



## RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2007. AUGUSZTUS 27-I ÜLÉSÉRŐL

### **Közzététel időpontja: 2007. szeptember 7. 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)

# 1. Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

## Makrogazdaság

2007 júliusában a fogyasztói árak éves indexe 8,4, a KSH által számított maginfláció 5,6 százalék volt, ami rendre 0,2 illetve 0,3 százalékpontos csökkenést jelent az előző hónaphoz képest. A maginfláció enyhe mérséklődését a rövid bázisú indexek is megerősítik – a jövedéki adótól, vízdíjtól és ÁFA-hatástól megtisztított, szezonálisan igazított trendinflációs mutató évesített egyhavi változása 3 százalék körüli értéken áll. Ez a csökkenés alapvetően a feldolgozott élelmiszerek elmúlt hónapokban is megfigyelhető mérséklődő inflációjához köthető. Kevésbé kedvező viszont, hogy az iparcikkek körében továbbra sem figyelhető meg defláció. Míg a tartós iparcikkek körében ez egyértelműen a személygépkocsik kiugró áremelkedésével magyarázható, addig a nem tartós iparcikkek esetében nem azonosítható ilyen tényező. A piaci szolgáltatások inflációja – kiszűrve a júliusi vízdíjemelést hatását – továbbra is 6 százalék körül ingadozik. A maginfláción kívüli tételek alapvetően a magasabb infláció kialakulásának irányában hatottak.

A KSH előzetes adatközlése alapján 2007. II. negyedévében a GDP 1,4 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg az első féléves növekedés 2,0 százalék volt. A GDP-növekedés dinamikája érdemben elmaradt korábbi várakozásunktól. Az idei év közepére az euroövezet bővülésével szemben a múltban megfigyelt átlagosan 2 százalékpontos növekedési többlet 1 százalékpontos mínuszra módosult. Részletes adatok hiányában azt feltételezzük, hogy termelési oldalról a kedvezőtlen időjárás csökkentette a mezőgazdaság növekedési hozzájárulását, valamint a kiigazítás következtében az állami szektor kibocsátása is mérséklődött. Felhasználási oldalról a kormányzat fogyasztási és beruházási célú keresletének alacsony dinamikája eredményezhette az alacsony GDP-bővülést.

Tovább folytatódott a kiskereskedelmi értékesítések tavalyi év vége óta megfigyelhető mérséklődése is. A lassuló dinamika minden fő termékcsoporthoz megfigyelhető, és a rövid bázisú trendmutatók már historikusan alacsony szintre süllyedtek. Az év első öt hónapjában a kiskereskedelmi értékesítések csökkenése érdemben elmaradt a reáljövedelmek mérséklődésétől, mely összhangban áll a fogyasztásmegőrző magatartás feltételezésével.

Az ipari termelés júliusi adata a tavalyi év közepe óta tartó lassuló trend alsó fordulópontjára utal. A fordulópont az ipar ágazati megoszlását tekintve általánosnak mondható, az értékesítési adatok tükrében pedig mind a belföldi, mind az exportértékesítésekben tetten érhető. Mindez összhangban áll az euroövezetben, valamint a régióban zajló folyamatokkal, és az ipari termelés idején lassulásának átmeneti jellegére utalhat.

A külkereskedelmi áruforgalom az ipari termeléshez hasonlóan alakult és gyorsuló tendenciát mutatott. A rövidbázisú indexek alapján már az elmúlt két hónapban is alsó fordulópontot valószínűsítettünk, mely a júliusi adattal az éves indexekben is láthatóvá vált.

A második negyedéves béradatok összhangban vannak várakozásainkkal. A teljes bérdinamika júniusban magas szinten stagnált, a rendszeres bérek növekedési üteme szintén magasnak mondható. Ez utóbbi jelenség mind a feldolgozóiparban, mind a szolgáltató szektorban megfigyelhető. Megjegyzendő ugyanakkor, hogy a rövid bázisú indexek alapján visszafogott bérdinamikát figyelhettünk meg, elsősorban a szolgáltató szektorban. A feldolgozóipar magasabb indexei a növekvő termelékenységgel magyarázhatók.

