



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2007. ÁPRILIS 23-I ÜLÉSÉRŐL

Közzététel időpontja: 2007. május 11. 14 óra

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

2007 első két hónapjának adatai kedvezően alakuló inflációs képet mutattak, azonban a legfrissebb, márciusi adatok már kevésbé egyértelműek. Az éves infláció 9%-os és a maginfláció 6%-os szintje nem jelentett meglepetést, azonban a trendinflációs mutató – az ÁFA-emelés hatásától szűrt rövidbázisú negyedéves maginflációs index – csökkenése elmaradt a korábban várt mértéktől. Az utolsó havi inflációs adat értékelését árnyalja, hogy – az előző hónaphoz képest – az infláció gyorsulása a nem tartós iparcikkekhez és a feldolgozott élelmiszerekhez köthető. Ezen belül kiemelkedően nőttek a felsőruházati termékek árai, amit részben magyarázhat, ha a tavaszi kollekciók idén előbb kerültek az üzletkebe, de erre csak a következő hónapok adatai adhatnak majd választ. Eközben a piaci szolgáltatások inflációja a tavalyi évben megfigyelthez hasonlóan alakult, ami arra utal, hogy az ebben a körben tapasztalt kimagasló bérdinamika egyelőre nem vezetett árnyomáshoz.

A bér és munkapiaci adatok alapvetően kedvezőtlen képet mutatnak. A versenyszféra rendszeres kifizetéseinek 12 százalékot meghaladó januári növekedését vélhetően csak korlátozott mértékben magyarázza bizonyos ágazatok kifehéredése, a magas béradat tehát tényleges költségoldali bérinflációs nyomásra is utalhat. A februári adatok ugyan kismértékű visszaesését mutatnak a bérdinamikában, azonban a versenyszféra prémium nélkül számolt bruttó átlagkereseteinek 10 százalékot meghaladó növekedése továbbra is historikusan magasnak számít.

A legfrissebb munkaerőpiaci felmérés adatai szerint a munkanélküliség a foglalkoztatottság stagnálása mellett csökken, ami a feszesebbé váló munkapiacon keresztül szintén a bérinflációs nyomást erősítheti.

Az elmúlt hónap során a konjunkturális kép nem változott számottevően. A belső keresletben 2006 során a vártnál nagyobb mértékű lassulás volt tapasztalható, miközben a nettó export a külső konjunktúra hatására dinamikusan bővült. Az év eleji külkereskedelmi adatok ugyanakkor az import dinamikájának erősödését mutatják, így az áruforgalom egyenlegének javuló trendje megtorpant. A belső kereslet megítélését módszertani bizonytalanság nehezíti: a mért adatok alapján a lakossági jövedelmek keletkezése és felhasználása között jelentős a különbség. Összességében tehát a konjunktúra oldaláról nem látszanak extra dezinflációs tényezők kialakulására utaló jelek.

A külső befektetői környezet a Tanács márciusi ülése óta kedvezően alakult, áprilisban tovább nőtt a kockázati étvágy. Az olajárak ismételt emelkedése ellenére a piacok kedvezőbben ítélik meg a globális konjunktúra kilátásait. A főbb piacokon emelkedtek a hosszú hozamok, tükrözve a befektetések kockázatosabb eszközökbe – ezúttal elsősorban részvényekbe – történő átcsoportosítását. A részvénypiaci hossz hatására a tőzsdék korrigálták a februári és márciusi volatilitás-sokkok idején bekövetkezett jelentősebb árcsökkenést. Mérséklődtek a feltörekvő piaci kockázati felárak is, az EMBI felár történelmi minimumszintre süllyedt.

Az Egyesült Államokban vegyes makrogazdasági adatok jelentek meg, a piacok azonban az elmúlt hónapokkal szemben ezúttal inkább a pozitív adatokra reagáltak, ami a recessziós félelmek enyhülését jelezheti. Ebbe az irányba mutatott a Fed márciusi kamat-meghatározó ülésének jegyzőkönyve is, amely inkább az inflációs kockázatokat hangsúlyozta. Mindezek hatására mérséklődtek az amerikai kamatcsökkentési várakozások, a piacok – a márciusi 50 bázisponttal szemben – már csak 25 bázispontos lazítást áraznak az idei évre. Az euró-régióban ugyanakkor erősödtek a kamatemelési várakozások, a piacok a júniusra beárzott 25 bázispontos szigorításon túl hosszabb távon nem zárnak ki további kamatemelést. Ennek hatására az euro tovább erősödött a dollárral és a jennel szemben.

A közép-európai régió megítélése is kedvező, a visegrádi devizák – a legalacsonyabb kamatozású cseh korona kivételével – erősödtek. A szlovák jegybank 25 bázispontos kamatcsökkentéssel, a kamatfolyosó aszimmetrikus kiszélesítésével, a bankközi likviditásfelesleg fenntartásával és devizapiaci intervencióval mérsékelte az árfolyamra nehezedő felértékelődési nyomást. A zloty erősödését a kamatemelési várakozások erősödésén túl az is támogatta, hogy az S&P javította (A- kategóriába) a lengyel adósság besorolását.

