



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2007. SZEPTEMBER 24-I ÜLÉSÉRŐL

Közzététel időpontja: 2007. október 12. 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 folyamatok

A fogyasztóár-index 8,3%-ra, a maginfláció 5,3%-ra mérséklődött 2007 augusztusában, ami rendre 0,1 és 0,3 százalékpontos mérséklődés az előző hónaphoz képest. A rövidbázisú indexekben ugyanakkor nem látható defláció, és összességében az augusztusi inflációs adat a Bank előrejelzéséhez képest a felfelé mutató kockázatokat erősíti. Az évesített havi trendinfláció, ami május óta a 3-4%-os sávban ingadozott, augusztusban 4% körül alakult. Az enyhe emelkedés főleg a feldolgozott élelmiszerek augusztusi magasabb inflációjának volt betudható, míg a trendinfláció egyéb komponensei stabilan alakultak. Az inflációs kockázatokat erősíti, hogy a trendinfláció egyéb komponensei annak ellenére sem mutattak mérséklődést, hogy az árfolyam 2006 vége óta az árfolyamsáv erős oldala közelében alakult, illetve a gazdasági növekedés a potenciális üteme alá csökkent.

A maginfláción kívüli tételeket tekintve az élelmiszerek inflációja augusztusban kiugróan emelkedett. Ez az emelkedés még csak a kezdetét jelzi a Bank előrejelzésében is szereplő, a fokozódó világpiaci túlkereslet és az ideai aszály által kiváltott élelmiszer-inflációs sokknak. Az áremelkedések java a következő hónapokban várható, mely az alacsonyabb feldolgozottságú termékeken keresztül fokozatosan gyűrűzik majd be a feldolgozott termékek körébe. Mindemellett, döntően az EU mezőgazdasági politikájának változása következtében, augusztusban a tejtermékek árában is jelentős, az általunk vártnál lényegesen nagyobb növekedés volt látható.

A GDP 2007 második negyedében 1,2%-kal nőtt az előző év azonos időszakához képest, ami 0,2 százalékponttal kisebb az előzetes adatközléskor publikált számnál. A lassulás döntően az állami teljesítmény visszafogásából eredt, de a belföldi felhasználás más fő komponensei (így a háztartások fogyasztási kiadása és a bruttó állóeszköz-felhalmozás) is stagnálást mutattak. Bár a kedvező nemzetközi konjunktúra továbbra is pozitív nettó exportot eredményezett, a korábbi negyedekhez képest az export és import növekedési különbözete is szűkült. Termelési oldalon meghatározó volt az állami szektor, a mezőgazdaság és az építőipar visszaesése, amit a továbbra is élénk feldolgozóipari növekedés ellensúlyozott. A Bank előrejelzéséhez viszonyítva a társadalmi juttatások rendkívüli csökkenése, illetve a nettó export csökkenése okozott meglepetést, míg a háztartások fogyasztási kiadásának alakulása és a beruházásokban bekövetkezett enyhe fordulópontra a Bank várakozásainak megfelelő volt.

A legfrissebb, július havi reálgazdasági információk alapján a nemzetközi konjunktúra által vezérelt növekedés folytatódása rajzolódik ki. 2007. júliusban a – főleg exportorientált – ipari termelés, az ipari exportrendelések és a külkereskedelmi forgalom is gyorsuló növekedést mutatott. Az exportorientált termelés növekedése az ipar alágazati megoszlását tekintve általánosnak mondható, nem köthető egy-egy ágazat kiemelkedő teljesítményéhez.

Júliusban a nemzetgazdasági bruttó bérek 10%-kal emelkedtek tavaly júliushoz képest, amin belül a versenyszféra béremelkedése 10,8%-os volt. Az alapfolyamatokat leginkább megragadó trendmutatókban mind rövid, mind hosszú bázison a Bank előrejelzésével összhangban lévő béralkalmazkodást figyelhettük meg. E béralkalmazkodás egyelőre inkább csak a prémium-kifizetések visszafogásán keresztül valósult meg, miközben a rendszeres bérek növekedésében nem látszik mérséklődés.

A foglalkoztatási adatok (LFS) alapján május-júliusban megállt a munkanélküliségi ráta korábbi csökkenése, és a foglalkoztatásban valamint az aktivitásban stagnálás volt megfigyelhető. A második negyedévre rendelkezésre álló ágazati részletességű adatok alapján a versenyszektor foglalkoztatása mérsékelten nőtt az első negyedévhez képest. Ezen belül – a külső konjunktúra által kedvezően befolyásolt – feldolgozóiparban folytatódott a trendszerű létszámnövekedés, míg a piaci szolgáltatásokban foglalkoztatottak száma nagyjából stagnált.

