny és esetleg a korábban még relatíve erős euró hatásaival.

A piaci szolgáltatások inflációja – a havi árváltozások alapján – lényegében megegyezett az áprilissal, azaz immáron fél éve 5 százalékos körül alakul. E jószágcsoporthoz tartozó árak alakulását döntően befolyásolhatja a korábbi évekenél alacsonyabb fogyasztási dinamika, illetve a bérköltségek korábbinál lassabb növekedése.

A feldolgozott élelmiszerek esetében májusban újra negatív volt az egyhavi áremelkedés indexe, azaz az áprilisi áremelkedés nem folytatódott. A termékkörre az év eleje óta jellemző árcsökkenés a forint árfolyamának elmúlt másfél évi alakulásával, az EU-csatlakozás óta dinamizálódó versennyel, illetve a feldolgozatlan élelmiszerek múlt év második felében tapasztalt árcsökkenésével magyarázható.

A feldolgozatlan élelmiszerek árai ugyanakkor alapvetően az idényjellegű termékekhez köthetően jelentősen emelkedtek az elmúlt három hónapban. E termékkörben az áremelkedés nem regionális jelenség, a szomszédos országokban nem volt megfigyelhető – bár a környező országok, illetve a magyar feldolgozatlan termékek árainak együttmozgása historikusan is alacsony. Az áremelkedést a kedvezőtlen jövedelmezőségből eredő szűkülő hazai kínálat okozhatja, amit nem ellensúlyozott az e körben jellemzően alacsony importverseny. A feldolgozatlan élelmiszerek között ellentétes irányba hatott, hogy a sertéshús – egy negyedéve tartó – árcsökkenése májusban fokozódott.

A statisztikában egyelőre csak kismértékben jelentkezett a dohánytermékek esetében májusban bejelentett gyártói áremelkedés.

A várakozásoknál némileg magasabb májusi fogyasztóiár-index alapvetően a feldolgozatlan élelmiszerekhez köthető. A nyersélelmiszer-árak emelkedésével kialakult magasabb árszint az idei évre tartósnak tűnik; de további sokkokra nem valószínűek. Az egyes maginfláción kívüli tényezők májusi egyszeri ársokkjá csak a 2005. évi inflációban jelent felfelé mutató kockázatot, hosszabb távon azonban nem befolyásolja az inflációs pályát. Szintén kissé felfelé mutató kockázatot jelent a várható olajár-pályában az utóbbi hónapban bekövetkezett rövidtávon lefelé, középtávon felfelé történő elmozdulás.

Ellentétes irányba mutat azonban, hogy a belföldi kereslet szempontjából folytatódni látszik az alacsony inflációs környezetet elősegítő visszafogott növekedés. A munkaerőpiac legutóbbi folyamatai a költségoldali inflációs nyomás mérséklődésével és a munkaerő-kereslet fékeződéssel a termelési költségek oldaláról is támogatták az alacsony inflációt. Az áprilisi létszám és a február-áprilisi munkanélküliségi adat a vártnak megfelelően a munkaerő-kereslet csökkenésére utal.

A szezonálisan igazított adatokból számított éves indexek a *versenyszféra* bérinflációjának további csökkenését mutatják. A csökkenő bérdinamika mögött elsősorban a továbbra is gyenge munkakereslet és ezzel párhuzamos növekvő munkakinálat, valamint az inflációs várakozások folyamatos csökkenése állhat. Az adatok értékelését mindazonáltal megnehezíti, hogy 2004-ben a prémium-kifizetések ütemezése eltért a korábbi évek gyakorlatától

A GDP az első negyedévben 2,9%-kal (szökőnap-hatással korrigálva 3,5%-kal) nőtt a tavalyi év első negyedévéhez képest. Ezen belül a GDP egyes összetevőiben ellentétes, egymás hatását kioltó kockázatok láthatók. Termelési oldalon elmarad a várakozástól a feldolgozóipari hozzáadott-érték bővülése, amit ellensúlyozott a szolgáltató ágazatok és az építőipar kedvezőbb teljesítménye. A felhasználási oldalon a nettó export és a bruttó állóeszköz-felhalmozás kissé felfelé mutató, a fogyasztási kiadások szimmetrikus kockázatot mutatnak.

A konjunktúrális folyamatokról rendelkezésre álló információk (külső kereslet, áprilisi ipari termelés és külkereskedelmi áruforgalom) igen ellentmondásosak, nem zárják ki egy kisebb és valószínűleg csak átmeneti második negyedéves fellendülés lehetőségét. Az áprilisi ipari termelési és áruexport adatok az első negyedéves lassuló növekedés után gyorsulást mutatnak, és az import korábban érzékelt stagnálása is növekedésre váltott. Mindazonáltal az élénkülésre utaló áprilisi adatok jórészt átmeneti jelenségek maradhatnak. Ezt a kilátást erősen alátámasztják a belföldi konjunktúrát leginkább befolyásoló külső keresletről rendelkezésre álló információk. Ezek szerint az első negyedévben élénkült ugyan Németország és az euróövezet GDP-növekedése, de a német import visszaesett. Sem a bizalmi indexek, sem az Európai Bizottság második negyedévre adott előrejelzése nem mutatnak a konjunktúra élénkülésének irányába.

