



## RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2008. FEBRUÁR 25-I ÜLÉSÉRŐL

### **Közzététel időpontja: 2008. március 21. 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

2008. januárjában a fogyasztói árindex 7,1, a maginfláció 5,2 százalék volt. A decemberi adathoz képest a fogyasztói árindex csökkent, míg a maginfláció nőtt. Utóbbit a feldolgozott élelmiszerek továbbra is magas inflációja magyarázza, az (elsősorban a mezőgazdasági termelők árak emelkedéséből eredő) primer sokkok kifutása lassabb a vártnál.

Makrogazdasági szempontból a legfontosabb információ, hogy a piaci szolgáltatások területén nem következett be a várt meredek emelkedés, a vállalatok nem árazták be az energia és a jármű-üzemanyag drágulását. Egyelőre bizonytalan, hogy a következő hónapokban bekövetkezik-e a januárra várt emelkedés. A piaci szolgáltatásokba tehát egyelőre még nem gyűrűzött be a magasabb energiaár.

A GDP 2007 negyedik negyedében a megelőző év azonos időszakához viszonyítva 0,8, naptári hatásokkal kiigazítva 0,7 százalékkal nőtt, ami jelentősen elmarad a naptári hatásokkal kiigazítva várt 1,2 százaléktól. 2007 egészében a GDP növekedése 1,3 százalék volt, ami szintén alacsonyabb, mint az MNB 1,6 százalékos novemberi előrejelzése. Összességében növekedési kilátások némileg romlottak.

A stagnálás elhúzódására utalnak a kiskereskedelmi, ipari termelési és külkereskedelmi statisztikák is. A kiskereskedelmi forgalom volumene novemberben az októberinél nagyobb mértékben csökkent (4,2 százalékkal, a gépjármű, -alkatrész, és üzemanyag értékesítésekkel együtt számítva 3,3 százalékkal). Szintén lassulást mutat az ipari termelés volumenének alakulása: 2007. decemberében 5,3%-kal haladta meg a megelőző év azonos időszakának a kibocsátását, míg 2007 egészében 8,1%-kal bővült. Mérséklődött a külkereskedelmi dinamika is, mind az áruexport, mind az áruimport növekedése tovább csökkent 2007 decemberében.

A KSH által közzétett adatok szerint a versenyszférában 2007. decemberében a bruttó átlagkeresetek 3,2 százalékkal haladták meg az egy évvel korábbi szintet. A fehéredéstől és a prémium kifizetések megváltozott szezonálisától szűrt adatok kedvezőbbek lettek rövid távú előrejelzéseknél. A beérkezett adatok megerősítették azt a feltételezést, hogy a vállalatok rövid távon a prémium kifizetések visszafogásán keresztül igyekeznek helyreállítani profitabilitásukat, hiszen a KSH közlése szerint a rendszeres kifizetések bővülési üteme jóval magasabb, 8,2% volt. A visszafogott bérdinamika is megerősíti, hogy az inflációs sokkok egyelőre nem jártak második körös, áttételes hatással.

A forinteszközök szempontjából a külső környezet továbbra is kedvezőtlen. Az amerikai másodlagos jelzálogpiacokról kiindult, a globális pénzügyi szektort érintő újabb veszteségek mellett az elmúlt hónapban felerősödtek a világgazdasági növekedés lassulásával kapcsolatos félelmek is, így a piacokat továbbra is hektikus ármozgás jellemezte. A hitelpiacokat uraló nagyfokú bizonytalanságot tükrözi, hogy a hitelkockázati felárak még az átmenetileg optimistább piaci hangulat mellett sem tudtak érdemben mérséklődni, szintjük év elejéhez képest tovább emelkedett.

