



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2008. JÚNIUS 23-I ÜLÉSÉRŐL**

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. májusában a fogyasztói árindex 7,0 százalék, a maginfláció pedig 5,9 százalék volt az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az áprilisi adathoz képest a fogyasztói árindex 0,4 százalékponttal, míg a maginfláció 0,2 százalékponttal emelkedett. A kedvezőtlen adat háttérben főként a feldolgozott élelmiszerek március óta stagnáló deflációja áll. Az iparcikkek és a piaci szolgáltatások inflációja ugyancsak emelkedett, de ebben nagyobb részt az energiaárak emelkedése tükröződik és nem haladta meg számottevően az előzetes várakozásokat. A magas élelmiszer infláció különösen azért adhat okot az aggodalomra, mert mind az euró-övezetben, mind a környező országokban a feldolgozott élelmiszerek inflációja már visszatért a korábbi alacsonyabb ütemhez, valamint az élelmiszer jellegű nyersanyag-árak április óta összességében mérséklődtek. Ez arra utalhat, hogy országspecifikus tényezők is hozzájárulhatnak a magas szinten beragadni látszó inflációs dinamikához. Összességében a tavalyi év végén megindult defláció megtorpanni látszik, s a felfelé mutató inflációs kockázatok erősödtek az elmúlt időszakban.

A versenyszféra béreit tekintve a szezonálisan igazított havi adatok alapján a dinamika gyorsulása figyelhető meg. A jelenség mind a feldolgozó, mind a szolgáltató szektorban azonosítható. A dinamika gyorsulását részben az év ezen időszakában szokásosnál nagyobb prémium-kifizetések magyarázzák. Kedvező jelnek tekinthető, hogy a szabályozóváltozások hatásaitól vélhetően mentes, 250 fő feletti vállalati körben a rendszeres bérek dinamikája csökken. Összességében azonban az áprilisi béradatok alapján még nem látszik a bérindexek várt mérséklődése.

A KSH részletes adatközlése szerint 2008 első negyedében a bruttó hazai termék naptári hatásoktól megszűrt növekedése 0,9 százalék volt. A vártnál kissé kedvezőbben alakult a nettó export, míg a beruházás és kormányzati fogyasztás elmaradt az MNB előrejelzésétől. A publikált adat alapvetően összhangban van a májusi inflációs jelentésben közzétett növekedési pályával.

Pénzügyi piacok

Míg a május nagyobb része a globális piacokon a subprime-válság enyhülésének jegyében telt, addig az utóbbi hetekben a nemzetközi tőkepiaci folyamatokat egyértelműen az inflációs várakozások emelkedése határozta meg. Bár a világgpiaci élelmiszerárakban március óta erőteljes korrekciót figyelhetünk meg, az olajárak emelkedése töretlenül folytatódott, és a májusi trendinfláció számos országban újra negatív meglepetést okozott. Egyes elemzések szerint az olajárak növekedése fundamentális okokra vezethető vissza (a kínálat lassan alkalmazkodik, a keresletszűkülést pedig sok országban gátolják a kormányzati ártámogatások), ezért kevesebb esély van az árak jelentős

csökkenésére. A világ nagy jegybankjai eddig a növekedési kockázatokra helyezték a hangsúlyt, azonban az utóbbi hetekben mind az EKB, mind a Fed az inflációval kapcsolatban markánsan szigorúbb kommunikációt folytatott. Ennek hatására az euró-zónás és amerikai alapkamat-pályára vonatkozó várakozások megemelkedtek.

Az MNB irányadó kamatára vonatkozó várakozások számottevően nőttek. Egy hónappal ezelőtt a pénzügyi hozamgörbe 8,75 százalékgig, jelenleg 9,25 százalékgig emelkedő alapkamattal konzisztens. A várt hozampálya elmozdulásának nagy része két nap alatt zajlott le. A hónap elején Trichet elnök szigorú nyilatkozatának hatására az euró-zóna rövid hozamai megemelkedtek. Ezt a forint hozamok – a régió többi országához hasonlóan – lekövezték. Azonban a következő napon a forint hozamok tovább emelkedtek, ami már nem volt jellemző a régió többi országára. Ezt a hosszú hozamok emelkedése és árfolyamgyengülés kísérte, ami tipikusan a kockázati prémiumot érő sokkokra jellemző.

A Reuters Poll felmérése szerint szinte minden elemző kamatemelésre számít a hétfői ülésen. A kamatciklus tetejét 9 százalék környékén látja az elemzők többsége, szemben az egy hónappal ezelőtti 8,5 százalékkal. A 2009 végére és a 2010-es év átlagára várt infláció szignifikánsan az MNB célja felett van (3,7 illetve 3,25 százalékon).

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után az alapkamat szinten tartása és emelése mellett hangzottak el érvek. A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az inflációs pályát nagymértékű bizonytalanság övezi.

