

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2006. MÁRCIUS 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

2006 februárjában a fogyasztóiár-index 2,5 százalékos, a maginfláció 0,7 százalékos volt, ami az előbbi mutató esetében 0,2 százalékpontos csökkenést, míg az utóbbi esetében 0,2 százalékpontos emelkedést jelent az előző hónap értékeihez képest. Eközben a változatlan adótartamú fogyasztóiár-index éves értéke 4,4 százalékos volt.

Bár az inflációs folyamatok értékelését megnehezíti az év eleji indirekt adóváltozás, úgy tűnik, folytatódott az iparcikkek és piaci szolgáltatások inflációja között meglévő – nemzetközi összehasonlításban is magas – különbség szűkülése. A korábbiaknál kiegyensúlyozottabb szerkezetű maginflációt az iparcikk ármérséklődés várttól elmaradó mértéke, valamint a januári csökkenést követően tovább lassuló piaci szolgáltatások inflációja együttesen indokolja. Mivel az iparcikkek árcsökkenése februárban is jelentősen kisebb volt a korábban vártnál, ezért valószínűsíthető, hogy az év eleji áfa-csökkentést a termelők és forgalmazók döntően profitjuk növelésére használták, és csak kis mértékben érvényesítették a fogyasztói árakban. Ezzel ellentétes hatású a – nem csak az áfa-csökkentés által érintett - piaci szolgáltatások körében tapasztalt erőteljes dezinfláció, amelyet döntően a mérséklődő inflációs várakozások illetve az e termékkörben megnyilvánuló alacsony lakossági kereslet okozhat.

Januárban a versenyszférában dolgozók bruttó átlagkeresete 8,1%-kal, a költségvetési szférában dolgozóké 4,7%-kal volt több az előző év azonos időszakai értékénél, ez nemzetgazdasági szinten 6,1%-os növekedés jelent. A versenyszférára vonatkozó februári előrejelzés 7,5 százalékos első negyedéves növekedéssel számolt. Amennyiben a minimálbér-emelés hatásának nagyobb része januárban bekövetkezett, akkor a januári adat összhangban áll a bérinfláció várható alakulásáról kialakított képpel.

2005 negyedik negyedében – az előzetes adatközléssel megegyezően - a bruttó hazai termék 4,3 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A 2005-ös év egészében a gazdasági növekedés 4,1 százalékos, míg a naptári hatások figyelembevételével 4,3 százalékos volt, ami a 2004 évinél kis mértékben alacsonyabb, de a magyar gazdaság növekedésének historikus átlaga körüli dinamikát jelent. 2005-ben magas volt a nettó export növekedési hozzájárulása. A gazdasági növekedést termelés oldalról jellemzően a feldolgozóipar, az építőipar valamint a piaci szolgáltatások teljesítménynövekedése húzta.

A januári adatok alapján az élelmi ipari konjunktúra tovább folytatódik. Mind az ipari termelés, mind a külkereskedelmi forgalom adatai - a javuló külföldi konjunktúrával összhangban - élénkületet mutattak. Az ipar volumenbővülése az év első hónapjában közel 14 százalékos volt, míg az euróban mért export és import forgalom 20 százalékos körüli növekedést mutatott az előző év azonos időszakához képest.

A kiskereskedelmi értékesítéseket 2005 utolsó negyedében – az év egészéhez hasonlóan – gyorsuló dinamika jellemezte. A forgalom élénkülése szinte valamennyi termékkörben jellemző volt. A nemzeti számlákban megjelenő 2-2,5 százalékos 2005 évi lakossági fogyasztás bővülés és a kiskereskedelmi értékesítések élénkülő dinamikája között meglévő ellentétet vélhetően a lakosság keresletének átstrukturálódása okozhatja, ami az alacsony árdinamikával rendelkező iparcikkek körében a kereslet élénkülését, míg a relatív magas áremelkedéssel jellemezhető szolgáltatások körében a kereslet lanygulását eredményezhette.

Az állami költségvetés februári hiánya a Pénzügyminisztérium előrejelzésével lényegileg megegyezően 295 milliárd forint lett. Az első két hónap folyamatai megerősítik annak kockázatát, hogy az éves hiány meg fogja haladni a novemberi Inflációs Jelentés alappályájában előrejelzett szintet.

