



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV A MONETÁRIS TANÁCS 2015. MÁRCIUS 24-I ÜLÉSÉRŐL

Közzététel időpontja: 2015. április 8. 14 óra

A jegybanktörvény (a Magyar Nemzeti Bankról szóló, 2013. évi CXXXIX. 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 a döntéshozók helyzetértékelését és a döntés körüli vitát mutatják be. A Monetáris Tanács a helyzetértékelése alapjául szolgáló információkat 2013. decemberéig a rövidített jegyzőkönyv részeként mutatta be. A teljesebb körű tájékoztatás érdekében a háttérinformációk ezen időpontot követően különálló kiadványként, kibővített tartalommal, „Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények” címmel a rövidített jegyzőkönyvvel azonos időpontban jelennek meg.

A rövidített jegyzőkönyvek elérhetők az MNB honlapján:

http://www.mnb.hu/Monetaris_politika/donteshozatal/mnbhu_mt_jegyzokonyv

A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács az ülésen áttekintette a március 26-án megjelenő Inflációs jelentés előrejelzésének alappályáját és végrehajtotta az inflációs cél esedékes felülvizsgálatát. A Monetáris Tanács megítélése szerint a tartósan laza monetáris kondíciók összhangban vannak az árstabilitási cél elérésével. A Monetáris Tanács helyzetértékelése szerint az infláció idén jelentősen az inflációs cél alatt maradhat, csak az előrejelzési horizont végére emelkedhet 3 százalék közelébe. A hazai gazdaság növekedése élénk ütemben folytatódhat, melynek fő mozgatórugója a belső kereslet maradhat. A magyar gazdaságot továbbra is kihasználatlan kapacitások jellemzik, és az inflációs nyomás tartósan mérsékelt maradhat.

A globális gazdasági régiók növekedése között tapasztalható eltérések fennmaradtak. A fejlett régiók közül az euroövezet gazdaságát a várakozásokat meghaladó, ám mérsékelt ütemű kilábalás jellemzi, míg az Egyesült Államok gazdasága dinamikus ütemben bővül. A legtöbb nagy feltörekvő gazdaság változatlan, illetve lassuló növekedést mutat. A nyersanyagárak mérséklődésével, különösen a tartósan alacsony olajárakkal és a visszafogott keresleti környezettel összhangban a globális inflációs folyamatok továbbra is visszafogottan alakulnak, és az inflációs nyomás előretekintve is tartósan mérsékelt maradhat. A globális jelentőségű jegybankok monetáris politikai irányultsága eltérően alakult az elmúlt hónapokban: az EKB kiterjesztette mennyiségi lazító programját, míg a Fed nem változtatott monetáris politikai eszközein. Összességében a monetáris kondíciók változatlanul lazának tekinthetők, így a globális kamat- és likviditási környezet továbbra is támogató.

A Monetáris Tanács megítélése szerint az infláció rövid távon számottevően elmaradhat az inflációs céltól. Az év elején az infláció a decemberi Inflációs jelentés előrejelzésénél alacsonyabban alakult, amit elsősorban a csökkenő nyersanyagárak magyaráznak. Az előrejelzési horizont első felében a hazai infláció főként az erős költségsokkok következtében jelentősen elmaradhat az inflációs céltól. A belső kereslet élénkülésével, illetve a bérek emelkedésének köszönhetően a maginfláció fokozatosan emelkedhet, azonban e folyamatot lassíthatják a csökkenő nyersanyagárak másodkörös hatásai. Összességében a mérsékeltebb alapfolyamatok visszafogott inflációs környezet irányába mutathatnak, így az infláció csak az előrejelzési horizont végén emelkedhet 3 százalék közelébe. Az inflációs várakozások elmúlt időszakban megfigyelt stabilizálódása hozzájárulhat ahhoz, hogy a belső kereslet élénkülése mellett az árazás és a bérezés középtávon is az inflációs céllal összhangban alakulhasson.

Az elmúlt negyedévben folytatódott a hazai gazdaság bővülése. A következő negyedévekben a növekedést továbbra is főként a belső kereslet támogathatja. Az alacsony infláció következtében növekvő reáljövedelmek, illetve a növekvő foglalkoztatás egyaránt támogathatják a lakossági fogyasztás növekedését. A Kúria által meghozott jogegységi határozat alapján hozott intézkedések jelentősen hozzájárulnak a lakosság jövedelmi és vagyoni helyzetének javulásához, elősegítve az érintettek adósságleépítési folyamatát. Továbbá a devizahitelek forintosítása

mérsékli a lakosság árfolyamra való érzékenységet, mely elősegítheti az óvatossági megtakarítások fokozatos oldódását. A beruházások a konjunktúra erősödésének és a Növekedési Hitelprogram kiterjesztésének köszönhetően fokozatosan élénkülhetnek. A lakosság beruházási aktivitása a javuló jövedelmi helyzettel összhangban folyamatosan emelkedhet előrejelzési horizontunkon. Emellett felvevőpiacaink élénkülő gazdasági növekedésének köszönhetően a kivitel dinamikája élénk maradhat. A negatív kibocsátási rés a horizont végén záródhat, így összességében a reálgazdasági környezet deflációs hatású maradhat a következő negyedévekben. A világ gazdaság felől érkező deflációs hatások továbbra is erősek, miközben a belső kereslet oldaláról érkező árleszorító hatás fokozatosan mérséklődhet.

