



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2007. JÚNIUS 25-I ÜLÉSÉRŐL

Közzététel időpontja: 2007. július 13. 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

Májusban az infláció 8,5 százalékra lassult, a maginfláció 5,7 százalékot tett ki. Az elmúlt néhány hónap adatai alapján egyértelműen megállapítható, hogy az infláció tavasszal elérte csúcspontját és megkezdődött a csökkenés. Az infláció mérséklődésében nem csak a bázishatás játszik szerepet. A májusi adatok azt mutatják, hogy a trendinfláció (az áfaváltozástól, vizitdíjtól és jövedéki adóktól megtisztított maginfláció) – a korábbi hónapok magas értékei után – fokozatosan visszatért a 3 százalékos szinthez, és az előző hónapokhoz képest mérséklődött a szezonalitással kapcsolatos módszertani bizonytalanság is. Az áprilisban megfigyelt trendfordulót a májusi adatok megerősítették (ld. Mellékletek, 1. ábra). A trendinflációnak a céllal konzisztens szintre csökkenése azt jelezheti, hogy a tavaly megemelkedett lakossági várakozások nem térítették el tartósan az inflációt. Bár a magas bérnövekedési ütem miatt a monetáris politika továbbra is kiemelt figyelemmel kell követnie az inflációs várakozások indikátorainak alakulását, a trendinfláció csökkenése mérsékelte az inflációs várakozások esetleges tartós megemelkedéséből fakadó kockázatokat.

Az egyes komponensek áralakulását vizsgálva megállapítható, hogy a legjelentősebb hatást az árfolyam tavasszal tapasztalat erősödése és a gyenge belső kereslet fejté ki. Az iparcikkek körében változatlan árakat figyelhattunk meg májusban, némileg váratlan ugyanakkor, hogy a tartós iparcikkeknél – az árfolyam jelentős erősödése ellenére – továbbra sem figyelhető meg negatív árindex. A piaci szolgáltatások inflációjában nem történt érdemi változás az elmúlt hónapban, továbbra is az 5-7 százalékos sávban ingadozik (ld. Mellékletek, 2. ábra). Kedvező fejlemény a feldolgozott élelmiszerek körében tapasztalt markáns defláció. Egyelőre még nagy a bizonytalanság azzal kapcsolatban, hogy mi állhat a defláció hátterében, illetve az mennyire lehet tartós a nyers élelmiszerek elmúlt negyedévekben tapasztalt meredek áremelkedésének fényében.

A maginfláción túli tételek közül a szabályozott árak magas árindexében a távolsági tömegközlekedés új díjszabása már megjelent. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja a bázishatás miatt csökkent, és idén egyelőre nincs jele a szezonális meghaladó áremelkedésnek e körben. Az olajárak – szintén a bázishatás miatt – a májusi áremelkedés ellenére is deflációs hatást gyakoroltak az árindexre.

Az ideai makrogazdasági folyamatok megértése szempontjából kiemelt jelentősége van az első negyedéves részletes GDP adatoknak. A gazdasági növekedés üteme – szezonálisan igazítva – 2,8 százalékot tett ki az első negyedévben, ami némileg alacsonyabb a KSH előzetes gyorsbecslésénél, és mintegy 0,6 százalékponttal elmarad az előző negyedév dinamikájától is, mindez azonban összhangban áll a májusi előrejelzéssel.

A konjunktúrát meghatározó főbb folyamatok alapvetően nem változtak az év első három hónapjában, de némileg szűkült a külső és a hazai komponensek dinamikájának eltérése. A nettó export a robosztus külső konjunktúrának köszönhetően továbbra is meghatározó forrása a növekedésnek, ezzel együtt az erőteljes beruházási aktivitás az importdinamikát is szignifikánsan emelte. A belföldi komponensek közül ki kell emelni a fogyasztást, mely továbbra is enyhe (0,6%) bővülést mutat az utóbbi negyedévekben bekövetkezett igen jelentős reáljövedelem csökkenése ellenére is.

