



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2007. FEBRUÁR 26-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

Januárban a fogyasztói árak éves indexe 7,8 százalék, a maginflációé 5,6 százalék volt. Az előző havi adatokhoz képest a növekedés mértéke 1,3, illetve 0,6 százalékpont, ami mögött elsősorban a 2006. januári áfa-csökkentésből fakadó bázishatás áll. A piaci folyamatokat tükröző maginfláció rövidbázisú növekedési üteme ugyanakkor kisebb lett, mint a korábbi hónapokban, ami azt a forgatókönyvet valószínűsíti, amely szerint a 2006 közepén felerősödő inflációs nyomás nagyobb részt átmeneti jellegű volt. A januári adatok szerint egyrészt a külkereskedelmi forgalomba kerülő javak – iparcikkek és feldolgozott élelmiszerek – inflációja mutatott érdemi lassulást, ami arra utalhat, hogy az euro-forint árfolyam 2006-os évközi gyengülése csak átmenetileg emelte meg az inflációt. Ugyanakkor a piaci szolgáltatásoknál is jelentős volt az árindex csökkenése, bár itt az áremelések éven belüli szezonális változása miatt a rövidbázisú indexek felülbecsülhetik a trendfolyamatban bekövetkezett deflációt.

Az inflációs jelentés időközi frissítésében szereplő alappálya szerint a következő hónapokban a novemberben jelzethnél magasabban, 9 százalék körül lehet az infláció tetőpontja, majd az év végétől gyors inflációcsökkenés várható, így a 2008-as éves átlagos infláció a középtávú cél közelébe kerülhet. A fiskális intézkedések elsődleges árszintnövelő hatásának kifizetését követően a belföldi kereslet csökkenése és a laza munkapiac az infláció csökkenésének irányába fog hatni. A korábban várthoz képest meredekebb inflációcsökkenés jelentős részben az alapfeltevések kedvező elmozdulásának – az erősebb euro-forint árfolyamnak, illetve a világpiaci olajárak szignifikáns csökkenésének – köszönhető. A távolabbi horizonton e kedvező hatást egészíti ki a 2008-ra feltételezett alacsonyabb szabályozottár-emelés.

A jegybanki prognózis alappályája novemberhez hasonlóan továbbra is azt feltételezi, hogy a várakozások középtávon jól horgonyoztak, és a versenyszféra 2006-os magas bérendexe a belföldi kereslet mérséklődésével párhuzamosan visszakorrigálódik. Ugyanakkor továbbra is jelentős az ár- és bérszabályozás mechanizmussal kapcsolatos bizonytalanság, ami az alappálya körüli kockázateloszlásban jelenik meg. A következő két évre nézve jelentős fölfelé irányuló kockázat származik ebből a forrásból, amit az elmúlt hónapok beralakulása a versenyszférában és az állami bérfelfüggesztési tervek módosítása tovább erősít.

2006-ban a nemzetgazdasági bruttó átlagkeresetek 8,1%-kal emelkedtek az egy évvel korábbi szinthez képest, ezen belül a versenyszférában 9,3%-kal, a költségvetési szférában pedig 6,4%-kal nőttek a bérek. A versenyszféra béreinek rendszeres komponense az utóbbi hónapokat jellemző magas szinten stagnál. A december havi adat kiugró értékét a prémiumkifizetések adják, amelyet az augusztuséhoz hasonlóan a januári adóemelésekhez köthető előrehozott kifizetések magyarázhatják, de az emelkedő inflációs várakozások is szerepet játszhatnak benne. Miközben az év végén a belföldi felhasználás lassult, a piaci szolgáltatások bérdinamikája továbbra is jelentősen meghaladta a feldolgozóiparét, amire vagy a várakozások megemelkedése, vagy a színlelt szerződések megszűnése miatti torzítás kínálkozhat magyarázatként. Magyarázat lehet ezen kívül az is, hogy a versenyszféra bizonyos szereplői a fiskális kiugazítás miatti jövedelemcsökkenés egy részét utólag kompenzálták a munkavállalók részére.

