



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2008. NOVEMBER 24-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2008. december 12. 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

2008. októberében a fogyasztóiár-index 5,1%, a maginfláció 4,6% volt, ami 0,6 illetve 0,5 százalékpontos csökkenést jelent az előző hónaphoz képest. A szeptemberben megfigyelt alacsony inflációt részben egyszeri hatások magyarázták, októberben azonban már nem voltak kiugró, egyedi tételek. A trendinflációs mutató szeptember után ezúttal is 3% alatt maradt, ami szintén a dezinfláció tartósságát jelzi. Az infláció komponenseit tekintve a piaci szolgáltatások éves indexe szeptemberhez képest tovább csökkent. Az iparcikkek inflációja hó/hó alapon emelkedett. Összességében az októberi adat összhangban van az előrejelzésben bemutatott erőteljesen csökkenő inflációs pályával, ami a monetáris politika számára releváns horizonton cél alatti inflációt mutat.

A szezonálisan igazított adatok szerint 2008 szeptemberében a bruttó átlagkeresetek a teljes nemzetgazdaságban 8,4%-kal, a versenyszférában 9,0%-kal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest. A feldolgozóiparban és a piaci szolgáltatásoknál egyaránt jelentősebb esés következett be, ez azonban csak a második negyedéves kiugró értékhez képest szembevetendő. A rendszeres bérek a feldolgozóiparban folyamatosan mérséklődtek az év során, a piaci szolgáltatások körében azonban továbbra is 9% fölötti stagnálás látható. Összességében, bár a nominális bérek növekedési üteme mérséklődik, figyelembe véve a szintén lassuló termelékenységet, a bérdinamika továbbra sem konzisztens az árstabilitással.

A KSH munkaerő-felmérés szezonálisan igazított adatai alapján 2008 harmadik negyedévében a munkanélküliségi ráta 7,8% volt, ami meggyezik az előző negyedévi értékkel. A foglalkoztatás ugyanakkor 0,4 százalékponttal nőtt, ami valószínűsíthetően az állami vagy önkormányzati tulajdonú munkahelyeken dolgozók körében ment végbe. A kedvezőtlen konjunkturális körülmények a foglalkoztatás jelentős csökkenéséhez és a bérdinamika erőteljes mérséklődéséhez vezethetnek.

A KSH előzetes adatközlése szerint a bruttó hazai termék 2008 harmadik negyedévében 0,8%-kal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva (a naptári hatásokkal korigált index 0,7%), azaz megtört a hazai GDP elmúlt időszakban megfigyelt lassú élénkülése. A kedvezőtlen folyamat mögött a globális konjunktúra erőteljes és vártnál nagyobb lassulása áll, melyre a magyar exportszektor a régiós versenytársaknál némileg érzékenyebben reagált. Az exportpiacok beszűkülése mellett a közeljövőben várhatóan jelentősen mérséklődő hitelezési aktivitás is negatívan érinti a rövidtávú növekedési kilátásokat. Mindezt figyelembe véve 2009-ben a gazdaság átmeneti visszaesésére számítunk.

Pénzügyi piacok

A kockázati indexek tanúsága szerint a rendkívüli kamatdöntés óta romlott a befektetői hangulat. Az elmúlt hónap első hetében némi optimizmus alakult ki a piacokon, mely a fejlődő piaci devizák erősödésében és a felárak alakulásában is tükröződött. Ebben szerepe volt a nagy jegybankok kamatcsökkentéseinek és új likviditásbővítő eszközeinek, valamint a kormányok újabb stabilizációs intézkedéseinek. Október végétől kezdve azonban ismét a recessziós félelmek kezdtek dominálni, melyet alátámasztottak a kedvezőtlen makroadatok és bizalmi indexek mind a tengerentúlon, mind Európában.

A legnagyobb jegybankok mindegyike csökkentette irányadó kamatát. Az összehangolt kamatcsökkentés óta a Fed és az EKB a piaci várakozásoknak megfelelően 50 bázisponttal, a svájci jegybank rendkívüli üléseken 50, majd később 100 bázisponttal, a Bank of England a vártnál nagyobb mértékben, 150 bázisponttal, míg a Bank of Japan 20 bázisponttal, 30 bázispontra csökkentette az alapkamatot. Emellett több kisebb jegybank is lazított a monetáris kondíciókon, kamatemelésre hazánk mellett mindössze Izlandon (+100bp), Szerbiában (+200bp) és Oroszországban (+100bp) került sor az elmúlt hónapban. A piac további lazításra számít a nagy jegybankok részéről: a Fed esetében 50 bázispontos kamatvágást várnak a december 16-i ülésére, míg az eurozónában egészen 2 százalékgig süllyedő alapkamatot jeleznek a határidős kamatlábak 4-5 hónap távlatában.

