



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2008. DECEMBER 22-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2009. január 9. 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. novemberében a fogyasztóiár-index 4,2%, a maginfláció 4,1% volt, ami 0,9 illetve 0,5 százalékpontos csökkenést jelent az előző hónaphoz képest. A maginfláció mindhárom fő tételének alakulása hasonlít az októberben megfigyelthez, az infláció novemberben megfigyelt csökkenése döntő részben a maginfláción kívül termékekhez (járműüzemanyag-árak, feldolgozatlan élelmiszerárak) köthető. A rövidbázisú maginfláció októberhez hasonlóan 2 százalékos körüli értéket mutat. Összességében tovább folytatódik az infláció jelentős csökkenése, a jövő évi infláció alacsonyabb lehet az utolsó inflációs előrejelzésben szereplőnél.

A KSH által közzétett adatok szerint 2008 októberében a bruttó átlagkeresetek a teljes nemzetgazdaságban 8,5%-kal, a költségvetési szférában 10,2%-kal, a versenyszférában 8,0%-kal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest. A versenyszférában folytatódott a rendszeres bérek dinamikájának év eleje óta megfigyelt fokozatos mérséklődése, ami októberben a piaci szolgáltatások rendszeres béreinek csökkenéséhez köthető. Ez a csökkenés azonban a bruttó átlagkeresetek alapján számított mutatók esetén már nem tekinthető számottevőnek. Az államháztartásban az októberi kiugróan magas béremelkedés vélhetően átmeneti hatáshoz köthető. Összességében a beérkezett adatok összhangban állnak a novemberi inflációs jelentésben szereplő bérelőrejelzéssel.

A KSH részletes adatközlése szerint 2008 harmadik negyedében a bruttó hazai termék – az előzetes adatközléssel megegyezően – 0,8 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest (a naptári hatásoktól szűrt növekedés 0,7 százalékos volt). Valamennyi trendmutató szerint egyértelműen megtört a magyar gazdaság idei év első felében tapasztalt lassú felívelése. Változatlanul visszaesés jellemzi a nemzetgazdasági beruházásokat 2008 harmadik negyedében. Az ipari és feldolgozóipari termelés és értékesítés adatokban megfigyelhető visszaesés az alágazatokat tekintve általánosnak mondható. Az ipari adatokhoz hasonló tendencia figyelhető meg az árupiaci külkereskedelmi adatok alakulásában is. 2008. harmadik negyedében nagymértékben lassult az export- és import növekedése. A magyar gazdaság teljesítménye nemzetközi összehasonlításban továbbra is rendkívül visszafogottnak tekinthető.

Pénzügyi piacok

Az elmúlt egy hónapban a globális befektetői hangulat kis mértékben javult: az értékpapírpiacon néhány százalékos növekedést tudtak felmutatni, az implikált részvénypiaci volatilitás jelentősen csökkent, a kockázati indexek ugyancsak enyhén mérséklődtek. Ugyanakkor a piaci hangulat nagyon törékeny, egy-egy kedvezőtlen hír könnyen eredményez jelentősebb mértékű árfolyamesést. A némileg optimistább hangulat elsősorban annak köszönhető, hogy egyre nagyobb mértékű gazdaságélénkítő programokat jelentenek be az egyes kormányzatok. Elemzők az eddig ismertett kormányzati programok addicionális keresleti hatását a világ

össztermelésének 1,5 százaléka becslik, és további növekedést várnak. Ugyanakkor a globális konjunkturális folyamatok alakulása nem támasztja alá a befektetői hangulat javulását: a recessziós félelmek folyamatosan nőnek, a megjelent makroadatokra és hangulatindexekre alapozva a helyzet gyors romlásával számolnak az elemzők. Ezzel párhuzamosan a globális deflációs folyamat gyorsul, a fejlett országokban a deflációs félelmek tovább erősödtek.

A recessziós aggodalmak felerősödésének és a deflációs folyamat felgyorsulásának hatására tovább folytatódott a kamatcsökkentési sorozat: a fejlett országok közül az Egyesült Királyságban 100, USA-ban és az euroövezetben 75 bázispontos, míg Svájcban 50 bázispontos kamatcsökkentésről döntött a helyi jegybank. Így a briteknél 2, Európában 2,5 százalék az alapkamat, míg Amerikában 0-0,25, Svájcban pedig 0-1 százalék a jegybanki célsáv. A feltörekvő országok közül Lengyelországban 25, Szlovákiában 75, Csehországban 50, Dél-Afrikában 50, Törökországban 125 bázispontos alapkamat-csökkentésről döntöttek. Ugyanakkor Oroszországban a rubel gyengülésének lassítására 100 bázisponttal megemelte az irányadó rátát a jegybank. Ahol még lehetséges, a piacok további kamatcsökkentéseket várnak: az ECB következő ülésére 25-50 bázispontos mérséklést vár a piac, a jelenlegi jegyzések alapján 1,5 – 1,75 százalékon jövő nyár elején éri el a minimumát az euroövezeti alapkamat.