Az előzetes adatok szerint 2006 végén folytatódott a gazdaság növekedési ütemének az elmúlt év elején elkezdődött lassulása. A negyedik negyedévben a bruttó hazai termék 3,2 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva (a növekedés a naptári hatásokat is figyelembe véve 3,4 százalékos volt), ami 0,5 százalékponttal maradt el a harmadik negyedéves növekedési ütemtől. Ellentétben az előző negyedéves adat

értékelésével, ezúttal már a trendfolyamatokat jobban megragadó szezonálisan igazított negyedéves indexek is csökkentek. Ez megerősíti, azon véleményünket, hogy az elmúlt év utolsó negyedévében elkezdődött a belföldi felhasználás alkalmazkodási folyamata a nyáron bejelentett egyensúlyjavító kormányzati intézkedésekhez. Ezzel összhangban folytatódott a lakossági fogyasztással szoros kapcsolatban álló kiskereskedelmi értékesítések dinamikájának októberben elkezdődött mérséklődése is. A teljes kiskereskedelmi forgalom volumennövekedése novemberben 0,9 százalék (naptári hatástól megtisztítva 1,4 százalék), míg decemberben 0,7 százalék (szezonálisan igazítva és naptári hatásoktól szűrve 3,2 százalék) volt. A decemberi adat azonban egyszeri hatásokat (pl. gyógyszer-értékesítés emelkedése) is tükrözhet, ezt figyelembe véve, az eladások lassulása általános folyamatnak tekinthető.

2007-2008-ra vonatkozóan nem változott az MNB várakozása abban a tekintetben, hogy a belföldi kereslet visszaesése miatt a potenciális kibocsátás szintjétől fokozatosan elmaradó GDP-pálya várható Magyarországon. A töretlenül kedvező külső konjunktúra és az optimistábbá váló európai prognózisok a hazai exportdinamikát is tovább erősítik. A kedvező külső konjunkturális környezet ugyanakkor, – vélhetően országspecifikus tényezőknél betudhatóan – kisebb lendületet ad a magyar gazdaságnak, mint a korábbi európai fellendülések idején. Erre utal, hogy a feldolgozóipar beruházása az elmúlt negyedévekben visszaesett, elszakadva az erős beruházás-növekedéssel jellemezhető regionális trendtől.

A külkereskedelmi termékforgalom előzetes adatai szerint 2006. decemberben az áruexport 13 százalékkal, az áruimport 11 százalékkal bővült folyóáron, euróban mérve 2005 decemberéhez képest. A 2006-os évben mindkét irányú forgalom dinamikusabban növekedett, euróban számítva a kivitel értéke 15,7 százalékkal, a behozatalé pedig 13,4 százalékkal bővült 2005-höz képest, ami összhangban van a lendületesen bővülő ipari termeléssel, valamint a várakozásokat felülmúló európai kereslettel a tavalyi év folyamán. Bár januárban enyhén mérséklődtek, a külpiacon helyzetről rendelkezésre álló kérdőíves indexek továbbra is historikusan magas szinten vannak, és a magyar exporttermékek szempontjából kiemelkedő jelentőségű német piacon összességében nem érzékelhető romlás. A külkereskedelmi partnereink körében várt élénk konjunktúra 2007-ben is erőteljes külső keresletet eredményezhet.

Az állami költségvetés januári pénzforgalmi hiánya 196 milliárd forint volt, ami jóval nagyobb az időarányosnál, de összhangban van a novemberi inflációs jelentés éves előrejelzésével, amely figyelembe vette, hogy szezonális okokból januárban általában több a kiadás. A folyamatok továbbra is összhangban vannak az MNB novemberi inflációs jelentésben adott prognózisával, amely szerint az államháztartás 2007-es ESA-hiánya a 6,1-7,7 százalékos kockázati sávon belül, 6,5 százalék körül várható.