A tanácstagok megítélése szerint a növekedési kilátások továbbra sem javultak érdemben. Megoszlott ugyanakkor a tanácstagok véleménye a makrogazdasági kereslet visszaesésének dezinflációs hatásáról. Többen azt hangsúlyozták, hogy a keresletszűkítés inflációcsökkentő hatása csak fokozatosan bontakozhat ki. Egyes tanácstagok azonban ehhez hozzátették, hogy a potenciálistól elmaradó növekedésre utaló jelek egyelőre közvetetten sem érzékelhetőek a kapacitás-kihasználtság mutatói, illetve a munkaerő-piaci statisztikák alapján.

Több tag arra hívta fel a figyelmet, hogy a nemzetközi nyersanyagárak további emelkedése és a globális inflációs nyomás erősödése miatt megtorpanhat a dezinfláció, ami a középtávú inflációs kilátásokat is veszélyezteti. Más tagok azonban úgy értékelték, hogy a jelenlegi helyzetben a fundamentális okokra visszavezethető nyersanyagpiaci áremelkedést a spekuláció is erősítette. Ennek következtében célszerű figyelmen kívül hagyni a magas áringadozást, illetve az átmeneti túllövéseket, és a nyersanyagárak előrejelzésre gyakorolt hatását elégséges az inflációs jelentések frissítésekor, negyedévente átvezetni. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a nyersanyagár-emelkedésre másképp kell

reagálnia az olyan országok jegybankjainak, ahol a belföldi kereslet a magyarországihoz hasonlóan nyomott.

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy a belföldi inflációs kilátásokat alapvetően befolyásoló ár- és bértendenciákat nagyfokú bizonytalanság övezi. Kedvező jelnek minősíthető, hogy a legfrissebb adatok alapján a piaci szolgáltatások inflációja a korábbi várakozásokhoz képest alacsonyabb volt. A teljes fogyasztói árindexet figyelembe véve azonban még nem értékelhetőek egyértelműen pozitívan az inflációs folyamatok. A legutolsó bér adatok kapcsán több tanácstag azt hangsúlyozta, hogy a fehéredés által kevésbé érintett, és ezért a bérek dinamikáját valószínűleg jobban tükröző 250 főnél többet foglalkoztató vállalatoknál határozottan mérséklődött a bérnövekedési ütem. Egyes tanácstagok azonban arra hívták fel a figyelmet, hogy a gyors bérnövekedés továbbra sincs összhangban a gazdaság gyenge teljesítményével, különösen a kis- és középvállalati szektorban. Mindez strukturális problémákra utalhat, illetve a megfelelő képzettségű munkaerő-tartalékok hiányára. A béralakulás kapcsán elhangzott olyan hozzászólás is, hogy a fehéredés hatása keresleti oldalról ugyan nem jelentkezik, de költségoldalról növelheti az inflációs nyomást.

A tanácstagok úgy értékelték, hogy a kockázati étvágy csökkenése miatt a forinteszközöktől elvárt kockázati felárak és a CDS-szpredek ismét emelkedtek. Többen arra figyelmeztettek, hogy a globális inflációs nyomásra reagálva a nagy jegybankok egyre szigorúbb hangvétellű kommunikációt folytatnak, ami a forint hozamgörbe emelkedéséhez is hozzájárult. Egyes tanácstagok úgy értékelték, hogy az árfolyam- és hozamalakulást spekulációs pénzmozgások is befolyásolhatták az elmúlt időszakban. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az inflációs félelmektől vezérelve az ázsiai és dél-amerikai feltörekvő országok jegybankjainak egyre nagyobb hányada szigorított érdemben a monetáris kondíciókon.

A tanácstagok megítélése szerint a legfontosabb monetáris politikai kihívást az importált infláció emelkedése miatt a jegybanki inflációs cél horgonyszerepének megerősítése jelenti. A jegybanki alapkamat elmúlt két hónapban végrehajtott emelése és a monetáris kondíciók szigorodása elősegítheti az inflációs célok teljesítését. Ennek kapcsán egyes tanácstagok arra figyelmeztettek, hogy a monetáris politikának az 5-8 negyedéves horizonton várható inflációs folyamatokra kell reagálnia, és a kilátások nem változtak érdemben május óta. Elhangzott ugyanakkor olyan vélemény is, hogy az eddigi kamatlépéseket csak az egyértelmű dezinflációs eredmények elérése után lehet sikerként elkönyvelni. A tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a kamatszint tartása esetén a döntés kommunikációja nagyobb kihívást jelent az előzetes piaci várakozásokra tekintettel. Többen sürgették ugyanakkor a kamatemelési ciklus lassítását. 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 szinten tartására 6 tag szavazott, 4 tag az alapkamat 25 bázispontos emelését támogatta.

Szavazatok:

<i>alapkamat 8,5%-os szinten tartása mellett:</i>	6	Bánfi Tamás, Bihari Péter, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Király Júlia, Neményi Judit
<i>alapkamat 8,75%-ra emelése mellett</i>	4	Karvalits Ferenc, Kopits György, Oblath Gábor, Simor András

Jelen voltak:

Simor András elnök

Bánfi Tamás

Bihari Péter

Csáki Csaba

Hardy Ilona

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. július 21-én tartja, amelyről 2008. augusztus 15-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.