A forintárfolyam szűk, 245-250 forint/eurós sávban ingadozott. Az árfolyam az MT márciusi ülését követően átmenetileg meggyengült, ami összefüggésben lehet az árfolyamsáv eltörlését cáfoló jegybanki kommunikációval, illetve ennek kapcsán a sáveltörlésre felépített pozíciók részleges lezárásával.

Április közepétől felerősödtek a kamatcsökkentési várakozások. Az állampapír-piaci hozamgörbe 6,75-7 százalékos év végi alapkamattal konzisztens. A forward jegyzések alapján a piac már a következő két-három hónapra 50 bázispontos kamatcsökkentést árazott be. A Reuters felmérése szerint az elemzők és a devizapiaci üzletkötők túlnyomó része az alapkamat áprilisi szinten tartására számít. Az elemzők többsége májusra vár kamatcsökkentést, és némileg erősödtek a középtávú kamatcsökkentési várakozások is.

Az elsődleges állampapír-piacon erős volt a befektetői kereslet, az ÁKK folytatta a tervezettnél magasabb kibocsátást. Bár a külföldiek jelentős mennyiségű állampapírt vásároltak az aukciókon, a lejáratok és másodpiaci eladások miatt állományuk összességében 75 milliárd forinttal csökkent. A külföldiek swap állományának csökkenése arra utal, hogy fedezett állampapírokat adtak el, így ennek nem volt árfolyamhatása. A külföldiek forintkockázati kitettsége lényegében nem változott.

A külföldiek nettó eladásai, illetve az euro hozamok emelkedése ellenére a forint hozamok csökkentek, tükrözve a középtávú elvárt prémium csökkenését. A hitelderivatívák a hosszú távú nemfizetési kockázat mérséklődését mutatták, az 5 év múltai 5 éves forward hozam a korábbinál alacsonyabb, 150 bázispont körüli szinten stabilizálódott.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után az alapkamat szinten tartására és 25 bázispontos csökkentésére érkezett javaslat.

Több tanácstag is hangoztatta, hogy az előző havi üléshez képest nem tisztult számottevően az infláció várható alakulásáról alkotott kép. A bizonytalanság legfőbb forrásaként a versenyszféra béradatait jelölték meg. Megosztott volt a Tanács a tekintetben, hogy a hónapok óta tartó magas bérinfláció mennyiben tulajdonítható a gazdaság kifehéredésének, illetve milyen mértékben tükrözi az inflációs várakozások megemelkedését. Első esetben pusztán statisztikai jelenségről lenne szó, utóbbi esetben azonban az inflációs kockázatokat növelné. Több részről is elhangzott, hogy amíg nincsenek pontosabb információk a munkapiaci folyamatokról és az inflációs kilátásokról, az inflációs bizonytalanság megmarad, és ez óvatossá, kivárási kamatpolitikát indokol.

A tagok többsége egyetértett abban, hogy a forintbefektetésektől elvárt prémium számottevően csökkent. Több tanácstag azon az állásponton volt, hogy a fiskális kiigazítás hitelessége nőtt, a megfigyelt prémiumcsökkenés így jelentős részben hazai fundamentális tényezőkkel indokolható. Ez elvileg megnövelheti a Monetáris Tanács mozgásterét, de óvatosságra int, hogy az EKB kamatemelése csökkentette a hozamfelárat, ezért bizonytalan, hogy a jegybanki alapkamat milyen mértékben alkalmazkodhat az elvárt prémium mérséklődéséhez.

Többen hangsúlyozták, hogy a hazai fundamentumok kedvezőbb megítélése következtében a forint kockázati prémiumának csökkenése tartós lehet. Ezért, bár az inflációs kockázatok továbbra is jelentősek, amennyiben nem jelentkeznek további kockázati tényezők, nő a kamatpolitika mozgásteret. A májusi előrejelzés ismeretében egy szélesebb információs halmazra támaszkodva lehet majd dönteni. Egyik tag ezzel szemben amellett foglalt állást, hogy az elvárt prémium csökkenése miatt már most időszerű egy 25 bázispontos csökkentés.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. A szinten tartást 12, a 25 bázispontos csökkentést egy tag támogatta. A Monetáris Tanács így végül a jegybanki alapkamat 8 százalékos szinten tartása mellett döntött.

Szavazatok:

alapkamat 8,00%-os szinten tartása mellett:	12	Adamecz Péter, Auth Henrik, Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Karvalits Ferenc, Kádár Béla, Kopits György, Neményi Judit, Oblath Gábor, Simor András
alapkamat 7,75%-ra csökkentése mellett:	1	Bánfi Tamás

Jelen voltak:

Simor András elnök
Auth Henrik
Adamecz Péter
Bánfi Tamás
Bihari Péter
Bihari Vilmos
Csáki Csaba

Hardy Ilona
Karvalits Ferenc
Kádár Béla
Kopits György
Neményi Judit
Oblath Gábor

A Kormányt Kovács Álmos, a Pénzügyminisztérium szakállamtikára képviselte.

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2007. május 21-én tartja, amelyről 2007. június 8-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.