## Pénzügyi piacok

A pénzügyi piacokon számottevő mértékben csökkent a kockázati étvágy. Az amerikai másodlagos jelzálogpiac és a kapcsolódó derivatív- és értékpapírpiacok problémái több érintett piaci szereplőnek is jelentős veszteségeket okoztak, a megnövekedett volatilitás pedig más piacokat is megfertőzött. Augusztus elején már több európai befektetési alap és bank is veszteségről számolt be. Ennek nyomán az európai és amerikai bankok között bizalomhiány alakult ki, mivel nem lehetett tudni, hogy az egyes szereplőknek mekkora kitétsége és vesztesége van. Az euro és dollár bankközi piacok kiszáradását a jelentősen megnövekedett egynapos kamatszint is tükrözte. A Fed és az EKB a bizalom és a rövid kamatszint helyreállítása érdekében átmenetileg bővítették a bankrendszer likviditását és módosították a hitelhez jutás feltételeit.

A megnövekedett bizonytalanság és volatilitás mellett a befektetők globálisan csökkentették kockázati kitétségüket, és elsősorban a tőkeáttételes pozíciókat igyekeztek felszámolni. Ennek hatására a kockázatosabb eszközök ára tovább esett, a befektetők állampapírokba és egyéb nagyon likvid eszközökbe csoportosították át tőkájüket. A részvénypiaci áresés egyaránt érintette a fejlett és a feltörekvő piacokat, a devizák esetében a rosszabb fundamentumokkal rendelkező magas kamatú devizák gyengültek, az alacsony kamatú finanszírozó devizák pedig felértékelődtek. Mivel egyes piaci szereplők szerint megnőtt a reálgazdaságot is negatívan érintő pénzügyi válság kialakulásának valószínűsége, ezért jelentősen módosultak a piaci szereplők kamatvárakozásai. A piac már egy hónapon belül amerikai kamatsökkentésre számít, egy éves időtávon pedig összesen 100 bázispontos lazítást árazott be. A piaci szereplők megosztottak az EKB korábban biztosra vett szeptemberi kamatemelésével kapcsolatban, és kiárazták a további monetáris szigorítást.

A kockázat sokszerű átárazódása következtében jelentősen megemelkedtek a kockázati felárak, ezek szintje azonban historikus összehasonlításban továbbra sem kiemelkedően magas. A forrásköltségek emelkedése, a hitelfeltételek szigorodása, illetve az elmúlt időszak árváltozásaiból eredő veszteségek realizálása a következő hetekben fenntarthatja a magas piaci volatilitást, így jelentős az elvárt prémium további emelkedésének kockázata.

## 2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után az alapkamat szinten tartása, valamint 25 bázispontos csökkentése mellett hangzottak el érvek.

A jelenlévők többsége egyetértett abban, hogy az inflációs kilátások a korábbi hónapokhoz hasonlóan alapvetően kedvezőek. A legfrissebb adatok alapján abban is egyetértés volt, hogy az infláció túljutott a csúcsponton: a szabályozóváltozások hatásától megtisztított trendinflációs mutató megközelíti a 3 százalékos körüli szintet. Hasonló egyetértés mutatkozott a gazdasági növekedés vártnál nagyobb visszaesése keresleti tényezőinek dezinflációs hatásait illetően. A tanácstagok úgy látták: bár a munkapiaci folyamatok megítélése továbbra is nehéz, enyhülni látszanak a bérnövekedés inflációs kockázatai.

