



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2008. SZEPTEMBER 29-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2008. október 10. 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. augusztusában a fogyasztói árindex 6,5 százalék, a maginfláció 5,8 százalék volt, ami 0,2 százalékpontos csökkenést jelent mindkét mutatóban az előző hónaphoz képest. A rövidbázisú évesített trendinfláció értéke 3,5 százalék körül alakult, ami mintegy 1,5 százalékpontos csökkenést jelent az előző hónaphoz képest. Az iparcikkek árai július után augusztusban is deflááltak hó/hó alapon, ami az erős forint-euró árfolyam hatásának tulajdonítható. Az augusztusi adat - összességében is és a tételek döntő többségénél is – a stáb várakozásának megfelelően alakult. A piaci szolgáltatások inflációja ugyanakkor némileg alacsonyabb, a feldolgozott élelmiszerek inflációja pedig enyhén magasabb lett.

A KSH részletes adatközlése szerint 2008 második negyedében a bruttó hazai termék – az előzetes adatközléstől elmaradva – 2,0 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. A naptári hatásoktól szűrt növekedés szintén 2,0 százalékra módosult. A részletes adatok megerősítik, hogy a fiskális egyensúlyjavító intézkedések elsődleges hatásainak kifutását követően a magyar gazdaság növekedésének felívelése változatlanul visszafogott pálya mentén zajlik. Bár a trendmutatók mind az éves, mind a negyedéves bővülés esetében az elmúlt évben érvényesült folyamatoknál kedvezőbb értékeket mutatnak, ennek háttérében nagyobb részt átmeneti hatások állnak. Termelési oldalon a mezőgazdaság kiugró terméseredményét és az állami szektor kibocsátásában a tavalyi év visszafogását követő korrekciót kell megemlíteni. Felhasználási oldalon a kormányzati és magánfogyasztás, valamint a készlet (és statisztikai hiba) növekedési hozzájárulása erősödött az elmúlt negyedévekhez képest. A gazdaság hosszabb távú növekedési pályáját meghatározó makrogazdasági környezet azonban - részben a nemzetközi konjunktúra-kilátások romlása, részben a hazai potenciális növekedést már évek óta fékező folyamatok (alacsony beruházási aktivitás és foglalkoztatás) miatt - kedvezőtlenebbé vált.

A KSH által közzétett adatok szerint 2008 második negyedében lassuló ütemben ugyan, de mind a nemzetgazdaság egészében, mind a versenyszférában tovább folytatódott a foglalkoztatottak számának csökkenése. Ez összhangban áll az augusztusi inflációs jelentés előrejelzésével. Az Állami Foglalkoztatási Szolgálat adatai szerint tovább mérséklődött a betöltetlen üres álláshelyek száma. Ennek, és a kis mértékben emelkedő munkanélküliségnek köszönhetően a munkapiac feszessége tovább csökkent.

A versenyszféra béreinek alakulása ezzel szemben nem utal a munkapiac lazulására. Bár júliusban a bruttó átlagbérek dinamikájának enyhe csökkenése volt megfigyelhető, szektorális megbontásban korántsem egységes a tendencia megítélése. A piaci szolgáltatásokban továbbra is jelentős mérséklődés volt jellemző, melynek nagy része egyedi hatáshoz, a pénzügyi szektorban a szokásosnál alacsonyabb prémiumfizetésekhez köthető. A feldolgozóiparban a bérinfláció hónapok óta tartó csökkenése nem folytatódott a tárgyidőszakban. E mögött a rendszeres kifizetések éves indexének

emelkedése azonosítható. Ugyanezen mutató a pénzügyi szektor nélküli piaci szolgáltató ágazatban továbbra is magas szinten stagnált.

