



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2007. MÁJUS 21-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 április havi fogyasztói ár adatok kismértékben lassuló év/év inflációt mutatnak, amire több mint egy éve nem volt példa. Az árszintnövekedés éves indexe áprilisban 8,8%-ot mutatott, ami 0,2 százalékpontos lassulás a márciusi értékhez képest. Eközben az egy évre visszatekintő maginfláció 0,2 százalékponttal 5,9%-ra mérséklődött. A maginfláció szezonálisan igazított évesített havi változása – különösen a márciusban megugró indexhez képest – számottevő lassulásról tanúskodik. A jövedéki adótól, vizitdíjtól és ÁFA-hatástól megtisztított mutató – mely a leginkább alkalmas a maginflációs alapfolyamat megragadására – 3,5 százalékon áll, szemben az 5 százalékhoz közeli első negyedéves értékkel.

Az infláció széles körben tapasztalt mérséklődése nem jelentett meglepetést, azonban a maginfláció tekintetében a lassulás mértékét felerősítette néhány termék – vélhetően átmeneti – kiugró dezinflációja. Egyrészt a ruházati termékek szezonálisának megváltozása következtében a márciusi index kiugróan magas, az áprilisi érték pedig feltűnően alacsony. Másrészt egy, a belföldi üdülés termékkörben bekövetkezett, szokatlanul jelentős dezinfláció következtében a szolgáltatások inflációja igen mérsékelt volt. Ezt a hatást kiszűrve a szolgáltatás-infláció a 2004 közepe óta megfigyelhető 5-7 százalékos sávban maradt, de annak alsó széléhez esik közel.

A májusi inflációs jelentésben publikált MNB-előrejelzés szerint a fogyasztói infláció 2007 második negyedévéig csökkenni fog, és a monetáris politika számára releváns időhorizonton belül eléri az inflációs célt. A februári előrejelzéshez képest azonban lassabb dezinfláció várható a jövő év végéig. Ennek egyik oka az elmúlt hónapokban megfigyelt jelentős olajár-emelkedés, amely a gázár-támogatás leépítése miatt a korábbi éveknél nagyobb inflációs hatással jár a jövőben. A magasabb infláció irányába mutat továbbá a versenyszféra gyors bériáramlása. Az elmúlt hónapok igen magas bérdinamikája – amelynek csak kisebb részét magyarázhatja a kifehéredés – középtávon bizonyosan nem konzisztens az árstabilitással.

A márciusi béradatok alapvetően kedvezőtlen képet mutatnak. A teljes bruttó bérkifizetés a versenyszférában 10,2 százalékkal haladta meg a tavaly márciusi szintet, a prémium nélkül számolt bruttó átlagkereset-növekedés pedig 11,7 százalék volt. A két adat közötti kis különbség egyszerűen azt is jelenti, hogy egyelőre nem valósult meg a prémiumok csökkentésén keresztül történő béralkalmazkodás. A versenyszféra teljes bérkifizetésekének dinamikája az első negyedévben elérte a 9,5 százalékot. A moderáltabb bérezés továbbra is a feldolgozóiparban jellemző, és az erős éves dinamika, különösen a termelékenység alakulásához viszonyítva, a piaci szolgáltatásoknál tapasztalható.

Az erőteljes bérdinamika lanyha munkakereslet mellett alakult ki. A január-márciusi időszakban csökkent a munkanélküliek száma, 7,5%-ra mérsékelve a munkanélküliségi rátát. Az aktivitás és a munkanélküliség alakulásában fordulópontot mutatkozik a 2006-os év végén: mindkét mutató csökkent, feltehetően a munkavállalási kedv lanyhulása következtében. Emellett a foglalkoztatottság is mérséklődött az elmúlt hónapokban, ami a munkakereslet csökkenését is tükrözheti. A legvalószínűbbnek tűnő interpretáció szerint a múlt év vége óta a dekonjunktúra jelei mutatkoznak a munkapiacra: az adó- és járulékterhelés növekedés következtében egyrészt a romló nettó reálbér- és állástalálási kilátások kevésbé ösztönözhetik a munkavállalási, illetve keresési kedvet, másrészt a növekvő munkaerőköltség fékezi a munkaerő-keresletet. A foglalkoztatottakból az inaktív felé történő áramlás ugyanakkor kisebb részben a közszféra alkalmazottainak korai nyugdíjazásával is összefügghet.