A bankközi rövid lejáratú euro és dollár kamatok számottevően mérséklődtek, mely elsősorban az elmúlt hónapban bekövetkezett és várt további kamatcsökkentéseknek, valamint a dollár esetében a bankközi piacon tapasztalt javulásnak is köszönhető. Ezzel a bankközi hozamok valamelyest közeledtek a megegyező futamidejű állampapír-piaci hozamhoz.

A forintárfolyam jellemzően a globális piaci hangulat alakulását követte. A rendkívüli kamatdöntés után átmeneti erősödés következett be (270 forintig), az árfolyam azonban még napon belül visszatért a kamatemelés előtti szintre. A következő héten azonban, köszönhetően a kamatemelés mellett az átmenetileg javuló globális piaci hangulatnak és a bejelentett, vártnál nagyobb összegű, IMF/EU hitelkeretnek köszönhetően számottevő forinterősödésre került sor, egészen 255 forint/euro árfolyamig. Azt követően azonban, összhangban más feltörekvő piaci devizákkal, a hazai fizetőeszköz is leértékelődött a jelenlegi 270 forint/euro körüli szintre. A Reuters felmérésében választ adó 17 elemző év végi árfolyamra adott előrejelzésének átlaga 263 forint/euro (eközben a jelenlegi kamatszint tartását feltételezik év végéig), míg 2009 végére 256 forint/euro árfolyamra számítanak a megkérdezettek. Ez mindkét év esetében 8 forinttal gyengébb árfolyamszintet jelent a múlt havi felméréshez képest.

A kamatemelés óta összességében 220 milliárd forinttal csökkent a nem rezidensek forintpozíciója. A kamatemelést követő héten ugyan bekövetkezett egy átmeneti fordulat, utána azonban folytatódott kitétségük csökkenése.

A kötvénypiacon nem következett be javulás az elmúlt hónap során. A 3 hónapos DKJ hozam a rendkívüli kamatemelést követően 100, majd azóta újabb 100 bázispontot emelkedett. A görbe középső szegmensében lényegében a kamatemelés előtti szinten állnak a hozamok, míg a 10 éves hozam 60 bázisponttal lejjebb tartózkodik. Az október 27-i csúcs (kamatemelés utáni hétfő) és a november 5-i fordulópont között a nemzetközi hangulat javulásával párhuzamosan, valamint vélhetően a hitelkeretnek is köszönhetően 180 bázispontos mérséklődés következett be a görbe középső és hosszú végén, miközben a vételi-eladási és assetswap különbözete is mérséklődtek, azóta azonban az ötéves hozam esetében 150, a tízéves esetében 90 bázisponttal emelkedtek a hozamok. Az átlagos napi másodpiaci forgalom jelentősen visszaesett novemberben, ami inkább az üzletkötések számában bekövetkezett csökkenésnek, mintsem az átlagos ügyletméret változásának tulajdonítható. Az MNB eddig közel 200 milliárd forint névértékben vásárolt magyar állampapírt. A külföldiek állampapír-állománya a legutóbbi kamatdöntés óta mintegy 300 milliárd forinttal csökkent.

A bankközi forint pénzpiacon továbbra sem valósul meg maradéktalanul a likviditás újraelosztása, amit az MNB kétoldali eszközeinek párhuzamos igénybevétele is tükröz. A hazai FX swap piacon a forgalom csökkenő részét továbbra is az MNB-vel kötött ügyletek teszik ki. Az implikált forint kamatok a múlt hónap végéhez képest lényegesen közelebb kerültek az irányadó kamathoz, mind az euróval, mind a dollárral szembeni FX swap ügyletekben.

A határidős pénzüpi kamatláb-jegyzések (FRA) 2009 első három hónapjában a jelenleginél 20 bázisponttal alacsonyabb irányadó kamattal konzisztensek, majd havonta további 25 bázispontos mérséklődést implikálnak. A Reuters által megkérdezett 22 elemző nagy többsége a kamatszint tartására számít mind a hétfői, mind a decemberi ülésen, mindössze 1 elemző vár 100-100 bázispontos kamatsökkentést mindkét hónapban. A 2009 végi alapkamatra adott előrejelzések 7 és 10 százalék között szóródnak, a várakozások átlaga 8,26 százalék. Az inflációs várakozások mérséklődését mutatja, hogy a megkérdezettek 2009-re átlagosan 3,44, 2010-re 2,85 százalékos drágulásra számítanak, ami rendre 37 és 8 bázispontos csökkenést jelent a múlt havi felméréshez képest.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után a Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a globális és belföldi konjunktúra-kilátások romlása, illetve a nyersanyagár-korrekció miatt az inflációs kilátások érdemben javultak, így középtávon teljesíthetővé vált az inflációs cél. Az ország pénzügyi problémái a Nemzetközi Valutalappal kötött megállapodást követően oldódtak, de a további konszolidációhoz a piacok hatékony működésének helyreállítására és a stabilitási kockázatok érdemi csökkenésére van szükség.

