



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2007. MÁRCIUS 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

Az elmúlt hetek friss makrogazdasági adatai közül kiemelkedik a februári infláció, illetve a januári béradatok jelentősége. A februári fogyasztói árindex 8,8 százalék volt, a maginfláció pedig 5,8 százalékot tett ki. A teljes fogyasztói árindex egy hónap alatt 1 százalékponttal nőtt, döntően a szabályozott árak (gázár, gyógyszerek) további emelkedése miatt. Az aktuális inflációs folyamatok szempontjából indikatívnak tekinthető rövidbázisú maginfláció, januárhoz hasonlóan, februárban is a tavalyi évnél alacsonyabb – 3 százalék körüli – értéket jelez. A maginflációs folyamatok legfontosabb magyarázata az iparcikkek körében tapasztalható defláció, mely az elmúlt hónapok árfolyam-erősödését tükrözi. A piaci szolgáltatások rövidbázisú inflációja februárban azt erősíthette, hogy a januárban tapasztalt defláció tartós lehetett: a tavaly őszi magas értékek után e termékkörben is visszatértek a 2004-2005-re jellemző 6-7 százalékos sávba az árindexek. Az inflációs adatok értékelésekor figyelembe kell azonban venni, hogy a szeptemberi áfa-emelés megváltoztathatta az árazási döntések időzítését, így az elmúlt hónapok árindexei alulbecsülhetik a valós inflációs folyamatot.

A versenyszféra bérinflációja 2007 első hónapjában 10,4 százalékot tett ki. Ugyan az éves index csökkenést mutat decemberhez képest, a rendszeres kifizetések esetében jelentős emelkedés következett be: a bérindeflex 14,7 százalékra nőtt a decemberi 10,4 után. A rendszeres bérek gyorsulása különösen a piaci szolgáltató szektorban nincs összhangban a termelékenység alakulásával. Az adatok továbbra sem oszlatták el azt a bizonytalanságot, hogy az emelkedő bérinfláció mögött mennyiben állnak a gazdaság kifehéredéséből fakadó módszertani torzító tényezők.

A 2006 IV. negyedévi részletes GDP adatok a gazdasági növekedés ütemét illetően megegyeztek az előzetes adatközléssel: a naptári hatások kiszűrésével a növekedési ütem 2006 utolsó negyedévében 3,4 százalék lett, így az átlagos növekedési ütem a tavalyi évben 4 százalék volt. A negyedéves adatok a fokozatos lassulást mutatják, mely ellentétben áll a környező országok, illetve az EU egészének dinamikus gazdasági növekedésével. A friss adatok alapján az látható, hogy a növekedés szerkezetében a korábbiaknál is markánsabb lett a belföldi kereslet- és az exportdinamika közötti különbség.

A belföldi komponensek közül fontos kiemelni, hogy a beruházások esetében a megelőző negyedévek visszaesését az év végén sem követte korrekció, így összességében 2006 egészében is csökkent a bruttó állóeszköz-felhalmozás, amire az elmúlt 10 évben nem volt példa. A háztartások fogyasztása a GDP-statisztika szerint az elmúlt évben mérsékelt volt. A kiskereskedelmi értékesítésekkel, illetve a bizalmi indikátorokkal kiegészített adatok azt mutatják, hogy a fogyasztás lassulása jobbra a második félévhez köthető.

A konjunktúra szempontjából azonban kedvező a nettó export magas növekedési hozzájárulása. Az erős külső konjunktúra hatására dinamikus exportbővülés jellemezte 2006-ot, míg az import a gyenge belső kereslet miatt az exporttól elmaradó ütemben bővült.