A pénzügyi piacokat nagyfokú bizonytalanság jellemzi, az eszközárak volatilitása magas. A piaci szereplők között nem állt teljesen helyre a bizalom, mivel továbbra sem lehet tudni, hogy kinek mekkora kitettsége van a jelentős árfolyamesést mutató jelzálog- és hitelderivatíva piacokon. A harmadik negyedéves eredményüket legkorábban publikáló amerikai befektetési bankok a vártnál kisebb veszteségről számoltak be, de a bankok és befektetési alapok portfóliójában további jelentős, még ki nem mutatott veszteségek lehetnek. Az euro és dollár bankközi piacokon a jegybankok által nyújtott többlet-likviditás ellenére a rövid lejáratú hozamok jelentősen meghaladják a hasonló lejáratú állampapír-piaci hozamokat, ami egyfelől a bankok egymás iránti bizalmatlanságát, másfelől a kockázatmentes eszközök iránti fokozott keresletet mutatja. A hangulatot erodálta, hogy egy brit jelzálogbank a bankpapír-piacok kiszáradása miatt csak a jegybanktól, büntetőkamat mellett tudott forráshoz jutni, ami betét-kivonási rohamot okozott.

A piaci turbulenciák hatására a Fed 50 bázisponttal, 4,75 százalékra csökkentette irányadó kamatcélját. A jegybank megítélése szerint az első félévben a növekedés szilárd volt, de a hitelkondíciók szigorodása felerősítheti az ingatlanpiaci korrekciót és fékezheti a növekedést. A piacok pozitívan fogadták a dollárkamat csökkentését, a kockázatos eszközök iránti kereslet megélnkült. Az elmúlt hetekben publikált amerikai makrogazdasági adatok kedvezőtlen képet mutattak ugyan az ingatlan- és munkaerő-piacról, de a gazdaság más szektorairól rendelkezésre álló előremutató indikátorok dinamikus növekedést tükröznek. A meglévő inflációs kockázatok ellenére a piacok év végéig további 25-50 bázispontos kamatcsökkentésre számítanak.

Az EKB szeptemberi ülésén nem változtatott 4 százalékos alapkamatán. Bár az augusztusi ülés után a piac még egyértelműen kamatemelésre számított, a piaci turbulenciák miatt a szinten tartás nem okozott meglepetést. Az EKB szerint az eurozóna gazdaságainak középtávú növekedési kilátásai kedvezőek, és továbbra is felfelé mutató inflációs kockázatok vannak, de a pénzügyi piacok volatilitása és a kockázatok újraárazódása miatti bizonytalanság további adatok kivárását teszi szükségessé. A piacok év végéig további kamatemelésre számítanak.

Szeptemberben folytatódott a kockázatosabb magas hozamú devizák július végén, augusztus elején bekövetkezett jelentős gyengülésének korrekciója, a japán jen párhuzamos gyengülése carry trade pozíciók kiépülésére utalt. A feltörekvő piaci kockázati felárak mérséklődése szintén a kockázati étvágy javulását tükrözte. A forintárfolyam is felértékelődött, az amerikai kamatcsökkentést követően 251 forint/eurós szintig erősödött. A javuló globális hangulat ellenére rövid távon a forrinteszközök magasabb volatilitása megmaradhat.

A közép-európai régióban a lengyel és a cseh jegybank is kamatot emelt. A vártnak megfelelő lengyel lépést a jegybank a potenciálisan gyorsabb növekedés, a nagyon feszes munkaerő-piac, valamint a lazítás irányába mutató fiskális politika inflatorikus hatásaival magyarázta. A cseh jegybank lépése némi meglepetést okozott, pedig a jegybank szerint az illeszkedett a szigorítási ciklusba. A lépések hatására a régióhoz viszonyított forint kamatfelár mérséklődött.

Szeptemberben már nem folytatódott a külföldiek előző két hónapban megfigyelt gyors ütemű forinteladása, a devizapiacra közel semleges viselkedést mutattak. Állampapír-állományuk ugyanakkor csökkent, mivel a másodpiaci eladások mellett aukciós keresletük is visszaesett. Az eladások leginkább a közepes lejáratosakat érintették, a hosszabb lejáratosokon a nem rezidensek nettó vásárlók voltak, így teljes kötvény-portfóliójuk futamidejét hosszították. Az 5 év múlva 5 éves forward felár ismét 150 bázispont alá csökkent.

A javuló kockázati étvágy, az erősödő forintárfolyam és az agresszív amerikai kamatcsökkentés egyaránt erősítette a hazai kamatcsökkentési várakozásokat. A hozamgörbe az idei év végén 7, jövő év végén 6,25-6,50 százalékos alapkamattal konzisztens. Ez megfelel a Reuters elemzői felmérés konszenzusával is. E felmérés szerint majdnem az összes megkérdezett elemző 25 bázispontos szeptemberi kamatcsökkentésre számít.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után az alapkamat szinten tartása, 25, valamint 50 bázispontos csökkentése mellett hangzottak el érvek.

