



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2008. MÁJUS 26-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2008. június 13. 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 piaci fejlemények

Makrogazdaság

2008. áprilisában a fogyasztói árak éves indexe 6,6, a maginfláció 5,7 százalék volt, ami rendre 0,1 százalékpontos csökkenést, illetve 0,4 százalékpontos növekedést jelent a márciusi adathoz képest. A trendinfláció növekedése elsősorban a feldolgozott élelmiszerek deflációjának megtorpanásához köthető. Az iparcikkek és piaci szolgáltatások inflációja ugyanakkor némileg mérséklődött áprilisban. Az inflációs kilátásokban lényegi változás nem történt márciushoz képest.

A KSH előzetes adatközlése alapján 2008 első negyedében a bruttó hazai termék a naptári hatásokat kiszűrve 0,9 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva (a növekedés a naptári hatások kiszűrése nélkül 1,6 százalékos volt). A GDP-növekedés dinamikája elmaradt a piac várakozásától.

Az elmúlt év végétől a hazai külkereskedelmi és ipari folyamatokat jellemző felívelésben márciusban érdemi korrekció volt megfigyelhető. A KSH 2008. márciusi előzetes adatai alapján folyóáron euróban mérve az áruexport 3,9 százalékkal, az áruimport 3,1 százalékkal bővült 2007 márciusához képest, mely több mint 10 százalékponttal elmarad a január-februárban megfigyelt bővüléstől. Az ipari termelés volumene 2008 márciusában 4,3 százalékkal nőtt az előző év azonos hónapjához képest, ugyanakkor a trendbecslések alapján az ipari és a feldolgozóipari termelést is lassulás jellemzi. Az egy évvel korábbi időszakhoz viszonyítva 2008. márciusában 12,6 százalékkal csökkent az építőipari termelés volumene. Az építőipar 2008. évi gyenge teljesítményét vetítheti előre, hogy a termelést 8-10 hónap távlatában viszonylag jól előrejelző szerződésállomány dinamikája továbbra is jelentős csökkenést mutat. Mindezt összegezve, a rövidtávú növekedési kilátások némileg romlottak.

Az egy évvel korábbi szinthez képest 2008 márciusában a nemzetgazdasági bruttó átlagkeresetek 9,9 százalékkal emelkedtek. Ezen belül a költségvetési szférában 12,7 százalékkal, a versenyszférában 9,0 százalékkal nőttek a bérek az előző év azonos időszakához képest. A magas bérdinamikában továbbra is jelentős szerep tulajdonítható a 13. havi jutalmak korábbtól eltérő kifizetési rendjének. A versenyszférát tekintve a szezonálisan igazított havi adatok alapján beigazolódni látszik az a korábbi feltételezés, mely szerint az év első két hónapjában megfigyelt nagymértékű béremelkedést többnyire egyedi tényezők – úgymint a garantált bérminimum megemelése, illetve a béremelések időzítésének megváltozása – okozták. Összességében továbbra is folyamatosan csökkenő, azonban korábbi várakozásoknál lassabban alkalmazkodó bérpálya valószínűsíthető, amely további létszámcsökkenés mellett mehet végbe.

Pénzügyi piacok

A magyar eszközöktől elvárt kockázati prémium szempontjából a nemzetközi piaci környezet a Bear Stearns kimentése, azaz március közepe óta nagyon kedvezően alakult. A befektetési bankok által összegyűjtött friss tőke és a központi bankok lépéseinek hatására a befektetők szinte teljesen kiárazták az amerikai/európai bankválság bekövetkezésének valószínűségét. A banki CDS-ek március közepe óta jelentősen csökkentek, a dollár bankközi piacon a kamatfelárlak is számottevően mérséklődtek. A pénzügyi stabilitási aggodalmak csökkenésével párhuzamosan a vártnál kedvezőbb első negyedéves GDP adatok láttak napvilágot az USA-ban, az euró-zónában és Japánban. A fenti hatások eredőjeként a határidős kamatláb-megállapodások az év végére árazzák az újabb amerikai kamatemelési ciklus beindulását. Az euró-zónában a befektetők többsége szinten tartást vár az idei évre.

