



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV  
A MONETÁRIS TANÁCS  
2008. ÁPRILIS 28-I ÜLÉSÉRŐL**

**Közzététel időpontja: 2008. május 16. 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](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_mt_jegyzokonyv)

# I. Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

## Makrogazdaság

2008. márciusában a fogyasztói árindex 6,7, a maginfláció 5,3 százalék volt az előző év azonos időszakához viszonyítva. A februári adathoz képest a fogyasztói árindex 0,2 százalékponttal csökkent, míg a maginfláció változatlan maradt. Az előbbi mögött a feldolgozott élelmiszerek csökkenése áll, míg az utóbbi csökkenését ellensúlyozta a tartós iparcikkek és piaci szolgáltatások inflációjának emelkedése. Az adatok tükrében a legfontosabb információ az, hogy mind az iparcikkek, mind a piaci szolgáltatások inflációja mögött vélhetően a termelői energiaár begyűrűzése érhető tetten. Ezek a folyamatok tendenciájukban és nagyságrendjükben a korábban vártak megfelelőek, ezért értékelésük sem változott számottevően március óta.

A KSH által közzétett adatok szerint 2008. februárjában a teljes kiskereskedelmi értékesítések mindössze 1,9 százalékos visszaesést mutattak (kiszűrve a szezonalitást és a naptári hatásokat) az előző év azonos időszakához képest. Az adatok tanulsága szerint a január óta érzékelt mérsékelt élénkülés az értékesítési dinamikában februárban is folytatódott. Ennek hátterében az év első két hónapjának munkapiaci trendjei állhatnak. Ebből arra lehet következtetni, hogy vélhetően megkezdődött egy fordulat a háztartások fogyasztási kiadásaiban.

Az egy évvel korábbi időszakhoz viszonyítva a versenyszférában a bruttó átlagkeresetek 2008. februárjában 14,4 százalékkal emelkedtek. Bár a vártnál magasabb adat hátterében részben egyedi tényezők azonosíthatók, az ezektől megtisztított adat is meghaladta a jegybanki előrejelzést. Elképzelhető egyfelől, hogy a szakképzett bérminimum emelése a vártnál gyorsabb és nagyobb hatást gyakorolt a bérek összességére. A feldolgozóiparban a továbbra is erős export-konjunktúra magyarázhatja a gyorsuló bérdinamikát. A piaci szolgáltatások esetében ezzel szemben a piaci folyamatok nem magyarázzák az itt is tetten érhető gyorsuló bérdinamikát, így nem zárható ki az inflációs sokkok második körös hatásának megjelenése sem.

## Pénzügyi piacok

A forinteszközök szempontjából a külső környezet az elmúlt hónapban kedvezően alakult. A Bear Stearns kimentése óta a Fed egyre enyhébb feltételekkel nyújt hitelt a pénzügyi szektor számára, ezzel csökkent annak a valószínűsége, hogy likviditási nehézségek miatt újabb hitelintézetek és befektetési bankok menjenek csődbe. Az amerikai makroadatokat eddig a piaci várakozásoknak megfelelően, vagy annál kismértékben jobban alakultak. A tőkepiacokon tapasztalható optimizmus törekvéségét azonban jól tükrözik az európai és az amerikai bankközi pénzpiacokon újabb csúcsra emelkedő felárak.

A Fed további kamatsökkentéseire vonatkozó várakozások némileg gyengültek. Ennek háttérében az árnyalatnyival jobb makrogazdasági kilátások mellett az új csúcsra emelkedő olajár állhat. A piacok jelenleg további 25 bázispontos kamatsökkentést áraznak a következő kamat-meghatározó ülésre. Az év végére várt kamatpálya pedig már enyhén emelkedik, aminek háttérében az áll, hogy a piac várakozásai szerint ekkorra már éreztetni fogja hatását a korábbi monetáris és fiskális élénkítés.

Az euró-zónában a konjunktúra indikátorok a várakozásoknak megfelelően, az inflációs kilátások azonban kedvezőtlenül alakultak. Az euró-zóna inflációja márciusban 3,6 százalékra emelkedett, aminek hatására a piac kiárazott minden idei évre várt kamatsökkentést. Elhangzott olyan EKB-s nyilatkozat is, mely szerint a következő kamatlépésük emelés lehet.