Pénzügyi piaci fejlemények

Az elmúlt hetekben a másodrendű jelzálogpiaci válság újabb erős turbulenciája volt tapasztalható. Több tengerentúli pénzügyi intézmény csődközeli helyzetbe került, ami a bankközi bizalom jelentős erodálását, a kockázati felárak nagymértékű emelkedését és a részvényárfolyamok zuhanását eredményezte. A Fed likviditásbővítő intézkedései ellenére a dollár bankközi piaci hozamok lényegesen az irányadó kamat szintje fölé emelkedtek a bizalomhiány következtében. Eközben a biztonságosabb eszközök közé tartozó rövid állampapírok hozama 0 százalék közelébe süllyedt, ami a hozamkülönbség korábban soha nem tapasztalt mértékű kitágulását okozta. Az események hatására több egyéni és összehangolt jegybanki likviditásbővítő intézkedésre került sor. A Fed rendes kamatdöntő ülésén viszont nem változtatott az alapkamaton, jollehet a piac biztosra árazta a csökkentést. Kedvező fordulatot az amerikai kormányzat és jegybank közös, hosszabb távú 700 milliárd dolláros intézkedéscsomagjának bejelentése okozott, ami azonban még kongresszusi elfogadásra vár.

A kockázati étvágy visszaesése a feltörekvő országok devizáinak leértékelődéséhez, hozamszintjeik megemelkedéséhez vezetett, majd az amerikai intézkedéscsomagról szóló bejelentést követően korrekció következett be. A forint az augusztusi kamatdöntés óta összességében 2-3 százalékkal értékelődött le. Ez meghaladja a régió többi devizájának (korona, zlotyi) gyengülését, de a magas kamatozású devizák (pl. izlandi korona, brazil réal, dél-afrikai rand, török líra) a forintnál nagyobb mértékben értékelődtek le az elmúlt hónap második felében. A forint gyengülése nem tekinthető jelentősnek a globális piaci turbulencia mértékéhez képest. A Reuters által megkérdezett elemzők árfolyamra adott előrejelzései nem változtak számottevően a múlt havi felmérés óta: az idei év végére 241, 2009 végére 242 forintos árfolyamot várnak.

A külföldiek kumulált forint devizapozíciója szeptemberben jelentősen csökkent, miközben swap állományuk meredeken emelkedett. Ez azt valószínűsíti, hogy a külföldiek az emelkedő kötvényállományukat swap ügyleten keresztül finanszírozzák, a forintkitettség vállalása nélkül. A swap állomány kötvényállomány növekedést meghaladó felduzzadása a spot pozíció csökkenésével együtt arra utal, hogy külföldiek a meglévő eszközeik tartásából származó kitettséget is csökkentik, és/vagy szintetikus rövid forintpozíciókat vesznek fel. Az opciós jegyzésekből származtatott implikált volatilitás szeptemberben megemelkedett, ami a várakozásokat övező megnövekedett bizonytalanságot jelzi.

A magyar 5 éves CDS ár a július közepe és augusztus vége között jellemző 120 körüli értékről szeptemberben 223-ig emelkedett, összhangban más szuverén, valamint a banki CDS-ek nagymértékű emelkedésével. A szuverének közti összehasonlításban ez relatív romlást jelent, hazánk a kockázatos országokhoz közeledett.

A kötvényhozamok szintén számottevően emelkedtek a globális események hatására, majd némi korrekció következett be. A kamatswaphozamok ennél kisebb mértékben emelkedtek, de a swap szpred tágulása nem érte el a márciusban tapasztalt mértéket, és a piaci szereplők sem számoltak be a kötvénypiaci likviditás tavaszihoz hasonló romlásáról. Szeptemberben összesen 350 milliárd forinttal nőtt a külföldiek állampapír-állománya, és a turbulencia hetén is csak 40 milliárd forinttal csökkent.

A rövid hozamokban hasonló ív volt megfigyelhető. A globális piaci turbulencia egyes napjain részben kiárazódta a várt kamatsökkentéseket, majd az amerikai stabilizációs csomag bejelentését követően ismét beárazott a piac egy 25 bázispontos csökkentést 2009 elejére. A Reuters által megkérdezett elemzők mindegyike jelenleg a kamatszint tartására számít. Az év végére várt alapkamatra adott előrejelzések 7,75 és 8,50 között szóródnak, az átlag 8,33 százalék.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után a Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az elmúlt hónapban beérkezett tényadatok alapján az inflációs folyamatok a 2008. augusztusi inflációs jelentés alappályájának megfelelően alakultak. A nyersanyagárak csökkenése és a romló külső konjunktúra következtében javultak az inflációs kilátások és növekedett a 3 százalékos inflációs cél teljesülésének valószínűsége. A nemzetközi pénz- és tőkepiaci bizonytalanság továbbra is óvatos, kiváráó monetáris politikát tesz szükségessé.

