



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2009. MÁRCIUS 23-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2009. április 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

A 2009. februárjában a fogyasztóiár-index 3,0 százalék, a maginfláció 3,3 százalék volt, ami mindkét mutató esetében 0,1 százalékpontos csökkenést jelent az előző hónaphoz képest. Az inflációs folyamatokat jelentősen befolyásolja a gyenge kereslet egyre markánsabbá váló hatása és – ezzel párhuzamosan – a gyengülő árfolyam begyűrűzésének erősödése. Míg a piaci szolgáltatások körében megfigyelt, a szokásosnál ismét jóval kisebb mértékű áremelkedés a korábbi évekre jellemző inflációs inercia megtörését mutatja, addig az iparcikkek inflációja a gyengülő árfolyam jelentős, ellentétes irányú hatása nyomán februárban számottevően emelkedett. A korábbi időszakkal ellentétben a maginfláción kívüli tételek (feldolgozatlan élelmiszerek, járműüzemanyag-árak) februárban már emelték az inflációt. A februári adat összességében összhangban van a februári inflációs jelentés prognózisával, mindazonáltal a friss adatok és az alapfeltevésnél gyengébb árfolyam fényében felmerül annak kockázata, hogy az árfolyamgyengülés inflációs hatása erőteljesebb lehet a jelentésben vázoltnál.

2008 negyedik negyedében a bruttó hazai termék a KSH részletes adatközlése alapján 2,3, naptári hatásokat is figyelembe véve 2,5 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. Ezek az adatok 2008 év egészére rendre 0,5 ill. 0,3 százalékos növekedést jelentenek. Valamennyi trendmutató szerint – bár az év első felében még kismértékű élénkülés volt megfigyelhető – a magyar gazdaság az elmúlt év közepétől egyre erőteljesebben lassult. Az adatok szektorális és ágazati vizsgálata alapján a kibocsátás jelentős csökkenése – a kis súlyú mezőgazdaságot és építőipart leszámítva – valamennyi piaci ágazat esetében megfigyelhető volt. A belföldi kereslet csökkenése és a hitelfeltételek szigorodása már a háztartások fogyasztási kiadásainak visszaesésében és a vállalatok beruházási aktivitásának visszafogásában is jelentkezett. Ezt az állam fogyasztási kiadásai és a javuló nettó export csak részben tudta ellensúlyozni. A makrogazdasági feltételek romlásából adódó növekedési hatások a magyar gazdaság esetében rövid távon a vártnál is erősebben jelentkezhetnek és várhatóan az idei év egészében jellemzőek maradhatnak. Emiatt az aktuális adat a februári Inflációs Jelentésben bemutatott növekedési pálya szempontjából – főleg a 2009-es évben – további számottevő lefelé mutató kockázatokat jelent.

2008. decemberben az ipari termelésben és a külkereskedelmi áruforgalomban nagymértékű visszaesést volt megfigyelhető, azonban 2009. januárban az előző hónaphoz képest további csökkenés nem következett be. Decemberben is jellemző volt az áruimport volumenének áruexportot meghaladó visszaesése, ami az év utolsó hónapjában a külkereskedelmi áruforgalmi cserearány előző hónaphoz képesti javulásával párosult. A külkereskedelmi áruforgalmi egyenleg trendjének elmúlt év végén tapasztalt javulása 2009. első hónapjában nem folytatódott tovább.

2009 januárjában tovább mérséklődött a bruttó átlagkeresetek dinamikája a versenyszektorban, a szezonálisan igazított növekedés 5,8 százalék volt. A lassulás a rendszeres bérekben is jelentkezett. A bérdinamika markáns mérséklődését figyelhattuk meg a feldolgozóiparban, ahol

ezzel párhuzamosan a ledolgozott munkaórák és a túlórák száma is jelentősen csökkent. A piaci szolgáltatásoknál is hasonló folyamatokat figyeltünk meg mind a rendszeres, mind a bruttó átlagkeresetek esetében, a munkaórában történő alkalmazkodás azonban egyelőre nem számottevő.

Pénzügyi piacok

Az elmúlt egy hónapban jelentősebb változás állt be a globális befektetői hangulatban. Az időszak első felében az amerikai bankok államosításával kapcsolatos hírek és mélyülő recesszióval kapcsolatos félelmek miatt tovább romlott a piaci hangulat, március második hetétől kedve azonban kedvező változás állt be a piacokon. A javuló hangulat, ami főként néhány amerikai nagybank vártnál jobb év eleji eredményének és újabb bejelentett kormányzati intézkedéseknek volt köszönhető, a kockázatvállalási hajlandóság növekedését eredményezte: a tőzsdeindexek felfelé korrigáltak, a CDS felárak és a kockázati indexek csökkentek, a feltörekvő piacok megítélése javult. Ugyanakkor az elemzők többsége még nem számol trendfordulóval: a konjunkturális kilátások továbbra is rosszak, az egyes elemzői csoportok folyamatosan rontják le az idei és jövő évi növekedésre vonatkozó előrejelzéseiket.

