



## RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2007. DECEMBER 17-I ÜLÉSÉRŐL

### **Közzététel időpontja: 2008. január 11. 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)



## I. Makrogazdasági és pénzügyi folyamatok

A legutóbbi kamatdöntés óta a makrogazdasági folyamatokról alkotott képben nem történt számottevő változás. A fogyasztóiár-index (7,1%) és a maginfláció (4,6%) is tovább gyorsult egy hónappal korábbi értékeikhez képest. Az inflációs folyamatok tartós komponensének megragadására használt rövidbázisú trendinflációs mutató az idei év második negyedéve óta 3-4 százalék közötti szintjéről folyamatosan emelkedett és novemberben elérte a 6 százaléket. E mutató emelkedése is döntően az élelmiszerek sokszerű áremelkedésére vezethető vissza, miközben az iparcikkek és piaci szolgáltatások inflációja – vélhetően részben a gyenge belső kereslet miatt – nem gyorsult.

Novemberben a feldolgozott élelmiszerek egyhavi emelkedése újabb historikus csúcsot döntött meg. Az elkövetkező hónapokban ugyanakkor az élelmiszerek felől érkező inflációs nyomás mérséklődése várható, amit az is jelez, hogy novemberben a feldolgozatlan élelmiszerek árszintje már nem nőtt tovább. Az ársokk részben globális eredete miatt azonban az élelmiszerek miatti inflációs nyomás – bár az elmúlt hónapokban jellemzőnél valószínűleg csak kisebb mértékben – hosszabb távon is fennmaradhat.

A gazdasági növekedés a harmadik negyedévben összességében a novemberi Inflációs Jelentésben felvázolt pályának megfelelően alakult. A GDP-növekedés 0,9 százalék volt a tavalyi harmadik negyedévhez képest. Az alacsony növekedés továbbra is elsősorban az állami tevékenység visszafogásának hatásaira és egyes kisebb ágazatok (építőipar, mezőgazdaság) rossz teljesítményére vezethető vissza.

A rövidbázisú folyamatok alapján úgy tűnik, hogy – a korábbi várakozásoknak megfelelően – a növekedés már a második negyedévben elérte mélypontját, és a harmadik negyedévben enyhe felívelés indult el. A fordulópontra elsősorban a lakossági fogyasztás alakulásában ragadható meg, melynek csökkenési üteme a harmadik negyedévben már nem nőtt. A gazdasági felívelés kibontakozásával kapcsolatban azonban továbbra is számottevő bizonytalanság érzékelhető.

A beruházási aktivitás a tavalyi visszaesés után az idei első három negyedévben tovább csökkent. A gyenge teljesítmény azonban meghatározó részben az állami infrastrukturális beruházások elmaradása miatt visszaeső építési beruházások következménye volt. Továbbá egyre határozottabban látszik az eddigi növekedés forrásának számító exportorientált feldolgozóipari termelés novemberi előrejelzésnek megfelelő lassulása. A külkereskedelmi forgalom és az ipari termelés folyamataiban szeptember-októberben egyértelmű lassulás következett be, összhangban a mérvadó európai üzleti bizalmi indexek által már az év közepe óta jelzett európai konjunkturális fordulattal.

A nemzetközi pénzügyi piacokat továbbra is jelentős bizonytalanság jellemzi. A piaci hangulatot és az ármozgásokat elsősorban az amerikai jelzálogpiaci válság amerikai és globális gazdasági növekedésre gyakorolt hatásának megítélése befolyásolja. A recessziós várakozások novemberi felerősödését kísérő ismételt eladási hullám december első felében nagyrészt korrigálódott, miután a fejlett országokban a nagyon kedvező harmadik negyedéves növekedési számokat követően vegyes makrogazdasági adatok jelentek meg. A globális kockázatvállalási hajlandóság némileg javult a jelzálogpiachoz nem kapcsolható

eszközcsoportokban. A nagy befektetési bankok részéről viszont újabb, az amerikai jelzálogpiaci válsághoz köthető jelentős veszteségek láttak napvilágot. A rövid lejáratú bankközi és állampapír-piaci hozamok közötti különbség a dollár és euro piacokon tovább nőtt, tükrözve a pénzügyi szektor bizalmi válságának elmélyülését. A likviditási aggodalmak enyhítésére a fejlett országok jegybankjai összehangoltan pótlólagos likviditás-nyújtó lépéseket jelentettek be.

