



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2006. ÁPRILIS 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

Márciusban a fogyasztói árindex éves összehasonlításban 2,3 százalékkal lett, ami kismértékű csökkenést jelentett az előző hónaphoz képest. Ezzel szemben a maginfláció enyhén gyorsult, 0,8 százalékkal emelkedett. A rövid bázisú indexekre az év eleji ÁFA-csökkentésnek már nem volt jelentős hatása, ezért a márciusi adat a tartós inflációs folyamatról sokkal több információt hordoz, mint a megelőző két hónapban. A rövid bázisú trendinfláció visszatért az elmúlt év nagy részére jellemző 2 százalékkal körüli vagy még annál is alacsonyabb szintre, miközben a belső szerkezete sokkal kiegyensúlyozottabb lett. Márciusban is folytatódott ugyanis az iparcikkek és a piaci szolgáltatások inflációs különbségének tovább szűkülése: az iparcikkek körében tovább emelkedett az árindex – több mint egy év után idén márciusban volt először pozitív a trend-árváltozás –, míg a szolgáltatások trendinflációja az elmúlt évvel ellentétben immáron harmadik hónapja határozottan csökken. Az ÁFA-csökkentés hatását figyelmen kívül hagyva az iparcikkek áránál a fordulópont már jóval az idei évben bekövetkezett árfolyamgyengülést megelőzően – 2005 közepén – megfigyelhető volt. Az első negyedévi fogyasztói árindex 0,6 illetve 0,3 százalékkal haladta meg a novemberi illetve a februári jegybanki inflációs prognózist. Az eltérés legnagyobb részét azonban a feldolgozatlan élelmiszerek kiugró áremelkedése – zöldségek esetében mintegy 70%-os 12 havi áremelkedés – okozta, ami a jegybank várakozása szerint nem gyakorol hosszú távú hatást a várható inflációs folyamatokra.

A piaci szolgáltatások árindexének további mérséklődése szempontjából növeli a bizonytalanságot a versenyszféra ideji erős bérdinamikája. 2006 január-februárban 9,1 százalékkal nőttek a bérek a versenyszférában az előző év azonos időszakához képest, amelyben döntő szerepe volt a törvényben meghatározott 9,6 százalékos minimálbér-emelésnek. A minimálbér emelése hatása elsősorban a piaci szolgáltatások bérindexének alakulásában érzékelhető. Az új adatok ismeretében úgy tűnik, a minimálbér-emelés elsődleges hatása nagy valószínűséggel meghaladja az MNB által korábban becsültet, ami megnöveli a bizonytalanságot azzal kapcsolatban, hogy a minimálbér-emelés hogyan fogja befolyásolni középtávon a béralakulást.

Továbbra is élénknek tekinthető a hazai konjunktúra a februári ipari termelési és külkereskedelmi adatok alapján, bár a legfrissebb adatok némi lassulást mutatnak a dinamikában. Az exportértékesítés szempontjából irányadó bizalmi indexek töretlen emelkedése és a feldolgozóipari rendelések alakulása azonban továbbra is dinamikus exportbővülést vetítenek előre. Ez utóbbinak a külső egyensúlyra gyakorolt kedvező hatását azonban részben ellensúlyozza az olajárak töretlen emelkedése, amely számottevően rontotta a cserearányt az év első hónapjaiban.

A legfrissebb, 2005 IV. negyedévi fizetési mérleg adatok alapján folytatódott a szezonálisan igazított külső finanszírozási igény csökkenése (GDP 6,1 százalékkal), amihez mind a külkereskedelmi egyenleg, mind a jövedelem- és transzferegyleg hiányának mérséklődése hozzájárult. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a fizetési mérleg statisztika esetén továbbra is nagy a módszertani bizonytalanság, hiszen a 2004-2005-ös külkereskedelmi folyamatok (azon belül elsősorban az importnövekedés mérséklődése) a GDP-statisztikák, illetve a pénzügyi számlák belső konzisztenciájának tekintetében továbbra is ellentmondásosnak látszanak. A folyó fizetési mérleg hiányát a IV. negyedévben bőven fedezte a nettó nem adóssággeneráló tőkebeáramlás, ennek nagy része azonban egyszeri tételekből, privatizációs bevételből származott.

