



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2008. MÁRCIUS 31-I ÜLÉSÉRŐL

Közzététel időpontja: 2008. április 18. 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

Az inflációs folyamatok megítélését nem változtatta számottevően a februári adat. A fogyasztói árindex 6,9, a maginfláció 5,3 százalék volt. A januári adathoz képest a fogyasztói árindex csökkent, míg a maginfláció nőtt. A piaci szolgáltatásoknál az infláció emelkedése lassabb volt, nem figyelhető meg, hogy az infláció kitört volna az évek óta megszokott 5-7 százalékos sávból. Az iparcikk infláció emelkedése mögött részben az energiaárak elmúlt időszak jelentős növekedése állhat, aminek a következő hónapokban a piaci szolgáltatások inflációjában is tükröződnie kell. A feldolgozott élelmiszerek áremelkedési üteme csökkent, a dezinflációt azonban bizonytalanná teszi egyes mezőgazdasági termékek tőzsdei árának emelkedése, amihez hozzájárul még az iparcikkek emelkedő, illetve a piaci szolgáltatások stagnáló inflációja is.

A növekedési kilátások nem változtak érdemben. A kiskereskedelmi forgalom volumene 2008. januárban 3,0 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest, a gépjármű, -alkatrész, és üzemanyag értékesítésekkel együtt számítva 2,5 százalékkal. A január havi adatról érdemi trendfordulóra továbbra sem lehet következtetni. Az ipari termelés volumene 2008 januárjában 6,6 százalékkal nőtt az előző év azonos hónapjához viszonyítva. Folytatódott az ipari termelés volumennövekedésének mérséklődése; a növekedés továbbra is az utóbbi öt év átlaga alatt marad. A külkereskedelem indexei további lassulást egyelőre nem mutatnak.

A januári béradat magasabb lett a vártnál, de számos tényező miatt még bizonytalan az értelmezése. A KSH által közzétett adatok szerint 2008 januárjában a bruttó átlagkeresetek 1,5 százalékkal mérséklődtek az egy évvel korábbi szinthez képest. A versenyszférában 9,7 százalékkal nőttek, míg a költségvetési szférában 14,6 százalékkal csökkentek a bérek az előző év azonos időszakához képest. A 9,7 százalékos növekedésben jelentős szerepe lehetett a garantált bérminimum és a minimálbér emelésének. A fizikai foglalkozásúak létszámának az elmúlt évben bekövetkezett jelentős mértékű csökkenése is felfelé torzította a statisztikát. A minimálbéremelés által érintett körben határozott létszám-alkalmazkodás látható, ami miatt inkább a foglalkoztatottsághoz kapcsolódó, semmint az inflációs kockázatok lehetnek hangsúlyosak.

Pénzügyi piacok

A legutóbbi kamatmeghatározó ülés óta eltelt időszak világszerte a kockázati étvágy további mérséklődését, és ezzel párhuzamosan a kockázatos eszközök árfolyamainak csökkenését hozta. Ismét előtérbe kerültek a nemzetközi befektetési bankok likviditási és szolvencia problémái. A Bear Stearns befektetési bank súlyos helyzetbe került. A JPMorgan Chase a pár héttel korábbi részvényárfolyam töredékéért tett felvásárlási ajánlatot a cégre. A felvásárlást a Fed is aktívan támogatta a JPMorgannak nyújtott hitel formájában. A bankközi dollárkamatok és a kockázatmentes hozam közti különbség ismét a decemberi csúcs közelébe emelkedett, a befektetési bankok CDS felárai rendkívüli mértékben nőttek.

A bankok likviditási problémáit a Fed újabb lépésekkel próbálta ellensúlyozni. Az amerikai jegybank újabb hitelinstrumentumokat vezetett be, amelyek szélesebb kör számára, kevésbé szigorú fedezetkövetelmények mellett, hosszabb futamidőre érhetőek el. Ezzel a lépéssel számottevően csökkent az újabb bankcsődök valószínűsége, ami az újabb 75 bázispontos kamatcsökkentéssel együtt hozzájárult a piaci hangulat konszolidálódásához. Márciusban több nagy bankház közzétette az első negyedéves gyorsjelentését, ami a vártnál kedvezőbb képet mutatott.