A régiós devizák az erősödő kockázatvállalási hajlandóság hatására többéves csúcsokra erősödtek. A forint árfolyama a koalíciósválság kirobbanásakor gyengült, azonban ezt követően a kamatemelés és a kedvező befektetői hangulat hatására a lengyel zlotyval együtt erősödött. A piaci elemzők májusra is a jelenlegi szinthez közeli árfolyamot várnak. Az implikált volatilitások szintén csökkentek.

A kormánykoalíció felbomlása utáni napokban számottevően emelkedtek a hozamok az állampapír-piacon. Ezúttal a turbulencia csak néhány napig tartott. Az elmúlt hetekben a hozamok csökkenését lehetett megfigyelni – különösen a hozamgörbe középső részén –, amihez a javuló likviditási helyzet mellett a kedvezőbb befektetői hangulat is hozzájárult. Összességében a belpolitikai eseményeknek nem volt maradandó hatása a magyar eszközárakra. Ugyanakkor a kedvező tendenciák ellenére az állampapír-piacon sem hozamszintben, sem likviditásban nem állt vissza a februári állapot.

Az ÁKK svájci frankban denominált kötvényeket bocsátott ki. A másodpiacon a 8 éves kötvény 10-20 bázisponttal a nemrég – szintén frankban kibocsátott – 9 éves lengyel kötvény hozama felett forog. Ez a különbség lényegesen kisebb, mint a 10 éves CDS-ek esetében megfigyelt 100-110 bázispont.

A forintárfolyam erősödésével párhuzamosan jelentősen csökkent a külföldiek FX-swap állománya és nőtt forint melletti pozíciójuk. A piacon általánosan elfogadott hipotézis szerint a forintot régóta sikertelenül rövidre eladó befektetők zárják pozícióikat, és ez áll az árfolyam-erősödés háttérében. A külföldiek áprilisban nem növelték magyar állampapír-állományukat, így a hazai elsődleges forgalmazók feltehetően továbbra is a kívánatosnál nagyobb állományt tartanak, ami miatt a piac likviditása továbbra sem kielégítő.

A legutóbbi kamatdöntés óta némileg erősödtek a kamatemelési várakozások. A pénzpiaci hozamgörbe a múlt havi 8,5-8,75 helyett egyértelműen 8,75 százalékig emelkedő alapkamat-pályával konzisztens. Az FRA jegyzésekből az látszik, hogy az áprilisi és a májusi ülésen 25-25 bázispontos kamatemelésre majd júniustól szinten tartásra, azaz kumuláltan csak 50 bázispontos kamatemelésre számít a piac. A Reuters

felmérésből szintén az látszik, hogy a piaci elemzők többsége 25 bázispontos szigorításra számít az áprilisi döntéskor. Az év végére várt alapkamat-szint ugyanakkor széles sávban, 7,25 és 9 százalék között szóródik.

## **II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése**

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után az alapkamat szinten tartása, és emelése mellett hangzottak el érvek. A Monetáris Tanács egységes volt abban a tekintetben, hogy jelen helyzetben a kiindulópontot továbbra is a februári inflációs prognózis jelenti, amely szerint - változatlan monetáris kondíciók mellett - 2009-ben a célérték fölött lehet az infláció.

Megoszlott a tagok véleménye azonban abban a kérdésben, hogy a februári jelentés készítése óta tovább nőttek-e a felfelé mutató inflációs kockázatok. Többen azt hangsúlyozták, hogy az elmúlt időszakban újabb csúcsokat értek el a nyersanyagárak, és a korábban vártnál lassabb fordulat figyelhető meg az élelmiszerárak esetében is. Mindezek hatására tovább erősödött a külső, költségoldali inflációs nyomás a gazdaságban. További érvként hangzott el, hogy az év eleji magas bér adatok, valamint a piaci szolgáltatások inflációjának az emelkedése nem igazolta vissza a tavalyi év végén megfigyelt kedvező folyamatokat. Ennek kapcsán többen azt hangsúlyozták, hogy az inflációs sokkok második körös hatása ugyan még nem azonosítható egyértelműen, de a tovagyrúzó hatások kockázata egyértelműen emelkedett. Néhányan ugyanakkor úgy érveltek, hogy a beérkezett adatok zajossága miatt azok kiértékelése még nem lehetséges, és az inflációs kockázatok teljes körű számbavételére majd a májusi inflációs prognózis alkalmával nyílik lehetőség. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a munkaerő-piaci helyzet értékelése során a jövőben a foglalkoztatási helyzetre is fokozottan figyelni kell, mert az álláshelyek számának jelentős csökkenése esetén a bérdinamika változása önmagában nem tükrözi hűen a keresleti nyomás alakulását a gazdaságban.