A fejlett bankközi piacokon érezhetően mérséklődött a feszültség az októberi csúcsokhoz képest, ez mind a rövid lejáratú euro és dollár kamatokban, mind az állampapír-piaci hozamokhoz viszonyított felár, a TED spread mérséklődésében tetten érhető. Ugyanakkor a központi bankok szerepvállalásának mértéke csak lassan csökken, a jegybankok által nyújtott eszközök igénybevétele miatt a bankközi piacok likviditása még mindig jócskán elmarad a szeptember előtti szintektől. Az alacsony kockázatvállalási hajlandóság másik jele, hogy az elmúlt egy hónapban rekordszintre, 0 százalékra csökkentek a rövid lejáratú amerikai állampapírhozamok.

A forint az elmúlt egy hónapban az egyik legjobban teljesítő feltörekvő deviza volt: az euróval szemben relatíve szűk sávban ingadozott, ugyanakkor az elmúlt kamatdöntés óta több mint 8 százalékkal értékelődött fel a zlotyval és körülbelül 4 százalékkal a cseh koronával szemben. A Reuters felmérés alapján az elemzők rövid távú árfolyam-várakozásai nem változtak jelentősen: január végére vonatkozó 262 forint körüli konszenzus lényegében megegyezik az előző havi értékkel. Markánsabb gyengülés látszik azonban a 2009 végére várt árfolyamban, az elemzői konszenzus mintegy 8 forintra, 264-es szintre emelkedett, bár ennek nagyobbik része összetételhatással magyarázható.

A hazai állampapírpiacra jelentős javulás állt be az elmúlt egy hónapban. A diszkont kincstárjegy-aukciókon felkínált mennyiség jelentős túljegyzés és fokozódó hozamcsökkenés mellett kelt el, és a másodlagos állampapírpiacra is számottevő hozammérséklődés következett be. A görbe rövid oldala mintegy 300, középső szakasza körülbelül 350 bázisponttal jött lejjebb, míg a 10 és 15 éves hozamok 150 bázisponttal csökkentek. A hozamesés több okra vezethető vissza: egyrészt a meglepetést okozó kamatdöntések után mérséklődtek a befektetők rövidtávú kamatvárakozásai, másfelől az ÁKK lecsökkentett kibocsátásai következtében jelentősen csökkent a piacon a korábbi eladói nyomás. A hozamcsökkenés hatására az októberi szintek töredékére csökkent az állampapíroknak a kamatswap hozamokkal szembeni felára. A felár az 5

éves futamidőn jelenleg 60-80 bázispont környékén mozog, míg a 3 hónapos és 1 éves eszközöknél már negatív értéket vesz fel. A hazai másodpiac likviditása ugyanakkor továbbra is alacsony maradt, a piaci forgalom jóval a szeptember előtti szintek alá esett, a vételi és eladási árkülönbözet extrém magas. A külföldiek nem játszottak lényeges szerepet az elmúlt időszak piaci folyamataiban, állampapír-állományuk csökkenése lényegében megállt.

A magyar devizakötvény-hozamokban jóval kisebb mértékű változás volt tapasztalható. Az öt éves eurokötvény hozama jelenleg 8,5 százalék körüli szinten áll, ami 150 bázispontos csökkenést jelent az október végi csúcsokhoz képest. A német kötvényekkel szembeni felár mindössze 100 bázisponttal mérséklődött az időszak alatt.

Az egy hónappal korábbihoz képest jelentősen megváltoztak a jegybanki alapkamat pályájára vonatkozó várakozások. A Reuters elemzői felméréséből az látszik, hogy míg a novemberi döntés előtt 2008 végére változatlan, 11,5 százalékos kamatszintet vártak az elemzők, addig az új felmérés szerint az elemzői konszenzus 10 százalékra csökkent. Ez azt jelenti, hogy a következő döntésre a megkérdezett húsz elemző többsége 50 bázispontos kamatvágást vár, négyen 100 bázispontos mérséklést valószínűsítenek, egy-egy elemző pedig 25 bázispontos csökkentést, illetve szintentartást prognosztizál. 2009 végére vonatkozóan hasonló elmozdulások látóak: az elemzői becslések átlaga 110 bázisponttal, 7,13 százalékra mérséklődött. Az előrejelzések a decemberi felmérésben 6 és 9 százalék között szórtak.