2007 első negyedében a bruttó hazai termék 3 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva, ami összhangban van az inflációs előrejelzésben szereplő pályával, ám érdemben meghaladta a piaci várakozásokat. Bár az éves változás továbbra is lassulást mutat a tavalyi évhez képest, 2006 negyedik negyedéve óta a gazdasági növekedés üteme nem csökkent. Ennek hátterében – a szezonális igazítási bizonytalanságokon túl – két tényező állhat. Az egyik a korábban stagnáló-hanyatló beruházási aktivitás korrekciója, ami összhangban volna a gépek és szállítóeszközök importforgalmának január-februári gyorsulásával, illetve a külföldi konjunktúrával kapcsolatos továbbra is igen optimista várakozásokkal. Másrészt a lakossági fogyasztás reakciója a reáljövedelmek csökkenésére elnyújtottabb lehet, sőt a reáljövedelem-csökkenés az erőteljes bérfolyamlás következtében is mérsékeltebb volt. Ennek ugyanakkor ellentmond a kiskereskedelmi konjunktúrának a tavalyi év közepe óta tapasztalt és 2007 első hónapjaiban is észlelt lassulása.

A konjunktúráról alkotott kissé kedvezőbb képet beárnyékolják az ipari termelés dinamikájáról beérkezett legfrissebb információk. Márciusban egyértelmű lassulás következett be az ipari termelés volumennövekedésében. Miközben a belföldi értékesítések stagnáltak, az exportértékesítés korábban historikusan magas dinamikája egyértelmű lassulást mutatott. A termelés lassulása ellentmondani látszik a továbbra is erős európai konjunktúrának, és egyedülálló régiós versenytársaink körében is. A külpiaconkonjunktúrával és a régiós folyamatokkal ellentétes lassulás kedvezőtlen hír, mivel elképzelhető, hogy a magyar export versenyképességi problémáit tükrözi. A lassulás összhangban lehet azzal a jelenséggel, hogy a tavalyi év során a felívelő külső keresletet és az exportszektor növekvő kapacitáskihasználtságát nem követte a kapacitások bővítése. Ez a potenciális GDP alacsonyabb növekedési üteme irányába mutathat.

A konjunktúrafolyamatok előrejelzésének kiindulópontja az erős külső konjunktúra, és a korábbi várakozásoknál is gyengébb belső kereslet 2006 második félévében. A májusi előrejelzés alappályája szerint 2007-ben a magyar gazdaság jelentősen lassulni fog elsősorban a lakossági fogyasztás csökkenése miatt. A fiskális intézkedések hatásainak kifutásával a gazdaság mérsékeltén élénkülhet, és a növekedésben felerősödik a belföldi komponensek szerepe. Az exportkonjunktúra a kedvező külső környezet hatására - a tavalyi évhez hasonlóan - a következő években is erős marad. Az előrejelzés alappályája továbbra is a háztartások fogyasztáscsökkentő magatartásával számol, vagyis a fogyasztás a rendelkezésre álló jövedelem visszaesésénél kisebb mértékben csökken. A következő években, ahogy a háztartások jövedelmei ismét növekedni kezdenek, a fogyasztás dinamikája is erősödni fog. A beruházások a tavalyi visszaesést követően az idei évtől fokozatosan élénkülhetnek, jelentős növekedés azonban 2009-ig az EU-források növekvő felhasználása ellenére sem várható.

A nemzetközi befektetői környezet továbbra is kedvező, a piacokat az elmúlt egy hónapban alacsony volatilitás jellemezte. A magas kockázati étvágyat tükrözte, hogy a márciusi eladási hullám rövid idő alatt korrigálódott, és az elmúlt két hónapban mind a fejlett országokban, mind a feltörekvő piacokon erőteljes részvénypiaci mozgás következett be. A kockázatos eszközök kereslete miatt május elején több feltörekvő piaci deviza is felértékelődött a főbb devizákkal szemben. A kockázati felárak nagyon alacsony szinten stabilizálódtak, ugyanakkor a tartós tőzsdei mozgás miatt felerősödtek a korrekciós félelmek.