A kilátásokat övező bizonytalanságot hangsúlyozta 25 bázispontos decemberi kamatsökkentését kísérő közleményében az amerikai jegybank is. A Fed szerint az amerikai gazdaság lassul, tükrözve az ingatlanpiaci korrekciót, valamint a gyengülő belső keresletet. Az inflációs kilátások tekintetében viszont nem változott a kép, a magas energia- és nyersanyagárak továbbra is inflációs nyomást jelentenek. A piacok arra számítanak, hogy a növekedési kockázatok miatt a Fed jövőre további 100 bázisponttal fogja csökkenteni az irányadó dollár kamatszintet. Decemberben kamatot csökkentett az év első felében még szigorító brit és kanadai jegybank is.

Az EKB decemberben szinten tartotta az euro kamatszintet, kommunikációja azonban egyértelműen szigorú volt. A stáb emelte inflációs és csökkentette növekedési előrejelzését. A jegybank szerint rövid és középtávon is jelentős felfelé mutató inflációs kockázatok vannak, ezért a Kormányzótanácsban annak ellenére is felmerült a kamatemelés lehetősége, hogy a 2009-es inflációs stábprognózis 1,8 százalékos középpontja konzisztens az árstabilitással. Novemberben a régió harmonizált inflációja többéves csúcsra, 3 százalékra emelkedett. Bár az októberi termelési adatok, illetve az előremutató bizalmi indikátorok a növekedés lassulását mutatták a régióban, a beárazott kamatpálya fölfelé tolódott, és az egy hónappal korábbi kamatsökkentési várakozásokkal szemben már 25 bázispontos jövő évi kamatemeléssel konzisztens.

A feltörekvő piaci országokban a kockázati felárak emelkedése és a globális inflációs nyomás erősödése a szigorítás irányába mozdította el a monetáris politikát. A régióban a cseh és a lengyel jegybank egyaránt 25 bázisponttal emelte az irányadó kamatot, miután az élelmiszerárak drágulása miatt a térség minden országában jelentősen megugrott az infláció. A forintárfolyam 252 forint/euro körüli szintre értékelődött fel az MT novemberi ülése idején jellemző 258 forint/eurós szintről. A forintárfolyam erősödése összhangban volt más régiós devizák mozgásával, mértéke azonban ezúttal is elmaradt a zlotyban és a cseh koronában bekövetkezett felértékelődéstől. A régióban a szlovák korona erősödött a legkisebb mértékben, amihez hozzájárulhatott a szlovák alapkamat november végi szinten tartása.

A Monetáris Tanács novemberi kamatdöntése nem okozott meglepetést a piacon, a jegybank kommunikációja azonban módosította a rövid távú kamatvárakozásokat. Míg az elmúlt hónapokban az alapkamat szinten tartása jellemzően csak egy hónappal tolta el a következő kamatsökkentés várt időpontját, addig a novemberi döntést követően a piacok és az elemzők egyaránt arra számítanak, hogy a következő 3-4 hónapban nem változik a forint alapkamat. A hosszabb távú kamatvárakozásokban nem történt elmozdulás, a hozamgörbe jövőre összesen 50, az elemzői konszenzus 75 bázispontos kamatsökkentést valószínűsít. Decemberben mérséklődött a hosszú forint felár és csökkent a magyar devizaadósság nemfizetési kockázata.

## 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 az elmúlt hetekben beérkezett adatok nem változtattak jelentősen a novemberi inflációs jelentésben felvázolt pályán, mely szerint az élelmiszer- és nyersanyagárak kiugró növekedése miatt az infláció csökkenése a korábban vártnál elnyújtottabb lesz, de a legvalószínűbb forgatókönyv szerint 2009-ben elérhető a 3 százalékos inflációs cél. Többen kiemelték, hogy a legfrissebb adat a maginfláció további emelkedését mutatja, de ezt a feldolgozott élelmiszerek áremelkedése okozta, az élelmiszer ársokk másodlagos hatásai egyelőre nem jelentkeztek a többi termék és szolgáltatás csoport áralakulásában. Emellett több tanácstag kedvező változásként megemlítette, hogy novemberben már nem emelkedtek tovább a feldolgozatlan élelmiszerek árai, ami idővel a feldolgozott élelmiszerek áremelkedésére is mérséklően fog hatni. Elhangzott olyan vélemény is, hogy mivel az agrárszektor termelése nagyon gyorsan képes alkalmazkodni a megváltozott árakhoz, ha 2008-ban kedvezőbbek lesznek az időjárási feltételek, mint az idei évben, akkor az élelmiszer-árak korrekciója a vártnál gyorsabb is lehet.