Az inflációs jelentés felülvizsgálatában szereplő előrejelzésről és az abból adódó következtetésekről azonban megosztottak a vélemények. A mezőgazdasági árak emelkedése miatt ugyanis megváltozott az inflációra vonatkozó feltételes előrejelzés pályája: a 2008. évre szóló prognózis emelkedett, míg 2009-ben a 3 százalékos inflációs cél alá csökken a fogyasztói árak növekedési üteme. Egyes tanácstagok az infláció átmeneti megemelkedésének a várakozásokra gyakorolt kedvezőtlen hatására hívták fel a figyelmet. Mások ezt a kockázatot viszonylag kisebbnek ítélték, és hangsúlyozták a jegybanki kommunikáció jelentőségét az inflációs várakozások csillapításában.

Azok a tanácsstagok, akik a szinten tartásra szavaztak, arra hívták fel a figyelmet, hogy a nemzetközi pénzügyi piacokon növekedett a bizonytalanság; a kockázati felár az elmúlt hónapban jelentősen emelkedett, ezért a hazai folyamatok által indokolt kamatcsökkentéseket csak fokozott óvatossággal lehet végrehajtani. Az is elhangzott, hogy egyelőre a piac értékítéletében nem tükröződik teljes mértékben a jelentősen csökkenő államháztartási hiány és külső egyensúlyhiány. Megfogalmazódott olyan vélemény is, hogy a monetáris politikának törekednie kell arra, hogy az infláció 2008. évi megemelkedése ne járjon az inflációs várakozások erősödésével. Elhangzott, hogy a magyar élelmiszerárak a nemzetközi árnál dinamikusabban emelkedhetnek. Többen is megemlézték, hogy a növekedés lassulása mögött nemcsak keresleti, hanem kínálati tényezők is állhatnak, és ez mérsékelheti az alacsonyabb növekedési ütem dezinflációs hatását.

Azok a tagok, akik a kamatszint csökkentése mellett érveltek, egyrészt a reálgazdasági folyamatokra hívták fel a figyelmet. Másrészt azt hangsúlyozták, hogy immár a második egymást követő előrejelzés tartalmaz az inflációs cél alatti prognózist a monetáris politika számára leginkább releváns időhorizonton. Elhangzott, hogy a pénzpiaci bizonytalanság ellenére a piaci szereplők továbbra is a kamatcsökkentés folytatására számítanak a jövőben. Többen megemlézték, hogy a gazdasági növekedés 2007. második negyedévi lassulása miatt a kibocsátási rés a vártnál nagyobb lehet. Egyik tanácsstag megemléztette, hogy a kínálati sokkok okozta átmeneti árszínvonal-emelkedésekre a jegybanknak nem szükséges reagálni; az élelmiszer-, és nyersanyagárak emelkedése miatt emelkedő fogyasztói infláció 2009 után visszatérhet a jegybank 3 százalékos inflációs céljához, tekintettel a keresletszűkítő gazdaságpolitikára.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. A szinten tartást 5 tag támogatta, 5 tag az alapkamat 25 bázispontos csökkentésére szavazott. A jegybanktörvény értelmében szavazategyenlőség esetén az elnöki szavazat dönt, így a Monetáris Tanács nem változtatott a jegybanki alapkamat 7,75 százalékos szintjén.

### **Szavazatok:**

<b>alapkamat 7,75%-os szinten tartása mellett:</b>	5	Kádár Béla, Király Júlia, Kopits György, Oblath Gábor, Simor András
<b>alapkamat 7,50%-ra csökkentése mellett:</b>	5	Bánfi Tamás, Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Neményi Judit

### **Jelen voltak:**

Simor András elnök  
 Bánfi Tamás  
 Bihari Péter  
 Bihari Vilmos  
 Csáki Csaba  
 Kádár Béla  
 Király Júlia  
 Kopits György  
 Neményi Judit  
 Oblath Gábor

A Kormányt Kovács Álmos, a Pénzügyminisztérium szakállamtikára képviselte.

**A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2007. szeptember 24-én tartja, amelyről, amelyről 2007. október 12-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**