



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2008. JÚLIUS 21-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2008. augusztus 15. 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 piaci fejlemények

Makrogazdaság

2008. júniusában a fogyasztóiár-index 6,7 százalék, a maginfláció pedig 5,8 százalék volt az előző év azonos időszakához viszonyítva. A júniusi adat kedvezőbb lett az előzetes várakozásoknál, a piaci szolgáltatások árdinamikája kismértékben lassult, a feldolgozatlan élelmiszerek inflációjának lassulását ellensúlyozta a feldolgozott élelmiszerek vártnál nagyobb áremelkedése. A kedvező júniusi adat ellenére a negyedév egészében az infláció némileg meghaladta a májusi inflációs előrejelzéssel konzisztens szintet.

2008 májusában a kedvező áprilisi adatok után a külkereskedelmi áruforgalomban jelentős lassulás volt megfigyelhető, ami a nemzetközi folyamatokkal és a magyar ipari termelés alakulásával összhangban a külkereskedelmi áruforgalom dinamikájának további mérséklődését jelzi. A KSH adatközlése szerint az ipari termelés volumene 2008 májusában 2,2 százalékkal nőtt az előző év azonos havához viszonyítva. A viszonylag kedvezőtlen májusi adat összhangban áll a nemzetközi ipari konjunktúrában megfigyelhető fokozatos lassulással. Az európai, a régiós, és ezzel egyidejűleg a hazai ipari konjunktúra további fokozatos lassulására lehet számítani.

A KSH adathiba miatt felfele módosította a fehéredés által kevésbé érintett 250 fő feletti vállalatok rendszeres béreire vonatkozó áprilisi adatot. A KSH által közzétett adatok szerint 2008 májusában a bruttó átlagkeresetek 9,6 százalékkal haladták meg az egy évvel korábbi szintet. A versenyszférában 8,5 százalékkal, míg a költségvetési szférában 13,0 százalékkal nőttek a bérek az előző év azonos időszakához képest. A versenyszféra esetében a szezonálisan igazított havi adatok alapján – a jelentős áprilisi gyorsulást követően – korrekció következett be, mely alapvetően a 250 fő feletti vállalati körhöz illetve a feldolgozóiparhoz kötődik. Ezzel együtt a bérnövekedés üteme továbbra is magas, a bruttó átlagkereset trenddinamikája 9-10 százalék közötti sávban mozog. Összességében a versenyszféra elmúlt hónapokban megjelent tényadatai némileg meghaladták a jegybanki előrejelzéseket, a bérdinamika második félévre várt csökkenésével kapcsolatban továbbra is nagy a bizonytalanság.

Pénzügyi piaci fejlemények

Míg március közepe óta a globális piaci hangulat határozott javulást mutatott, május vége felé a befektetők kockázatvállalási hajlandóságában fordulat következett be. A korábbi optimizmus megtörésében szerepet játszottak újabb banki veszteségjelentésekről szóló hírek, valamint, részben az emelkedő energiaárak hatására egyre több elhúzódóan lassú növekedést és magas inflációt előrevetítő elemzés látott napvilágot. Figyelemreméltó ugyanakkor, hogy míg korábban a kockázati étvágy csökkenése a fejlődő piaci és magas kamatozású devizák gyengülésével járt együtt, az elmúlt hetekben ennek az ellenkezője

következett be. Erre utal az is, hogy míg a banki CDS felárak emelkedtek az elmúlt hetekben, a fejlődő piacok szuverén CDS árai nem emelkedtek jelentősen.

Annak ellenére, hogy a nagy gazdaságok növekedési kilátása nem javult érdemben, a jegybankok figyelve elsősorban az inflációs kockázatok irányába terelődött. A Fed és az EKB kamatdöntés utáni közleménye ugyanakkor a piac által vártnál kevésbé volt szigorú hangvételű, amely a kedvezőtlen konjunktúraadatokkal együtt mindkét esetben a kamatemelési várakozások mérséklődését eredményezte.

A forint a kedvezőtlen globális hangulat ellenére számottevően, a júniusi kamatdöntés óta közel 4 százalékkal, február vége óta pedig 14 százalékkal értékelődött fel, hasonlóan a régió más devizáihoz. A forint erősödésében szerepet játszhattak a fejlődő országok devizái iránti élénkülő kereslet, a régió kedvező megítélése, valamint országspecifikus tényezők is. A magas kamatkülönbség továbbra is vonzóvá teszi a forint eszközök tartását, miközben drágítja a forint elleni spekulatív devizapozíciók felvételét. Míg korábban a sávszél korlátot jelentett a forint erősödésének terében, a felértékelődéssel egyidejűleg egyre nyilvánvalóbbá és reálisabbá válik a befektetők számára a potenciál a forint tartós erősödésére, amit az elemzői várakozások (Reuters poll) megváltozása és az opciós árakból származtatott árfolyameloszlás korábban nem jellemző szimmetriája is tükröz. Emellett az elmúlt hónapokban a javuló fundamentumok (kötségvetési hiány, külső egyensúly) és a jegybanki hitelesség javulása feltehetően szintén a hosszabb távú árfolyam-várakozások elmozdulásának irányába hatottak.

A külföldiek forintpozíciója mintegy 300 milliárd forinttal nőtt az elmúlt hónapban, míg swap állományuk mintegy 400 milliárd forinttal csökkent, ami a külföldi befektetők erős forintkeresletét jelzi. A hosszú hozamok összességében számottevő csökkenést mutattak az elmúlt hónapban: az 5 éves kötvényhozam esetében 100 bázispont, a 10 éves esetében 80 bázispont mérséklődés volt megfigyelhető. Ezzel együtt a kötvényhozamok még mindig a február végi turbulencia előttinél 20-30 bázisponttal magasabb szinteken tartózkodnak.