Az Egyesült Államokban megjelent adatok többsége a gazdasági növekedés lassulását mutatta. A gyenge tavalyi negyedikes előzetes növekedési adat mellett az előremutató bizalmi indikátorok is romlottak, és folytatódott a hitelezési feltételek szigorodása. A recessziós kockázatok és a tartós részvénypiaci áresést előrevetítő negatív hangulat miatt a Fed agresszív kamatcsökkentést hajtott végre. Január közepén rendkívüli ülésen 75, majd a hónap végi rendes ülésén további 50 bázisponttal csökkentette kamatcélját. Így a jelzálogpiaci válság tavaly augusztusi kirobbanása óta összesen már 225 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre. A piacok arra számítanak, hogy a Fed a következő hónapokban is elsősorban a recessziós kockázatok mérséklésére fog összpontosítani, és márciusban 50, majd nyár végéig további 50 bázispontos kamatcsökkentést hajt végre. A Fed elnöke szerint a monetáris lazítás és a fiskális ösztönző csomag hatására a növekedés az év második felében már gyorsulhat. A részvénypiacok korrekciója azt mutatta, hogy átmenetileg enyhültek a recessziós félelmek, és erre utalhat – sok más tényező mellett - a hordónként 100 dollár közelébe emelkedő kőolajár is.

Az euró-régióban publikált konjunkturális adatok jobbak lettek a várakozásoknál, azonban továbbra is jelentős különbség mutatkozik az EKB és a piaci szereplők helyzetértékelése között. Az európai jegybank korábban szigorú kommunikációja a negatív növekedési kockázatok miatt elmozdult ugyan egy kiegyensúlyozottabb irányba, de továbbra sem utal kamatcsökkentésre. A piacok ezzel szemben a lassulási kockázatokra koncentrálnak, és az év végéig összesen 75 bázispontos euró-régiós kamatcsökkentést áraztak be.

A közép-európai térségben az emelkedő inflációs nyomás miatt az elmúlt hetekben a cseh és lengyel jegybank egyaránt 25 bázisponttal emelte irányadó kamatát. Ez hozzájárulhatott a régiós devizák felértékelődéséhez, a cseh és a szlovák korona február közepén történelmi csúcsra erősödött az euroval szemben. A forintesközök ezzel szemben jelentősebb mértékben gyengültek. Az árfolyam az MT januári ülése óta közel 3 százalékkal, 267 forint/euroig értékelődött le, a közepes és hosszú lejáratú állampapír hozamok 70-90 bázisponttal emelkedtek, a 10 éves magyar dollárkötvény nemfizetési kockázatát tükröző CDS szpred pedig 40 bázisponttal tágult. A régióval ellentétes mozgás azt mutatja, hogy a befektetők a forintesközöket magasabb kockázati kategóriába sorolják.

A forintárfolyam gyengülése a külföldiek forintkockázati kitettségének folytatódó csökkenése mellett ment végbe, februárban jelentősebb állampapír-, és mérsékeltebb részvényeladások is voltak. Az eladások ellenére a külföldiek állampapír-állománya 150 milliárd forinttal haladja meg az év eleji szintet. A belföldi intézményi befektetők – nyugdíjpénztári portfolió-átalakításhoz kapcsolódó – csökkenő állampapír-kereslete is hozzájárulhatott az alacsony államkötvény-aukciós kereslethez, illetve a hozamok jelentős emelkedéséhez.

Az MT januári ülése óta jelentősen átrajzolódtak a kamatvárakozások. Míg január közepén még 25-50 bázispontos idei kamatcsökkentést árazott a piac, addig az árfolyam gyengülésével párhuzamosan már 50 bázispontos idei kamatemelés árazódott a hozamokba. Ez összhangban van az inflációs várakozások folytatódó romlásával, a Reuters februári elemzői felmérése szerint a 2009-re várt éves átlagos infláció már 3,7

százalékra nőtt. A felmérés szerint ugyanannyi elemző számít 25 bázispontos februári kamatemelésre, mint ahány az alapkamat szinten tartására. Az elemzők közel fele ugyanakkor a mostaninál alacsonyabb, a másik fele a jelenlegivel megegyező vagy annál magasabb idei év végi alapkamatra számít. A megkérdezett devizapiaci üzletkötők közül 5 vár 25, 3 pedig 50 bázispontos kamatemelést, és 6 kereskedő számít változatlan februári alapkamatra.

## II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A kamatdöntés előtt a monetáris tanács határozatot hozott a forint euróhoz rögzített középárfolyamának és az ehhez tartozó ingadozási sávnak az eltörléséről. A tanácstagok túlnyomó többsége egyetértett abban, hogy a sáveltörlés hosszú távon segítheti az inflációs célkövetés rendszerében a monetáris politikai célok elérését. Többen felhívták a figyelmet azonban arra, hogy az intézkedés megítélése a gazdasági szereplők feladata. Ennek következtében a sáveltörlés hatásainak értékelése előtt célszerű tapasztalatokat gyűjteni az új rendszerben, különösen azért, mert a lebegő árfolyamrendszerre történő átállás rövid távon bizonytalanságokkal járhat.