Egyre általánosabban elfogadott vélemény, hogy az Egyesült Államok gazdasága már a recesszió állapotában van. A Case-Shiller index szerint a lakásárak januárban 12 százalékkal voltak lejjebb, mint egy évvel korábban, de a Fed további korrekcióra számít. Eközben a bankok tovább szigorítják a hitelezési standardokat. A Fed szerint a kibocsátási rés miatt az inflációs nyomás csökkenni fog, azonban az inflációs várakozások több mutató szerint emelkednek. Sokan úgy gondolják, hogy a reálgazdasági kockázatok olyan súlyosok, hogy a Fed átmenetileg „félretette” az inflációs célját. A márciusi lépéssel együtt a Fed összességében 300 bázisponttal lazított a monetáris kondíciókon a válság kitörése óta. A piac az év közepéig további 50 bázispontos kamatcsökkentést áraz. Mindeközben a dollár történelmi mélypontra süllyedt az euróval szemben.

Az olaj ára tovább emelkedett. A brent hordónkénti ára megközelítette a 110 dollárt, azonban ezt a csúcsot gyors korrekció követte. A határidős árfolyamok alapján további mérséklődésre lehet számítani.

Az EKB márciusban nem változtatott irányadó kamatán. A piaci szereplők arra számítottak, hogy a jegybank kommunikációja elmozdul a növekedési kockázatok irányába, azonban ez elmaradt, és a jelek szerint Trichet elnök továbbra is az inflációs kockázatok tartja súlyosabbnak. A stáb felfelé módosította inflációs előrejelzését, míg a növekedést lefelé korrigálta. Az eurozóna gazdasági indikátorai azóta vegyes képet mutatnak; nem jelent meg olyan új információ, ami megváltoztathatná az EKB irányultságát. Az állampapír-piaci hozamgörbébe továbbra is két kamatcsökkentést áraz a piac az év végéig, de az elemzői kommentárok szerint erre inkább az év második felében kerülhet sor.

A régió devizái ellenállónak mutatkoztak a kockázati étvágy megingásaival szemben, egyedül a cseh korona zárta negatív tartományban az időszakot, miután a jegybank többször verbálisan interveniált a hazai deviza ellenében. A lengyel jegybank február végén 25 bázisponttal 5,5 százalékra, majd márciusban 5,75 százalékra emelte irányadó kamatát az erősödő inflációs nyomás (szabályozott áremelések) miatt. A Fitch felminősítette Csehországot, az S&P pozitív kilátásokra tette Szlovákia adósminőségét. A Fitch a megnövekedett költségvetési fegyelemmel, az S&P pedig Szlovákia egyre valószínűbb GMU tagságával indokolta döntését.

A magas kamatozású devizák veszítettek az értékükből. Legtöbbet – 20 százalékot – az izlandi korona gyengült. Izlandon a korona gyengülésével a hosszú hozamok is több mint 140 bázispontot emelkedtek, azonban a rövid hozamok csak kismértékben nőttek, így meglepetésként érte a piacot a jegybank 125 bázispontos kamatemelése.

A hazai állampapír-piac likviditása a hozamok emelkedésével párhuzamosan számottevően lecsökkent. Az elsődleges forgalmazók először csak egymásnak nem jegyezték árakat, majd a tőzsdei árjegyzési kötelezettségüket sem teljesítették. Bár a hazai szereplők a piac kiszáradására panaszkodtak ezekben a napokban, a KEELER adatbázisban szokatlanul nagy forgalmat regisztráltak. Ez azt sejteti, hogy a külföldi szereplők között volt nagy átcsoportosítás. A helyzet – az ÁKK intézkedéseivel és a nemzetközi piaci hangulat javulásával párhuzamosan – lassan normalizálódott, az állampapír-hozamok különbözete a február 27-i értékekhez képest 50-100 bázispontra csökkent. A külföldiek március első napjaiban inkább nettó vevők voltak a kötvénypiacon, azóta fokozatosan 90 milliárddal csökkentették állományukat.

Március elején a nem-német euró-zónás állampapírpiacokon a magyarhoz hasonló eladási hullám és piackiszáradás játszódott le. A helyzet különösen Olaszországban volt súlyos, ahol egy állampapír aukció is megghiúsult. A likviditási helyzet ezeken a piacokon is javult, azonban a német – nem-német hozamkülönbség továbbra is historikusan magas szinten áll. Néhány feltörekvő és régiós állampapírpiacokon – például Lengyelországban – is mutatkoztak az illikviditás jelei, ám a piaci zavar mértéke nem közelítette meg a hazai piacon tapasztalt nagyságrendet.

A megfigyelt állampapír-piaci hozamemelkedés nem kapcsolható teljes mértékben a kockázati prémium növekedéséhez, hanem a piac illikviditásából fakadt. Ezt a swap szpredek kitágulása is alátámasztja. A kamatswapok és egyéb kamatderivatívák (például az FRA-k) piacait a likviditási problémák nem érintették, ezért ezen termékek hozamai a jelenlegi helyzetben vélhetően sokkal közelebb állnak a piac kamatvárakozásaihoz, mint az állampapír-hozamok.

