



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2007. NOVEMBER 26-I ÜLÉSÉRŐL

Közzététel időpontja: 2007. december 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

I. Makrogazdasági és pénzügyi folyamatok

A legutóbbi kamatmeghatározó ülés óta a fogyasztói inflációban a felfelé mutató kockázatok erősödtek. Október hónapban a fogyasztóiár-index (6,7 százalék) és a maginfláció (4,4 százalék) is magasabb volt szeptemberi értékénél, és az inflációs tendenciákat legjobban megragadó rövidbázisú trendinfláció, ami korábban 3-4 százalék között alakult, az elmúlt két hónapban 5 százalékra gyorsult. Az inflációgyorsulás mértéke előzetes várakozásainkat is meghaladta.

Az inflációgyorsulást elsősorban az élelmiszerek növekvő inflációja, és – kisebb mértékben – egyes szabályozott áremelkedések okozták. Egyre több jel utal arra, hogy az élelmiszereknél megfigyelhető nagy mértékű áremelkedések tartósan lelassíthatják a deflációs folyamatot. Az áremelkedésekért ugyanis csak részben okolható az ideai aszály – feltehetően – átmeneti hatása, jelentős részben egy globális túlkereslet miatti nemzetközi élelmiszerár-sokkról van szó.

Eközben, a lelassult gazdasági növekedés miatti negatív kibocsátási réssel összhangban, a maginfláció egyéb komponenseinek áremelkedési üteme (egyelőre) nem gyorsult. A versenyszférabeli bérek szeptemberi folyamataiban enyhe mérséklődés látható. A prémium-kifizetések tavalyi megváltozott szezonálisától és a fehéredés hatásától megtisztított bérdinamika 7 százalék körülire csökkent. Ez elsődlegesen a feldolgozóipari bérek csökkenésére vezethető vissza, míg a szolgáltató szektor bérdinamikája magas szinten stagnált.

A gazdasági növekedésről a vártnál kissé kedvezőtlenebb hírek láttak napvilágot. A harmadik negyedévben a KSH előzetes becslése szerint a GDP bővülése 1 százalékosra csökkent. A rövidbázisú dinamikák alapján ugyanakkor elképzelhető, hogy a harmadik negyedévben – a Bank korábbi várakozásainak megfelelően – bekövetkezett egy fordulópontra, ahonnan a növekedés már nem lassul tovább. A belföldi kereslet fordulópontjára utalhat az is, hogy a harmadik negyedévben a kiskereskedelmi értékesítések csökkenő trendje is lassult. A trendforduló tartóssága körül azonban egyelőre jelentős a bizonytalanság.

A külső konjunktúráról érkező információk is arra utalnak, hogy a gazdasági növekedés csak igen visszafogottan élénkülhet jelenlegi alacsony szintjéről. Bár a főleg exportvezérelt ipari termelés és a külkereskedelmi forgalom a harmadik negyedévben még igen jó teljesítményt mutatott, a szeptemberi folyamatokban már enyhe lassulás jelei láthatók. A külső konjunktúra lassulásának kockázataira a mérvadó európai bizalmi indexek is felhívják a figyelmet, az európai üzleti várakozások ugyanis az utóbbi hónapokban folyamatos mérséklődést mutattak.

A pénzügyi piacokon számottevő mértékben romlott a befektetői hangulat. Az amerikai másodlagos jelzások és a kapcsolódó strukturált termékek piacáról kiindult turbulencia novemberben ismét felerősödött. A nagy amerikai bankházak jelentős veszteségekről számoltak be, és a bankközi piacokon továbbra is fennálló bizalmatlanság, a rövid bankközi és állampapír-piaci hozamok közötti nagy különbség azt jelzi, hogy a piaci szereplők további veszteségekre számítanak. A turbulencia elhúzódása erősíti azokat a félelmeket, hogy mindez a reálgazdaságra is hatással lesz. A kockázatok folytatódó újraárazása miatt a hitel- és feltörekvő piaci kockázati felárak ismét az augusztusi eladási hullám idején tapasztalt vagy azt

meghaladó szintekre emelkedtek. Jelentősen megnőtt a részvény- és devizapiacok volatilitása, és folytatódott a fejlett piaci államkötvények hozamcsökkenése.