A forint ingadozási sávjának eltörlését 11 tag támogatta, 1 tag szavazott a sáveltörlés ellen.

### Szavazatok:

<i>az árfolyamsáv eltörlése mellett:</i>	11	Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Kádár Béla, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Kopits György, Neményi Judit, Oblath Gábor, Simor András
<i>Az árfolyamsáv eltörlése ellen:</i>	1	Bánfi Tamás

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

A tanácstagok megítélése szerint az elmúlt hónapokban nagymértékben emelkedtek a felfelé mutató inflációs kockázatok. Az importált infláció élelmiszer- és nyersanyagárak emelkedésére visszavezethető gyorsulása miatt a 2009. évi inflációs előrejelzés a 3 százalékos jegybanki cél fölé emelkedett. A tanácstagok megítélése szerint az előrejelzés megemelkedését egyértelműen a monetáris politika hatókörén kívül álló tényezők okozták. A monetáris tanács ugyanakkor készen áll arra, hogy az inflációs sokkok esetleges másodkörös, középtávú inflációs kilátásokat kedvezőtlenül befolyásoló hatását a monetáris kondíciók szigorításán keresztül megakadályozza.

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy a belföldi növekedési kilátások jelentősen romlottak az elmúlt időszakban. A kereslet visszaesése, és a fiskális kiigazítás korábban vártnál tartósabb hatása elősegítheti a dezinflációs folyamat folytatódását. Megoszlott azonban a tanácstagok véleménye azzal kapcsolatban, hogy a nemzetközi tendenciák milyen irányban befolyásolják a magyarországi jövőbeli inflációs folyamatokat. Egyes tanácstagok arra hívták fel a figyelmet, hogy a nemzetközi intézmények többsége lefelé módosította mind az európai, mind az amerikai növekedési előrejelzését, és a külföldi

konjunktúrahelyzet kedvezőtlenebbé válása fokozhatja a belföldi kereslet visszaesésének inflációfékező hatását. Mások ugyanakkor arra figyelmeztettek, hogy a globális növekedés lassulása miatt a jegybankok antiinflációs politikája erősebb nyomás alá kerülhet, ami a nemzetközi nyersanyag- és élelmiszerárak jelenleg tapasztalható gyors növekedése mellett az importált infláció emelkedését okozhatja.

A tanácstagok kedvezően értékelték, hogy az inflációs sokkok ellenére sem azonosíthatóak egyelőre másodkörös hatások. A legfrissebb bér és létszámadatok alapján a vállalati alkalmazkodás erőteljesebb volt a korábban vártnál. Emellett a piaci szolgáltatások inflációja is csökkenést mutatott. Többen arra figyelmeztettek azonban, hogy a fogyasztói árakat érő sorozatos sokkok egymás hatását felerősíthetik, és a másodkörös hatások mértékét egyelőre nem lehet pontosan megítélni. Emiatt elképzelhető, hogy a jegybanknak olyan külső sokkokra is reagálnia kell a későbbiekben, amelyek önmagukban nem igényelnének monetáris politikai válaszokat.

Többen kiemelték, hogy a tőkepiaci turbulenciák hatására a nemzetközi befektetők kockázatvállalási hajlandósága tartósan csökkent. Egyes tanácstagok arra hívták fel a figyelmet, hogy a forinteszközök kockázati felára tovább emelkedett, miközben a feltörekvő országokban a jegybankok túlnyomó többsége kamatemelést hajtott végre, ami a forinteszközök relatív hozamfelárának csökkenését okozta.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat szinten tartását 8 tag támogatta, 4 tag az alapkamat 25 bázispontos emelésére szavazott.

#### **Szavazatok:**

<i>alapkamat 7,5%-os szinten tartása mellett:</i>	8	Bánfi Tamás, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Király Júlia, Neményi Judit, Oblath Gábor, Simor András
<i>alapkamat 7,75%-ra emelése mellett</i>	4	Bihari Péter, Kádár Béla, Karvalits Ferenc, Kopits György

#### **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 2008. március 31-én tartja, amelyről 2008. április 18-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**