A nemzetközi gazdasági növekedés és pénzügyi stabilitás szempontjából a piaci várakozások jelenleg optimisták. A várt kedvező pálya megvalósulását azonban több számottevő kockázati tényező övezi. Egyrészt az amerikai lakások reálértékének csökkenése – historikus megfigyelések alapján – még évekig tarthat, ami tovább növelheti a nemfizetési hitelek arányát, és lassíthatja a fogyasztás növekedését. Másrészt az olaj árának töretlen emelkedése tartósan magas inflációt okozhat, így könnyen elképzelhető, hogy noha az amerikai kormány által nyújtott adó-visszatérítés a második félévben serkenteni fogja a gazdasági növekedést, hatása 2009-re kifulladás, és ekkor újabb lassulás jöhet. Harmadrészt az IMF a pénzügyi szektor teljes másodrendű jelzáloghitelekhez köthető veszteségét 1000 milliárd dollárra becsülte, amit az eddig elismert veszteségek összege meg sem közelít. Ez annak a lehetőségét vetíti előre, hogy az eddig bejelentett banki veszteségeken túl is okozhatnak még negatív meglepetéseket a pénzintézetek mérlegei.

A forint márciusi mélypontja óta közel 9 százalékos erősödött; legutóbb az amerikai jelzálogpiaci válság kitörése előtt tartózkodott az árfolyam a 245 forint körüli szinteken. Az állampapír-piaci hozamok ugyanakkor nem mérséklődtek a februári turbulencia előtti szintek közelébe, és a benchmark hozamok 100-200 bázisponttal vannak a válság előtti értékek felett. A két piac ilyen mértékű szétválása a múltban még nem volt megfigyelhető.

A forint erősödésének hátterében az erősödő kockázatvállalási hajlandóság, a Szlovákia várható GMU csatlakozása miatt kialakult pozitív régiós hangulat, a már meglépett és a várakozások által előrevetített kamatemelések, a javuló hazai egyensúlyi mutatók, és technikai tényezők állhatnak. Az is elképzelhető, hogy a javuló nemzetközi környezetben nagyobb szerepe van annak, hogy a sáveltörlés után a forint az erős oldalon nincs korlátozva. A kockázati prémium csökkenését alátámasztja a márciusi csúcs felére csökkent CDS szpred, és az alacsony implikált volatilitások. A piac szempontjából az MNB inflációs elkötelezettsége sokkal nyilvánvalóbb a megtett kamatemelések, és a szigorú kommunikáció következtében beárazott további szigorítás fényében. Jelenleg a

harmadik negyedévig két 25 bázispontos kamatemeléssel konzisztens a pénzügyi hozamgörbe. A Reuters felmérése szintén azt mutatja, hogy az elemzők túlnyomó többsége, megközelítőleg kétharmada május végén újabb szigorítást vár.

Az árfolyam-erősödés tartósságát megkérdőjelezi, hogy azt részben technikai okok, a sávós árfolyamrendszer időszakában a sáv közelébe kiírt opciókkal kapcsolatos fedezési célú és spekulációs forintkereslet is magyarázhatja. A napokban megjelent piaci értékelésekben is gyakran említésre kerültek a technikai tényezőkhöz kapcsolódó magyarázatok.

Az állampapír-piaci hozamok nem mutatják a magyar eszközöktől elvárt kockázati prémium jelentős csökkenését. Ez szintén az árfolyam technikai okokból történő erősödésének magyarázatát támaszthatja alá. A külföldiek február óta minden hónapban nettó eladók voltak az állampapír-piacon, a hozamok jelentős csökkenése az ő visszatérésük nélkül nehezen elképzelhető. Az is elképzelhető, hogy az állampapír-hozamok a likviditási prémium növekedése miatt nem csökkennek, ugyanakkor ennek ellentmondani látszik, hogy a likviditást nem igénylő swap hozamok szintén magas szinten stabilizálódtak.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk, a Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után az alapkamat csökkentése, szinten tartása, és emelése mellett hangzottak el érvek. A Monetáris Tanács egységes volt abban a tekintetben, hogy a kamatdöntés kapcsán a kiindulópontot a májusi inflációs prognózis jelenti, amely szerint változatlan monetáris kondíciók mellett 2010-ig a célérték fölött lehet az infláció.

