



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2008. AUGUSZTUS 25-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2008. szeptember 19. 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

1. Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

Makrogazdaság

A KSH előzetes adatközlése alapján 2008 második negyedévében a bruttó hazai termék 2,2 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva (a növekedés a naptári hatásokat is figyelembe véve 2,1 százalékos volt). Trend dinamikák alapján folytatódott a 2007 közepén megkezdődött felívelés, amely az idei évi – revideált – adatok alapján az elmúlt két negyedévben érdemben erősödött. Az idei évben a hazai gazdasági felívelés háttérében azonban jelentős hatású, ám vélhetően átmenetinek bizonyuló tényezők is állhatnak, így hosszabbtávon nem várható a gyors felívelés folytatódása.

A magyar ipari termelés és a külkereskedelmi áruforgalom 2008. május-júniusban nagymértékben lassult, ami mögött elsősorban a nemzetközi környezet 2008 második negyedévi erőteljes lassulása áll. 2008 második negyedévében a szezonálisan igazított ipari termelés az előző negyedévhez képest 3,2 százalékkal csökkent. Az ipari termelés növekedésében az utóbbi hónapokban megfigyelt mérséklődés nem köthető egyetlen ágazathoz, hanem az alágazatok széles körére jellemző. Az inflációs jelentés előrejelzési horizontján lassuló eurövezeti konjunktúra valószínűsítő, mely kedvezőtlenül befolyásolhatja a magyar konjunktúrát is.

2008. júliusában a fogyasztóiár-index 6,7 százalék, a maginfláció pedig 6,0 százalék volt az előző év azonos időszakához viszonyítva. A júniusi adathoz képest a fogyasztóiár-index nem változott, míg a maginfláció 0,2 százalékponttal növekedett. A júliusi adat valamelyest kedvezőtlenebb lett várakozásainknál, ami alapvetően az élelmiszerek áralakulásához köthető, az elmúlt öt hónapban a feldolgozott élelmiszerek inflációja nem tudott érdemileg mérséklődni. Az iparcikkek áralakulása a csökkenés irányába, a feldolgozott élelmiszerek és a piaci szolgáltatások inflációja viszont a mérséklődés ellenében hatott. Utóbbi meghaladta az évek óta megszokott 5-7 százalékos intervallum felső határát, amely az inflációs folyamatok ragadóságának is lehet a jele.

A KSH által közzétett adatok szerint 2008 júniusában a bruttó átlagkeresetek 9,7 százalékkal emelkedtek az egy évvel korábbi szinthez képest. A költségvetési szférában 12,7 százalékkal, a versenyszférában 8,7 százalékkal nőttek a bérek az előző év azonos időszakához képest. A versenyszféra bruttó átlagkereseteinek éves indexei a 8-9 százalékos sávban ingadoztak az elmúlt hónapokban, melyhez júniusban jelentős létszámkorrekció párosult. A továbbra is magas bérdinamika növeli annak kockázatát, hogy a defláció lassabb lesz a vártnál.

Pénzügyi piaci fejlemények

A júliusi kamatdöntés óta a nagy jegybankok figyelme egyre inkább a romló növekedési kilátások irányába tolódott az inflációs kockázatok felől. Ebben feltehetően szerepet játszott, hogy az olajár számottevően csökkent a kitermeléssel kapcsolatos kockázatok

(pl. hurrikán, grúziai geopolitikai feszültségek) ellenére is, ami jelentősen javítja az inflációs kilátásokat. A csökkenő inflációs várakozások hatására jelentősen mérséklődtek a hozamok mind az USA-ban, mind az eurozónában, utóbbi mértéke azonban lényegesen meghaladta a tengerentúlit (a 2-5 éves euro hozam mintegy 70 bázisponttal csökkent az elmúlt hónapban).

Az elmúlt hetekben a dollár számottevő mértékben erősödött az euróval szemben, és egyes elemzők szerint ez akár az európai közös valuta évek óta tartó erősödési trendjének megfordulását is jelezheti. Az euro tartós gyengülése mellett szól, hogy míg Amerikában a gazdaság lassú felívelése várható, és év végére, jövő év elejére már kamatemelésre számít a piac a Fed részéről, addig az eurozónában a lassú növekedés elhúzódása, és a jegybanki kamatszint csökkenése valószínűsíthető. Amennyiben a dollár tartós erősödésnek indul, fennáll a veszélye, hogy az gyengítőleg hathat a feltörekvő piaci, úgynevezett „carry-devizákra” is. Mivel a carry pozíciók mögött gyakran dollárfinanszírozás áll, így fennáll tehát a veszélye, hogy az euro/dollár árfolyam trendjének megfordulása a forinthez hasonló devizáktól elvárt prémium emelkedésével járhat együtt.

Az inflációs kockázatok irányából a növekedési aggodalmak irányába történő elmozdulás nem csak a legnagyobb jegybankok monetáris politikáját és kommunikációját jellemezte. A cseh jegybank többször is utalt a korona túlzott mértékű felértékelődésére, és 25 bázisponttal csökkentette irányadó kamatát, míg a lengyel jegybankelnök szintén szót emelt a zloty gyengítése érdekében. A vártnál kedvezőtlenebb ipari termelési adat, valamint a csökkenő olajárak inflációt mérséklő hatása miatt hazánkban is felerősödtek a kamatcsökkentési várakozások, és év végére a jelenleginél 25 bázisponttal alacsonyabb irányadó kamattal konzisztensek a határidős pénzüpi hozamok. A Reuters által megkérdezett elemzők egyhangúan az irányadó kamat tartására számítanak a hétfői ülésen, az év végi alapkamatra adott előrejelzések átlaga pedig 8,25 százalék. A hosszú kötvényhozamok szintén 20-30 bázisponttal mérséklődtek az elmúlt hónapban, ez azonban elmarad az euro hozamok, valamint a cseh és lengyel hozamok csökkenésétől. A forint hozamfelárhoz hasonlóan, de kisebb mértékben emelkedtek a devizakötvényfelárak is, 5 éves futamidőn a CDS felár 10 bázisponttal. A swap spread továbbra is 50 bázispont körül mozog, ami arra utal, hogy a kötvénypiac működése továbbra sem áll teljesen helyre. A külföldiek állampapír-állománya nem változott számottevően a legutolsó kamatdöntés óta.