A megnövekedett kamatvolatilitás miatt az ún. lejáratú prémium is megemelkedhetett, azaz a piaci szereplők inkább rövidtávú eszközökbe fektetnek, nehogy az esetleges drasztikus hozamváltozásokon nagyot veszítsenek. Ez a kamatvárakozásokhoz képest némileg felfelé torzíthatja a kamatswap- és FRA-hozamokat is.

A kockázati prémium emelkedésére utal a magyar devizakötvények CDS-felárának számottevő emelkedése is. Ez a felár az állampapír-piaci válság idején 90 bázispontot tárgult, ami ezen időszak alatt a legnagyobb emelkedés a szuverén kibocsátók CDS-ei közt. Tavaly nyár óta összesen 200 bázispontot emelkedett a magyar CDS. A magyar állam nemfizetési kockázatának ára jelenleg a balti államokkal és Bulgáriával van egy szinten. A relatív teljesítmény az utóbbi hetekben sem javult, annak ellenére, hogy az állampapír-piac azóta többé-kevésbé konszolidálódott. A CDS emelkedése a magyar eszközök kockázati megítélésnek romlását tükrözi. Az S&P közben negatív kilátásokra tette a magyar államadósság kilátását, amit a megnövekedett politikai kockázatokkal és a finanszírozás drágulásával indokolt.

Ebben a helyzetben a szokásosnál nehezebb a piaci adatokból a befektetők alapkamat-pályára vonatkozó várakozásaira következtetni. Az állampapírhozamok feltehetően elszakadtak a kamatvárakozásoktól, az FRA jegyzések és rövid swaphozamok jobban tükrözik azt. Az FRA és swap adatokra illesztett pénzügyi hozamgörbéből az olvasható ki, hogy a piac nyár közepéig 100-125 bázispontos kamatemelésre számít, a márciusi ülésen 50-75 bázispontra. A nyár eleji csúcs után ismét csökkennek a határidős hozamok.

A hozamgörbébe beárazott kamatpályának némileg ellentmondanak az elemzői nyilatkozatok. A januári béradat kapcsán megnyilvánuló befektetési bankok szerint a kamatemelési várakozások eltúlzottak. Ketten szinten tartásra, ketten 25 bázispontos, hárman 50 bázispontos kamatemelésre számítanak.

A Reuters által megkérdezett elemzők, és devizapiaci üzletkötők alapkamat-pályára vonatkozó várakozásai megosztottak. Az elemzők közül 18-an 25 bázispontos, 7-en 50 bázispontos kamatemelésre, egyikük szinten tartásra számít. A monetáris politika jövőjével kapcsolatos bizonytalanságot jelzi, hogy az év végi alapkamatra vonatkozó prognózisok 5,75 és 8,5 százalék között szóródnak, a 7,5-es átlag körül. A devizapiaci üzletkötők közül 1 szinten tartásra, 6-an 25 bázispontra, 6-an 50 bázispontra, számít.

A piac tehát 50-75 bázispontos kamatemelést áraz, ezzel szemben az elemzők 25-50 bázispontra számítanak. Az eltérésnek különböző okai lehetnek. Az elemzők a legvalószínűbb kimenetet adják meg a pollban, míg a pénzügyi termékekbe a várható értéket árazzák. Ez tartalmazhat egy nagy emelést magában foglaló forgatókönyvet is, azaz a befektetők kamatvárakozásainak eloszlása a magas irányba ferde. Elképzelhető, hogy a rövid lejáratú pénzügyi termékek árai is tartalmaznak jelentős lejáratú prémiumot, ezért térnek el a várt alapkamat-pályával konzisztens ártól. Végül azt sem lehet kizárni, hogy a választ adó bankok elemzői a piacot szeretnék meggyőzni a nekik kedvező árazás helyességéről.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után az alapkamat szinten tartása, és különböző mértékű emelése mellett hangzottak el érvek. A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy az elmúlt hónapban beérkezett információk nem növelték az inflációs cél elérésének valószínűségét. Az infláció idén és jövőre is meghaladhatja az inflációs célt, ami indokolttá teszi a monetáris kondíciók szigorítását. Többen amellett érveltek, hogy a monetáris politikának figyelembe kell vennie a kockázati felárat elmúlt időszakban bekövetkezett emelkedését is. A Monetáris Tanács egységes volt abban a tekintetben, hogy a 2009-es inflációs cél elérése érdekében a továbbiakban is készen áll a szükséges lépések megtételére.