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy a külső és belső kereslet visszaesése, valamint a nyersanyagárak csökkenése miatt 2010-re az infláció jóval az inflációs cél alatt lehet.

Elhangzott ugyanakkor olyan vélemény is, hogy a dezinfláció akár az inflációs jelentésben szereplő pesszimista forgatókönyvnél is erőteljesebb lehet.

A globális hitelválság és a kockázatviselési hajlandóság nagymértékű csökkenése miatt a forinteszközök kockázati felára megemelkedett. A külső pénzügyi segítségnyújtást követően a piaci hangulat valamelyest javult, később a nemzetközi hangulat változásával összhangban ismét kismértékben nőtt a magyar adósság CDS felára. Többen arra hívták fel a figyelmet, hogy a hosszú forint állampapírhozamok tovább emelkedtek október vége óta – ellentétesen az Európára jellemző trenddel –, a másodpiaci forgalom pedig továbbra is alacsony.

A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy az MNB intézkedései segítették a bizalom helyreállítását a hazai pénzügyi piacokon, a piaci intézményrendszer működésének helyreállításához és a stabilitási kockázatok enyhítéséhez azonban hosszabb időre van szükség. A kötelező tartalékráta decemberi tartalékteljesítési periódustól hatályos csökkentése a bankok finanszírozási nehézségeinek enyhítésén keresztül hozzájárulhat a pénzügyi zavarok oldódásához. Egyes tanácsstagok arra figyelmeztettek, hogy az állampapírpiac és a bankközi pénzpiac rendellenes működése továbbra is stabilitási kockázatot képvisel. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az ország finanszírozási problémáinak enyhítéséhez, külső források hiányában, a háztartások nettó megtakarításainak növekedése szükséges. Az IMF forrásokra elsősorban a bizalom rövid távú helyreállításához és az állam folyó finanszírozásának helyreállításához volt szükség, míg a belföldi szektorok finanszírozását középtávon más forrásokból kell megoldani.

A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy a jegybanknak igen óvatos kamatpolitikát érdemes folytatnia, de a globális pénzügyi zavarok relatív enyhülését, és a Nemzetközi Valutalappal kötött megállapodást követően lehetőség van a jegybanki alapkamat mérséklésére. Miközben az inflációs cél elérhető a monetáris kondíciók jelentős enyhítése mellett is, a kamatcsökkentés halasztása a kamatvárakozások magas szinten történő beragadását okozhatná, ami a hitelpiac drasztikus visszaeséséhez, és a gazdasági recesszió súlyosbodásához vezethetne. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a jelenlegi helyzetben az árfolyamcsatorna monetáris politikai szerepe csökkent, míg a kamat- és hitelezési csatornái erősödött. Egyes tanácsstagok arra figyelmeztettek, hogy a magas hitelkamatok növelhetik a kontraszelekciót és a morális kockázatokat, ezáltal a bankok hitelfortfoliójának romlását okozhatják. Többen azt hangsúlyozták, hogy az októberi rendkívüli, 300 bázispontos kamatemelésre átmenetileg volt csak szükség a kockázati prémium megemelkedése, illetve a forint elleni megalapozatlan spekuláció megfékezése miatt. A kamatemelés segítette a piaci hangulat javítását és a befektetői bizalom helyreállítását. Megoszlott ugyanakkor a tanácsstagok véleménye a jövőbeli kamatpolitikai lépésekről. Többen azt hangsúlyozták, hogy a rendkívüli kamatlépés korrekcióját a múltbeli rendkívüli kamatemelésekhez képest gyorsabban kell végrehajtania a jegybanknak, mert így elkerülhetőek az átmenetileg szükséges rendkívüli kamatlépés kedvezőtlen reálgazdasági hatásai. Mások ugyanakkor arra figyelmeztettek, hogy az ország pénzügyi stabilitási kockázatokkal szembesülhet, ha túlzottan gyorsan mérséklődik az alapkamat, ami szintén reálgazdasági költségeket okozhat.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 50 bázispontos csökkentését 8 tag támogatta, 2 tag az alapkamat 100 bázispontos csökkentésére szavazott, míg 1 tag az alapkamat szintentartását támogatta.

Szavazatok:

<i>alapkamat 11,0%-ra csökkentése mellett</i>	8	Csáki Csaba, Hardy Ilona, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Kopits György, Neményi Judit, Oblath Gábor, Simor András
<i>alapkamat 10,5%-ra csökkentése mellett</i>	2	Bánfi Tamás, Bihari Vilmos
<i>alapkamat 11,5%-os szinten tartása mellett:</i>	1	Bihari Péter

Jelen voltak:

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

A Kormányt Kovács Álmos, a Pénzügyminisztérium szakállamtitkára képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2008. december 22-én tartja, amelyről 2009. január 9-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.