



## RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2008. JANUÁR 21-I ÜLÉSÉRŐL

### **Közzététel időpontja: 2008. február 15. 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 piaci fejlemények

## Makrogazdaság

A fogyasztói árindex 2007. decemberében 7,4, a maginfláció 4,8 százalék volt. Mindkét mutató gyorsult novemberhez képest. Az infláció emelkedése továbbra is elsősorban külső eredetű, a feldolgozott élelmiszerek és a járműüzemanyag áremelkedésének következménye. A 2007-es átlagos fogyasztóiár-emelkedés 8 százalék volt. Év közepéig az infláció mérséklődött, de 2007 utolsó három hónapjában ismét emelkedésnek indult.

A maginfláció magas értéke továbbra is a feldolgozott élelmiszerekhez köthető. Azonban a decemberi adat fordulópont lehet, mivel a feldolgozatlan élelmiszerek ára decemberben ismét csökkent, valamint a novemberi élelmiszeripari termelői árak is csökkentek. Kedvező, hogy a magas feldolgozott élelmiszer infláció és olajár eddig nem gyűrűzött be érezhetően az iparcikkek és piaci szolgáltatások árába.

2007. októberében a kiskereskedelmi forgalom volumene 3,4 százalékkal mérséklődött, míg a teljes kiskereskedelmi értékesítések volumene (gépjármű-, alkatrész- és üzemanyag értékesítéssel együtt) ugyanezen időszakban 1,6 százalékkal csökkent az előző év októberéhez képest. A beérkezett új adatok megerősítik a kiskereskedelmi konjunktúra 2007. III. negyedévi mélypontját, 2007 végétől lassú felívelés valószínűsíthető. Ugyanakkor a háztartások bizalmi indikátoraiban 2007 eleje óta nem tapasztalható javulás.

2007. novemberben az ipari termelés volumene 5,5 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, így mind rövid, mind hosszú bázisú trendmutatóink az ipar dinamikájának további lassulását mutatják. Az ipar lendületvesztése összhangban van a külkereskedelmi dinamika mérséklődésével. Az áruexport és az áruimport növekedése 2007. novemberében szintén lassult, folyóáras és volumenadatokon (legfrissebb adat 2007. októberi) készült trendbecslés szerint a külkereskedelmi dinamika lassul.

A KSH 2007. szeptember-novemberi munkaerő-felmérése szerint a vizsgált időszakban a munkanélküliségi ráta 7,5 százalék volt (szezonálisan igazítva 7,7 százalék). A foglalkoztatottak számában bekövetkezett csökkenés egyrészt továbbra is a munkanélküliek számának emelkedésében csapódott le. Másrészt, az aktivitás a korábbi stagnálás helyett – a szezonális kiigazítás revíziója miatt – csökkenő trendet mutat, melynek oka a foglalkoztatottak számának előbb említett csökkenése.

A KSH által közzétett adatok szerint 2007. novemberében a nemzetgazdasági bruttó átlagkeresetek 9,3 százalékkal emelkedtek az egy évvel korábbi szinthez képest. Ezen belül a versenyszféra bérdinamika 7,6 százalékra mérséklődött az elmúlt hónapban tapasztalt 9,0 százalékról. A rendszeres bérek dinamikája az előző hónaphoz hasonlóan novemberben is meghaladta a teljes bérek növekedését. Emögött a prémium-kifizetések visszafogása állt, mely alátámasztja a prémiumokon keresztül történő rövid távú munkaerő-piaci alkalmazkodás hipotézisét.

