



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2009. JANUÁR 19-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2009. február 13. 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. decemberében a fogyasztóiár-index 3,5 százalék, a maginfláció 3,8 százalék volt, ami rendre 0,7 illetve 0,3 százalékpontos csökkenést jelent az előző hónaphoz képest. A folytatódó gyors defláció következtében 2008. negyedik negyedévére a fogyasztói árak éves indexe 4,3 százalékra, míg 2008 egészére átlagosan 6,1 százalékra adódott. Az infláció decemberi mérséklődése mögött – akárcsak októberben és novemberben – alapvetően a maginfláción kívüli tételek, azaz a járműüzemanyagok és a feldolgozott élelmiszerek árcsökkenése áll. Az inflációs előrejelzést illetően a novemberi jelentés óta felére csökkenő olajár, gyengülő forint árfolyam és romló konjunktúra a még alacsonyabb inflációs pálya kialakulásának irányába mutat.

Akárcsak a régió többi országában, 2008. október-novemberben a magyar ipari termelés és külkereskedelmi áruforgalom esetében is jelentős mértékű visszaesés volt megfigyelhető. Az ipari termelés tekintetében a visszaesés az ágazatok széles körére kiterjed, és összességében meghaladja a 2000-2002-es recesszió idején tapasztalt mértéket. A külkereskedelmi áruforgalom alakulása összhangban áll az ipari termelésben megfigyelt negatív folyamatokkal; az októberig rendelkezésre álló adatok alapján az áruexportvolumen nagymértékben csökkent. Mind a német, mind a magyar új rendelések számottevően visszaestek, az euroövezeti bizalmi indikátorok pedig elérték az 1993-as historikus mélypontot. A fentiek alapján a hazai konjunktúra további, a novemberi Inflációs Jelentésben megfogalmazottnál nagyobb mértékű mérséklődése várható.

2008 novemberében a szezonálisan igazított havi adatok szerint sem az aktivitás, sem annak komponensei nem mutattak érdemi elmozdulást az előző időszakhoz képest. Bár ez a megfigyelés nem illeszkedik a foglalkoztatás utóbbi hónapokban tapasztalt csökkenő trendjére, figyelembe véve az októberi jelentős mérséklődést, a beérkezett adat összhangban áll a novemberi Inflációs Jelentésben publikált implicit rövid távú előrejelzéssel.

Pénzügyi piacok

Az elmúlt egy hónapban a nemzetközi pénzügyi piacokon tovább erősödtek a recessziós félelmek, és egyre több jel mutat a deflációs folyamat felgyorsulására. A globális befektetői hangulat az Egyesült Államokban körvonalazódó jelentős gazdaságösztönző csomagról szóló hírek hatására decemberben mérsékelt javulást mutatott. A némileg növekvő kockázati étvágy mellett január elején számos feltörekvő országban jelentős túljegyzés mellett bocsátottak ki szuverén kötvényeket. Az utóbbi napokban a kedvezőtlen munkaerő-piaci adatok, gyenge ipari termelési mutatók és csökkenő vállalati profit előrejelzések hatására azonban ismét a kockázatvállalási hajlandóság mérséklődése figyelhető meg: a tőzsdeindexek esnek, az implikált értékpapír-piaci volatilitások és a kockázati indexek korábbi csökkenő trendje pedig megfordult. A recessziós félelmek felerősödésének és a deflációs folyamat felgyorsulásának hatására tovább folytatódott a kamatcsökkentési sorozat: a fejlett országok közül az Egyesült Királyságban 50 bázisponttal történelmi mélypontra, 1,5 százalékra csökkentette az alapkamatot a jegybank. A feltörekvő piacokon Indiában 100, Lengyelországban, Izraelben és Thaiföldön 75,

Indonéziában, Tajvanon és Dél-Koreában 50 bázispontos alapkamat-csökkentésről döntöttek. A török jegybank a várakozásoknál nagyobb mértékben, 200 bázisponttal csökkentette az alapkamatot. Az EKB a várakozásoknak megfelelően 50 bázisponttal 2 százalékra csökkentette az irányadó kamatot, és 200 bázispontra szélesítette a kamatfolyosót. Trichet elnök nyilatkozata alapján a kamatcsökkentési folyamat lassulására lehet számítani, piaci szereplők februárra a kamat tartását várják.