A főbb pénzügyi piacokon márciusban megnőtt a volatilitás, aminek hatására a befektetők a feltörekvő piacokon is mérsékeltek kockázati kitétszégüket. A forintárfolyam átmenetileg két éve nem tapasztalt, 260 forint/eurónál gyengébb szintre értékelődött le, és a hozamgörbe is 30-50 bázisponttal feljebb tolódott. A forintoszközök ára a gyengülési időszakokban együtt mozgott a régió többi országának eszközáraival, és külső sokkra utal az is, hogy a leértékelődés, illetve a megnövekedett piaci bizonytalanság ellenére nem folytatódott a hosszú forward forintprémium emelkedése.

A kockázati kitétszég mérséklése mögött a főbb devizákat érintő kamatemelési várakozások erősödése, és ebből következően a globális likviditásbőség csökkenésére vonatkozó várakozások álltak. A kedvező konjunkturális adatok és az inflációs félelmek hatására a piacok mind az amerikai, mind az európai szigorítási ciklus folytatódását, illetve gyorsabb ütemét árazták be. Míg év elején a piac arra számított, hogy 4,75 százalékon tetőzhet az amerikai rövid kamatszint, addig most már beárzta az 5 százalékos kamatszintet. Az EKB március eleji kamatemelését követő jegybanki nyilatkozatok szintén erősítették a kamatemelési várakozásokat - év végéig a piac további 75-100 bázispontos szigorítással számol. Mindezek hatására a fejlett piacokon emelkedtek a hosszú hozamok: az amerikai 10 éves hozam másfél, míg az európai egyéves csúcsra nőtt. A japán piacon is a kamatszint fokozatos emelkedésre számít a piac, miután márciusban öt év után véget ért a mennyiségi lazítás politikája.

Az elmúlt hónapokban a regionális devizák folyamatos felértékelődésével szemben a forintárfolyam szűk sávban stabilizálódott. A márciusi gyengülés viszont hasonlóan érintette a térség összes piacát. Míg azonban a térség többi devizája esetében a leértékelődés inkább korrekciót jelentett az elmúlt hónapok történelmi csúcsai után, addig a forint esetében 2004 eleje óta nem tapasztalt szintekre gyengült az árfolyam. A gyengülés a külföldi szereplők lassú ütemű, de folyamatos forinteladása mellett ment végbe, a nem rezidensek forintkockázat-kitétszége márciusban összesen 220 milliárd forinttal csökkent. Az állampapír-piacon az elmúlt egy hónapban ugyanakkor folytatódott a külföldiek jelentős aukciós kötvényvásárlása.

Az árfolyam gyengülésével párhuzamosan megemelkedek a rövid hozamok, miután a piaci várakozások a gyorsabb ütemű kamatemelés irányába mozdultak el. Míg a Monetáris Tanács februári ülése idején a hozamgörbe 25-50 bázispontos idei és további 25 bázispontos jövő évi kamatemeléssel volt konzisztens, addig jelenleg a piac a teljes 75 bázispontos szigorítást az idei évre árazta be. A Reuters felmérése szerint ugyanakkor az elemzők és a devizapiaci üzletkötők egyhangúlag az alapkamat március 20-i szinten tartására számítanak, az elemzők többsége az év végéig sem vár kamatlépést. A rövid és középtávú elemzői árfolyam-várakozások legfrissebb felmérése a korábban vártnál gyengébb, de a jelenleginél felértékeltőbb (255-257 Ft/Eurós) szintet valószínűsítene.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

Az ülésen mindegyik tanácsstag az alapkamat szintentartását javasolta.

A Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az elsősorban globális folyamatok által kiváltott, közelmúltban tapasztalható árfolyam-változékonyság, fokozottan előtérbe helyezi a hazai egyensúlyi problémákat. A FED és az EKB kamatemelése után kialakult nemzetközi környezetben a befektetők várhatóan jobban különbséget tesznek az országok között, és ez a forintot kedvezőtlenebbnél érintheti a kockázatvállalási hajlandóság esetleges csökkenésekor. A költségvetési kiigazítás késlekedése ily módon folyamatos inflációs kockázatot jelent.

Néhány tag megítélése szerint a 2004-2005-ös kamatcsökkentési sorozat lezártnak tekinthető. Az eddig kedvezően alakuló inflációs kilátások márciusban romlottak, és mivel a közeljövőben megvan a valószínűsége annak, hogy a forint tartósan tovább gyengüljön, a 3 százalékos középtávú inflációs cél veszélybe kerülhet, így a kamatemelési ciklus elindítása elkerülhetetlenné válhat.