Az OÉT keretében a munkaadói és munkavállalói érdekképviselők részvételével kijelölt bérájanlások 2008-ra 5-7,5 százalékos bérnövekedést irányoznak elő a versenyszféra egészében. Bár a 2000-es évek óta a ténylegesen bekövetkezett béremelések egy évben sem estek a kijelölt sávba, az elmúlt években mérséklődött a megállapodás középértékétől vett eltérés. A novemberi adatok alapján arra lehetett számítani, hogy a 2007. évi 8,3 százalékos bérdinamika 2008-ra 7,7 százalék közelébe lassul, és ez az előrejelzés az OÉT ajánlás fényében is tarthatónak tűnik. A nagyobb bérnövekedés irányába mutató kockázatot jelenthet a garantált bérminimum (szakképzettségi minimálbér), illetve a minimálbér idei növelése, mely esetben az OÉT megállapodásban szereplő 5-7,5 százalékos bérnövekedés-sáv fölé is eshet a 2008-as bérdinamika. Ez a munkavállalók 27,4 százalékát érinti és átlagosan 9,7 százalékos emelést igényel. Figyelembe véve azonban, hogy az érintettek bére átlagosan az intézkedések nélkül is emelkedett volna, a minimálbér-hatás ennél lényegesen kisebb lesz.

## **Pénzügyi piacok**

A pénzügyi piacokat továbbra is jelentős bizonytalanság jellemzi, a hitelkockázatok átárazódása várhatóan a következő hónapokban is folytatódik. A negyedik negyedéves gyorsjelentések újabb, az amerikai jelzálogpiachoz kapcsolódó jelentős veszteségeket tártak fel az érintett pénzügyintézeteknél, miközben a legfrissebb amerikai adatok a recessziós kockázatok növekedését mutatták. Mindezek hatására csökkent a kockázati étvágy, a befektetők a részvényekből és magasabb kockázatú vállalati kötvényekből alacsonyabb kockázatú állampapírokba, illetve nyersanyagokba csoportosítottak át. A kockázati kitétségi csökkenése január közepén a feltörekvő piacokra is áttért.

Az Egyesült Államokban a vártnál kedvezőtlenebb foglalkoztatási, bizalmi, kiskereskedelmi és ingatlanpiaci adatok jelentek meg, miközben nagy a valószínűsége, hogy a magas olajárak, valamint a részvény- és ingatlanpiaci áresés már rövid távon is mérsékelni fogja a lakossági fogyasztást. A Fed elnöke elismerte, hogy emelkedtek a lefelé mutató növekedési kockázatok, és további monetáris lazításra utalt. Erősödtek a kamatcsökkentési várakozások, a futures jegyzések alapján a piac biztosra veszi a január végi 50 bázispontos kamatcsökkentést, és az év közepéig további 75 bázispontos lazítást áraz. A nagy jegybankok – januárban is folytatódó – összehangolt likviditás-nyújtó akciói és a tavalyi év végére várt likviditási problémák elmaradása enyhítette a bankközi piacok feszültségét, a rövid dollár és euro kamatok számottevő mértékben csökkentek. Az amerikai bankok vállalati és lakossági hitelezési aktivitása azonban továbbra is nagyon visszafogott, és egyes értékpapír-piaci szegmensek működése sem állt helyre.

Az euro-régióban a gazdasági aktivitás 2007 végére némileg lassult a harmadik negyedévhez képest, és a januári bizalmi mutatók is kedvezőtlenül alakultak. Az EKB januári ülésén szinten hagyta az irányadó kamatot, de kommunikációja szigorú volt. A jegybank közleménye szerint továbbra is erős a rövid távú inflációs nyomás, és középtávon is jelentősek az inflációs kockázatok, ezért az EKB kész megelőző lépéseket tenni a másodkörös inflációs hatások megfékezésére. A jegybank szerint a növekedés a hosszú távú trend körül alakulhat, de a kockázatok a lassabb növekedés felé mutatnak. A szigorú jegybanki közlemény ellenére az euro piacon kiárazódtak a kamatemelési várakozások, a piaci hozamgörbe középtávon már minimális mértékű kamatcsökkentést mutat.