Az állami költségvetés 2006. I. negyedévi pénzforgalmi hiánya meghaladta a PM éves tervének felét, és 110 Mrd Ft-tal lett magasabb az MNB novemberi inflációs jelentésében közölt alappályájánál is. Az első negyedévi folyamatok alapján, megnőtt annak kockázata,

hogy az éves hiány meg fogja haladni az MNB novemberi prognózisát, elsősorban a kamategyenleg és a tb-egyenleg hiánynövelő hatása miatt.

Az elmúlt egy hónapban a nemzetközi pénzügyi környezet a forint befektetések kockázati megítélése szempontjából ellentmondásosan alakult. A főbb piacokon folytatódott a hosszú hozamok emelkedése, vagyis a befektetők egyre magasabb hozamot realizálhatnak a kockázatmentesnek tekinthető amerikai és európai állampapírokon. A feltörekvő piaci kockázati felárak viszont összességében nem emelkedtek. Az EMBI felár továbbra is nagyon alacsony szinten, 200 bázispont alatt van. A befektetők azonban egyre inkább differenciálnak a különböző országok között aszerint, hogy milyen kockázatokat látnak az adott ország makrogazdasági egyensúlyi, illetve politikai folyamataiban. A kockázatosabbnak ítélt országok (pl. Izland, Lengyelország, Magyarország, Mexikó, Törökország) prémiuma az elmúlt egy hónapban is emelkedett, árfolyamuk a többi feltörekvő piaci devizával szemben leértékelődött.

A kedvező konjunkturális kilátások és az ismét 70 dollár fölé dráguló kőolajárak által kiváltott inflációs félelmek miatt az elmúlt egy hónapban tovább emelkedtek a fejlett ipari országok hosszú hozamai, a kamatvárakozások viszont alig változtak. Az amerikai 10 éves kötvény átlépte az 5 százalékos szintet, amire 2002 óta nem volt példa. A piac biztosra veszi a Fed májusi 25 bázispontos kamatemelését, ugyanakkor a júniusi kamatemelés beárazott valószínűsége az április közepén publikált, vártnál gyengébb gazdasági adatok következtében 50 százalék alá csökkent. Az európai 10 éves kötvény másfél éves csúcsra, 3,9 százalék fölé emelkedett. A határidős piacok beárazták az EKB 25 bázispontos júniusi kamatemelését, és év végére 3,25 százalékos alapkamatot valószínűsítene.

A forintárfolyam tovább gyengült, és tartósan a márciusi MT-ülés idején jellemző 262 forint/eurós szint alatt maradt. Az átmeneti korrekcióknál a maximum egyre gyengébb árfolyam-szinteken alakult ki, ami technikai értelemben a leértékelődés folytatódását valószínűsíti. A Reuters legfrissebb felmérése szerint az elemzők többsége nem várja, hogy rövidtávon a forint ismét a 260-as szint alá erősödhessen. Az árfolyamot az előző felmérés óta eltelt egy hónapban jellemző 260-270 forint/eurós sávba várják május végére is. Ugyanakkor a 2006 illetve 2007 végére várt árfolyam azt mutatja, hogy az elemzők a gyengülést csak részben gondolják tartósnak, előre tekintve az árfolyam fokozatos és mérsékelt ütemű visszaerősödésére számítanak. Az árfolyam gyengülése a külföldiek forintkockázat-kitettségeinek jelentős mértékű csökkenése mellett ment végbe. Ezzel szemben a külföldiek állampapír-állománya egy hónap alatt mindössze 27 milliárd forinttal mérséklődött, az időközben lejáró 158 milliárd forintnyi állampapír nagy részét ugyanis újra befektették. A két választási forduló között a külföldi befektetőket kiváró magatartás jellemezte.