A tanácsstagok megítélése szerint a növekedési kilátások nem javultak érdemben az elmúlt hónapban, a gazdasági növekedés 2009 végéig elmaradhat a potenciálistól, ez azonban a többség véleménye szerint önmagában nem képes elégséges mértékben korlátozni a gazdaságban meglévő inflációs nyomást. A belső kereslet visszaesése miatt a munkaerő-piaci kondíciók némileg lazultak, de a bérinfláció alakulását továbbra is nagyfokú

bizonytalanság övezi. Ennek kapcsán többen arra hívták fel a figyelmet, hogy a prémiumkifizetések tavalyi visszafogását követően továbbra sem láthatóak egyértelmű jelei a rendszeres bérek korábban várt alkalmazkodásának, ami az inflációs várakozások növekedésének kockázatait hordozhatja. Egyes tagok ugyanakkor úgy érveltek, hogy az adatok azt valószínűsítik, hogy a vállalatok elsősorban a foglalkoztatotti létszámban alkalmazkodnak a megemelkedett költségekhez, és ezért nem várható erről az oldalról a közeljövőben jelentős árnyomás.

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy a dezinfláció lefékeződése mögött jelentős részben a monetáris politika hatókörén kívülálló költségsokkok állnak. Többen ugyanakkor hangsúlyozták, hogy a hazai energiaárak tartós megemelkedésére a jegybanknak reagálnia szükséges, hiszen az más termékek árába is átgyűrűződik. Több tanácstag arra figyelmeztetett, hogy az újabb sokkok tartósabban és szélesebb körben éreztethetik inflációs hatásukat. Mások azt hangsúlyozták, hogy a fogyasztói árindexben egyelőre nem érhetőek tetten a költségsokkok másodkörös hatásai, a jövőbeli inflációs folyamatokat pedig továbbra is nagyfokú bizonytalanság övezi. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a 2008-ra várható kedvezőbb mezőgazdasági termés miatt a feldolgozott élelmiszerárak néhány termékkör esetében már eddig is tapasztalt csökkenése szélesebb körben is megjelenhet.

Megoszlott a tanácstagok véleménye a befektetők magyar gazdaságról alkotott jelenlegi vélekedéséről. Többen kiemelték, hogy a gyenge növekedési kilátások következtében növekedett az ország sérülékenysége, annak ellenére, hogy a külső finanszírozási igény csökkent. Emellett a háztartások deviza-eladósodottságának növekedése, valamint a belpolitikai bizonytalanságok is a kockázatokat növelik. Elhangzott ugyanakkor olyan vélemény is, hogy a külföldi befektetők megítélése csak fokozatosan igazodik a költségvetés és a külső egyensúly elmúlt időszakban megfigyelt jelentős javulásához, ami középtávon elősegítheti a sérülékenység mérséklődését.

A tanácstagok értékelése szerint tartósan megemelkedett a forinteszközöktől elvárt kockázati prémium, amiben a nemzetközi befektetők kockázatvállalási hajlandóságának csökkenése mellett a hazai állampapírpiac zavarai is szerepet játszhattak. A hazai állampapírpiac problémái ugyanakkor a nyugdíjpénztárak portfólióátrendezését követően enyhülhetnek. Az elmúlt időszakban a magyar befektetések alulteljesítettek a régió kedvező fundamentumokkal rendelkező országaihoz képest. Egyes tanácstagok arra hívták fel a figyelmet, hogy a külföldi befektetők hangulata a pénzpiaci bizonytalanságok miatt akár hirtelen is kedvezőtlenebbre fordulhat.

A kamatlépés nagyságával kapcsolatban elhangzott, hogy az inflációs célkövetés logikájából egy kamatemelési ciklus megindítása, több, kis lépésben megvalósított monetáris kondíció szigorítás, és határozott kommunikáció következik. Többen azonban úgy érveltek, hogy az inflációs kockázatok és az elvárt prémium megemelkedése együttesen a jelenlegi helyzetben egy határozottabb jegybanki lépést tesznek szükségessé.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 50 bázispontos emelését 9 tag támogatta, 2 tag az alapkamat 25 bázispontos emelésére szavazott, míg 1 tag az alapkamat szintentartását támogatta.

Szavazatok:

<i>alapkamat 7,5%-os szinten tartása mellett:</i>	1	Bánfi Tamás
<i>alapkamat 7,75%-ra emelése mellett</i>	2	Kádár Béla, Király Júlia
<i>alapkamat 8%-ra emelése mellett</i>	9	Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Neményi Judit, Oblath Gábor, Karvalits Ferenc, Kopits György, Simor András

Jelen voltak:

Simor András elnök

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 szakállamtikára képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2008. április 28-án tartja, amelyről 2008. május 16-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.