



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2006. MÁJUS 22-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

1. Makrogazdasági és pénzügyi folyamatok

A fogyasztói árindex áprilisban 2,3 százalékos volt, ami megegyezett a márciusi értékkel, a maginfláció pedig 0,7 százalékosot tett ki, ami 0,1 százalékkal alacsonyabb az előző havi adatnál. A friss – egyhavi – információkra épülő mutatók szerint áprilisig nem történt változás az inflációs folyamatokban, az előző évhez hasonlóan továbbra is 2 százalékos körül alakul a trendinfláció.

Az áprilisi adatok megerősítik a piaci szolgáltatások körében év elején megindult defláció tartósságát. A monetáris politika szempontjából fontos információ, hogy az iparcikkek körében egyelőre nincs jele a gyengébb árfolyam hatásának: az iparcikkek egyhavi árváltozása áprilisban visszatért a negatív tartományba. A teljes fogyasztói árindex szintjén igen nagy hatást gyakorolnak a rendkívül meredeken emelkedő feldolgozatlan élelmiszerárak. A fogyasztói árindex és a maginfláció közötti 1,6 százalékos eltérés több mint felét a feldolgozatlan élelmiszerek áremelkedése magyarázza.

A GDP komponenseket még nem tartalmazó, előzetes adatok szerint a gazdasági növekedés 2006 I. negyedévében az előző év azonos időszakához viszonyítva 4,5 százalékos volt. Ez a növekedési ütem elmarad a 2005 második félévében mért dinamikától, és valamelyest eltér az MNB korábbi előrejelzésétől, mely 2006 első félévében további élénküléssel számolt.

Az előzetes és aggregált GDP adat alapján kirajzolódó kép árnyalja, hogy az ipari termelési és a külkereskedelmi adatok – a romló cserearány ellenére is – egyaránt lendületes konjunktúrát jeleznek. A márciusi ipari termelési adatok (14%-os bővülés) és a márciusi 20%-os áruexport növekedés arra utalnak, hogy az élénk külső konjunktúra továbbra is meghatározó szerepet játszik a hazai növekedésben. Mindazonáltal az exportpiacokon a növekedési ciklus közel lehet a tetőponthoz, a külső kereslet további gyorsulása már nem valószínű. Ezen folyamatok alapján az idei évben is várható, hogy a nettó export hozzájárulása pozitív lesz a gazdasági növekedéshez, habár mértéke elmaradhat a tavalyi kiugró értéktől.

A nemzetgazdasági bruttó átlagkeresetek 2006 első negyedévében 7,3%-kal nőttek, a versenyszférában 9,1%, az állami szektorban 5% volt a 12-havi bérnövekedés. A márciusi béradatok alapján érdemben csökkent a januári minimálbéremelést követő bizonytalanság a munkapiaci folyamatok megítélésében. Márciusban a havi adatok már csökkenő bérinflációt mutatnak a január-februári magas bérdinamikát követően. A friss adatok a hosszabb távú képet érdemben nem befolyásolják, azonban rövid távú egy magasabb bérpálya irányába mutatnak. Mindazonáltal az inflációs jelentés alapvetően lazább munkapiaci feltételekkel, a munkakínálat munkakereslet meghaladó emelkedésével és a tőke-munka helyettesítés folytatódásával számol.

A nemzetközi pénzügyi piacok meghatározó folyamata volt a dollár- és eurohozamok emelkedése. A kedvező növekedési kilátások és a folyamatosan emelkedő nyersanyagárak mellett a piac figyelme egyre inkább az inflációs kockázatok, és ennek nyomán a monetáris kondíciók korábban vártnál gyorsabb ütemű szigorításának lehetősége felé fordult. Az új gazdasági adatok megnövekedett szerepét hangsúlyozta a Fed is májusi, 25 bázispontos kamatemelését kísérő közleményében. A határidős piacok jelenleg további 25 bázispontos amerikai kamatemelést áraznak az idei évre, ennek június végi megvalósulásához azonban alacsony valószínűséget rendelnek.

A dollár március óta sokat veszített értékéből, árfolyama az euróval szemben egyéves mélypontra süllyedt. Ebben szerepet játszott, hogy az új európai adatok nagyobb része is a gazdaság élénkülését mutatta, aminek hatására kismértékben erősödtek a kamatemelési várakozások. A piacok év végéig 75-100 bázispontos EKB szigorítást áraztak be. Míg

korábban a dollár gyengülése kedvezett a feltörekvő piaci eszközöknek, addig ezúttal inkább a dollárból finanszírozott magas hozamú pozíciókon elért nyereség felszámolására, és a kockázati kitettség csökkentésére ösztönözte a befektetőket.

