



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

Közzététel időpontja: 2009. március 6. 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

2009. januárjában a fogyasztóiár-index 3,1 százalék, a maginfláció 3,4 százalék volt, ami mindkét mutató esetében 0,4 százalékpontos csökkenést jelent az előző hónaphoz képest. Az infláció mérséklődése mögött ez alkalommal csak kisebb részben a maginfláción kívüli tételek, nagyobb részt a piaci szolgáltatások dezinflációs hatása húzódott meg. Az említett termékkörben megfigyelt, a szokásosnál jóval kisebb mértékű áremelkedés a korábbi évekre jellemző inflációs inercia megtörésére utal. Némi meglepetést okozott a feldolgozott élelmiszerek és a tartós iparcikkek körében tapasztalt áremelkedés, mely azonban mindkét termékcsoporthoz egyedi tételekhez köthető. A februári inflációs jelentés előrejelzése szerint – amennyiben megvalósulnak a bejelentett ÁFA és egyéb indirekt adó emelések – 2009 második felében az infláció a cél fölé kerülhet, azonban az adóintézkedésektől megtisztított nettó infláció a teljes előrejelzési horizonton cél alatt maradhat. A folyamat mögött a kedvezőtlen globális konjunkturális környezet és a visszaeső hazai aktivitás áll.

2008. negyedik negyedében a bruttó hazai termék a KSH előzetes adatközlése alapján 2,0, naptári hatásokat is figyelembe véve 2,1 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. Ezek az adatok 2008 év egészére rendre 0,6 ill. 0,3 százalékos növekedést jelentenek. Bár az év első felében még kismértékű élénkülés volt megfigyelhető, a második félévben az általános makrogazdasági feltételek kedvezőtlen alakulása a bruttó hazai termék markáns visszaesését okozta. Ugyan a régió országaiban hasonló dinamika figyelhető meg, Magyarország esetében már a globális válság előtt is kedvezőtlenebb volt a gazdasági környezet, így az aktuális visszaesés a versenytársainknál erőteljesebb recessziót okozott. Tekintettel arra, hogy a jelenleg publikált adat nem tartalmaz részletes megbontást, egyelőre csak feltételezhető, hogy a visszaesést a lakossági fogyasztás és a beruházási kereslet csökkenése okozta. Termelési oldalról fontos megjegyezni, hogy a 2008-as év során kiemelkedően teljesítő mezőgazdasági szektor jelentősen tompította a visszaesés mértékét. A rendelkezésre álló információk alapján szektorális szinten a visszaesés egyöntetű volt. A külső konjunktúra romlása, a hitelkínálat szűkülése valamint a valószínűsíthető költségvetési intézkedések együttes hatásának következtében a hazai gazdaság korábban vártnál nagyobb mértékű visszaesésére lehet számítani az elkövetkezendő két évben.

2008. november – decemberében mind az ipari termelésben, mind a külkereskedelmi áruforgalomban jelentős, a korábbi hónapokban megfigyelt mértéket is meghaladó visszaesést lehetett megfigyelni. Bár a visszaesés általános, a romló nemzetközi környezet következtében az exportra termelő húzóágazatok nagyobb mértékű csökkenést szenvedtek el. Ez a kettősség az értékesítési adatokban is tetten érhető volt. A vizsgált időszakban az áruimport már az áruexporthoz hasonló mértékű csökkenést mutatott, így a külkereskedelmi áruforgalmi egyenleg trendje kismértékben javult.

2008 decemberében a nemzetgazdasági bruttó átlagkeresetek 4,6 százalékkal emelkedtek az egy évvel korábbi szinthez képest. Ezen belül a költségvetési szférában 2,1 százalékkal csökkentek, a versenyszférában 7,4 százalékkal nőttek a bérek az előző év azonos időszakához képest. A versenyszférát tekintve mindez 7,1 százalékos béremelkedést jelent 2008 negyedik negyedévére, és 8,5 százalékos emelkedést 2008 egészére.

Pénzügyi piacok

A globális befektetői hangulatot törékenység és magas volatilitás jellemezte az elmúlt egy hónapban. Bár a kockázati indexek enyhe mértékben csökkentek, a tőzsdeindexek csak átmenetileg voltak képesek emelkedni és az implikált értékpapír-piaci volatilitások továbbra is magas szinten maradtak.

A várhatóan tartós recesszió és a dezinfláció folytatódása miatt a jegybankok világszerte folytatták a monetáris lazítást. Számos fejlett országban (Egyesült Királyság, Ausztrália, Kanada, Új-Zéland, Norvégia, Svédország) döntöttek újabb kamatsökkentés mellett, aminek hatására több helyen is rekord-alacsony szintre süllyedt a jegybanki kamatszint. A 0 százalék közeli kamatok következtében egyre több jegybank (Bank of Japan, Bank of England, Fed) is szükségszerűen alternatív – a hagyományos monetáris politikai eszköztáron kívül eső – eszközökhöz folyamodik a gazdasági visszaesés mérséklése érdekében. Az EKB a várakozásoknak megfelelően februárban nem változtatott 2 százalékos irányadó kamátán, a kamatsökkentési várakozások azonban részben az enyhe hangvétellű közlemény hatására erősödtek. A következő, márciusi ülésre már 50 bázispontos vágást áraz a piac, majd az év közepéig 1 százalékra csökkenhet a ráta az eszközárak alapján. A régiós jegybankok mindegyike kamatsökkentést hajtott végre: Lengyelországban a várakozásokat meghaladó mértékű, 75 bázispontos lazításra került sor, a cseh jegybank a várakozásokkal összhangban 50 bázisponttal 1,75 százalékra csökkentette a rátát, míg a román jegybank egy 25 bázispontos vágással kezdett hozzá a kamat mérsékléséhez.