A recessziós félelmek további erősödésének hatására folytatódott a fejlett országok kamatcsökkentési sorozata. Az eurozónában, Nagy Britanniában és Kanadában egyaránt 50 bázispontos csökkentésről döntött a jegybank, a nulla százalékos szint közelébe érve ezzel. Emellett újabb, a monetáris politikai lazítás irányába ható intézkedéseket – az eszközvásárlási programok kibővítését, árfolyamgyengítő devizapiaci intervenciót, további mennyiségi lazítást – jelentettek be több gazdaságban (Japán, Svájc, Egyesült Királyság, USA). Mindezen intézkedések főként a hosszú futamidejű eszközök hozamainak jelentősebb mérséklését illetve a magánszektor forráshoz jutásának megkönnyítését célozzák. A fejlődő országok egy részében ugyancsak folytatódtak a kamatcsökkentések, Latin-Amerikában és Ázsiában több ország is kamatvágásról döntött, az európai feltörekvő országok közül pedig Lengyelországban mérsékelte az alapkamatot a jegybank.

Február végén megállt, majd felértékelődésbe fordult át a régiós országok devizáinak gyengülése, mind a koronával, mind a zloty-val a historikus csúcsoknál 9-10 százalékkal erősebb szinten kereskednek. Ennek háttérében a kedvezőbb globális hangulat és a térség országai között az utóbbi időben jobban diverzifikáló befektetői megközelítés mellett a régiós országok együttes, a korábbinál jóval határozottabb fellépése áll, miszerint az összes rendelkezésre álló eszközt hajlandóak bevetni annak érdekében, hogy megállítsák devizáik gyengülését. A forint árfolyama március első hetében – főként hazánk megítélésének relatív romlása miatt – elszakadt a többi régiós deviza mozgásától és 317 forint/euro szinten újabb historikus mélypontra jutott. Az ezt követő határozott jegybanki fellépés és más támogató külső tényezők (pl. svájci jegybank frankot gyengítő intézkedései) hatására a forintárfolyam korrigálni tudott és újra együtt mozgott a többi régiós devizával. A piaci forgalom érzékelhetően nőtt, ugyanakkor az árfolyam volatilitása továbbra is magas. Az árfolyam erősödésével párhuzamosan a külföldiek már aktív vásárlóként léptek fel a spot devizapiacra, pozíciójuk mintegy 350 milliárd forinttal nőtt.

Az árfolyam jövőbeli mozgását illetően továbbra is megosztott a piac. A Reuters március elején végzett régiós felmérése alapján az elemzők tartósan 280-305 körüli árfolyamra számítanak, enyhe mértékű felértékelődés mellett csak egy éves időtávon valószínűsítették a 282-es szint elérését. A külföldi és belföldi elemzők várakozásai között azonban jelentős eltérés volt. A külföldiek több hónapon keresztül 300-nál gyengébb árfolyamot prognosztizáltak, ami egy éves időtávon is csak 292-ig erősödik, ezzel szemben a belföldi elemzők optimistábbak, fokozatos, mérsékelt felértékelődés mellett 276-os árfolyamot vártak jövő január végére.

Az elmúlt hónap első felében a hazai FX swap piacon újra fokozódó feszültség volt tapasztalható: az implikált forinthozamok nagy mértékben csökkentek. Az euro- és a dollárügyletekből számított forinthozam jelentősen elszakadt egymástól, előbbi 6, utóbbi 2,8 százalék körüli szinten érte el a minimumát. Az MNB által bevezetett FX swap eszközök igénybevételének vonzóbbá tétele jelentősen javított a piaci feltételeken: az implikált hozamok rövid időn belül mindkét devizával szemben 8 százalék körüli szintre emelkedtek, ezzel párhuzamosan jelentősen megemelkedett az eszközök igénybevétele is. A külföldiek FX swap állományában is jelentősebb változások voltak észlelhetőek az elmúlt hónapban: a forint gyengülésével párhuzamosan mintegy 400 milliárd forinttal nőtt, majd az árfolyam-erősödés kezdetét követően közel ugyanilyen mértékben csökkent a nettó pozíciójuk.

A forint gyengülése a hazai állampapírpiacon is erőteljes hatással volt, alacsony piaci likviditás mellett március első hetére a hozamok a tavaly októberi szintekre emelkedtek. A forint árfolyam-erősödésének hatására ezen a piacon is jelentősebb konszolidáció következett be, a piaci szereplők a forgalom emelkedéséről számoltak be, a referenciahozamok a 6-12 hónapos papírok esetében mintegy 100, a 3-5 éves kötvényeknél több, mint 200 bázisponttal csökkentek. Az elsődleges piacon az utóbbi két hétben mérséklődő hozamszint és megugró kereslet volt tapasztalható. A hozamcsökkenéshez jelentős mértékben hozzájárult az ÁKK második negyedéves kibocsátási terve.