A tanácstagok megítélése szerint a növekedési kilátások továbbra is kedvezőtlenek, és egyelőre nem láthatóak határozott fordulat jelei. Többen azt hangsúlyozták, hogy a keresletszűkítés hozzájárulhat a költségsokkok másodkörös hatásainak mérsékléséhez, a kiskereskedelmi forgalom csökken miközben a lakosság fogyasztási hitelfelvétele az utóbbi hónapokban megtorpant. Egyes tanácstagok azonban hozzátették, hogy a negatív kibocsátási rés inflációfékező hatása a korábban feltételezettnél mérsékeltebb lehet. Mások arra hívták fel a figyelmet, hogy a belső kereslet visszaesése ellenére a bérinfláció és a piaci szolgáltatások inflációja ismét emelkedett, és nem igazolta vissza a tavaly év végén megfigyelt kedvező folyamatokat.

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy az inflációs kilátások markánsan romlottak a februári inflációs jelentés publikációja óta eltelt időszakban. Többen kiemelték, hogy ebben elsősorban a nemzetközi nyersanyagárak emelkedése és a globális inflációs nyomás játszik szerepet, ami azonban a májusi inflációs jelentésben feltételezettnél is tartósabb lehet. Egyes tanácstagok úgy értékelték, hogy az olajárak emelkedésének fundamentális okai vannak, ezért a nagymértékű áremelkedés nem tekinthető

átmenetinek Mások azt hangsúlyozták, hogy az élelmiszerárak trendinflációja, részben a földkereslet növekedése miatt, meghaladhatja a korábban megfigyelt szintet.

A tanácsstagok kedvezően értékelték, hogy a forinteszközöktől elvárt kockázati prémium és a CDS-szpredek mérséklődtek az elmúlt időszakban a nemzetközi és regionális befektetői hangulat javulásával párhuzamosan. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a kockázati prémium csökkenése mögött az elmúlt időszak monetáris politikai lépései is szerepet játszhattak. Egyes tanácsstagok ugyanakkor a pénzpiacokra jellemző bizonytalanság miatt arra figyelmeztettek, hogy a kockázati felárak egyelőre csak átmenetileg csökkentek, és hosszabb időszakra van szükség a folyamatok értékeléséhez. Mások azt hangsúlyozták, hogy a kedvező pénzpiaci tendenciákban az elmúlt időszakban inkább a technikai tényezők játszhattak szerepet, mint a fundamentális helyzet javulása.

A tanácsstagok megítélése szerint a globális inflációs nyomás növekedése miatt a jegybanki inflációs cél horgonyszerepének erősítése kitüntetett monetáris politikai feladatot jelent. A jegybanki alapkamat elmúlt két hónapban végrehajtott emelése a monetáris kondíciók szigorodását jelenti, de a lépések dezinflációs hatásának kibontakozásához hosszabb időszakra van szükség. Az elmúlt időszak lépései részben az árfolyam erősödésében is megmutatkoztak. Mindezért volt, aki úgy vélte, hogy az inflációs cél elérése érdekében szükséges monetáris szigorítást az alapkamat szintentartása is kellőképpen biztosíthatja. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az előrejelzés szerint az infláció 2010-re a célérték közelébe süllyedhet, ami akár a monetáris kondíciók enyhítésére is lehetőséget teremt.

Többen kifejtették, hogy rövid távon a jegybanki szigorításnak lehetnek reálgazdasági áldozatai. Mások viszont amellet érveltek, hogy a dezinfláció rövid távú reálgazdasági áldozatait egyértelműen ellensúlyozzák az alacsony inflációs szinthez köthető pozitív jóléti hatások. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a hitelesség javulása mellett az árstabilitás fenntartásának reálgazdasági költségei is lényegesen kisebbek. A Monetáris Tanács továbbra is szükségesnek látja a szigorú monetáris kondíciók fenntartását, és kész megtenni a szükséges lépéseket, amennyiben az inflációs cél elérése veszélybe kerül.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 25 bázispontos emelését 8 tag támogatta, 3 tag az alapkamat szinten tartására, és 1 tag az alapkamat 25 bázispontos csökkentésére szavazott.

Szavazatok:

<i>alapkamat 8,0%-ra csökkentése mellett</i>	1	Bánfi Tamás
<i>alapkamat 8,25%-os szinten tartása mellett:</i>	3	Csáki Csaba, Kádár Béla, Neményi Judit
<i>alapkamat 8,5%-ra emelése mellett</i>	8	Bihari Péter, Bihari Vilmos, Hardy Ilona, Király Júlia, Oblath Gábor, Karvalits Ferenc, Kopits György, Simor András

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. június 23-án tartja, amelyről 2008. július 11-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.