A regionális jegybanki lépések gyengítették a régió devizáit, melynek hatására a forint is leértékelődött. A forint gyengülésében a regionális tényezők és a kedvezőtlen nemzetközi hangulat mellett jelentős szerepet játszott a várt kamatpálya lejjebb tolódása is. Ezen túlmenően technikai tényezők is elősegíthették a forint leértékelődését, ugyanis az elmúlt hónapokban tapasztalt erősödés lényegében korrekció nélkül ment végbe. Az elmúlt hónapban nem folytatódott a külföldiek forintpozíciójának korábban megfigyelt emelkedése, a legutóbbi kamatdöntés időpontja óta több mint 300 milliárd forinttal csökkentették kitétségüket.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után a Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az augusztusi inflációs jelentésben szereplő előrejelzés alappályája nem változott érdemben májushoz képest, az infláció legkorábban 2010-ben mérséklődhet a 3 százalékos inflációs cél közelébe.

A tanácstagok megítélése szerint a növekedési kilátások továbbra is kedvezőtlenek, és előretételezve sem láthatóak a fordulat jelei. A nemzetközi és európai konjunktúrakilátások romlása miatt középtávon az sem várható, hogy a külső kereslet felfutása támogatná a gazdasági felívelés megindulását. A hazai makrogazdasági környezet alapvetően támogatja a dezinflációs folyamat folytatódását.

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy a nyersanyagpiaci áremelkedés korrekciójának köszönhetően mérséklődtek a felfelé mutató inflációs kockázatok, így az inflációs előrejelzés kockázati pályája szimmetrikusabbá vált. Egyes tanácstagok arra hívták fel a figyelmet ugyanakkor, hogy a nyersanyagárak magas volatilitása miatt a következő hónapokban akár fölfelé, akár lefelé nagymértékben elmozdulhat a prognózis. Többen kiemelték azt, hogy a piaci szolgáltatások áremelkedése és a bérinfláció továbbra is meghaladja az inflációs célnak megfelelő szintet, ami arra utal, hogy az inflációs várakozások továbbra is magasak. Elhangzott ugyanakkor olyan vélemény is, hogy a bér adatok nagyfokú bizonytalansága miatt nem alkalmasak az inflációs várakozásokkal kapcsolatos következtetések levonására. Emellett a feldolgozóipari bérek dinamikája elmarad a piaci szolgáltatási szektorétól.

A tanácstagok kedvezően értékelték, hogy a forinteszközök hozama csökkent az elmúlt időszakban. Többen azonban arra figyelmeztettek, hogy a CDS-szpredek továbbra is meghaladják a régió többi országára jellemző szintet, és a szpredek emelkedésének folytatódása arra utal, hogy a forinteszközök kockázati felára nem csökkent.

Több tanácstag arra hívta fel a figyelmet, hogy az elmúlt időszakban olyan strukturális törések lehettek a gazdasági idősorokban, ami megnehezíti azt, hogy az inflációs kilátásokat a múltbeli adatok alapján elemezni lehessen. Egyes tanácstagok ennek kapcsán a költségvetési kiigazításra, a külső finanszírozási pozíció javulására, valamint a monetáris politikai rendszer megváltozásának hatásaira hívták fel a figyelmet. Mások azt hangsúlyozták, hogy kedvezőtlen meglepetésekre is fel kell készülni, mert a globális környezet a korábbi éveknél kevésbé segíti a jegybankok antiinflációs küzdelmét.

A tanácstagok többsége szerint az inflációs kilátásokat erősen befolyásoló nyersanyagárak jelenlegi bizonytalansága miatt a monetáris politikának kiváró stratégiát érdemes követnie, fenntartva bármilyen irányú jövőbeni kamatlépés lehetőségét. Többen azt hangsúlyozták, hogy a legkomolyabb monetáris politikai kihívást hazánkban az inflációs perzisztencia megtörése jelenti. 2001. óta mindössze egyszer csökkent az infláció a jegybanki célnak megfelelő 3 százalék közelébe, az EU csatlakozás időszakában, amikor az olcsó importáru segítette a dezinflációs folyamatot. Az inflációs cél eléréséhez ezért az előző évekre jellemzőnél szigorúbb monetáris politikára van

szükség. Elhangzott ugyanakkor olyan vélemény is, hogy a jelenlegi szigorú monetáris kondíciók a nettó exportteljesítmény és a konjunktúrahelyzet további romlását okozhatják.

A Monetáris Tanács elnöke a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat szinten tartására 11 tag szavazott, 1 tag az alapkamat 25 bázispontos csökkenését támogatta.

Szavazatok:

<i>alapkamat 8,5%-os szinten tartása 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>alapkamat 8,25%-ra csökkentése mellett</i>	1	Bánfi Tamás

Jelen voltak:

Bánfi Tamás
Bihari Péter
Bihari Vilmos
Csáki Csaba
Hardy Ilona
Kádár Béla
Karvalits Ferenc
Király Júlia
Kopits György
Neményi Judit
Oblath Gábor
Simor András

A Kormányt Haraszti Katalin, a Pénzügyminisztérium főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2008. szeptember 29-én tartja, amelyről 2008. október 10-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.