



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2008. OKTÓBER 20-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2008. november 14. 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. szeptemberében a fogyasztóiár-index 5,7%, a maginfláció 5,1% volt, ami 0,8 illetve 0,7 százalékpontos csökkenést jelent az előző hónaphoz képest. Az inflációs folyamatokat megragadó trendinflációs mutató havi szinten historikusan alacsony volt, ami a feldolgozott élelmiszerek és a piaci szolgáltatások inflációjának jelentős – részben egyedi termékekhez köthető – csökkenésének a következménye.

A III. negyedévben a fogyasztóiár-index alakulása (6,3%) összességében megfelelt a jegybanki előrejelzésnek, míg a maginfláció (5,6 százalék) valamelyest meghaladta azt. A feldolgozott élelmiszerek inflációja a nyári emelkedés után bekövetkező szeptemberi korrekcióval együtt is magasabb lett a vártnál. Az iparcikkeknel prognosztizált dezinfláció elmaradása azt jelezheti, hogy a vállalatok az augusztusi jelentésben használt 232 Ft/euro árfolyamnál gyengébb árfolyamhoz áraztak. A piaci szolgáltatások a harmadik negyedévben a vártnál jelentősen kisebb, 6%-os ütemben nőttek, ami a negatív kibocsátási rés erősebb hatására utalhat.

A szezonálisan igazított LFS adatok szerint 2008. augusztusában nemzetgazdasági szinten a munkanélküliségi ráta 7,6% volt. Az aktivitás, a foglalkoztatottság és a munkanélküliség egyaránt stagnálást mutatott az előző időszakhoz képest. A foglalkoztatás a korábbi hónapokban valamelyest emelkedett, azonban ezt összességében továbbra is a foglalkoztatás mérséklődése várható.

A 2008. szeptemberében publikált bizalmi indikátorok (IFO, Business Climate Indicator, European Sentiment Indicator) szerint az európai konjunkturális kilátások az elmúlt hónapokhoz hasonlóan tovább romlottak. Az ESI felmérése Magyarországon is elkészül, mely alapján a hazai vállalatok körében tovább folytatódott a gazdasági hangulat romlása. A KSH előzetes adatközlése szerint a munkanaphatástól megtisztított ipari termelés augusztusban 1,2%-kal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A hazai ipar teljesítménye – összhangban az európai konjunktúra alakulásával – jelentősen mérséklődött az év első harmadához képest.

Pénzügyi piaci fejlemények

Az elmúlt hetekben a nemzetközi pénzpiacokon jelentős működési zavarok bontakoztak ki, melyek az általános kockázatvállalási hajlandóság csökkenésével kiegészülve hozzájárultak a tőkepiacok zuhanásához. A válság a feltörekvő piacokat, köztük Magyarországot is egyre súlyosabban érinti.

A fejlett országok jegybankjainak válságkezelő intézkedései a likviditásbővítés további fokozása mellett kiegészültek pénzügyi stabilitási szempontból fontos banki tőkeemelésekkel és egyrészt bankbetéteket, másrészt bankközi piaci forrásokat érintő garanciavállalásokkal. A bankközi likviditás növelése érdekében összehangolt,

50 bázispontos kamatcsökkentést jelentett be a Fed, az EKB, a Bank of England, valamint a kanadai, a svájci és a svéd jegybank. Az euro/dollár piac problémáinak orvoslása érdekében az EKB, a Bank of England és a svájci jegybank bejelentette, hogy rögzített kamattal korlátlan mennyiségben nyújt dollárlikviditást a bankoknak, a Fed pedig a megfelelő értékben swap line-t biztosít az említett jegybankoknak. A svájci jegybank EUR/CHF swap line-t fog nyújtani az EKB-nak, hogy az európai bankok franklikviditása növekedjen. Az EKB bejelentette, hogy a likviditási tenderein fedezetként elfogadott értékpapírok körét dollár-, font- és jenalapú, de az eurozónában kibocsátott kötvényekkel bővíti ki. Az USA-ban nyilvánosságra kerültek a 700 milliárd dolláros csomag első részletei, melyek szerint a kormányzat 250 milliárd dollár értékben emel tőkét amerikai bankokban. Az amerikai bankbetétekre vállalt állami garancia összességét megemelték, és garanciát jelentettek be a bankok újonnan kibocsátott alárendelt kölcsöntőkéjére is. Számos EU-tagállamban is állami garanciát vállalnak a bankok bizonyos új adósságaira.

