



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2007. OKTÓBER 29-I ÜLÉSÉRŐL

Közzététel időpontja: 2007. november 9. 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 fogyasztói árak szeptemberben 6,4 százalékkal nőttek tavaly szeptemberhez képest, a maginfláció 4,3 százalék volt. Bár az éves indexek a tavalyi áfa- és szabályozott energiaár-emelések bázisból való kikerülése miatt jelentősen mérséklődtek, a rövidbázisú indexek az inflációs trend gyorsulását mutatják. Az inflációs alapfolyamatokat leginkább megragadó évesített havi trendinfláció, ami május óta 3-4 százalék között alakult, szeptemberben 5 százalékra gyorsult.

Az infláció gyorsulása egyértelműen az élelmiszerek historikusan magas inflációjával magyarázható. Eközben a fogyasztói kosár más fontos elemeinek árindexeiben, így az iparcikkek és a piaci szolgáltatások esetében nem volt látható gyorsulás. A becslések szerint a mezőgazdasági termelői árak sokszerű megemelkedésének eddig körülbelül a harmada-fele jelenhetett meg a fogyasztói árakban. A megfigyelt folyamatokból az valószínűsíthető, hogy a teljes élelmiszerár-emelkedés nagyobb lesz az augusztusi jelentésben prognosztizálnál.

Augusztusban a nemzetgazdasági bruttó átlagkeresetek 7,8 százalékkal nőttek a tavaly augusztusi szinthez viszonyítva. A bázishatástól megtisztított adatok azt mutatják, hogy augusztusban a versenyszférában a bérek alapfolyamatait jelző trendmutatóban a korábbi egyértelmű csökkenő tendencia megtorpanni látszik.

A reálgazdaság jelenlegi húzótevékenységének számító ipari termelés és külkereskedelmi tevékenység adatai – az euroövezet még mindig kedvező ipari konjunktúrájával összhangban – az exportorientált ágazati szegmens élénk aktivitását tükrözik. Augusztusban az exportorientált termelés historikusan magas dinamikájának következtében az ipari termelés növekedése újra 10 százalék körülire gyorsult. Bár rövidtávon e kedvező ipari konjunktúra fennmaradására lehet számítani, hosszabb horizonton az európai üzleti bizalmi indexek nyár eleje óta tartó fokozatos mérséklődéséből a külső kereslet lassulására lehet következtetni.

A növekedés belföldi komponenseinek teljesítményéről a legutóbbi kamatdöntés óta napvilágot látott információk nem mutatnak egyértelmű elmozdulást a Bank korábbi várakozásaihoz képest. A kiskereskedelmi forgalom alakulásában már látszik némi jele a belföldi keresletlassulás Bank által várt megtorpanásának. A kiskereskedelmi értékesítések másfél éve csökkenő trendje a legutóbbi adatok alapján ellaposodni látszik, a növekedési ütem azonban még mindig egyértelműen negatív. Augusztusban folytatódott az építőipari termelés kétszámjegyű visszaesése a tavalyi évhez képest, ami mögött továbbra is döntően az állami megrendelések elmaradása állhat.

A pénzügyi piaci környezet összességében kedvezően alakult annak ellenére, hogy az amerikai jelzálogpiacról kiinduló problémák az elmúlt hónapokban lényegében nem enyhültek. A közvetlenül nem érintett kockázatos eszközök iránt megnőtt a kereslet, október elejére több feltörekvő ország devizája és részvényindexe történelmi csúcsra emelkedett, és a kockázati felárak is mérséklődtek. A dollár és euro bankközi piacokon ugyanakkor nem állt helyre a bizalom, a rövid kamatok továbbra is számottevő mértékben meghaladják az irányadó kamatok szintjét, és a rövid lejáratú bankpapírok piacára sem tért vissza a likviditás. A látszólag optimista befektetői hangulat mellett a piacok nagyon idegesen reagáltak a negatív hírekre, október közepétől a főbb piacokon ismét megemelkedtek az implikált volatilitás jegyzések, jelezve a növekvő bizonytalanságot.