Hasonló pálya rajzolódik ki a határidős kamatjegyzésekből: az elkövetkező hat hónap mindegyikében 50 bázispontos vágást vár a piac, majd az év hátralévő hónapjaira kisebb lépésekben még összesen 50 bázispontos csökkentést jeleznek előre a jegyzések.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a decemberi rendkívüli kamatdöntés óta rendelkezésre álló új információk nem változtatták meg érdemben a reálgazdasági és inflációs kilátásokat, és az előrejelzések alapján középtávon a monetáris kondíciók enyhítése mellett is elérhető az inflációs cél.

A Monetáris Tanács tagjainak megítélése szerint a jelenlegi helyzetben a monetáris politikai döntések során az inflációs kilátások mellett a pénzügyi stabilitási kockázatokra is hangsúlyt kell helyezni, meg kell őrizni a külső finanszírozás fenntarthatóságát. Ennek kapcsán többen arra hívták fel a figyelmet, hogy további gazdaságpolitikai lépések szükségesek a vállalati hitelezés összehúzóódásának mérsékléséhez. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a jelenlegi kamatszintek mellett a banki hitelezésben a morális kockázatok kiküszöbölése egyre nehezebb.

Az inflációs kilátások kapcsán többen arra hívták fel a figyelmet, hogy a visszafogott keresleti viszonyok miatt megjelent a dezinfláció a szolgáltatói szektorban, ami a béralakulást meghatározó tényezőkben is jól látható.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a rendkívüli jegybanki műveletek hozzájárultak a pénz- és tőkepiaci helyzet stabilizálódásához, de a piaci működés normalizálódásához várhatóan még hosszabb időre lesz szükség. Magyarország kockázati

megítélése nem változott érdemben. Többen arra hívták fel a figyelmet, hogy az év első hónapjában a portfólióátrendeződések és a gyorsjelentések publikációja miatt a piaci hangulat rövid idő alatt akár jelentős mértékben is megváltozhat, mind pozitív, mind negatív irányban. A tanács tagjai kedvezőnek ítélték az állampapír-piaci hozamcsökkenést és a külföldi befektetések leépülésének megállását, de hangsúlyozták, hogy középtávon a külföldi befektetők aktivitására és állampapír-befektetések újbóli növekedésére lenne szükség az állampapír-piac egészséges működésének helyreállításához. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a devizalikviditási feszültség enyhülése ellenére a bankközi piaci helyzet továbbra sem normalizálódott.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a gazdaság tartós finanszírozása érdekében egy hosszú távon megfelelő, alacsonyabb szinthez kell közelíteni a jegybanki alapkamatot. Többen úgy érveltek, hogy a rendkívüli kamatemelést szükségessé tevő körülmények megváltozása miatt a monetáris kondíciók minél gyorsabb enyhítésére lenne szükség. Mások ugyanakkor azt hangsúlyozták, hogy a monetáris politikai lépésekre csak fokozatosan kerülhet sor, az esetleges kamatcsökkentések mérlegelése során tekintettel kell lenni az aktuális piaci hangulatra, és különösen fontos elkerülni azt, hogy a kamatpolitikában gyakori irányváltásokra legyen szükség. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a kamatszint csökkentéséhez a kedvezőtlen globális pénzpiaci környezetben a háztartások nettó finanszírozási pozíciójának javulására, és a magas külső finanszírozási igény csökkenésére van szükség. Ennek kapcsán többen arra hívták fel a figyelmet, hogy a vállalati termelés várható visszaesése, és a profitabilitás romlása miatt a fizetési mérleg hiányának fokozatosan zárulnia kell, ami a külső sérülékenységet mérsékelheti.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 50 bázispontos csökkentését 5 tag támogatta, 2 tag az alapkamat 75 bázispontos csökkenésére szavazott, 3 három tag pedig 100 bázispontos csökkentést támogatt.

Szavazatok:

<i>alapkamat 10,0%-ra csökkentése mellett</i>	5	Bihari Péter, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Kopits György, Simor András
<i>alapkamat 9,75%-ra csökkentése mellett</i>	2	Hardy Ilona, Oblath Gábor
<i>alapkamat 9,5%-ra csökkentése mellett</i>	3	Bánfi Tamás, Bihari Vilmos, Neményi Judit

Jelen voltak:

Bánfi Tamás
 Bihari Péter
 Bihari Vilmos
 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 2009. január 19-én tartja, amelyről 2009. február 13-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.