A januári külkereskedelem áruforgalmi adatai az év végi-év eleji áthúzóhatásból fakadó hatások miatt nem tekinthetőek indikatívnak az év további részében várható folyamatok szempontjából, a januári információkat is felhasználó trendmutatók mindenesetre nem mutatnak változást a 2006 második félévéhez képest. A revideált 2006-os adatok szerint a külkereskedelmi áruforgalom 2006-os hiánya 2005-höz képest 1,2 milliárd euróval csökkent és 1,7 milliárd eurót tett ki, az egyszeri honvédelmi repülőgép-beszerzések elszámolása nélkül.

A nemzetközi tőkepiacokon a hosszabb ideje fennálló magas kockázati étvágy mellett februárban és márciusban kisebb volatilitás-sokkok következtek be. Előbb a jen átmeneti erősödése, majd a kockázatosabb besorolású amerikai jelzáloghitelekkel kapcsolatos kedvezőtlen hírek hatására a befektetők átmenetileg mérsékeltek kockázati kitétséget. A tőkekivonás legnagyobb mértékben a részvénypiacokat érintette, de a feltörekvő piaci devizákat is gyengítette. A főbb piacok gazdasági kilátásainak megítélésében azonban nem következett be lényeges változás, így a volatilitás megemelkedése csak kismértékben emelte a kockázati felárakat. A befektetési eszközök széles körét érintő átmeneti árcsökkenés azonban fokozott piaci bizonytalanságot jelez.

Az Egyesült Államokban a Fed szinten tartotta kamatcélját, a közlemény hangneme némileg a kedvezőlenebb konjunkturális kilátások irányába mozdult el, amivel közeledett a továbbra is az inflációs kockázatokot hangsúlyozó jegybank és a növekedési kockázatokra koncentrálni piaci szereplők véleménye. A Fed elhagyta a további kamatemelésre vonatkozó utalást, amit elemzők a kamatcsökkentési ciklus felé történő elmozdulásként értékelték. A futures árak alapján a piac már kétharmados valószínűséget rendel egy augusztusi kamatcsökkentéshez.

Az euró-régióban folytatódott a kamatemelési ciklus, az EKB márciusi szigorítása megfelelt a piaci várakozásoknak. A jegybank kommunikációjában továbbra is az inflációs kockázatok kaptak nagyobb súlyt. Ennek megfelelően a piacok részlegesen beárzták a júniusi további kamatemelést, a további lépéseket illetően azonban megosztott a piac. A legfrissebb gazdasági adatok megerősítették a kedvező konjunkturális kilátásokat. Az EKB stábjában kismértékben felfelé módosította az idei és jövő évre vonatkozó növekedési, és a jövő évi inflációs előrejelzését.

A piaci volatilitás február végi megemelkedése következtében a forinteszközök átmenetileg leértékelődtek az euróhoz és a többi regionális devizához képest, márciusban azonban az árfolyam az elmúlt időszak kereskedési sávjához képest felértékelődött. Ez részben a sáveltörléshez kapcsolódó piaci híresztelésekkel magyarázható. Egyes piaci szereplők a forint erősödésére számítva opciós pozíciókat vettek fel. Az opciók kiírónak fedezeti tevékenysége felerősítette az árfolyam volatilitását. A felértékelődésnek tovább erősítette a szlovák korona intervenciós sávjának március közepén bejelentett eltolása. Az elmúlt években jelentős mértékben felértékelődő, és 2005 novemberétől az ERM-II árfolyamrendszerben lévő deviza középparitását 8,5 százalékkal értékelték fel, ami a többi régiós devizát is erősítette. A bejelentést követően a forintárfolyam 245 forint/eurónál erősebb szintekre értékelődött fel.