Az Egyesült Államok friss konjunktúra adatai vegyes képet mutattak, de továbbra sem támasztják alá azokat a növekedési aggályokat, amelyek a márciusi eladásokhoz vezettek. A vártnál alacsonyabb áprilisi inflációs és maginflációs adatok hatására az inflációs félelmek is mérséklődtek. A Fed májusban sem változtatott az irányadó kamatcélon, közleménye

ezúttal is az inflációs kockázatokat hangsúlyozta, de kitért a gazdaság év eleji lassulására és az ingatlanszektor korrekciójára is. Mindez megfelelt a piaci várakozásoknak, így a hozamgörbe lényegében nem változott. A piac továbbra is legfeljebb egy 25 bázispontos idei kamatcsökkentést valószínűsít.

Az euró-régió adatai továbbra is erős konjunktúrát tükröznek. A régió gazdasága az első negyedében az elemzői várakozásokat meghaladó mértékben, évesítve 3,1 százalékkal bővült, a munkaerő-piaci adatok és az előretételező mutatók egyaránt stabil növekedést tükröznek. Az EKB májusban szinten tartotta az alapkamatot, kommunikációja alapján ugyanakkor a piac biztosra veszi a júniusi 25 bázispontos kamatemelést. A jegybank középtávon inflációs kockázatokat lát, különösen a bérek oldaláról. A piacok az év második felére részlegesen beárztak egy további kamatemelést.

A kedvező külső környezet mellett a forintárfolyam az időszak nagy részében a március közepe óta jellemző szűk, 245-250 forint/eurós sávban ingadozott. A közép-európai régiót május elején pozitív hangulat jellemezte, a zloty erősödését támogathatta az április végi kamatemelés, az újabb szlovák kamatcsökkentés pedig hozzájárult a koronaárfolyam stabilizálódásához. Piaci szereplők várakozásai szerint nyáron a cseh jegybank is kamatot fog emelni. Május közepén némileg romlott a térség megítélése. Előbb a török belpolitikai bizonytalanság, majd feltörekvő-piaci portfólió-átrendezések miatt a befektetők mérsékeltek közép-európai kitétséget, a forint a zlotyval és a szlovák koronával együtt leértékelődött, és 250 forint/euro fölé gyengült. Ebben az időszakban a forint gyengülése volt a legnagyobb mértékű a régióban, ami a forintoszközök nagyobb sérülékenységét mutathatja.

A külföldiek forintkockázati kitétsége április végétől folyamatosan csökkent, ami mögött vélhetően a márciusban kiépített forint melletti pozíciók zárása állt. Állampapír-állományuk ugyanakkor az áprilisi jelentősebb esés után májusban már kismértékben emelkedett, vagyis lezárulhatott az elmúlt hónapok számottevő hozamcsökkenését követő profit-realizálás. A gyenge májusi kötvényaukciós kereslet azonban arra utalhat, hogy a jelenlegi hozamszinteken már mérsékeltebb a kereslet a magyar állampapírok iránt.

Az állampapír-piaci hozamok lényegében a Monetáris Tanács áprilisi ülése idején megfigyelt szinten vannak, miután a május eleji hozamcsökkenés a hónap közepén korrigálódott. A rövid hozamok továbbra is 100-125 bázispontos idei kamatcsökkentéssel konzisztensek. Míg áprilisban a piaci elemzők többsége májusra már kamatcsökkentést várt, addig a vártak megfelelő áprilisi inflációs szám, a várakozásoknál magasabb bér- és GDP-adatok, valamint a gyengülő árfolyam hatására május közepére elbizonytalanodtak. A Reuters és a portfolio.hu felmérése szerint az elemzők és devizapiaci üzletkötők enyhe többsége az alapkamat májusi szinten tartására számít, a többiek 25 bázispontos csökkentést várnak. A rövid távú kamatcsökkentési várakozások gyengülése a pénzügyi árakban is tükröződött, a forward hozamok nyár végéig 25-50 bázispontos kamatcsökkentést mutatnak. A vártnál jobb növekedési, államháztartási és külkereskedelmi adatok hozzájárulhattak ahhoz, hogy az 5 év múlva 5 éves forward felár 140 bázispontot süllyedt az áprilisi 150 bázispontos szintre.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után az alapkamat szinten tartására, 25 bázispontos és 50 bázispontos csökkentésre érkezett javaslat.