A befektetői döntésekben az elmúlt hónapokban egyre jobban szétvált az árfolyam- és a kamatpozíció felvállalása, a külföldiek jellemzően csak árfolyam-kockázat fedezése mellett vásároltak magyar állampapírt. Az ország-specifikus kockázatok miatt bekövetkezett prémium-növekedés így szinte teljes mértékben a forintárfolyamban csapódott le, a hozamok alakulása csak kis mértékben követte a főbb piaci hozamok emelkedését. Az év elejétől nézve a 10 éves európai és amerikai hozamok 60-65 bázisponttal emelkedtek, ezzel szemben a hasonló futamidejű forinthatam alig emelkedett, ugyanakkor a forintárfolyam közel 6 százalékkal gyengült. Az állampapír-piaci hozamok viszonylagos stabilitása hozzájárult ahhoz, hogy az 5 év múlva 5 éves forward prémium április közepére 200 bázispont körüli szintre csökkent, ami regionális összehasonlításban azonban továbbra is kiugróan magas érték.

A piaci kamatemelési várakozások az elmúlt hónapban lényegében nem változtak, a hozamgörbe rövid vége továbbra is 75-100 bázispontos ideai kamatemeléssel konzisztens. A

Reuters legfrissebb felmérése szerint az elemzők egyhangúan változatlan áprilisi kamatszintre számítanak, decemberre viszont megosztottak a várakozások, az elemzők egy része 6, egy másik része pedig 6,5-6,75 százalékos alapkamatot prognosztizál. A befektetési banki elemzések szerint az elemzők egyöntetűen a parlamenti választásokat követő költségvetési bejelentésekre várnak, a fiskális folyamatok alakulása már rövidtávon is jelentősen befolyásolhatja a forinteszközők prémiumát.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után csak az alapkamat szinten tartására hangzott el javaslat.

A tagok egyetértettek abban, hogy az elmúlt időszakban egymással ellentétes hatású folyamatok befolyásolták az inflációs kilátásokat. Erősödtek a magasabb infláció irányába ható tényezők, de más folyamatok ezt ellensúlyozhatják, ezért a Tanács tagjai a monetáris kondíciók szigorítását egyelőre nem tartották indokoltnak.

A vitában egyesek amellettt érveltek, a 3 százalékos inflációs cél teljesülését elősegítő folyamatok továbbra is meghatározóak. Ebbe az irányba hat a gazdasági szereplők inflációs várakozásainak mérséklődése és a piaci szolgáltatások – korábban tartósan magas – árindexének csökkenése. Ez utóbbi azért is különösen fontos, mert az ÁFA-csökkentés által nem érintett szolgáltatások körében is megfigyelhető volt, ráadásul a szolgáltatások év eleji árazási gyakorlata miatt az év elején megfigyelt csökkenés várhatóan erősen befolyásolja az év egészének áralakulását.

Mások úgy vélték, hogy a kedvező folyamatok mellett az utóbbi időben megnőtt a kockázata annak, hogy 2007-ben az infláció a célt meghaladja. Ezek közül a legfontosabbak a nemzetközi olajárak folytatódó emelkedése és a forint leértékelődése, amennyiben ezek a hatások tartósan bizonyulnak. A piaci szolgáltatások inflációjának további mérséklődése szempontjából kockázatot jelent a versenyszféra béralakulása. Miközben a munkapiaci folyamatok az elmúlt időszakban elősegítették az infláció csökkenését, az idei minimálbér-emelés vártnál nagyobb elsődleges hatása előre tekintve felfelé mutató kockázatot jelent, mégpedig elsősorban a szolgáltatások területén. Kedvezőtlen jel továbbá az is, hogy az iparcikkek árindexe – az ÁFA-csökkentés hatását figyelmen kívül hagyva – a múlt év közepe óta emelkedik.