A gazdaság külső egyensúlyi pozíciójának négy negyedéves értéke 2014 harmadik negyedévében is a korábbi negyedévekhez hasonlóan magasnak alakult. A gazdaság folyó fizetési mérlegének többlete és külső finanszírozási képessége a következő negyedévekben is magas szinten stabilizálódhat, ami két ellentétes irányú hatás eredményeként alakulhat ki. A következő negyedévekben az élénkülő fogyasztás és kisebb mértékben a bővülő beruházás mellett növekedhet a külkereskedelmi többlet, ami elsősorban a cserearány javulására és a külső kereslet növekedésére vezethető vissza. Ennek hatását mérsékelheti az európai uniós támogatások költségvetési ciklusának lezárulása, ami 2016-ban nagyobb mértékben csökkentheti a transzferegenleg többletét. A magas finanszírozási képességgel összhangban tovább folytatódhat a gazdaság sérülékenysége szempontjából kiemelt jelentőségű külső adósságráták csökkenése. A bruttó adósság mérséklődését a jegybank önfinanszírozási programja és a lakossági devizahitelek forintosítása miatt várhatóan csökkenő banki külső adósság is támogatja.

Az elmúlt negyedévben összességében kedvezően alakult a globális pénzügyi piaci hangulat. Az év elején változékonyság, január végétől azonban ismét kedvezően alakult a globális kockázatvállalási hajlandóság. A görög politikai események, a svájci jegybank árfolyamküszöb eltörlésére vonatkozó döntése és az orosz-ukrán konfliktus okozta hangulatromlást az EKB eszközvásárlási programja körüli bejelentések és az Egyesült Államok kedvező makrogazdasági adatai ellensúlyozták. A hazai kockázati mutatók közül a CDS-felár érdemben csökkent az elmúlt negyedévben. A hosszú forintkötvény-hozamok nem változtak érdemben a decemberi Inflációs jelentés megjelenése óta eltelt időszakban. Az elmúlt negyedévben a forint árfolyama erősödött az euróval szemben, ami alapvetően nemzetközi tényezőkhez köthető. Hazánk sérülékenységét csökkenti a tartósan magas külső finanszírozási képesség, és az ennek nyomán csökkenő külső adósságállomány. Magyarország kockázati megítélésének javulását tükrözi a Standard & Poor's márciusi felminősítése is. A Monetáris Tanács értékelése szerint a nemzetközi pénzügyi környezet alakulásával kapcsolatos bizonytalanság azonban továbbra is óvatos monetáris politikát indokol.

A decemberi Inflációs jelentés helyzetértékeléséhez képest összességében erősödtek a lefelé mutató inflációs kockázatok. A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet azonosított, amelyek a monetáris politika jövőbeli vitelére érdemi hatást gyakorolhatnak. A tartós eurozóna deflációval számoló forgatókönyv a növekedésre és az inflációra nézve lefelé mutató kockázatot jelent, így az inflációs cél elérését az

alappályában feltételezettnél lazább monetáris kondíciók biztosítják. A geopolitikai problémák elhúzódása a külső kereslet visszaesése mellett a kockázati prémium emelkedését okozhatja, melynek nyomán az árfolyamgyengülés megnöveli az inflációs nyomást, így az előrejelzési horizonton az inflációs cél elérését szigorúbb monetáris politika biztosítja. A költségsokkok másodkörös hatásainak erősödését feltételező alternatív forgatókönyv megvalósulása esetén az inflációs várakozások céltól való elszakadása következtében a nominális bérdinamika is érdemben alacsonyabb pályára kerülhet. Mindez középtávon alacsonyabb inflációs nyomást eredményezhet, ami az alappályánál lazább monetáris kondíciókat tesz szükségessé az időszak során.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságot továbbra is kihasználatlan kapacitások jellemzik, és az inflációs nyomás tartósan mérsékelt maradhat. A reálgazdaság a monetáris politika horizontján dezinflációs hatású marad, a kibocsátási rés csak fokozatosan záródhat. A korábban beérkezett adatok alapján növekedett a valószínűsége az inflációs várakozások módosulásával érvényesülő másodkörös hatások kialakulásának.