Határozott fordulat következett be a tárgyidőszakban a beruházások volumenében. A korábbi negyedévek csökkenését követően kiugró dinamikát mutatott a vállalati szektor, a feldolgozóiparnak köszönhetően. Az elsősorban exportorientált ágazatokban a növekedést

egy egyedi nagyberuházás is emelte, de e tétel nélkül is kiemelkedően erős e körben dinamika, így megalapozott trendfordulóról beszélni. A hazai kereslet által vezérelt szektorokban azonban továbbra is negatív a dinamika, így a belföldre termelő vállalatok, a háztartási szektor beruházásai egyaránt csökkenést jeleznek. A beruházások visszaesése – a költségvetési konszolidáció eredményeként – az állami körben a legerősebb. A beruházásokkal kapcsolatban fontos továbbá megjegyezni, hogy a GDP statisztikában megjelent negatív bruttó állóeszköz felhalmozási dinamika konzisztens a pozitív beruházással, az eltérést módszertani különbségek magyarázzák.

Az elmúlt hónapokban kiemelt figyelmet kapott a versenyszektor bérdinamikája. Bár a KSH által mért mutatószám továbbra is gyorsulást mutat, a kifehéredési hatást korrigáló – a májusi inflációs riportban bemutatott módszerrel készített – becslésünk szerint a bérnövekedés üteme 8,5-9 százalékos körüli szinten stabilizálódott (ld. 3. ábra), így valamelyest meghaladja a prognosztizált pályát. A magasabb bérköltséggel szemben a feldolgozóiparban továbbra is megfelelő mértékű termelékenység-javulás áll. A szolgáltató szektorra ez nem vonatkozik, ott a fajlagos bérköltségek emelkedését lehet tapasztalni.

A KSH által végzett LFS munkaerőfelmérés adatai a szolgáltató szektorbeli alkalmazottak számának csökkenését mutatják az év első negyedében. Amennyiben a vállalati szektor a profitromlásra nagyobb mértékben válaszol leépítéssel, a magas bérnövekedés közvetlen költséginflációs kockázata mérsékeltebb lehet (ld. Mellékletek, 4. ábra). Ezt támaszthatja az is alá, hogy a piaci szolgáltatások inflációja nem gyorsul, a vállalatok tehát nem az árakkal történő alkalmazkodás útját választották.

Az emelkedő hozamkörnyezet ellenére a *globális befektetői hangulat* összességében kedvező maradt. A főbb piacok növekedési kilátásainak további javulása jelentős mértékben emelte a hosszú lejáratú hozamokat, az inflációs kilátások azonban nem romlottak, így a kockázatmentes hozam emelkedése csak átmenetileg mérsékelte a kockázati étvágyat. Az alacsony szinten stabilizálódó kockázati felárak, a részvénypiacok árcsökkenést követő gyors korrekciója, az alacsony kamatozású devizák gyengülése, illetve az aranyár csökkenése egyaránt a magas kockázati étvágyat tükrözi.

A májusi és júniusi *amerikai* gazdasági adatok alátámasztották a növekedési kilátások elmúlt hónapokban megfigyelhető javulását, így a befektetők körében lényegében megszűntek a recessziós félelmek. Ennek hatására gyors ütemben kiárazódtak a rövid és középtávú kamatcsökkentési várakozások, és megugrottak a hosszú hozamok. A tízéves dollárhozam egy hónap alatt 60 bázisponttal, ötéves csúcsra emelkedett. A kockázatmentes hozam gyors emelkedése a feltörekvő országok devizáiban és kötvényeiben, illetve a fejlett országok részvényeiben átmeneti eladási hullámot és volatilitást okozott. A kockázati felárakban viszont nem következett be számottevő emelkedés, mivel a növekedési kilátások javulása nem járt együtt az inflációs félelmek erősödésével, a dollárhozamok emelkedése mögött szinte teljes egészében a várt reálkamat növekedése állt. A piaci szereplők világméretű változásával feloldódott a Fed és a piaci szereplők gazdasági várakozásai között közel egy éve meglévő ellentmondás.