A tanácstagok megítélése szerint a növekedési kilátások nem javultak érdemben az elmúlt hónapban, és a belföldi kereslet legfontosabb összetevőinél még nem látszik a határozott fordulat. Egyes tagok azt hangsúlyozták, hogy a Monetáris Tanácsnak kamatpolitikája alakítása során a jövőben nagyobb figyelmet kellene fordítania a reálgazdaság helyzetére. Ezzel szemben elhangzott, hogy a hazai gazdaság növekedési problémái alapvetően strukturális eredetűek, így azokra a jegybank saját eszközeivel hosszú távon nem tud hatni. Sőt, egy alkalmazkodóbb kamatpolitika csak halasztást adna a probléma igazi kezelésére, miközben korlátozná a jegybankot végső célja elérésében. Mások arra hívták fel a figyelmet, hogy a kereslet visszaesésének dezinflációs hatása a legfrissebb információk alapján gyengülni látszik, így a gyengébb gazdasági teljesítmény nem feltétlenül növeli meg az MNB mozgásterét az inflációs cél elérése szempontjából.

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy a forinteszközöktől elvárt kockázati prémium a nemzetközi és regionális befektetői hangulat javulása miatt mérséklődött március óta, de továbbra is lényegesen magasabb a tavalyi év második félévére jellemző szintnél. Egyes

tanácsstagok ugyanakkor arra figyelmeztettek, hogy a forinteszközöktől elvárt hozamszint és az árfolyamkockázati felár mérésére jelenleg kevésbé használható az állampapír-hozamgörbe, mert a piaci zavarok enyhülését követően csak fokozatosan csökkenhet az állampapírok likviditási prémiuma.

A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy az infláció alakulását továbbra is nagyfokú bizonytalanság övezi. Ebben a helyzetben a határozott monetáris politikai lépések erősíthetik az inflációs cél várakozásokat orientáló szerepét, és ezáltal csökkenthetik az árstabilitáshoz vezető út reálgazdasági költségeit. A kedvezőtlen inflációs kilátások miatt különösen fontos a monetáris politika hitelességének megőrzése, ezért az inflációs cél elérése érdekében a Monetáris Tanács a továbbiakban is kész megtenni a szükséges lépéseket.

Megoszlott a tanácsstagok véleménye a kamatlépés időzítése kapcsán. Egyes tanácsstagok szerint a kamatemelések során az új információk feldolgozására és alkalmanként kiváráásra is szükség van, különösen az inflációs jelentések publikálása közötti időszakokban. Többen ugyanakkor úgy érveltek, hogy a rendelkezésre álló információkból és az inflációs célkövetés logikájából a kamatemelési ciklus folytatása és több, kis lépés következik.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 25 bázispontos emelését 7 tag támogatta, míg 4 tag az alapkamat szinten tartására szavazott.

#### **Szavazatok:**

<i>alapkamat 8%-os szinten tartása mellett:</i>	4	Bánfi Tamás, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Neményi Judit
<i>alapkamat 8,25%-ra emelése mellett</i>	7	Bihari Péter, Hardy Ilona, Király Júlia, Oblath Gábor, Karvalits Ferenc, Kopits György, Simor András

#### **Jelen voltak:**

Simor András elnök  
Bánfi Tamás  
Bihari Péter  
Bihari Vilmos  
Csáki Csaba  
Hardy Ilona  
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. május 26-án tartja, amelyről 2008. június 13-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**