A jegybanki alapkamat júniusi szinten tartása és a forint jelentős erősödése miatt mostanra teljesen kiárazódtak a kamatemelési várakozások. A Reuters havi elemzői felmérésében megkérdezett elemzők egyhangúan az alapkamat tartására számítottak júliusban. Az év végi alapkamatra adott előrejelzések átlaga közel 50 bázisponttal csökkent a múlt havi felméréshez képest. A 2008-2010 éves átlagos inflációra vonatkozó várakozások enyhén mérséklődtek.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után a Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy rövidtávon az inflációs folyamatok megfeleltek a jegybank korábbi várakozásainak, ugyanakkor az inflációs kilátásokat ellentétes irányban befolyásolják a nemzetközi energia árak drasztikus emelkedése és a forint jelentős

erősödése. Ezen tényezők hatásának eredője a monetáris politika számára releváns időhorizonton egyelőre még nehezen ítélni meg.

A tagok többsége szerint az elmúlt időszak inflációs és bér adatai önmagában nem jelentettek változást a folyamatok megítélésében, és továbbra is nagymértékű bizonytalanság övezi az inflációs- és a bérpálya rövid távú alakulását. Többen ugyanakkor kiemelték, hogy a legfrissebb adatok nem igazolták vissza egyes, múlt hónapban megfigyelt kedvezőtlen jelek tartósságát.

Több tanácsstag is úgy értékelte, hogy a fundamentális okokra visszavezethető olajpiaci áremelkedést a spekuláció is erősítette, és az átmeneti túllövéseket követő korrekciók hatására középtávon már enyhülhet az importált inflációs nyomás. Más tanácsstagok viszont azt hangsúlyozták, hogy az MNB a külső inflációs sokkok ellenére sem tekinthet át a 2009-es éven a középtávú inflációs cél teljesítése során.

A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy a forint árfolyamának elmúlt időszakban bekövetkezett erősödésében fontos szerepet játszottak fundamentális tényezők, így például a Magyarország egyensúlyi helyzetében 2006 óta beállt javulás. Kedvezően alakult Magyarország kockázati megítélése is, a befektetések kockázati felára csökkent. Ezt támasztja alá a CDS felárak és a hosszú távú kamatkülönbözet mérséklődése. Egyes tanácsstagok szerint ehhez az is hozzájárulhatott, hogy a fejlett gazdaságok tőkepiaci problémái ellenére a feltörekvő országokba vetett bizalom erősödött az elmúlt időszakban. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a hazai államkötvények hozamainak csökkenésével párhuzamosan az állampapír-piaci eladási hullám is elcsendesült, és a tendencia megfordulni látszik. Többek szerint azonban az árfolyam erősödés tartóssága ma még bizonytalan, mivel az erősödés nagyon gyorsan következett be. A forintárfolyam regionális devizákkal párhuzamos erősödése romló globális befektetői hangulatban ment végbe, ilyen befektetői reakció pedig nem volt jellemző a múltban.

A tanácsstagok megítélése szerint a magyar gazdaság továbbra is a potenciálisnál lassabb ütemben növekedhet. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a reálárfolyam felértékelődésével párhuzamosan az exportkereslet visszaesése és az importverseny erősödése miatt tovább romlottak az elmúlt időszakban a gazdasági kilátások, ami a foglalkoztatás csökkenéséhez vezethet. A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy a háztartások fogyasztási kiadásainak előrejelzését megnehezíti, hogy a lakossági jövedelmek és megtakarítások alakulását nagyfokú bizonytalanság övezi. Elképzelhető, hogy a háztartások rendelkezésre álló jövedelme érdemben lassabban bővül a hivatalosan kimutatott bérjövedelmeknél.

A tanácsstagok megítélése szerint a jegybanki alapkamat elmúlt hónapokban végrehajtott emelése és a monetáris kondíciók érdemi szigorodása elősegíti az inflációs célok teljesítését. Egyes tanácsstagok szerint a kilátások javulását az árfolyamsáv eltörlése is támogatta, mert így a monetáris politikai mozgáster korábbi technikai korlátját sikerült felszámolni. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a monetáris szigorítás hatása csak lassan gyűrűzik át a vállalatok árazási magatartásába, ezért az inflációs kilátások értékelése kapcsán kulcskérdés, hogy a monetáris kondíciók szigorodása mennyire tekinthető

tartósnak. A Monetáris Tanács továbbra is szükségesnek látja a szigorú monetáris kondíciók fenntartását, és kész megtenni a szükséges lépéseket, amennyiben az inflációs cél elérése veszélybe kerül.

A Monetáris Tanács elnökhelyettese a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat szinten tartására 10 tag szavazott, 1 tag az alapkamat 25 bázispontos csökkenését támogatta.

Szavazatok:

<i>alapkamat 8,5%-os szinten tartása mellett:</i>	10	Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Kádár Béla, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Kopits György, Neményi Judit, Oblath Gábor
<i>alapkamat 8,25%-ra csökkentése mellett</i>	1	Bánfi Tamás

Jelen voltak:

Bánfi Tamás
Bihari Péter
Bihari Vilmos
Csáki Csaba
Hardy Ilona
Kádár Béla
Karvalits Ferenc
Király Júlia
Kopits György
Neményi Judit
Oblath Gábor

A Kormányt Kovács Álmos, a Pénzügyminisztérium szakállamtitkára képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2008. augusztus 25-én tartja, amelyről 2008. szeptember 19-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.