Júniusban az *euró-régióban* folytatódott a kamatemelési ciklus, az EKB 4 százalékra növelte az irányadó kamatot. A döntést követő nyilatkozat az inflációs kockázatokat és a monetáris politika alkalmazkodó jellegét emelte ki. Az EKB stábjában fölfelé módosította az idei évről vonatkozó növekedési és inflációs előrejelzését. A jövő évről várt 2 százalékos infláció nem változott, a növekedési ütem kismértékben, a potenciális közelébe csökkent. A piaci szereplők arra számítanak, hogy a jelenlegi negyedéves ütemben folytatódik a kamatemelés,

lehet a korábban feltételezettnél. Ez a költség-oldali inflációs nyomás mérséklődését vetíti előre. Több tag is rámutatott: a fiskális kiigazítás nyomán – a globális kamatszint emelkedése ellenére – az ország kockázati megítélése már hosszabb ideje javul. Egyes tanácsstagok véleménye szerint a legfrissebb GDP-adatok fényében mérséklődött a negatív kibocsátási rés szűkülésének, és az ebből fakadó dezinflációs hatás gyengülésének kockázata. Összességében a tanácsstagok túlnyomó többsége úgy látta, hogy a kedvező inflációs folyamatok, a mérséklődő inflációs kockázatokat jelző munkapiaci fejlemények, valamint a kockázati prémium csökkenése lehetőséget teremt egy óvatos kamatcsökkentésre. Hangsúlyozták azonban: a kamatpálya alakulását számos, a monetáris politika szempontjából külső tényező is befolyásolja, ezért a mostani kamatlépés nem jelent elkötelezettséget a jövőbeli kamatdöntésekre vonatkozóan.

Azok a tanácsstagok, akik az alapkamat tartása mellett foglaltak állást az alábbiakkal érveltek. A legfrissebb bér adatok alapján továbbra sem egyértelmű, hogy a bérinfláció beragadásának kockázata mérséklődött. Nem zárható ki, hogy a béremelkedés magas üteme a munkapiac további „fehéredését” tükrözi, de ennek becslése nem általánosan ismert a nyilvánosság előtt, és az eredményeket jelentős bizonytalanság övezi. Amennyiben a munkapiaci aktivitás csökkenése tartóssá válik, akkor ez visszafogja a létszámleépítések inflációt mérséklő hatását. A globális kamattrendek is felfelé mutatnak.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. A szinten tartást 2 tag támogatta, 9 tag az alapkamat 25 bázispontos, míg 1 tag az alapkamat 50 bázispontos csökkentése mellett szavazott. Így végül a Monetáris Tanács a jegybanki alapkamat 25 bázispontos, 7,75 százalékra történő csökkentése mellett döntött.

Szavazatok:

alapkamat 8,00%-os szinten tartása mellett:	2	Adamecz Péter, Kádár Béla
alapkamat 7,75%-ra csökkentése mellett:	9	Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Karvalits Ferenc, Kopits György, Neményi Judit, Oblath Gábor, Simor András
alapkamat 7,50%-ra csökkentése mellett:	1	Bánfi Tamás

Jelen voltak:

Simor András elnök
Adamecz Péter
dr. Bánfi Tamás
Bihari Péter
Bihari Vilmos
dr. Csáki Csaba
dr. Hardy Ilona