A tanácstagok megítélése szerint a korábbi hónapokhoz képest nem javultak érdemben a növekedési kilátások, és a hazai makrogazdasági környezet alapvetően támogatja a deflációt. Többen kiemelték, hogy a globális konjunktúrahelyzet tovább romlott, ezért nem várható, hogy a külső kereslet segítené a hazai gazdasági növekedés gyorsulását. Elhangzott az is, hogy a legfrissebb kiskereskedelmi adatok és az importadatok összetétele alapján megállapítható, hogy a belső kereslet továbbra is gyenge, a lakossági fogyasztás és a beruházás felívelése lassabb lesz a korábban vártnál. Egyes tanácstagok úgy értékelték, hogy a nemzetközi pénz- és tőkepiaci válság hatására a hazai bankrendszer forrásköltsége várhatóan megemelkedik, ami tovább ronthatja a makrogazdasági kilátásokat.

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy a nyersanyagpiaci áremelkedés korrekciójának köszönhetően az inflációs kilátások javultak az elmúlt hónapban. Többen ugyanakkor felhívták a figyelmet arra, hogy a nyersanyagárak növekvő volatilitása miatt egyre nehezebb a trendek azonosítása és az inflációs folyamatok prognosztizálása.

A tanácstagok megítélése szerint az inflációs várakozások megítélését a béradatok nagyfokú bizonytalansága akadályozza. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az inflációs várakozások megemelkedése nem mutatható ki az energia és élelmiszer áremelkedés hatásától megtisztított szolgáltatási árindexben, miközben a foglalkoztatottak létszámcsökkenése fékezi a magas bérnövekedési dinamika keresletoldali inflációs

hatását. Egyes tanácsstagok arra hívták fel a figyelmet, hogy a legkomolyabb monetáris politikai kihívást hazánkban továbbra is az inflációs perzisztencia megtörése jelenti, amihez a bérinfláció fokozatos csökkenésére lenne szükség. Mások azt hangsúlyozták, hogy a foglalkoztatottak számának csökkenése ellenére azért nem lazul a munkaerőpiac és mérséklődik a bérdinamika, mert túlkínálat csak képzetlen munkaerőből van.

A tanácsstagok kiemelték, hogy a pénz- és tőkepiacokon jelentősen nőtt a bizonytalanság. Egyes tanácsstagok úgy értékelték, hogy a pénzügyi zavarok során egyre nagyobbak a kilengések, egyre gyorsabb a hatásuk, és egyre gyakrabban következnek be. Bár a legsérülékenyebb országcsoportból hazánk kikerült, a befektetők szemében a forintbefektetések nem tartoznak a megbízható eszközök csoportjába, ezért a pénzügyi zavarok esetleges súlyosbodása a régió országainál jobban érintheti a forint eszközök árait. Többen kiemelték, hogy a belpolitikai helyzet és a költségvetési törvény parlamenti támogatásával kapcsolatos bizonytalanság mindezt a jövőben tovább fokozhatja.

A tanácsstagok többsége szerint az inflációs kilátásokat erősen befolyásoló nyersanyagárak és a globális pénzügyi helyzet bizonytalansága miatt a monetáris politikának kiváró stratégiát érdemes követnie, fenntartva bármilyen irányú jövőbeni kamatlépés lehetőségét. Többen ugyanakkor azt hangsúlyozták, hogy az inflációs kilátásokban bekövetkezett javulás a nemzetközi pénzügyi helyzet konszolidálódását követően már nagy valószínűséggel lehetővé teszi a jelenlegi szigorú monetáris kondíciók enyhítését. Egy tanácsstag véleménye szerint a foglalkoztatottak számának csökkenése, a külkereskedelmi forgalom kedvezőtlen alakulása kamatcsökkentést indokol.

A Monetáris Tanács elnöke a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat szinten tartására 10 tag szavazott, 1 tag az alapkamat 25 bázispontos csökkenését támogatta.

Szavazatok:

<i>alapkamat 8,5%-os szinten tartása mellett:</i>	10	Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, 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
 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. október 20-án tartja, amelyről 2008. november 14-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.