A tagok megvitatták a feldolgozatlan élelmiszerek áralakulásának lehetséges hatását. Az előző néhány hónapban kialakult magas nyersélelmiszer árak a jegybank által vártnál magasabb fogyasztói árindexhez vezettek az első negyedévben. Egyetértettek abban, hogy ennek – az egyébként is változékony áralakulást mutató – termékkörnek a középtávú inflációs folyamatokra várhatóan nem lesz jelentős hatása. Az sem zárható ki, hogy a bázishatás miatt 2007-ben mérsékelheti is a 12 havi fogyasztói árindex mértékét.

Megoszlott a tagok véleménye a 2006-os ÁFA-csökkentésnek – különösen az iparcikkek körében megfigyelt – vártnál kisebb átgyűrűző hatásának értékeléséről. Volt olyan vélemény, hogy ez csak egyszeri hatás, és ezért nem befolyásolja a trendinflációt. Mások véleménye szerint az, hogy a kereskedők nagyobb mértékben használták profitjuk növelésére a forgalmi adó csökkentését, mint ahogy azt az MNB várta, arra utalhat, hogy valójában kisebb a hazai verseny intenzitása, mint korábban feltételezett. Ez kiegészülve az utóbbi időben már emelkedő külföldi iparcikk inflációval és a forint leértékelődésével a korábban elképzeltnél nagyobb inflációs nyomáshoz vezethet a termékek széles körében.

A nemzetközi pénzügyi piaci folyamatokkal kapcsolatban a Tanács tagjainak az volt a véleménye, hogy bár a külföldi befektetői környezet még kedvező, és a közelmúltban újra

nagyobb tőkebeáramlás volt a feltörekvő piacokra, a helyzet továbbra is törékeny. A főbb devizák esetében a közel jövőben folytatódhat a jegybankok kamatemelési ciklusa, ami a kockázatmentes hozamokat megemelve mérsékelheti a befektetők globális kockázatvállalási hajlandóságát, ezáltal megemelve a forint befektetésektől elvárt prémiumot is. Ebben a helyzetben a mielőbbi hiteles költségvetési kiigazítás elmaradása súlyosan ronthatja a forint kockázati megítélését. Ezzel szemben, ha az új kormány már rövidtávon hiteles lépéseket tesz a költségvetési helyzet javítása érdekében, akkor az utóbbi hónapokban kiépült jelentős nagyságú forint elleni pozíciók részleges leépülése következhet be, ami a forint erősödése irányába hat.

A tagok egy része összességében úgy látta, hogy az infláció várható alakulását övező bizonytalanság megnövekedett ugyan, de az érzékelt kockázatok kétirányúak. Ráadásul mivel az MNB legutóbbi prognózisa 2007-re kis mértékben cél alatti inflációt jelzett előre, önmagában a prognózis emelkedése még nem jelent a célnál szignifikánsan magasabb várható inflációt. Ma még nem ítélték meg, hogy a különböző időtávon érvényesülő, inflációt emelő hatások közül melyek lesznek tartósak. Mindezeket figyelembe véve akkor van szükség monetáris politikai lépésre, ha a jövőben a kockázatok kedvezőtlen irányban realizálódnak. Mások úgy érveltek, hogy a felfelé mutató kockázatok már jelenleg is erősebbnek tűnnek, ugyanakkor még nem lehet megítélni az egyes tényezők pontos hatását a várható inflációra. Egyetértés volt abban, hogy az MNB-nek fokozott figyelemmel kell kísérnie az inflációra ható tényezőket, és a monetáris kondíciók szigorításával szükség esetén ellensúlyozni kell az árstabilitást veszélyeztető folyamatokat.

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

Szavazatok:

<i>alapkamat 6,00%-os szinttartása mellett:</i>	13	Járai Zsigmond, Adamecz Péter, Auth Henrik, Bánfi Tamás, Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Kádár Béla, Kopits György, Neményi Judit, Oblath Gábor, Szapáry György
--	-----------	--

Jelen voltak:

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

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

A Kormányt Kovács Álmos, a Pénzügyminisztérium helyettes államtitkára képviselte.

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2006. május 22-én tartja, amelyről 2006. június 9-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.