dr. Kádár Béla
Karvalits Ferenc
dr. Kopits György
Neményi Judit
dr. Oblath Gábor

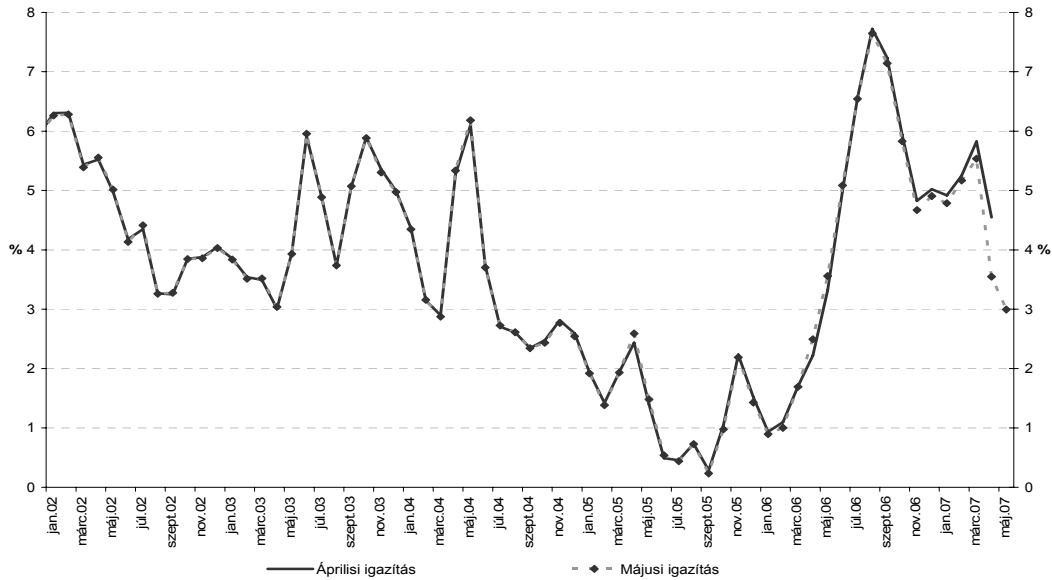
A Kormányt Kovács Álmos, a Pénzügyminisztérium szakállamtitkára képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2007. július 23-án tartja, amelyről 2007. augusztus 17-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.

MELLÉKLET

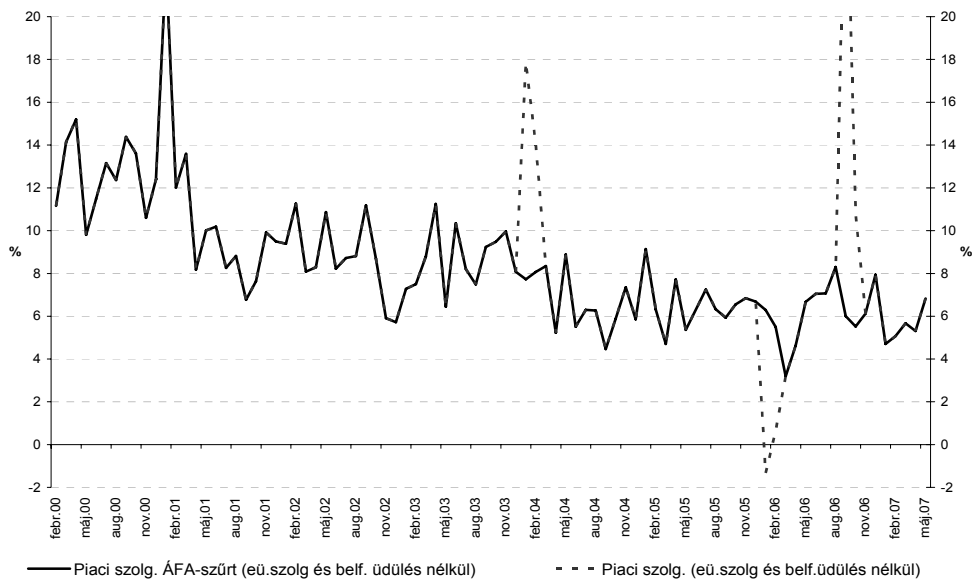
1. ábra Trendinflációs mutató alakulása

(ÁFA , jövedéki adó és vizitdíj szűrt, szezonálisan igazított, évesített egyhavi maginfláció)