Megnőtt a fejlett piaci jegybankok politikájával kapcsolatos bizonytalanság. Bár a harmadik negyedéves amerikai (3,9 százalék) és euró-régiós (2,6 százalék) gazdasági növekedés kedvező volt, az előremutató indikátorok mindkét térségben már a negyedik negyedévre is a növekedési ütem lassulását vetítik előre. A Fed 0,5 százalékponttal csökkentette jövő évi növekedési prognózisát, az előrejelzés bizonytalansága nőtt. Az amerikai másodlagos jelzálogpiaci válsággal együtt ez a lazább monetáris kondíciók irányába mozdította el a piaci várakozásokat annak ellenére, hogy az energiahordozók és az élelmiszerek drágulása az inflációs kockázatok növekedését jelzi. A Fed október végi 25 bázispontos kamatsökkentése mellett kiegyensúlyozottnak értékelte a lefele mutató növekedési és a fölfelé mutató inflációs kockázatokat, ennek ellenére erősödtek az amerikai kamatsökkentési várakozások. A piacok a dollárkamat 75 bázispontos csökkenését várják a következő fél évben. Az EKB novemberben változatlan szinten hagyta az alapkamatot, a jegybank szerint a beérkezett adatok alátámasztották a fölfelé mutató inflációs kockázatokat. A piaci árakból származtatható hosszú távú európai inflációs várakozások az elmúlt hónapban jelentősen megemelkedtek. Az EKB részéről elhangzott szigorú nyilatkozatok ellenére rövid távon a piacok változatlan kamatra számítanak, és középtávon már kamatsökkentést áraztak a hozamgörbébe.

A külső környezet negatívan hatott a forinteszközökre. Az augusztusi általános eladási hullám után szeptemberben a forinteszközök még a többi feltörekvő piaci devizával együtt erősödtek, azonban október-novemberben már alulteljesítették a régiós, és általában a kockázatosnak tekintett feltörekvő piaci eszközöket is. Az elszakadás a fundamentumok (külső egyensúly és növekedés) kedvezőtlen megítélésére vezethető vissza, melyek befektetési döntésekben betöltött szerepe a volatilis piaci környezetben különösen felerősödött. A megítélés romlása a nemfizetési prémium és a hosszú forward felárak emelkedésében is tükröződött. A forintárfolyam az MT októberi ülése óta 2 százalékkal értékelődött le, miközben a külföldiek forintkockázati kitettsége folyamatosan csökkent. Mérséklődtek a hosszabb távú kamatsökkentési várakozások. A következő három hónapra 25 bázispontos kamatsökkentést áraz a piac. A hozamgörbe jövő év végére 6,75 százalékos alapkamattal konzisztens, ami 25 bázispontos emelkedést jelent októberhez képest. Hasonló mértékben emelkedtek az elemzők középtávú kamatvárakozásai, a Reuters felmérése szerint jövő év végére 6,5 százalékos alapkamat a konszenzus. Mind az elemzők, mind a devizapiaci üzletkötők körében elvégzett felmérések azt mutatták, hogy a túlnyomó többség az alapkamat novemberi szinten tartására számít.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

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

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy bár az élelmiszer- és nyersanyagárak kiugró növekedése miatt az infláció csökkenése a korábban vártnál elnyújtottabb lesz, a

legvalószínűbb forgatókönyv szerint 2009-ben elérhető a 3 százalékos inflációs cél. Ebből a szempontból kedvező jel, hogy az elmúlt hónapok adatai alapján már megindult a versenyszféra részleges béralkalmazkodása. Az infláció csökkenését segíti középtávon, hogy a harmadik negyedévi adatok alapján a vártnál némileg erősebb a gazdasági növekedés lassulása, és a külső konjunktúra feltételezett romlása egy, a korábbinál mérsékeltebb gazdasági fellendülést valószínűsít. A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy a monetáris politikának különös figyelmet kell fordítania arra, hogy az inflációs várakozások ne emelkedjenek az árstabilitással összhangban álló szint fölé.