A kulcskérdés továbbra is az, hogy az amerikai jelzálogpiac visszaesése és annak közvetett hatásai hogyan befolyásolják az amerikai és globális gazdasági növekedést. A legvalószínűbb forgatókönyv továbbra is az, hogy a növekedés lassulása mérsékelt lesz, és elkerülhető lesz

a recesszió. Az ingatlanpiacon és a hozzá szorosan kapcsolódó iparágakon kívül az amerikai gazdaság más szektoraiban nem érzékelhetőek a visszaesés jelei, ezt támasztják alá a legfrissebb makrogazdasági és bizalmi adatok, valamint a Fed szeptemberi ülésének jegyzőkönyve és az októberi bézs könyv. A piacok ugyanakkor jelentősnek ítélik a lefelé mutató növekedési kockázatokat, mivel továbbra sem ért véget a másodlagos jelzálogpiac válsága. Ennek következtében októberben a nemzetközi intézmények és számos elemző is lefelé módosította az amerikai növekedésre vonatkozó előrejelzését, és a piacok további – a következő fél évre összesen 75 bázispontos – Fed kamatsökkentést áraztak be.

Az EKB októberben az alapkamat szinten tartása mellett elhagyta a laza monetáris politikára vonatkozó utalást. Ebben szerepet játszhatott, hogy a nyári piaci turbulencia következtében megemelkedett hitelfelárak, illetve az euro dollárral szembeni jelentős erősödése révén kamatemelés nélkül is szigorodtak a monetáris kondíciók. Ugyanakkor az EKB részéről több nyilatkozat is az inflációs kockázatokat hangsúlyozta, elsősorban a fogyasztói kosárban nagy súlyt jelentő élelmiszerek, másodsorban az energiahordozók drágulása miatt. Szeptemberben 2 százalékos fölé emelkedett a térség harmonizált inflációja és a következő hónapokban is várhatóan e szint fölé marad. A piac hosszú távú inflációs várakozásai kismértékben emelkedtek. A hozamgörbe alapján középtávon még egy euro kamatemelésre kerülhet sor, de rövid távon a többség inkább változatlan kamatra számít.

A feltörekvő piacok jó teljesítménye mellett a közép-európai régió eszközei is felértékelődtek. Míg azonban a visegrádi országok devizái az MT szeptemberi ülése óta 1,5-3 százalékkal erősödtek, addig a forint nem tudott felértékelődni, és 251 forint/euro körül ingadozott. A Tanács szeptemberi döntése az alapkamat 25 bázispontos csökkentéséről teljes mértékben megfelelt a piaci várakozásoknak, így az eszközárakban sem okozott elmozdulást. A külföldiek forintkockázati kitettsége nem változott, állampapír-állományuk kismértékben emelkedett. A hozamgörbébe árazott kamatvárakozások az egy hónappal korábbi szinten maradtak, az idei év végére 7-7,25, a jövő év végére 6,5 százalékos alapkamatot áraz a piac, az elemzők kamatsökkentési várakozásai ennél némileg erősebbek. Az októberi kamatdöntés tekintetében nagyon megosztottak az elemzők. A Reuters felmérése szerint az elemzők alig több mint fele az alapkamat szinten tartására, a többiek 25 bázispontos csökkentésére számítanak. A portfolio.hu felmérésében ennél némileg magasabb a tartást várók aránya. A Reuters devizapiaci üzletkötők körében végzett felmérése szerint ugyanakkor a megkérdezettek háromnegyede 25 bázispontos októberi lazításra számít.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A tanácstagok megítélése szerint a hazai makrogazdasági folyamatokról alkotott kép nem változott érdemben az előző kamatmeghatározó ülés óta, és 2009-ben elérhető a 3 százalékos inflációs cél.

Az elmúlt időszakhoz képest a maginflációs adatokban nem azonosítható pótlólagos inflációs nyomás az élelmiszerárak hatásán kívül. A nemzetközi szervezetek legfrissebb előrejelzései alapján azonban az élelmiszerárak tartósan magasabb szinten rögzülhetnek a korábban várthoz képest, ami a magyarországi inflációs folyamatokra is kedvezőtlenül hat. A tanács a döntései kialakítása során különös figyelmet fordít arra, hogy az inflációs várakozások továbbra se emelkedjenek az árstabilitással összhangban álló szint fölé, ami veszélyeztetné a monetáris politikai célok elérését.