2. ábra Piaci szolgáltatások inflációja

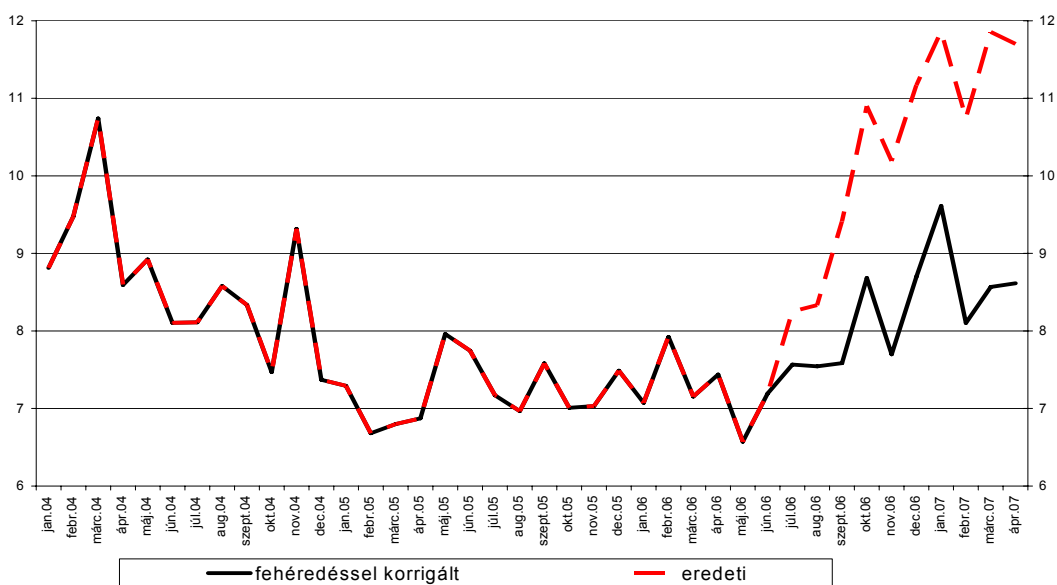
(évesített hó/hó indexek)



MELLÉKLET

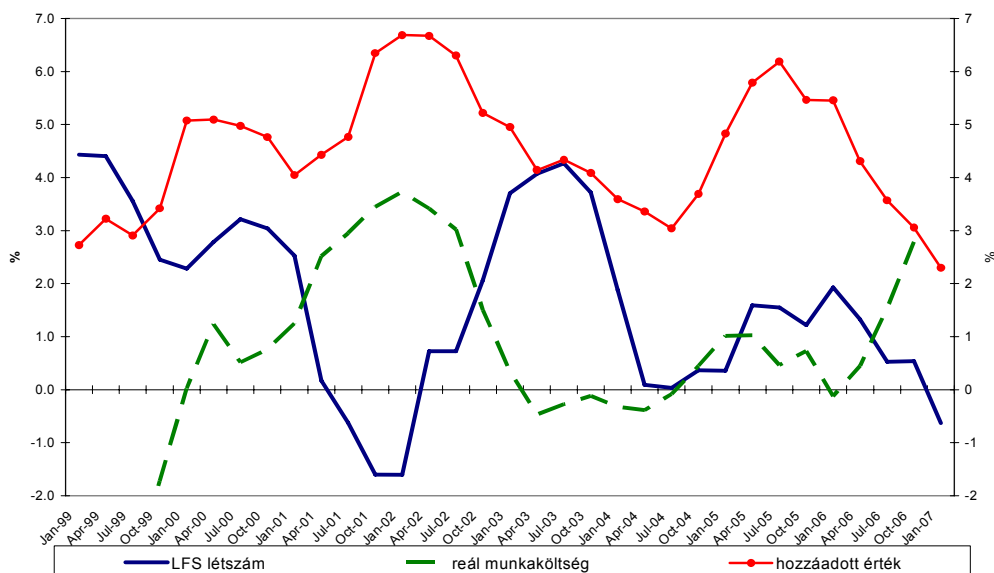
3. ábra Rendszeres bérek a versenyszektorban

(eredeti és fehéredéssel korrigált idősorok, szezonálisan igazított év/év növekedés, %)



4. ábra Munkaerőfelmérés szerinti foglalkoztatottság, reálmunkaköltség és hozzáadott érték a piaci szolgáltatás szektorban*

(szezonálisan igazított, év/év növekedés, %)



* A reál munkaköltség három negyedéves mozgóátlagolással simított és a fehéredéssel korrigált béradatokkal korrigálva. A deflátor pedig a piaci szolgáltatások fogyasztói ára.