Az eddigi jegybanki és kormányzati intézkedések nem hoztak fordulatot a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon. Szeptember vége óta a fejlett országokban a részvényárfolyamok mintegy 25 százalékkal estek, a feltörekvő piacokat ennél is nagyobb mértékű zuhanás jellemezte. A rövid lejáratú amerikai állampapírok iránt továbbra is élénk a kereslet, ami miatt a hozamok 0 százalék közelébe csökkentek. A bankközi dollárkamatok a jelentős likviditásbővítő intézkedések ellenére mintegy 500 bázisponttal magasabb szinten tartózkodnak, és hasonló a helyzet alakult ki az euro kamatok esetében is. A kockázatvállalási hajlandóság rendkívül alacsony szintje és a bizalmatlanság továbbra is fennmaradó rendkívüli mértéke miatt a bankközi hitelezés akadozik.

A feltörekvő piacokon mind a kockázati étvágycsaknem teljes erodálódása, mind a pénzpiacok diszfunkcionalitása érezteti hatását. A fejlődő országok devizái jelentősen leértékelődtek, számos jegybank (pl. Brazília, Mexikó, Dél-Korea, Románia) interveniált, hogy megállítsa devizája gyengülését. Több deviza esetében is tapasztalható, hogy az implikált hozamkülönbség az FX-swap piacok kiszáradása miatt jelentősen csökkent a dollárral illetve az euróval szemben. Mind a hozamok, mind a CDS jegyzések rendkívül magas szintekre, több esetben historikus csúcsokra ugrottak.

Az 5 éves magyar szuverén CDS-jegyzések drasztikusan emelkedtek az elmúlt időszakban, míg a BUX-index 30 százalékkal csökkent szeptember óta. Emellett az állampapírpiaci hozamok az összes lejáraton szokatlanul magas szintekre emelkedtek, miközben a másodpiaci és aukciós kereslet is nagymértékben csökkent.

Az FX-swap piac komoly működési problémákkal küzd, az implikált hozamkülönbségek több napon keresztül negatív tartományba estek mind a dollárhoz, mind az euróhoz viszonyítva. Ez a jelenség rendkívül nehéz helyzetbe hozza a magyar pénzintézeteket. A magyar bankok hagyományosan swap ügyletekkel elégítik ki devizaszükségletüket, ezért a swap piac kiszáradása komolyan veszélyezteti a magyar pénzügyi piacok működését. A forint spot piacán is

érzékkelhető a likviditási feszültség és a kockázati étvágy csökkenése, az árfolyam az euróval szemben a szeptember végi 240 körüli szintről 265-270-re gyengült. Az opciós jegyzések alapján számított implikált EUR/HUF volatilitás szeptember óta jelentősen emelkedett. A külföldiek nettó forintvásárlása 700 milliárd forinttal csökkent, a swap állományuk 200 milliárddal nőtt. A Reuters által megkérdezett elemzők közül nagyon kevesen adtak választ a november végi és 2008 végi árfolyam-várakozásra vonatkozó kérdésre. Mindkét esetben 256 forintos árfolyamra számítanak, bár az előrejelzések szóródása nagy volt.

A hazai hatóságok intézkedéssorozattal próbálják megnyugtatni a piacot és segíteni a normális működés visszaállítását. Az Európai Unió ajánlásával összhangban, hazánkban 13 millió forintra emelkedett az Országos Betétbiztosítási Alap által biztosított betétek értékhatára. A súlyosbodó hazai pénz- és tőkepiaci helyzetben a jegybank további intézkedéseket jelentett be. Első lépésként az MNB kétoldali FX-swap tendereket hirdetett meg, amelyekben a jegybank közvetítő szerepet tölt be, a bankok által felajánlott forint-, illetve euro többletforrásokat párosítja össze. A jegybank később eurolikviditást nyújtó O/N FX-swap rendelkezésre állást vezetett be a hazai bankok számára, melyre az EKB-val kötött megállapodás adott lehetőséget. Az MNB az állampapírpiacon likviditásának és zavartalan működésének helyreállítása érdekében megállapodást kötött az elsődleges forgalmazókkal. A megállapodás szerint az elsődleges forgalmazók a tőzsdén folyamatos árjegyzést végeznek a három hónapnál hosszabb lejáratú állampapírokra és 2008 végéig meghatározott mértékben növelik a tulajdonukban lévő állampapír-állományukat, míg az MNB vállalja, hogy állampapír-vásárlási aukciókat hirdet részükre. Emellett a jegybank két új hiteloldali eszköz bevezetésével is segítséget nyújt az elsődleges forgalmazóknak a kívánt mennyiségű államkötvény-vásárlás finanszírozásához. A heti gyakoriságú kéthetes fix kamatú hiteltendert korlátlan mennyiség mellett, a rendszeresen meghirdetett hathónapos változó kamatozású hiteltendert előre meghirdetett mennyiség mellett vezeti be a jegybank.