A költségvetés májusi hiánya 128 milliárd forint volt, amivel az első öt havi hiány elérte a Pénzügyminisztérium éves előrejelzésének több mint 80 százalékát. A kitűzött célnál jelentősen magasabb hiány irányába mutató tényezőkről kialakított kép lényegesen nem változott.

A Reuters felmérése szerint júniusban minimális mértékben emelkedtek az inflációs várakozások, némileg távolodva ezzel az MNB májusi inflációs előrejelzésétől. Az idei év végére vonatkozó várakozások mediánja 3,9, jövő év decemberére pedig 3,5 százalék. Minden megkérdezett elemző a jegybanki célsávon belüli inflációt prognosztizált 2005-re és 2006-ra.

A nemzetközi kockázatvállalási hajlandóság az elmúlt egy hónapban érzékelhetően nőtt, a befektetők kereslete eltolódott a magasabb hozamú feltörekvő piaci eszközök irányába.

A nemzetközi befektetői környezet javulásában több tényező is szerepet játszott. Egyrészt több mint kéthónapnyi emelkedés után május végén csökkenni kezdtek a vállalati kötvények kamatfelárai, ami általánosan is javította a kockázatosabb befektetések megítélését. Ezzel összhangban valamelyest mérséklődtek a feltörekvő piaci felárai is. Másrészt, bár a hosszú amerikai hozamok lényegében az egy hónappal korábbi szinten állnak, a piac hangulata mégis pozitív irányba fordult. A korábbinál nagyobb valószínűséget rendelnek ugyanis ahhoz, hogy az amerikai gazdaság a potenciális növekedési pálya mentén az inflációs kockázatok emelkedése nélkül bővíthet. Harmadrészt mérséklődtek a hosszú euró hozamok, az euró pedig jelentősebb mértékben leértékelődött mind a főbb devizákkal, mind az euró-régió kívüli EU-tagországok devizáival szemben, miután a francia és a holland népszavazás elutasította az új európai alkotmányt. Mivel az euró gyengülése mögött elsősorban az unió közös gazdaságpolitikájával kapcsolatos bizonytalanság állt, ezért a dollár két hét alatt bekövetkezett, közel 4 százalékos erősödése az euróval szemben – az elmúlt hónapokban tapasztalattal ellentétben – ezúttal nem okozta a feltörekvő piaci devizák leértékelődését.

A kockázatvállalási hajlandóság erősödése térségünkben árfolyam-erősödést és kötvénypiaci hosszt váltott ki. A magyarországi fundamentális helyzet továbbra sem gyakorol érzékelhető hatást a forint árfolyamára, az egyensúlyi kockázatok és a romló hitelminősítői megítélés leginkább a hosszú forward prémium tartósan magas – 200 bázispont körüli – szintjében tükröződik. A forint 247-248 Ft/EUR-ig értékelődött fel a május végi 255-ös szintről. Június elején megfordult a külföldiek március óta tartó forinteszköz-eladása, két hét alatt közel 80

milliárd forintnyi portfóliótőke áramlott be. A nem rezidensek rövid és hosszú futamidejű állampapírokat egyaránt vásároltak, a hozamgörbe 30-50 bázisponttal lejjebb tolódott.

A kedvező kötvénypiaci hangulat és a felértékelődő árfolyam mellett erősödtek a kamatcsökkentési várakozások. Míg május végén a piaci szereplők év végéig csak 25 bázispontos lazítást vártak, addig június elején a hozamgörbébe már összesen 50 bázispontos idei kamatcsökkentés árazódott be. A Reuters felmérései szerint az elemzők és a devizapiaci üzletkötők túlnyomó része a június 20-i ülésen 25 bázispontos kamatcsökkentésre számít. Az idei és a jövő év végére várt alapkamat – a március-májusi felmérések stagnálása után – átlagosan 33, illetve 23 bázisponttal csökkent. A 2006 végére várt 6,3 százalékos kamatszint 20 bázisponttal alacsonyabb a hozamgörbébe árazott piaci kamatvárakozásoknál.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után a Tanács 25 bp-os kamatcsökkentés lehetőségét vitatta meg.

A Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az előző kamatmeghatározó ülés óta megjelent adatok nem változtattak lényegesen a hazai makrogazdasági képen. Az infláció tekintetében mindkét irányba mutató kockázatok láthatók, ellentétes irányú hatások egészítik és oltják ki egymást. Az inflációs kilátások stabilan a célok körüli inflációt valószínűsítene; összességében mind az idei ($4\pm 1\%$), mind a jövő évi ($3,5\pm 1\%$) inflációs cél elérhető.