A fejlett bankközi piacokon a feszültség tovább mérséklődött, ami mind a rövid lejáratú euro és dollár kamatokban, mind az állampapír-piaci hozamokhoz viszonyított felár, a TED spread további mérséklődésében tetten érhető. A jegybankok által nyújtott eszközök igénybevétele némileg csökkent, a bankközi piacok likviditása tovább javult, bár még mindig elmarad a szeptember előtti szintektől.

A hazai állampapírpiac likviditása januárban némileg javult, a vételi és eladási árkülönbözet jelentősen csökkent, bár a forgalom továbbra is alacsony. Lényeges fejlemény, hogy az elmúlt két hét alatt mintegy 110 milliárd forinttal emelkedett a külföldiek állampapír-állománya. A diszkont kincstárjegy-aukciókon felkínált mennyiség jelentős túljegyzés mellett kelt el, a másodlagos állampapírpiacra azonban számottevő hozamemelkedés következett be. A görbe rövid vége mintegy 60, középső szakasza 35-40 bázisponttal emelkedett, míg a 10 éves hozam 80 bázisponttal nőtt. A hozamemelkedéssel párhuzamosan ismét emelkedni kezdett az állampapírok kamatswap hozamokkal szembeni felára. A felár az 5 és 10 éves lejáratokon ismét 100 bázispont fölé emelkedett. A magyar devizakötvények esetében a német kötvényekkel szembeni felár 500 bázispontra mérséklődött, az 5 éves magyar szuverén CDS-jegyzés 370 bázispontra csökkent.

A forint árfolyama az elmúlt egy hónapban összesen mintegy 5 százalékkal gyengült az euróhoz képest, ezzel az egyik leggyengébben teljesítő deviza volt a régióban: az euróval szemben cseh korona 3, a zloty 2, a román lej 9 százalékkal gyengült. A forint gyengülése jelentős részben január második hetében valósult meg, amikor a kurzus megközelítette az októberi 286-os szintet és az árfolyam volatilitása is számottevően emelkedett. A forint leértékelődéséhez hozzájárultak az IMF vezérigazgatójának magyarországi látogatására vonatkozó találgatások, az árfolyamra vonatkozó jegybanki kommunikáció, valamint a régió más országaira már decemberben is jellemző árfolyamgyengülések. A külföldiek swapállománya némileg emelkedett, amelynek azonban csak egy része járt együtt a külföldiek spot állományának csökkenésével (szintetikus határidős forinteladás), mintegy fele a forintkihelyezéssel járó FX swap-állomány csökkenéséhez kapcsolódott. Fontos kiemelni, hogy az elmúlt hetekben megvalósult hozamemelkedés és árfolyamgyengülés során, az októberben tapasztalt folyamatoktól eltérően, nem tapasztalhatóak működési zavarok a pénzügyi piacokon, a prémiumsokk piaci frikciók nélkül ment végbe. A Reuters felméréséből az látszik, hogy az elemzők hosszú távú árfolyamvárakozásai elmúlt napok jelentős gyengülése ellenére nem változtak jelentősen: a 2009 végére vonatkozó 264 forint körüli konszenzus lényegében megegyezik az előző havi értékkel. Számottevő gyengülés látszik azonban a február végére várt árfolyamban, az elemzői konszenzus 11 forinttal, 273-as szintre emelkedett.

A határidős kamatjegyzésekből a decemberinél mérsékeltebb kamatsökkentési pálya rajzolódik ki: jelenleg a piac azonos valószínűséggel áraz egy 50 és egy 75 bázispontos csökkentést. Május végére 8, az év végére 7 százalékos alapkamat van beárázva az FRA-piacon. A Reuters felmérése alapján a piac az alapkamat 50 bázispontos csökkentésére számít, a megkérdezett 22 elemzőből mindössze hárman várják a kamat tartását. 2009 végére vonatkozóan az elemzői becslések átlaga nem változott, továbbra is 7 százalékos alapkamatra számítanak, ami megegyezik az FRA-jegyzések alapján számított piaci várakozásokkal.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az inflációs kilátások jelentősen javultak az importált infláció csökkenése és a romló reálgazdasági kilátások következtében. A legfrissebb előrejelzések alapján az infláció középtávon, változatlan monetáris kondíciók mellett a jegybanki 3 százalékos cél alá süllyedhet.