Mások kedvezően ítélték meg az inflációs folyamatokat. Kiemelték, hogy míg az árfolyam további alakulása, valamint az eddigi gyengülés hatása a várakozásokra nehezen becsülhető meg, addig az év eleji inflációs adatok egyértelműen javuló tendenciát mutatnak a korábbi várakozásokhoz képest. Bár rövidtávon az áfacsökkentés vártnál gyengébb árhatása 2006-ban a korábban előre jelzethetné kissé magasabb inflációt eredményezhet, a piaci szolgáltatások gyorsuló deflációjára, amennyiben tartósan bizonyul, középtávon növeli az inflációs cél teljesülésének esélyét.

A jelenlevők egyetértettek abban, hogy az árfolyammozgások hatása a belföldi árakra időben változhat. Nemzetközileg megfigyelt tény, hogy az alacsony infláció, az inflációs célok hitelessége csökkenti az árfolyam-átgyűrűzés erősségét. Ebből a szempontból a Tanács tagjai kedvező fejleményként értékelték, hogy az utóbbi időben a lakosság inflációs várakozásai határozottan mérséklődtek.

Egyetértés volt a tekintetben, hogy - tekintettel a belföldi árakra történő átgyűrűzés időigényére - csak egy tartós árfolyamgyengülés vezetne az inflációs kilátások romlásához. Egyes vélemények szerint az esetleges árfolyamgyengülés hatásának felmérésekor azonban azt is tekintetbe kell venni, hogy ez a jelen körülmények között – a magánszektor devizában történt eladósodása miatt - visszafogná a belföldi keresletet, ami a leértékelődés inflatorikus hatását mérsékelheti.

Ugyanakkor véleménykülönbség alakult ki abban a kérdésben, hogy a forint gyengülése mennyire marad tartós. Néhányan mellett érveltek, hogy a mostani gyengülés utólag átmenetinek is bizonyulhat, ha a kormány megteszi a szükséges költségvetési kiigazítást.

Mások ezzel szemben azon nézetüknek adtak hangot, hogy a hiteles fiskális kiigazítás késlekedése miatt a kockázati megítélés további romlásának, a forint további gyengülésének számottevően nagyobb a valószínűsége. Mivel a jelentősebb jegybankok kamatemelési ciklusban vannak, a forint prémiuma egyre kisebb védelmet biztosít, ezért az MNB is kénytelen lesz az emelés irányába elmozdulni. A kamatemelési sorozat megkezdését úgy kell időzíteni, hogy zökkenőmentes legyen az átmenet, az árfolyam esetleges túllövésének lehetőség szerint elejét kell venni.

Elhangzott olyan vélemény is, hogy bár a kamatpolitika legfontosabb meghatározója a mindenkori inflációs cél és az inflációs kilátások viszonya, egy kedvezőtlen fordulat a nemzetközi befektetői környezet alakulásában, a feltörekvő piacok vagy Magyarország megítélésének hirtelen romlása vezethet olyan helyzethez, amikor pusztán a pénzügyi piacok túlzott volatilitása vagy nem megfelelő működése miatt fenn áll egy túllövés veszélye, aminek elkerülése végett szükséges lehet megemelni a kamatot.

Az Elnök szavazásra bocsátotta az alapkamat 6,00 százalékos szinten tartását, melyet a Tanács tagok egyhangúlag megszavaztak.

Szavazatok:

<i>alapkamat 6,00%-os szinttartása mellett:</i>	12	Járai Zsigmond, Adamecz Péter, Auth Henrik, Bihari Péter, Bánfi Tamás, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Kádár Béla, Kopits György, Neményi Judit, Oblath Gábor, Szapáry György
--	-----------	---

Jelen voltak:

Járai Zsigmond elnök

Auth Henrik

Adamecz Péter

dr. Szapáry György

dr. Hardy Ilona

Neményi Judit

dr. Bihari Péter

dr. Bánfi Tamás

dr. Csáki Csaba

dr. Kádár Béla

dr. Kopits György

dr. Oblath Gábor

A Kormányt Tabák Péter, a Pénzügyminisztérium főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2006. április 24-én tartja, amelyről 2006. május 12-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.