A közép-európai régióban folytatódott az idei évre várt infláció emelkedése. A minden országot érintő élelmiszer és energiahordozó ársokkon túl Magyarország és Csehország esetében a szabályozott árak, illetve az utóbbi esetében egyes adók idei emelése is jelentősen hozzájárul az árszint növekedéséhez. A cseh korona elmúlt félévben bekövetkezett 9 százalékos felértékelődése és a jegybank enyhe kommunikációja ellenére a piacok további két 25 bázispontos kamatemelést várnak a következő hónapokra, míg a szigorúbb magatartást mutató lengyel jegybank esetében összesen további 75 bázispontos kamatemelést árazott be a piac. A legkisebb inflációs sokk Szlovákiát érthette, ott középtávon változatlan alapkamatra számít a piac.

A várt infláció számottevő emelkedése ellenére a magyar kamatvárakozások az elmúlt két hónapban alig változtak, a hozamgörbe alapján a piac összesen 50 bázispontos idei kamatcsökkentést árazott be. A Reuters elemzői felmérésében választ adók átlagosan 6,68 százalékos alapkamatot várnak. Az elemzők változatlan januári alapkamatra, és március-áprilisi kamatcsökkentésre számítanak.

A folytatódó hitelpiaci bizonytalanság miatt a közép-európai országok hitelkockázati felára jelentős mértékben nőtt. Január közepén, az amerikai gyorsjelentéseket kísérő negatív kockázati étvágy sokk hatására a közép-európai devizák is gyengültek, a forintárfolyam 255 forint/euroig értékelődött le. A hosszú forward felárak ezzel szemben alig emelkedtek, ami arra utal, hogy a régiós eszközárakra most elsősorban a külső piaci és nem a belső fundamentális tényezők gyakorolnak hatást. A jelenlegi bizonytalan piaci környezetben ez rövid távon megnövelheti a forinteszközök volatilitását.

## **II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése**

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

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy az elmúlt időszakban emelkedtek a felfelé mutató inflációs kockázatok az importált infláció élelmiszer- és nyersanyagárak emelkedésére visszavezethető gyorsulása, valamint a szabályozott árak várható növekedése miatt. Többen kiemelték, hogy a fogyasztói árakat érő kedvezőtlen sokkok egymás hatását felerősíthetik, ezért a 2009. évi inflációs cél elérésének feltétele az, hogy a jegybank szükség esetén készen álljon a monetáris kondíciók szigorítására az inflációs várakozások emelkedésének megakadályozása érdekében.

A tanácstagok kiemelték, hogy a feldolgozott élelmiszerek áremelkedése miatt a legfrissebb adatok az infláció vártnál nagyobb mértékű emelkedését mutatják. Kedvezően értékelték azonban, hogy az élelmiszer ársokk egyelőre nem gyűrűzött tovább a többi termék és szolgáltatás csoport áralakulásába, ami a második körös hatások hiányára utal. A tanácstagok egyetértettek abban, hogy a feldolgozott élelmiszerek inflációja 2008 második félévétől már mérséklődhet, ennek dinamikája azonban erősen függ a kínálati oldal reakciójától, valamint attól, hogy a nyersélelmiszerek várható árscökkenése ugyanolyan gyorsan meg fog-e jelenni a feldolgozott élelmiszerek árában, mint ahogy ez az áremelkedés idején megfigyelhető volt. A tanácstagok között

egyetértés volt abban a kérdésben, hogy a szabályozott árak emelkedése kedvezőtlenül hathat a fogyasztói árakra, különösen a jelenlegi inflációs környezetben. Egyes tanácsstagok arra figyelmeztettek, hogy az energiapiaci liberalizáció szintén inflációs kockázatokat hordoz.

Többen kiemelték, hogy az utóbbi hónapokban a piaci elemzők fokozatosan emelték 2009-re vonatkozó inflációs előrejelzéseiket, ami az inflációs várakozások romlására utalhat. Mások ezzel szemben azt hangsúlyozták, hogy végső soron a reálgazdasági szereplők inflációs várakozásai számítanak, és ebből a szempontból a versenyszféra bérmegállapodása és béralakulása nem utal arra, hogy a jegybanki cél várakozásokat orientáló szerepe lecsökkent volna.