A kamatvárakozások mérésére eddig használt mutatók információtartalma a rendkívüli piaci helyzetben erősen torzított lehet, ezért fenntartásokkal kell őket kezelni. A legfrissebb FRA-jegyzésekbe egy 50-75 bázispontos kamatemelés van beárazva, nagy a valószínűsége ugyanakkor, hogy a jelenlegi pénzpiaci helyzetben a magas FRA-hozamok nem tükrözik jól a jegybanki kamatra vonatkozó várakozásokat, piaci szereplők illikvid piacról számoltak be. A Reuters pollban résztvevő elemzők nem számítanak az alapkamat változására az év végéig.

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 konjunktúra-kilátások romlása miatt az inflációs kilátások kedvezőbbé váltak. A tanácstagok kiemelték,

hogy a globális pénz- és tőkepiaci bizonytalanság Magyarországra is áterjedt. Magyarország sérülékenységét a múltbeli makrogazdasági problémák, és magas adósságállomány mellett az ország gazdasági integrációja is növeli, ezért a pillanatnyi helyzetben a legfontosabb gazdaságpolitikai kihívást a pénzügyi stabilitás megőrzése jelenti.

A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy az MNB intézkedései segítettek a finanszírozás megújítási kockázatainak csökkentését a magyar pénz- és tőkepiacokon. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az európai pénzügyi intézmények kockázatkezelése és likviditásmenedzsmentje érinti az erősen integrálódott országok pénzügyi piacait. Többen hangsúlyozták, hogy a hazai piacok működési zavaraihoz pszichológiai tényezők is hozzájárultak, és a hangulat javítása kiemelten fontos feladat. A piacok kölcsönös függősége miatt részpiaci zavarok más piacokra is áterjedhetnek, ezért a működési problémák kezeléséhez világszerte állami beavatkozásokra volt szükség. Ennek kapcsán többen arra hívták fel a figyelmet, hogy a magyar államnak nagy országok kormányaihoz képest lényegesen kevesebb eszköz áll rendelkezésére, de a külföldi intézmények, különösen a Nemzetközi Valutaalappal és az Európai Unióval történő kooperáció segíthet a pénzügyi stabilitási kockázatok mérséklésében.

A tanácsstagok megítélése szerint a kereskedelmi bankok devzahitelezési aktivitásának visszaesése komoly veszélyt jelentene. Bár a devizahitelezés kockázatai többször felhívta a figyelmet a jegybank az elmúlt években, a devizahitelezés súlyát csak fokozatosan lehet csökkenteni. A jegybanki intézkedések és a Nemzetközi Valutaalappal történő megállapodás ugyanakkor segítheti a pénz- és devizapiacok egészséges működésének megőrzését, ami a devizahitelezési üzletág kilátásait is javítja.

A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy a globális pénzügyi piac bizonytalansága miatt a monetáris politikának kiváró stratégiát érdemes követnie. Többen azt hangsúlyozták, hogy a pénzügyi zavarok ellenére egy váratlan kamatemelésre továbbra sincs szükség, mert ez akár súlyosbíthatná is a problémákat. Mások ugyanakkor arra figyelmeztettek, hogy szükség esetén a monetáris tanácsnak készen kell állnia egy jelentősebb mértékű kamatemelés végrehajtására.

A tanácsstagok megítélése szerint a növekedési kilátások romlása miatt a hazai makrogazdasági környezet alapvetően támogatja a dezinflációt. Egyes tanácsstagok szerint a globális pénzügyi válság a világgazdaság kibocsátására is negatívan hathat. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a hazai vállalati szféra külső forráshoz jutási lehetőségei romlottak, illetve saját források hiányában kevesebb EU forrás hívható le.

A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy az inflációs cél elérésének külső feltételei javultak a nyersanyag- és élelmiszerpiaci áremelkedés korrekciójának köszönhetően. Megoszlott ugyanakkor a tanácsstagok megítélése az inflációs várakozások megítélése kapcsán. Többen hangsúlyozták, hogy a kedvezőtlen folyamatok hatására az inflációs várakozások mérséklődhetnek, amit az elemzői előrejelzések csökkenése is megerősít.

Az inflációs várakozások mérséklődését az infláció közelmúltbeli csökkenése és a visszatekintő árazási magatartás is támogathatta. Mások ugyanakkor úgy látták, hogy a monetáris politikának továbbra is kihívást jelent az inflációs várakozások problémája.

A Monetáris Tanács a vitát követően egyhangú szavazással hagyta jóvá az alapkamat szinten tartását.

Szavazatok:

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

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 Erhart Tibor, a Pénzügyminisztérium főosztályvezető-helyettese képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2008. november 24-én tartja, amelyről 2008. december 12-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.