A Monetáris Tanács megítélése szerint - a márciusi Inflációs jelentés üzeneteivel összhangban - az inflációs kilátások és a reálgazdaság ciklikus pozíciója az irányadó ráta csökkentése és a tartósan laza monetáris kondíciók irányába mutat, ezért a Tanács az alapkamat csökkentése mellett döntött. Az alapkamat csökkentését az összes tanácsstag, egyöntetűen támogatta. A döntés során több tanácsstag hangsúlyozta, hogy a márciusi Inflációs jelentés előrejelzésének alappályája az irányadó ráta csökkentése felé mutat, amellyel összhangban az elmúlt hónapokban megnövekedett az MNB mozgástere. Néhány döntéshozó hozzátette, hogy jelenleg a kedvező pénzügyi környezet mellett a pénzügyi stabilitási szempontok is támogatják a monetáris kondíciók lazítását. Az alapkamat csökkentésének mértékét illetően a döntéshozók túlnyomó többsége az irányadó ráta 15 bázispontos mérséklését támogatta, amelyet azzal magyaráztak, hogy az összhangban van a jegybank korábbi óvatos magatartásával és a piaci várakozásokkal, így erősíti a jegybank hitelességét és kiszámíthatóságát, illetve előretekintve megfelelő mozgásteret biztosít a lazítási ciklus folytatására. Egy tanácsstag ennél óvatosabb lépés mellett foglalt állást, melyet a gazdaság ciklikus pozíciójával és a Fed közelgő kamatemelése nyomán felmerülő pénzügyi stabilitási szempontokkal indokolt.

Az elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. A tanácsstagok egyetértettek az alapkamat csökkentésének szükségességében. A lazítási ciklus újraindítása mellett az alapkamat 15 bázispontos csökkentését 8 tanácsstag támogatta, míg a Tanács egy tagja az irányadó ráta 10 bázispontos csökkentése mellett tette le a voksát. A döntéshozók egyetértettek abban, hogy az óvatos kamatcsökkentés mindaddig folytatódhat, amíg az a középtávú inflációs cél elérését támogatja.

A Monetáris Tanács az ülésen az irányadó ráta értékének megvitatása mellett végrehajtotta az inflációs cél esedékes felülvizsgálatát. Ennek eredményeképpen az MT az inflációs célkövetés keretrendszerének rugalmasabbá tételéről döntött, és úgy határozott, hogy a jegybank

árstabilitási mandátumát továbbra is a Központi Statisztikai Hivatal által közzétett nemzeti fogyasztóiár-index változásának 3 százalékos értékében állapítja meg, ami mellett egy ex ante ± 1 százalékpontos toleranciasávot jelöl ki. Néhány döntéshozó rámutatott, hogy amellet, hogy újra esedékessé vált az inflációs cél felülvizsgálata, a kamatcsökkentési ciklus újraindítása kedvező környezetet biztosított a bejelentésre. A tanácsstagok ezzel is azt kívánták megerősíteni, hogy továbbra is a 3 százalékos inflációs célt kívánják elérni.

A döntéshozók többsége fontosnak tartotta annak hangsúlyozását, hogy a 3 százalék ± 1 százalékpontos sávot toleranciasávként és nem célsávként értelmezik, azaz továbbra is a 3 százalékos sávközeget célozzák, nem a 2-4 százalékos sávot. Ennek jegyében továbbra sem tolerálják a sávközéptől jelentősen és tartósan eltérő inflációs rátát, és egyetértettek abban, hogy a sáv annyit jelenít meg, hogy amennyiben előre nem várt sokkok hatására ingadozik az infláció, akkor azon átmenetileg keresztülnézhetnek. A Monetáris Tanács előretétkintő módon hozza meg döntéseit, figyelembe véve, hogy az irányadó ráta megváltoztatásának inflációra és reálgazdaságra gyakorolt hatása 6-8 negyedéves időhorizonton a legerősebb. A tanácsstagok egyetértettek abban, az MNB elsődleges célja továbbra is az árstabilitás elérése és fenntartása, melynek feltételei akkor adóttak, ha a gazdasági szereplők hosszabb távon előretétkintve biztonsággal számíthatnak arra, hogy az infláció alacsony és stabil marad.

Az inflációs célkövetés keretrendszerének rugalmasabbá tételét, így a 3 százalékos inflációs cél körüli ± 1 százalékpontos ex ante toleranciasáv bevezetését az összes tanácsstag egyhangúlag támogatta.

Szavazatok:

az alapkamat 1,95 százalékra történő csökkentése mellett:	8	Balog Ádám, Bártfai-Mager Andrea, Gerhardt Ferenc, Kandrács Csaba, Kocziszky György, Matolcsy György, Pleschinger Gyula, Windisch László
az alapkamat 2,00 százalékra történő csökkentése mellett:	1	Cinkotai János

Jelen voltak:

Balog Ádám

Bártfai-Mager Andrea

Cinkotai János

Gerhardt Ferenc

Kandrács Csaba

Kocziszky György

Matolcsy György

Pleschinger Gyula

Windisch László

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2015. április 21-én tartja, amelyről 2015. május 6-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.