Megoszlottak a vélemények ugyanakkor az inflációs előrejelzés alappályáját övező kockázatok megítélése tekintetében. A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy továbbra is a legjelentősebb felfelé mutató kockázat az inflációs várakozások megemelkedése. Kedvezőtlen változás, hogy rövidtávon a dezinflációs folyamat érezhetően lelassítja az élelmiszer- és energiaárak korábban vártnál nagyobb emelkedése, amely a lakosság inflációs érzékelésén keresztül a várakozásokat is könnyen módosíthatja. Többen úgy értékelték, hogy a béralkalmazkodás egyelőre elsősorban a prémiumokon keresztül történik, és a jövő évi bértárgyalások kimenetele ma még bizonytalan, különösen, ha figyelembe vesszük a munkavállalói oldal elmúlt időszak határozottabb fellépését is. Ebből a szempontból jelenleg a monetáris kondíciók lazítása többletkockázatot hordozna. Mások szerint ugyanakkor a legfrissebb adatok alapján a munkaerő-piaci kondíciók tovább lazultak és a bértárgyalásokat várhatóan hatékonyan képes korlátozni a vállalatok lecsökkent profitabilitása is. Emiatt kevésbé tartják valószínűnek azt a kockázati forgatókönyvet, hogy jelentősebb áremeléseken keresztül valósuljon meg a vállalati profitabilitás gyors korrekciója.

Többen hangsúlyozták azt is, hogy értékelésük szerint a gazdaság gyengébb növekedési teljesítménye a korábban vártnál erősebb infláció-csökkentő hatású lehet. Más vélemény szerint ugyanakkor a gazdasági növekedés jelentős visszaesése ellenére a versenyszektor alkalmazkodása egyelőre elég mérsékelt volt. Emellett pedig a növekedés visszaesése olyan ágazatokhoz köthető, amelyek ellensúlyozására a monetáris politika eszközei erősen korlátozottak. Több tanácsstag véleménye szerint a konjunkturális kilátások romlása miatt az inflációs pálya körüli kockázatok a korábbiaknál szimmetrikusabbá váltak az elmúlt időszakban.

Egyetértés volt a tanácsstagok között abban a tekintetben, hogy az amerikai jelzálogpiaci problémák súlyosbodásával a nemzetközi befektetési környezet jelentősen romlott, és a pénzpiaci bizonytalanság nagymértékben emelkedett. Mindez csökkentette a monetáris politika mozgásterét. Több tanácsstag is kiemelte, hogy Magyarország regionális megítélése is kedvezőtlenebbé vált, ami hozzájárult a forint kockázati prémiumának emelkedéséhez. Eltérően ítélték meg ugyanakkor a tagok a kockázati felár emelkedésének tartósságát. Egyesek úgy látták, hogy a költségvetési hiány várható csökkenésével és a gazdasági növekedés erősödésével az országspecifikus kockázatok csökkenésére lehet számítani. Más vélemény szerint viszont ma már nagyon valószínű, hogy a globális kockázattá vállalási hajlandóság az elmúlt évekhez képest lecsökkent, és ebben rövidtávon nem számíthatunk kedvező fordulatra. Többen pedig azt hangsúlyozták, hogy egyelőre még nem dönthető el a

kockázati prémium megemelkedésének tartóssága, mert továbbra is nagy a bizonytalanság a nemzetközi pénzügyi helyzet alakulásával kapcsolatban.

A forint befektetésektől elvárt prémiumot befolyásolja a költségvetési kiigazítás sikere. A kiigazítás 2007-ben és 2008-ban várhatóan az eltervezett program szerint halad, de többek szerint az elmúlt időszakban a strukturális reformokkal kapcsolatos társadalmi és politikai viták megemelték a további költségvetési kiigazítás 2009-től kezdődő megvalósíthatóságának középtávú kockázatait.

A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy a kamatszint mérséklésére abban az esetben nyílik lehetőség, ha a gazdasági folyamatok arra utalnak, hogy csökken a várakozásokon keresztül tovább gyűrűző inflációs hatások veszélye, és a nemzetközi pénz- és tőkepiaci tendenciák a magyar gazdaság számára kedvezőbben alakulnak.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat szinten tartását 9 tag támogatta, 3 tag az alapkamat 25 bázispontos csökkentésére szavazott.

Szavazatok:

<i>alapkamat 7,5%-os szinten tartása mellett:</i>	9 Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Kádár Béla, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Kopits György, Oblath Gábor, Simor András
<i>alapkamat 7,25%-ra csökkentése mellett</i>	3 Bánfi Tamás, Bihari Péter, Neményi Judit

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 Erhart Tibor, a Pénzügyminisztérium főosztályvezető-helyettese képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2007. december 17-én tartja, amelyről 2007. január 11-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.