A defláció további feltétele az is, hogy a 2008. évi bérmegállapodások igazodjanak az infláció jövőben várható csökkenéséhez. A bérdinamika jövőbeli lefékeződését várhatóan

segíti a belső kereslet lassú bővülése és a vállalatok profitabilitás helyreállítására irányuló törekvése.

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

A kamatszint csökkentése mellett olyan érvek hangzottak el, amelyek arra hívták fel a figyelmet, hogy az infláció a monetáris politika számára fontos időtávon a jegybanki cél közelében alakulhat. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az élelmiszerár-emelkedés más termékek keresletét visszavetheti, és az ebből fakadó deflációs hatás ellensúlyozhatja az agrárpiaci folyamatokhoz köthető inflációs nyomást. A nemzetközi befektetői hangulat kedvezően alakult az elmúlt időszakban; az amerikai másodlagos jelzálogpiaci válság csillapodásával a forinteszközök kockázati felára a május-júniusi szintre csökkent és ez lehetővé teszi a kamatkülönbözet mérséklését. A jelentős fiskális korrekciónak a gazdaság egyensúlyát javító, illetve sebezhetőségét mérséklő hatásával is összefügg, hogy a hozamgörbe alapján a piaci szereplők arra számítanak: az MNB fokozatosan csökkenti az irányadó kamatszintet. Több tag hangsúlyozta, hogy a 2009-ig várható defláció miatt az irányadó kamatszint anélkül csökkenhet, hogy ez a reálkamatok mérséklődéséhez, illetve a monetáris kondíciók lazításához vezetne. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a FED közeljövőben várható kamatsökkentése növeli az MNB monetáris politikai mozgásterét.

A kamatszint tartása mellett olyan érvek hangzottak el, amelyek a béralkalmazkodás kockázataira figyelmeztettek; és kiemelték, hogy a magyar munkapiaci merevségek miatt egyelőre nem ítélték meg pontosan a jövő évi bérfolyamatok. Emellett több tag hangsúlyozta, hogy a szeptemberi maginflációs folyamatokban már részben jelentkező nemzetközi élelmiszerár-emelkedés gyorsulása inflációs kockázatokat hordoz. Kockázatot jelenthet az is, hogy az inflációt, különösen a maginflációt érintő egyszeri sokkok beépülhetnek a várakozásokba. Több tag azt hangsúlyozta, hogy a forinteszközök kockázati prémiumának csökkenése ellenére más feltörekvő régiókkal összehasonlítva a prémiumcsökkenés kisebb volt. Bár Magyarország befektetői megítélése valószínűleg pesszimistább az indokolhatónál, a bankközi kamatokban tükröződő relatív kamatkülönbözet csökkent az elmúlt időszakban és a monetáris kondíciók enyhítéséhez a megítélés további fokozatos javulására van szükség. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a makrogazdasági kilátások enyhe javulására és a kereslet bővülésének gyorsulására utalhat az exportmegrendelések dinamikus növekedése. Több tag hangsúlyozta, hogy az inflációs kockázatok sokkal pontosabban azonosíthatóak lesznek a 2007. novemberi inflációs jelentés elkészítése után.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat szinten tartását 6 tag támogatta, 6 tag az alapkamat 25 bázispontos csökkentésére szavazott. A jegybanktvörvény értelmében szavazategyenlőség esetén az elnöki szavazat dönt, így a Monetáris Tanács nem változtatott a jegybanki alapkamat 7,5 százalékos szintjén.

Szavazatok:

<i>alapkamat 7,5%-os szinten tartása mellett:</i>	6 Hardy Ilona, Kádár Béla, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Kopits György, Simor András
<i>alapkamat 7,25%-ra csökkentése mellett</i>	6 Bánfi Tamás, Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Neményi Judit, Oblath Gábor

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 szakállamtitkára képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2007. november 26-án tartja, amelyről 2007. december 7-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.