A Monetáris Tanács megítélése szerint romló növekedési kilátásokra, mélyülő és elhúzódó recesszióra lehet számítani Európában. A külföldi tényezők mellett a belföldi kereslet csökkenő hitelezési aktivitással és a költségvetési kiigazítással összefüggő visszaesése is fokozza a hazai gazdasági visszaesés mértékét.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az inflációs cél alullövésére lehet számítani változatlan monetáris kondíciók mellett. A vártnál dinamikusabb dezinflációt elsősorban az importált infláció olajárak korrekciójával párhuzamos csökkenése, valamint a keresletoldali inflációs nyomás mérséklődése segíti. Önmagában ez indokolhat monetáris lazítást. Egyes tanácstagok szerint az MNB által célzott időhorizont végénél a lefelé mutató inflációs kockázatok már mérsékeltebbek.

A Monetáris Tanács tagjai kiemelték, hogy lassú pénzügyi konszolidáció tapasztalható Európában, növekvő bankközi aktivitással. Többen arra figyelmeztettek azonban, hogy a kelet-európai régióban a folyamatok lényegesen turbulensebbek, és a kockázatvállalási hajlandóság romlása elsősorban ezt a régiót érinti. A tanács tagjai közül többen kedvezőnek ítélték a külföldiek állampapír-állományának újbóli növekedését, ugyanakkor figyelmeztettek arra, hogy a tendencia tartósságát egyelőre nehéz megítélni. Mások azt emelték ki, hogy a különböző gazdaságélénkítő csomagok és a bankok megsegítésére fordított állami kiadások jelentősen megnövelik a fejlett államok finanszírozási szükségletét, ami a külföldi befektetők jelentős szerepe miatt erősödő versenyhelyzetet jelent az állami adósságkezelő számára.

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. A hazai bankok likviditási helyzete javult, a súrlódások enyhültek a pénzügyi piacon, a forint árfolyamának tartós gyengülése és a forrásköltségek emelkedése ugyanakkor a hazai banki portfóliók romlását okozhatja. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a likviditásbővítő jegybanki műveletek mellett a bankok kockázatvállalási hajlandóságának növekedésére lenne szükség a hitel-összehúzó hatás kedvezőtlen növekedési hatásainak enyhítéséhez. Egyes tanácstagok szerint kedvezőtlen, hogy a forint reálárfolyamának leértékelődése és a negatív gazdasági növekedés

miatt az ország és az állam GDP-arányos adósságrátája tovább növekedhet. Többen arra figyelmeztettek, hogy a reálárfolyam elmúlt időszak alakulása már nem feltétlenül egyensúlyi, és a további leértékelődést a makrogazdasági fundamentumok sem teszik szükségessé.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a gazdaság tartós finanszírozása érdekében egy hosszú távon megfelelő, alacsonyabb szinthez kell közelíteni a jegybanki alapkamatot. A pénzügyi eszközárak alapján a piaci szereplők, egyértelműen 50 bázispontos kamatcsökkentést várnak, bár a korábbi hónapokkal ellentétben már megjelentek olyan szakértői vélemények is, amelyek a kamatszint tartását javasolják. Többen úgy érveltek ugyanakkor, hogy a rendkívüli kamatemelést szükségessé tevő körülmények megváltozása miatt a monetáris kondíciók minél gyorsabb enyhítésére lenne szükség. Emellett elhangzott olyan vélemény is, hogy az EKB újabb kamatcsökkentése tovább növelte a hazai monetáris politikai mozgásterét. Mások arra figyelmeztettek ugyanakkor, hogy a jelenlegi hektikusan változó nemzetközi környezetben a monetáris kondíciókat csak óvatosan érdemes lazítani, illetve a pénzügyi stabilitási kockázatok szintén megfontolt kamatlépéseket indokolnak. Többen azt hangsúlyozták, hogy az ország megítélését és a monetáris politika mozgásterét növelné, ha javulna a költségvetés finanszírozási helyzete, és sor kerülne további költségvetési reformokra.

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

Szavazatok:

<i>alapkamat 9,5%-ra csökkentése mellett</i>	5	Bihari Péter, Hardy Ilona, Karvalits Ferenc, Kopits György, Oblath Gábor
<i>alapkamat 9,25%-ra csökkentése mellett</i>	2	Bihari Vilmos, Csáki Csaba
<i>alapkamat 9,0%-ra csökkentése mellett</i>	2	Bánfi Tamás, Neményi Judit

Jelen voltak:

Bánfi Tamás
Bihari Péter
Bihari Vilmos
Csáki Csaba
Hardy Ilona
Karvalits Ferenc
Kopits György
Neményi Judit
Oblath Gábor

A Kormányt Dr. Haraszti Katalin, a Pénzügyminisztérium főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2009. február 23-án tartja, amelyről 2009. március 6-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.