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy továbbra is a legfontosabb monetáris politikai feladat a jelenlegi körülmények között az inflációs várakozások lehorgonyozása, amelyben meghatározó szerepe van a 2008. évi béralakulásnak. Többen egyelőre bizonytalanok értékelték a bértárgyalások kimenetelét, valamint rámutattak, hogy a versenyszféra béralakulását kedvezőtlen irányba befolyásolhatja a szakmunkás minimálbér bevezetése. Mások ugyanakkor azt hangsúlyozták, hogy a vállalatok lecsökkent profitabilitása várhatóan hatékonyan képes korlátozni a bérnövekedést, és a munkaadói oldal jelenlegi bérajánlásai összeegyeztethetőek a jegybanki inflációs célokkal. Emellett az állami alkalmazottak visszafogott béremelkedése a vállalati alkalmazottak béralakulására is fegyelmezően hathat. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a bérmegállapodás elmaradása sem zárható ki, ami azonban – a múltbeli tapasztalatok alapján – még segíthetné is a bérdinamika gyorsabb mérséklődését.

Többen kiemelték, hogy kedvezőtlen hatással lehet a rövid távú inflációs pályára és a lakossági inflációs várakozásokra egyaránt, ha 2008-ban a hatósági árak emelése egyes szolgáltatások esetén olyan mértékű lenne, mint amiről az utóbbi időben a sajtó tudósított.

Egyes tanácstagok arra hívták fel a figyelmet, hogy a nemzetközi élelmiszer- és nyersanyagárak emelkedése miatt a globális inflációs nyomás hosszú évek óta nem volt ilyen erőteljes, miközben a nemzetközi piaci bizonytalanság fékezőleg hat a főbb gazdaságok növekedésére is, és ez különösen nehéz helyzet elé állíthatja a főbb jegybankokat. Elhangzott olyan vélemény is, hogy mindez tovább erősítheti azt a kettőséget – alacsony növekedés, magas infláció –, amely már egyébként is jellemzi a magyar gazdaságot.

Többen felhívták a figyelmet arra, hogy a harmadik negyedévi részletes adatok alapján a gazdasági növekedés visszaesése a vártnál kismértékben erősebb volt, és a külső konjunkturális helyzet romlása miatt a jövőbeli kilátások is némileg kedvezőtlenebbé váltak. Ráadásul, a belföldi kereslet főbb összetevőinek, valamint a rövid távú konjunktúra indikátoroknak az alakulása egyelőre nem rajzol ki egyértelmű és határozott fordulópontot a növekedési pályában. Egyes tanácstagok ezzel kapcsolatban azt hangsúlyozták, hogy ha az

infláció rövid távú alakulásával kapcsolatos kockázatok csökkennek, akkor a monetáris politikának a jövőben nagyobb figyelmet kell szentelnie a gazdaság esetleges erőteljesebb lassulásával kapcsolatos kockázatokra. Ezzel szemben elhangzott olyan vélemény is, hogy Magyarországon a monetáris politika – összehasonlítva más országok tapasztalataival – a növekedésre csak kis mértékben tud hatni, miközben az árfolyamcsatorna viszonylag erős szerepe miatt az inflációra gyakorolt hatás viszonylag gyors és erős, ezért jelen helyzetben egy növekedést élénkítő monetáris politika számos kockázatot hordozna.

A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy az amerikai jelzálogpiaci problémák súlyosbodása miatt a nemzetközi befektetői környezet nem javult érdemben szeptember óta. Többen úgy látták, hogy az elmúlt hónapban a hazai hosszú lejáratú forward, valamint hitelkockázati felárak ugyan valamelyest mérséklődtek, a forinteszközök kockázati prémiumának őszi megemelkedése részben tartóssá vált, ami csökkentette a monetáris politika mozgásterét. Volt olyan vélemény is, hogy a forint hozamgörbe emelkedésében kevésbé a kockázati felárak emelkedése, mint a korábban vártnál szigorúbb jegybanki kamatpolitika és kommunikáció játszott szerepet.

A tanácsstagok döntő többsége egyetértett abban, hogy a kamatszint mérséklésére a közel jövőben akkor 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 11 tag támogatta, 1 tag az alapkamat 25 bázispontos csökkentésére szavazott.

### **Szavazatok:**

<i><b>alapkamat 7,5%-os szinten tartása mellett:</b></i>	<b>11</b>	Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Kádár Béla, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Kopits György, Neményi Judit, Oblath Gábor, Simor András
<i><b>alapkamat 7,25%-ra csökkentése mellett</b></i>	<b>1</b>	Bánfi Tamás

### **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 2008. január 21-én tartja, amelyről 2008. február 15-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**