A pénzügyi piacokat az elmúlt hónapban is magas kockázati étvágy jellemezte. A legfrissebb makrogazdasági adatok megerősítették a fejlett ipari országok konjunkturális helyzetének és kilátásainak javuló piaci megítélését. Fordulatot jelentett ugyanakkor, hogy míg decemberben és januárban a piacok a magasabb várt növekedés miatt az amerikai inflációs nyomás erősödésére, és a korábban gondoltnál szigorúbb jegybanki politikára számítottak, addig februárban az inflációs félelmek is számottevően mérséklődtek. Ennek megfelelően decemberben és januárban az amerikai piacokon még jelentős mértékben gyengültek a kamatsökkentési várakozások és emelkedtek a hosszú hozamok, ami a feltörekvő piacokon kisebb eladási hullámot okozott. Februárban viszont már csökkent a kockázatmenetes hozamszint, és ismét megnőtt a globális kockázatvállalási hajlandóság. A nagyon alacsony szinten lévő feltörekvő piaci kockázati felárak lényegében már nem

mérséklődtek tovább (az EMBI Global felár 170 bázispont körül stabilizálódott), de a hitelpiacokon a kockázati osztályok széles spektrumában csökkentek a felárak.

A globális likviditás szempontjából meghatározó jegybanki alapkamatok közül a piac biztosra veszi az európai szigorítási ciklus márciusi folytatását. Ezeket a várakozásokat megerősítették a vártnál lényegesen magasabb tavalyi negyedik negyedéves növekedési adatok, valamint az EKB részéről elhangzott nyilatkozatok. A hozamok alapján március után még egy eurókamat-emeléssel számol a piac. Az Egyesült Államokban a robusztus növekedés és a mérsékelt inflációs kockázatok miatt a piaci szereplők idén minimális mértékű monetáris lazításra számítanak. A kockázati étvágy szempontjából ugyanakkor továbbra is az amerikai konjunkturális- és kamatkilátások jelentik a legfontosabb kockázati tényezőt. Februárban kamatot emelt a japán jegybank, a szigorítás folytatódása abban az esetben jelenthet kockázatot a feltörekvő piacok számára, ha a jen gyengülési trendjének megfordulása miatt elkezd leépülni a jemből finanszírozott, kamatkülönbözetre épülő jelentős feltörekvő piaci befektetés-állomány.

A forintszeközök februári teljesítménye az ország javuló megítélésére utalt. Az árfolyam a január végi feltörekvő piaci eladások idején még együtt gyengült a régió többi devizájával, februárban azonban a szlovák koronával együtt lényegesen jobban teljesített az euróval szemben, mint a lengyel zloty vagy a cseh korona. Az állampapír-aukciókat magas kereslet jellemezte, és folytatódott a külföldiek forintállampapír-állományának növekedése. A januári csökkenést követően februárban közel 180 milliárd forinttal nőtt a külföldiek forintkockázati kitettsége. Némileg mérséklődtek a hosszú forward felárak is (az 5 év múltvai 5 éves forward felár 170-180 bázispont körüli szintre csökkent), azonban a hosszú lejáratú credit default swap jegyzések nem mutatták a nemfizetési kockázat csökkenését.

Az infláció átmeneti megugrása miatt a piaci szereplők a következő hónapokban változatlan forint alapkamatra, hosszabb távon azonban kamatcsökkentésre számítanak. A hozamgörbe alapján a piac idén összesen 25-50, jövőre pedig további 50 bázispontos kamatcsökkentést árazott be. A Reuters felmérése szerint februárban nem változtak az elemzők kamatvárakozásai, így idén decemberre 7-7,25, jövő év végére pedig 6 százalék az elemzői konszenzus.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

Az inflációs jelentés februári frissített verziójának megtárgyalása után az alapkamat szinten tartására, valamint 25 bázispontos emelésére hangzott el javaslat.

A tagok egyetértettek abban, hogy az inflációs jelentés alappályáját övező bizonytalanság továbbra is jelentős. A felfelé mutató kockázatok közül a monetáris politika számára elsősorban az inflációs várakozások megemelkedésének veszélye és ezek bérmegállapodásra gyakorolt hatása érdemel figyelmet. Az év végi magas bérdinamika, különösen a szolgáltató szektorban, ezen kockázat fennállására utalhat. A tagok többsége kiemelte, hogy ebből a szempontból kedvezőtlen demonstratív hatása lehet a közszféra béremeléséről született megállapodásnak is, ami a korábbi állami bérfelfagyasztási tervek fellazításaként is értelmezhető.