A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy az elmúlt időszakban az inflációs kilátások szempontjából kedvező munkaerő-piaci információk láttak napvilágot. A foglalkoztatási adatok alapján a munkaerő-piaci kondíciók fokozatosan lazultak. Emellett a vállalati szektor a prémium-kifizetések visszafogásán keresztül is alkalmazkodott a kedvezőtlen hazai konjunkturális folyamatokhoz. Megoszlott azonban a tanácsstagok véleménye a 2008-ra várható bérdinamikával kapcsolatban. Többen úgy értékelték, hogy az OÉT bérmegállapodásban szereplő 5-7,5 százalékos sáv visszafogott bérinflációt vetít előre, ami elősegítheti az inflációs célok elérését. Mások viszont arra figyelmeztettek, hogy a bérinflációs folyamatokat egyelőre jelentős bizonytalanság övezi. Ebből a szempontból a szakképesített minimálbéremelés felfelé mutató bérinflációs kockázatokat hordoz. A kulcskérdés pedig továbbra is az, hogy a vállalatok igazodnak-e a bérmegállapodáshoz, és hogy a prémium-kifizetéseknél megfigyelt évközi alkalmazkodás tartóssá válik-e a 2008-as rendszeres bérek meghatározásánál.

A tanácsstagok úgy értékelték, hogy a hazai konjunkturális folyamatok a korábban vártnál kedvezőtlenebbül alakulnak, és a belföldi kereslet legfontosabb összetevőinél még nem látszik a határozott fordulat. Emellett az Egyesült Államok gazdasági növekedésének lassulása negatívan hathat az európai, így a hazai növekedésre is. Mindez keresleti oldalról elősegítheti az infláció gyorsabb csökkenését, ugyanakkor elhangzott olyan vélemény is, hogy ezt ellensúlyozhatja az, hogy a kibocsátási rés dezinflációs hatása a korábban becsülnél kisebb lehet. Egyes tanácsstagok arra hívták fel a figyelmet, hogy a világgazdasági lassulás miatt csökkenhet a nyersanyagok iránti nemzetközi kereslet, ami a globális inflációs nyomást is fékezheti.

Többen kiemelték, hogy a fejlett gazdaságok az elmúlt évtized legnagyobb tőkepiaci turbulenciájával szembesülnek, aminek hatása a feltörekvő piacokat is elérte. A nemzetközi befektetők kockázatvállalási hajlandósága mérséklődött, erre utal a szuverén kötvénykibocsátások kockázati felárainak emelkedése mellett a feltörekvő országok devizáinak leértékelődése és a tőzsdeindexek nagymértékű csökkenése is. Többen arra figyelmeztettek, hogy a forinteszközök kockázati felára annak ellenére emelkedett meg tartósan, hogy az ország sebezhetősége mérséklődött a kiigazítás hatására. Előre tekintve pedig a piaci bizonytalanság fennmaradására lehet számítani.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat szinten tartását 10 tag támogatta, 1 tag az alapkamat 25 bázispontos emelésére szavazott.

**Szavazatok:**

<i>alapkamat 7,5%-os szinten tartása mellett:</i>	<b>10</b>	Bánfi Tamás, Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Kádár Béla, Karvalits Ferenc, Neményi Judit, Oblath Gábor, Simor András
<i>alapkamat 7,75%-ra emelése mellett</i>	<b>1</b>	Kopits György

**Jelen voltak:**

Simor András elnök

Bánfi Tamás

Bihari Péter

Bihari Vilmos

Csáki Csaba

Hardy Ilona

Kádár Béla

Karvalits Ferenc

Kopits György

Neményi Judit

Oblath Gábor

A Kormányt Dr. Haraszti Katalin, a Pénzügyminisztérium megbízott főosztályvezetője képviselte.

**A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2008. február 25-én tartja, amelyről 2008. március 21-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**