A tagok megítélése szerint a hazai makrogazdasági folyamatok beleilleszkednek az inflációs előrejelzés alappályájába. A korábbi hónapokhoz hasonlóan a többség valószínűnek tartotta, hogy a gazdaságot ért kínálati sokkok lecsengését követően az infláció visszatér az árstabilitásnak megfelelő szintre.

Több tag hangsúlyozta, hogy az infláció akkor alakulhat az előrejelzés szerint, ha a várakozások nem rögzülnek magas szinten. Ebből a szempontból nagyon fontos információ lesz a versenyszféra bérezése 2008-ban. A 2009-re várt jelentős mértékű deflációnak az az előfeltétele, hogy a bérdinamika már 2008-ban az árstabilitással összhangban álló szintre mérséklődjön. Az is elhangzott, hogy a Monetáris Tanács hitelessége befolyásolja a várakozásokat, így a következő hónapok kamatlépései és azok kommunikációja számíthat a béralkuban. Az a nézet is hangot kapott, hogy a jegybanki kommunikációban fokozott figyelmet indokolt fordítani a termelékenységhez mérten túlzott béremelkedés okozta inflációs veszélyekre. Volt olyan vélemény, miszerint a gazdaság lassulása szűkíti a vállalatok áremelési mozgásterét, ami a béremelkedés dinamikáját is mérsékelheti. Néhányan azon véleményüknek adtak hangot, miszerint a monetáris kondíciók már így is szigorúnak tekinthetők, és a monetáris politika ezen túlmenően nem tudja érdemben befolyásolni a várakozásokat. A vélemények megosztottak voltak abban a kérdésben, hogy a kibocsátási rés növekedésének milyen mértékű deflációs hatása lesz.

Azok a tanácsstagok, akik kamatcsökkentésre szavaztak, arra hívták fel a figyelmet, hogy az inflációs előrejelzés a monetáris politika számára fontos időtávon a jegybanki cél közelében alakulhat. A csökkentésre szavazó tagok többsége hangsúlyozta, hogy a nemzetközi befektetői hangulat kedvezően alakult az elmúlt hetekben, a forinteszközök kockázati felára a május-júniusi szintre csökkent, és a hozamgörbe alapján a piaci szereplők gyorsabb kamatcsökkentési pályára számítanak a következő két évben. Több tanácsstag kedvezőnek minősítette, hogy a nemzetközi befektetők különbséget tesznek a kockázatos vállalati hitelek, valamint a feltörekvő piaci szuverén adósságok között az utóbbiak javára. Ebből az következik, hogy a globális kockázattal járó hajlandóság csökkenése kevésbé érintheti a forintbefektetésektől elvárt kockázati felarat. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a jelzálogpiacot elhagyó likviditás a feltörekvő piaci befektetések felé fordulhat. A Fed kamatcsökkentését, valamint az EKB kamatemelésének elmaradását többen úgy értékelték, hogy az növeli az MNB kamatpolitikai mozgásterét.

Azok a tagok, akik a szinten tartásra szavaztak a nemzetközi pénzügyi zavarokra hívták fel a figyelmet. Az amerikai jelzálogpiaci problémák kapcsán a fő kockázat abban áll, hogy olyan tartós folyamatok indulhattak el, amelyeknek a pénzügyi intézményrendszerre és a gazdaságra gyakorolt hatásmechanizmusa ma még nem kellően feldolgozott, ezért a végső hatások sem egyértelműek. A kamat szinten tartása mellett érvelők azt is hangsúlyozták, hogy a hazai inflációs folyamatok alakulása meglehetősen bizonytalan az inflációs várakozások lehorgonyozottságával kapcsolatos kétségek miatt, elsősorban a bérmegállapodások bizonytalan kimenetele, illetve az élelmiszerárak növekedésének esetleges átgyűrűző hatásai miatt.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. A szinten tartást 2 tag támogatta, 8 tag az alapkamat 25 bázispontos, 1 tag pedig 50 bázispontos csökkentésére szavazott. A Monetáris Tanács így a jegybanki alapkamatot 7,50 százalékra csökkentette.

Szavazatok:

alapkamat 7,75%-os szinten tartása mellett:	2	Hardy Ilona, Király Júlia
alapkamat 7,50%-ra csökkentése mellett:	8	Bihari Péter, Bihari Vilmos, Kádár Béla, Karvalits Ferenc, Kopits György, Neményi Judit, Oblath Gábor, Simor András
alapkamat 7,25%-ra csökkentése mellett:	1	Bánfi Tamás

Jelen voltak:

Simor András elnök
Bánfi Tamás
Bihari Péter
Bihari Vilmos
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 2007. október 29-én tartja, amelyről 2007. november 9-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.