Az árfolyam-felértékelődéssel párhuzamosan erősödtek a kamatcsökkentési várakozások, a hozamgörbe alapján a piac az idei év végére 7,25, jövő év végére pedig 7 százalékos alapkamatot árazott be, ami az egy hónappal korábbinál 25 bázisponttal alacsonyabb szintet jelent. Az elemzők továbbra is ennél gyorsabb ütemű lazításra számítanak, a Reuters felmérése szerint az idei év végére 7, jövő decemberre pedig 6 százalék a konszenzus. A felmérések szerint mind az elemzők, mind a devizapiaci üzletkötők egyhangúan a forint alapkamat márciusi szinten tartására számítanak, ugyanakkor a forward árak alapján a piac már rövid távon is kamatcsökkentést áraz. Az állampapír-piaci hozamok a hozamgörbe teljes hosszában mérséklődtek, és csökkent a hosszú forint prémium is. Az 5 év múlva 5 éves forward felár 165 bázispont közelébe csökkent, ilyen szinten utoljára 2005 szeptemberében, a költségvetési hiánycélok megemelését és a 2010-es euró-bevezetési céldátum feladását megelőzően volt.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után kizárólag az alapkamat szinten tartására érkezett javaslat.

Többen úgy látták, hogy az inflációs kockázatok az elmúlt hónapban nem nőttek, ezért nem indokolt a további szigorítás. Ennek alátámasztására az alábbi érvek hangoztak el: 1. A jelenleg rendelkezésre álló információk szerint az inflációs cél 2008-ban elérhető. A versenyszektorban tapasztalt – a vártnál magasabb - januári bruttó béremelkedés nem tudható be egyértelműen a bérinfláció megerősödésnek. A kimutatott gyors béremelkedést okozhatta az is, hogy az adóellenőrzések szigorodása miatt a bérvállások pontosabbakká váltak. 2. A nettó bérek emelkedése számottevően elmaradt a bruttó bérek növekedésének mértékétől, és ez a belföldi keresletre várhatóan mérséklőleg hat. A kedvezőtlen inflációs várakozások kialakulását a csökkenő belföldi kereslet korlátozni fogja. 3. Volt olyan vélemény, amely szerint a jelenleg kialakult monetáris kondíciók rövidebb távon a kibocsátást is korlátozzák és ennek a vártnál erősebb dezinflációs hatása lehet.

Többen felhívták a figyelmet arra, hogy a forint állampapírok kamatfelára az utóbbi időben jelentősen csökkent. Ez a fejlemény a globális és regionális hatások mellett azzal is magyarázható, hogy a befektetők a költségvetési kiigazítást kedvezőbben ítélik meg. Amennyiben a kockázati felár csökkenése tartósnak bizonyul, az a monetáris politika jövőbeni mozgásterét tágíthatja.

Mások ezzel szemben úgy látták, hogy a legutóbbi adatok arra utalnak, hogy az inflációs kockázatok megnöttek. A vártnál magasabb versenyszektorbeli bruttó bérek nagy valószínűséggel az inflációs várakozásokat megemelkedését tükrözik, és a költségoldali inflációs nyomást erősítik. A kereslet fékeződésének infláció mérséklő hatása csak korlátozottan, és időben elnyújtottabban jelentkezik. S ezért ez a tényező nem ellensúlyozza teljes egészében az emelkedő inflációs várakozások hatását. Emiatt a szigorú monetáris kondíciók fenntartása indokolt. A kockázati prémium jelentős mértékben függ a globális kockázattávallási-hajlandóságtól, amely várhatóan továbbra is változékony marad, ezért a forint kamatprémiumának legutóbbi csökkenése nem feltétlenül jelez tartós folyamatot.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatot. A szinten tartást a Tanács egyöntetűen támogatta 12 szavazattal. Így végül a Monetáris Tanács a jegybanki alapkamat 8 százalékos szinten tartása mellett döntött.

Szavazatok:

alapkamat 8,00%-os szinten tartása mellett:	12	Adamecz Péter, Auth Henrik, Bánfi Tamás, Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Kádár Béla, Kopits György, Neményi Judit, Oblath Gábor, Simor András
--	-----------	--

Jelen voltak:

Simor András 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 Kovács Álmos, a Pénzügyminisztérium szakállamtitkára képviselte.

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2007. április 23-án tartja, amelyről 2007. május 11-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.