A szinten tartás mellett a következő érvek hangzottak el. Az új inflációs jelentés szerint a monetáris politika számára releváns időhorizonton az infláció alap-előrejelzés szerinti pályája a februári előrejelzéshez képest magasabb, és a 3 százalékos célt később éri el. Bár a prognózis emelkedése elsősorban az energiaárakra adott magasabb prognózis hatását is tükrözi és így átmeneti tényezőnek tulajdonítható, hatása 2009-re megszűnik, de az alappálya körül a magasabb infláció felé mutató bizonytalanság továbbra sem hanyagolható el. Ugyanakkor a szélsőséges scenáriók valószínűsége valamelyest csökkent.

Az inflációs jelentés lezárását követően megjelent adatok is megerősítették, hogy a nominálbérek alakulása jelentős felfelé mutató inflációs kockázatokat testesít meg. Megalapozottan feltételezhető, hogy a versenyszektorban a vártnál gyorsabb béremelkedésre az adószabályok változása és az adóellenőrzések szigorítása is hatással volt. Azonban a bérek ennek a hatásnak a becsült mértékén felül is gyorsabban emelkedtek az elmúlt hónapokban. Valószínű, hogy a lanyhuló konjunktúra hatására a bérnövekedés üteme lelassul, de annak is jelentős a kockázata, hogy a bérek emelkedése költség-inflációs nyomásban csapódhat le. Az energiaárak várt megemelkedése pedig emelheti az inflációs várakozásokat. Ugyanakkor az eddig rendelkezésre álló információk alapján nem zárható ki, hogy a belső kereslet fékeződése a fenti folyamatokat a korábbi várakozásoknál kevésbé ellensúlyozza.

Azok a tanácsstagok, akik a kamatláb csökkentését támogatták, az alábbiakkal érveltek. A bérek alakulása inkább egyszeri jelenségként, szabályozóváltozásként vagy egyszeri kompenzációként értelmezhető és nincs elegendő bizonyíték arra, hogy az elmúlt néhány hónap beralakulása a bérinfláció beragadását mutató. Eközben pedig a konjunkturális helyzet várható romlása és az ezzel járó lanyhuló kereslet következtében erősödni fognak az inflációt fékező hatások. A maginfláció várható alakulása is azt jelzi, hogy az előrejelzési időszakban kedvező inflációs környezettel lehet számolni. A keresleti korlát miatt az energiaárak várt emelkedése inkább kereslet-csökkentő hatású lehet és kevésbé valószínű, hogy tartósan hatással lesz az inflációs várakozásokra. Mivel az inflációs kilátások nem kedvezőtlenek, a Tanács most élhetne azzal a lehetőséggel, amelyet a befektetők által elvárt kockázati prémium csökkenése teremtett meg. Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. A szinten tartást 7 tag támogatta, 5 tag az alapkamat 25 bázispontos, míg 1 tag az alapkamat 50 bázispontos csökkentése mellett szavazott. Így végül a Monetáris Tanács a jegybanki alapkamat 8 százalékos szinten tartása mellett döntött.

Szavazatok:

alapkamat 8,00%-os szinten tartása mellett:	7	Adamecz Péter, Auth Henrik, Bihari Péter, Kádár Béla, Karvalits Ferenc, Kopits György, Simor András
alapkamat 7,75%-ra csökkentése mellett:	5	Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Neményi Judit, Oblath Gábor
alapkamat 7,50%-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
Kádár Béla
Karvalits Ferenc
Kopits György
Neményi Judit
Oblath Gábor

A Kormányt Kovács Álmos, a Pénzügyminisztérium szakállamtitkára képviselte.

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2007. június 25-én tartja, amelyről 2007. július 13-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.