CDS felárunk alakulásában jelentős mozgások voltak tapasztalhatóak: az öt éves szpred 638 bázisponton újabb rekordszintre emelkedett, majd néhány napon belül jelentősen, 535 bázispontra csökkent. Ez a mérséklődés összhangban volt a többi, hasonló kockázatú feltörekvő ország felárában tapasztalt változással.

A kamatvárakozásokat illetően markáns változások következtek be az elmúlt egy hónapban is: míg a forint gyengülésével párhuzamosan erőteljes kamatemelést áraztak a piacok, addig az időszak végére újra a kamatszint tartására vonatkozó várakozások olvashatóak ki az FRA jegyzésekből. A Reuters által megkérdezett 21 elemző közül 17-en számítanak arra, hogy nem változtat az irányadó kamatszintjén a Monetáris Tanács, a kamatemelésre számítók közül 2 elemző 50 bázispontos, 1 elemző 100 bázispontos emelést vár, 1 elemző 25 bázispontos vágásra számít.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az elmúlt hónapokban a világgazdasági környezet és a növekedési kilátások tovább romlottak, így a korábban vártnál mélyebb

recesszióval kell számolni. Rövid távon várhatóan nem lesz érdemi javulás sem a világgazdasági, sem a magyarországi konjunktúrahelyzetben. A belföldi makrogazdasági kereslet jelentős visszaesése miatt egyelőre a gyengébb árfolyamszint ellenére sem érzékelhető inflációs nyomás a hazai gazdaságban. Az infláció - változatlan monetáris kondíciók mellett - középtávon a jegybank 3 százalékos célja alá kerülhet, az infláció bizonytalanságát illetően a lefelé és felfelé irányuló kockázatok kiegyenlítik egymást. A tanácsstagok úgy értékelték azonban, hogy a jelenlegi árfolyamszint középtávon kedvezőtlenül hathat a magyar bankrendszer portfólió-minőségére.

A nemzetközi pénzügyi zavarok különösen kedvezőtlenül érintették a közép-európai régiót, mindez pedig továbbra is óvatos, kiváró monetáris politikát tesz szükségessé. Többen kiemelték ugyanakkor, hogy a pénzügyi piacokon a likviditási problémák enyhültek az elmúlt időszakban. Egyes tanácsstagok ennek kapcsán arra hívták fel a figyelmet, hogy a hazai devizapiaci feszültségek oldódását az MNB swap műveletei is elősegíthették, mert jelentős mértékű többlet devizalikviditást jutattak a pénzügyi rendszerbe. Egyes tanácsstagok ugyanakkor arra figyelmeztettek, hogy rendkívül törekeny a régió gazdasági és pénzügyi helyzete, így továbbra is jelentős mértékű finanszírozhatósági és stabilitási kockázatokkal kell számolni.

Többen kedvezően értékelték, hogy a régió megítélése némileg javult a legutolsó időszakban, ami a CDS felárak korrekciójában is tükröződött. Egyes tanácsstagok ugyanakkor arra figyelmeztettek, hogy az állampapír-piaci problémák megoldására lenne szükség a hazai pénzügyi piaci helyzet normalizálásához.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a hosszabb távú kedvező változásokhoz gazdaságpolitikai szempontból elsősorban határozottabb kormányzati lépésekre lenne szükség. Többen ugyanakkor a kamatkondíciók szigorítását javasolták a forinteszközök kockázati felárának tartós emelkedésére hivatkozva. Mások arra figyelmeztettek, hogy a kamatprémium automatikusan emelkedik a külföldi jegybankok kamatcsökkentései miatt. Egyes tanácsstagok úgy látták, hogy az MNB kamatpolitikával csak korlátozottan lehet a regionális trendeket befolyásolni. Emellett egy kamatemelés újabb sokkot jelentene a pénzpiaci hozamoknak, ami indokolatlanul súlyosbítaná a belföldi makrogazdasági problémákat, miközben a finanszírozási nehézségek megoldását sem segítené.

A Monetáris Tanács több tagjának megítélése szerint a jelenlegi helyzetben, a kamatpolitikában kivárára van szükség. Többen azt hangsúlyozták, hogy a regionális problémák megoldásában a hazai monetáris politikai lépéseknek csak marginális hatása lehet.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat szinten tartását 6 tag támogatta, 3 tag pedig az alapkamat 100 bázispontos emelésére szavazott.

Szavazatok:

<i>az alapkamat 9,5%-os szinten tartása mellett:</i>	6	Bánfi Tamás, Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Neményi Judit
<i>az alapkamat 10,5%-ra történő emelése mellett:</i>	3	Karvalits Ferenc, Király Júlia, Simor András

Jelen voltak:

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

A Kormányt Kovács Álmos, a Pénzügyminisztérium szakállamtitkára képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2009. április 20-án tartja, amelyről 2009. május 8-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.