Az alapkamat változatlan szinten tartása mellett érvelők közül többen kiemelték, hogy ugyan a bérinfláció gyorsulása reális kockázat, de a 2006-os béradatokat feltehetően torzítja az adó- és járulékemelések miatt a prémium kifizetések szezonálisának megváltozása, illetve egyéb munkapiaci szabályok szigorításának egyszeri hatása, ezért a folyamatok pontos értékelése egyelőre nem lehetséges. Jelenleg a kiváró magatartást indokolja, hogy a versenyszektor visszafogott növekedési kilátásai az év eleji béremelésekre mérséklő hatást

gyakorolhat és így elképzelhető, hogy a jelenleg látható kockázatok mégsem realizálódnak. Ebből a szempontból a következő néhány hónap béralakulása meghatározó lesz. Egyes tagok azt is hangsúlyozták, hogy az inflációs várakozások megemelkedése mellett az előrejelzés lefelé mutató kockázatokat is tartalmaz. A belföldi kereslet visszaesésének az inflációt mérséklő hatása meghaladhatja az inflációs előrejelzésben feltételezett mértéket, amelynek becslése során - tapasztalati adatok hiányában - a Bank szakértői nagyon óvatosan jártak el.

A kamat szinten tartását támogató tagok fontos fejleményként értékelték, hogy az inflációs előrejelzés alappályája a releváns időhorizonton novemberhez képest jelentőset változott, és az inflációs céllal konzisztens szintre süllyedt. Ebben jelentős szerepet játszott az árfolyam erősödése, amely elsősorban a korábbi monetáris szigorítás és a hazai egyensúlyi folyamatok javuló piaci megítélésének a következménye, így annak infláció-csökkentő hatásával tartósan is lehetett számolni.

Az alapkamat emelése mellett érvelők tagok azt hangsúlyozták, hogy a magánszektor bérendexe már hónapok óta meghaladja a jegybank korábbi várakozásait és kedvezőtlen irányba változott a közsféra várható béralakulása is. Emellett az év eleji vártnál nagyobb hatósági áremelések miatt az infláció 2007-ben magasabban tetőzhet, ami szintén hozzájárulhat az inflációs várakozások megemelkedéséhez és a másodlagos inflációs hatások felerősödéséhez. Véleményük szerint, az elmúlt hónapok folyamatai alapján, az inflációs várakozások megemelkedésének kockázata olyan mértékű, amelyre a jegybanknak a monetáris kondíciók szigorításával reagálnia kell.

Az alapkamat emelése mellett elhangzott az az érv is, hogy a legújabb inflációs előrejelzés nagyrészt azért került közelebb a célhoz a novemberi prognózishoz képest, mert az előrejelzésben alkalmazott árfolyam a múltkorinál erősebb, de mivel árfolyam-ingadozásokra a jövőben is számítani lehet, az előrejelzésben emiatt bekövetkező javulást óvatosan kell kezelni. Ezt az óvatosságot indokolja többek között az is, hogy az utóbbi hónapok árfolyam-erősödésében a nemzetközi befektetők kockázatvállalási hajlamának hosszú idő óta legmagasabb mértéke fontos szerepet játszott, de a forint befektetések kedvező megítélése a főbb devizák hozamemelkedése, a növekvő geopolitikai kockázatok vagy a fiskális konszolidáció megvalósíthatóságával kapcsolatos aggályok esetleges felerősödése esetén gyorsan megváltozhat.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült két javaslatot. A szinten tartást 8, a 25 bázispontos kamatemelést 4 tag támogatta. Így végül a Monetáris Tanács a jegybanki alapkamat 8 százalékos szinten tartása mellett döntött.

Szavazatok:

<i>alapkamat 8,00%-os szinten tartása mellett:</i>	8	Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Kádár Béla, Kopits György Neményi Judit, Oblath Gábor
<i>alapkamat 8,25%-ra emelése mellett</i>	4	Adamecz Péter, Auth Henrik, Bánfi Tamás, Járai Zsigmond,

Jelen voltak:

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

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

A Kormányt Tabák Péter, a Pénzügyminisztérium főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2007. március 26-án tartja, amelyről 2007. április 13-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.