A török piacról május közepén feltörekvő piaci eladási hullám indult ki. A nemzetközi kockázatvállalási hajlandóságot érő sokk márciushoz hasonlóan ezúttal is azokat az országokat érintette jobban, amelyek a piaci szereplők szerint magasabb egyensúlyi vagy politikai kockázatot hordoznak. A külső sokk megtörte a forint április közepén kibontakozott erősödését is, az árfolyam a 259 forint/eurós szintről átmenetileg ismét az április elején jellemző ideai mélypontra, 269 forint/euro közelébe értékelődött le. Ezt azonban a külső környezet javulásával párhuzamosan gyors ütemű korrekció követte.

A Reuters felmérése szerint a hosszabb távú árfolyam-várakozások nem változtak, az elemzők kismértékű felértékelődésre számítanak. Az árfolyam jövőbeli alakulása szempontjából kulcsfontosságú, hogy a befektetők hogyan ítélik meg a költségvetési kilátásokat. A befektetési banki elemzések alapján egyértelmű, hogy a piacok a fiskális pálya módosulására számítanak, ennek hiányában fennmaradhat, illetve felerősödhet a forinteszközök fokozott érzékenysége a külső piaci sokkokkal szemben.

Bár az elmúlt hónapokhoz hasonlóan a májusi sokk ismét inkább árfolyam-gyengülésben csapódott le, kisebb mértékben a hozamgörbe is emelkedett, és megállt az euróhoz viszonyított hosszú forward prémium csökkenése. A hosszú forint hozamok emelkedése többhónapos távon azonban így is jelentősen elmaradt a főbb piacokon tapasztalt hozamemelkedéstől. A hozamgörbe alapján a piac év végéig közel 75 bázispontos kamatemelést árazott be. A Reuters felmérése szerint ezzel szemben az elemzők egyhangúlag az alapkamat májusi szinten tartására számítanak, és a hosszabb távú várakozások átlaga sem mutat jelentős eltérést a 6 százalékos szinttől.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A legfrissebb makrogazdasági és pénzügyi piaci információk áttekintése, valamint az inflációs jelentés megvitatása után a Monetáris Tanács egyhangúlag az irányadó kamat szinten tartásáról döntött.

A tanács tagjai eltérően értékelték az inflációs folyamatokat. Többen érveltek amellett, hogy az inflációs kockázatok megnövekedtek a magyar gazdaságban. Az olaj és a nyersanyagárak gyors emelkedése globális inflációs kockázatot hordoz. A minimálbér-emelés hatása az általános bérszínvonalra a korábban vártnál nagyobb lehet, ennek inflációs kockázatát tovább növeli az élénk ipari konjunktúra. Mindezekhez hónapok óta a korábbiaknál gyengébb árfolyam párosul. További kockázatot jelent, hogy az európai jegybank és a Fed kamatemelési ciklusban vannak, ami a nemzetközi befektetők kockázatvállalási hajlandóságának csökkenését valószínűsíti a jövőben. Ezek a tényezők a kamatemelés szükségességének irányába mutatnak, és annak késlekedése előbb-utóbb a monetáris politika hitelességének rovására megy.

Több tag ezzel szemben azt hangsúlyozta, hogy nincs egyértelmű inflációs nyomás, és az alapvető inflációs folyamatok az utóbbi évtizedekben nem tapasztalt, gyakorlatilag az árstabilitásnak megfelelő környezetről tanúskodnak. Különösen jó jelnek tekintették, hogy a szolgáltatások inflációja idén jelentősen mérséklődött, és a lakosság inflációs várakozásai is történelmi mélypontra kerültek. Bár az inflációs előrejelzés 2007-ben a középtávú cél fölött van, a bizonytalanságok miatt a 3 százalékos cél körül lehet egy olyan tartomány, amelyik még nem indokol monetáris politikai reakciót, és megítélésük szerint a mostani előrejelzés ebben a tartományban helyezkedik el.

Egyetértés alakult ki ugyanakkor a tekintetben, hogy az új kormány eddig még nem ismert kiigazító intézkedései gyökeresen megváltoztathatják az inflációs jelentésben kialakított képet és a forint kockázati megítélésére is jelentős befolyást gyakorolhatnak. A tanácstagok szerint a stáb inflációs előrejelzése olyan technikai feltételezésekre épül, amelyek az új kormány intézkedései nyomán nagy valószínűséggel érvényüket veszítik. Ezért a középtávú inflációs kockázatok jobb megítéléséhez célszerű megvárni a kormányprogram meghirdetését és annak fogadtatását.

Szavazatok:

<i>alapkamat 6,00%-os szintentartása 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 Erhart Tibor, a Pénzügyminisztérium osztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2006. június 19-én tartja, amelyről 2006. július 7-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.