A Tanács több tagja fontos, a béralakulással együtt az inflációs várakozások csökkenéséről valló jelzésként emelte ki, hogy a maginfláció tartósan csökkenő pályát futott be az elmúlt egy évben és alacsony szinten látszik stabilizálódni. A Tanács tagjai az inflációs várakozások csökkenését a tartósan kedvező inflációs környezet fennmaradását és a dezinfláció folytatódását támogató kritikus tényezőnek ítélték. Bár a feldolgozatlan élelmiszerek áralakulása rövid távon emelheti a fogyasztói árindexet, középtávon nem érinti az inflációs trendet, így a monetáris politika számára releváns horizonton nem veszélyezteti a 2006-os inflációs cél teljesülését. Az iparcikkek tartósan mutatkozó dezinflációjában egyes vélemények szerint szerepet játszhatott a piaci versenynek az uniós csatlakozásból adódó erősödése.

Az inflációs célok teljesíthetőségéhez hozzájárul, hogy az inflációt befolyásoló keresleti tényezők kontroll alatt állnak. Az első negyedéves GDP-adatok alátámasztják a fogyasztási kereslet várt lassulását. A munkaerőpiaci folyamatok is támogatják a dezinflációt: a munkapiac feszességének oldódása mellett a béralakulás alapján is növekedni látszik az esélye, hogy a várakozások általánosan és tartósan alkalmazkodnak az alacsony inflációs környezethez. A keresleti oldalról így nem kell inflációs nyomásra számítani. A GDP és a külső egyensúly alakulása összhangban van a korábbi várakozásokkal.

A változatlan fundamentális megítélés elemei között egyes vélemények kiemelték az államháztartási kilátásokat. Hangsúlyozták, hogy az államháztartás tartósan magas finanszírozási igényét az elszámolási módszertan változásai nem befolyásolják. Elhangzott, hogy fennáll a veszélye a választáshoz köthető fiskális lazításnak. Volt olyan vélemény is, hogy – bár 2005-ben nem várható érdemi változás az államháztartás finanszírozási igényében – egyedi intézkedésekkel az ESA szerinti kimutatott hiány az előirányzat közelében alakulhat.

A dollár erősödése és az olajárak emelkedése magasabb infláció irányába mutató kockázatot jelent. Ezzel ellentétes irányban hatnak a külső konjunkturális kilátások; legfőbb európai piacainkon egyelőre nem látható érdemi élénkülésre utaló jel. A március eleje óta romló piaci hangulat tendenciája ugyanakkor több tényező következtében megfordult az elmúlt egy hónapban. A fejlett piacok kamatkilátásainak piaci megítélése, többek között a gyengébb konjunkturális kilátások miatt, a korábban vártnál alacsonyabb kamatszint irányába hajlik. Ezzel a kockázatosabb eszközök vonzereje is növekedett, a kockázatvállalási hajlandóság emelkedésével a kockázati felárak mérséklődtek az elmúlt hetekben. Ennek alapján a régió, ezen belül a Magyarország iránti bizalom erősebbnek látszik, mint 2-3 hónappal korábban. A Tanács tagjai

fontos fejleményként emelték ki, hogy hosszú futamidejű állampapírok iránti külföldi kereslet valamelyest élénkült és újra nőtt a külföldiek kezében lévő forintpapírok állománya.

A Tanács tagjai közül többen a külső tényezőkben is óvatosságra intő elemekre hívták fel a figyelmet. Rövidtávon a külföldi befektetők megnövekedett érdeklődése, és a lakosság devizahitel-állományának gyors növekedése mérsékli ugyan a portfólió-tőke beáramlásra való ráutaltságot, de az elmúlt hónapokban megnövekedett a nemzetközi pénz- és devizapiacok volatilitása és az amerikai gazdaság helyzetének megítélésével kapcsolatos bizonytalanság. Hosszabb időhorizonton továbbra is fennáll a veszélye, hogy a nemzetközi környezet kedvezőtlen irányú változásaira az egyensúlyi kockázatok miatt a magyar pénz- és devizapiac érzékenyen reagál.

A Tanácstagok a fenti érveket eltérően súlyozták, de egyetértettek abban, hogy a megerősödő dezinflációs kilátások és a külső környezet kedvező irányú változása együtt indokolja a kamatcsökkentést. Többen kiemelték ugyanakkor, hogy a fennálló bizonytalanságok miatt nem lehetséges a javasolt 25 bp-nál nagyobb mértékű kamatcsökkentés a jelen ülésen. Az inflációs célok és a várakozások szempontjából is ezt a mértékű lépést látták a megfelelőnek.

Az elnök szavazásra bocsátotta a 25 bp-os kamatcsökkentés lehetőségét, amit a Tanács egyöntetűen támogatott.

Jelen voltak:

Járai Zsigmond elnök

Auth Henrik

Adamecz Péter

dr. Szapáry György

Neményi Judit

Bánfi Tamás

dr. Bihari Péter

Bihari Vilmos

dr. Csáki Csaba

dr. Kopits György

dr. Oblath Gábor

dr. Hardy Ilona és dr. Kádár Béla nem vett részt az ülésen.

A kormányt Kovács Álmos, a Pénzügyminisztérium helyettes államtitkára képviselte.

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2005. július 18-án tartja, amelyről 2005. augusztus 12-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.