A regionális devizák árfolyam-alakulását alapvetően az határozta meg az elmúlt egy hónapban, hogy a közép-kelet-európai régió befektetői megítélése elszakadt a többi feltörekvő piactól és relatív értelemben jelentősen romlott. A régióban a zloty szenvedte el a legnagyobb – 11 százalékos meghaladó – leértékelődést, a cseh korona 6 százalékos gyengült, egyedül a román lej árfolyama alakult viszonylag stabilan. A forint árfolyama magas volatilitás mellett jelentősen, összesen csaknem 9 százalékkal gyengült az euróval szemben. A leértékelődéssel párhuzamosan a hosszútávú árfolyam-várakozások is jelentősen megváltoztak, a várható árfolyamcentrum jelentősen eltolódott gyenge irányba. A Reuters február elején végzett régiós felmérése alapján az elemzők tartósan 290-300 körüli árfolyamra számítanak, enyhe mértékű felértékelődés mellett csak egy éves időtávon valószínűsítették a 285-os szint elérését.

Az elmúlt egy hónap során kedvezőtlen fordulat következett be az állampapír-piacon. Január végétől a jelentős forintgyengüléssel párhuzamosan a másodpiacra ismét eladási nyomás nehezedett, amit a likviditási problémák kiújulása és nagymértékű hozamemelkedés követett. A görbe rövid vége összesen 130-210 bázisponttal, míg a középső szakasza 230-310 bázisponttal emelkedett. A kedvezőtlen másodpiaci folyamatok némi késéssel ugyan, de az elsődleges piacon

is éreztették hatásukat, ami hozamemelkedésben és egyes aukciók esetében elégtelen keresletben is megmutatkozott. Mindezzel párhuzamosan az állampapírok kamatswap hozamokkal szembeni felára minden lejáraton meredeken emelkedett, 140-240 bázispontra tágulva. Az állampapír-piaci folyamatok jelentős romlásához képest a külföldiek állampapír-állományában kevésbé drasztikus változás következett be: az időszak elején lényegében stagnálás volt jellemző, az utolsó napokban viszont már észrevehető, de nem kiemelkedő mértékben adták el a külföldiek forint állampapírjaikat.

Az elmúlt hónap fejleményei nyomán a jegybanki alapkamat pályájára vonatkozó várakozások jelentősen megváltoztak az egy hónappal korábbihoz képest. Mind az eszközarak, mind az elemzői felmérések a kamatsökkentési várakozások erőteljes erodálását mutatják. A határidős kamat-megállapodásokba a következő hónapokra egy 25 bázispontos kamatemelés van beárazva, hosszabb távon, év végéig azonban enyhén a jelenlegi szint alá csökkenhet az alapkamat az FRA-jegyzések alapján. A Reuters elemzői felméréseinek konszenzusa alapján a kamatszint tartását prognosztizálja a piac.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az elmúlt hónapokban a világgazdasági környezet és a növekedési kilátások a korábban vártnál nagyobb mértékben romlottak, így a recesszió mélyebb és hosszabb lehet. Az adóemelések átmeneti inflációnövelő hatását követően az infláció középtávon a jegybank 3 százalékos célja alá kerülhet, a kockázatok kiegyensúlyozottak. A nemzetközi pénzügyi zavarok ugyanakkor különösen kedvezőtlenül érintették a közép-európai régiót, mindez pedig óvatos, kiváró monetáris politikát tesz szükségessé.

A konjunktúra-kilátások romlása miatt továbbra sem érzékelhető inflációs nyomás a hazai gazdaságban. A recessziós környezetben az infláció egyszeri intézkedések miatti megemelkedésének nagy valószínűséggel nem lesz tartós hatása az inflációs várakozásokra, és középtávon nem veszélyezteti a jegybank inflációs céljának teljesítését.

Többen kiemelték, hogy a pénzügyi piacokon a likviditási problémák enyhülését követően a reálgazdasági és hitelezési problémákra került a hangsúly, amelyben a struktúrák forráshiány elsődleges szerepet játszik. A külső kereslet zuhanása a korábban vártnál erősebben veti vissza az egész kelet-közép európai régiót, s a kilátások romlása a kötvénypiaci hozamok és a kockázati mutatók emelkedésében, valamint a részvénypiaci indexek rossz teljesítményében is tükröződött. Többen arra hívták fel a figyelmet, hogy a megítélés negatív változásának egyik legfőbb oka az, hogy a régió országaiban a globális recessziónak erőteljesebb hatása lehet a nyugat európai országokkal való magas szintű integráltságuk, földrajzi elhelyezkedésük és exportorientáltságuk, valamint külső finanszírozástól való függőségük miatt. Emellett néhány országban a magas eladósodottság finanszírozási nehézségeivel, és a pénzügyi közvetítőrendszer portfólióromlási és tőkevesztési kockázataival is szembesülni kell.

A Monetáris Tanács tagjainak megítélése szerint Magyarországnak nincs lehetősége arra, hogy más országokhoz hasonlóan kormányzati élénkítő-csomagokkal reagáljon a reálgazdasági

problémákra. A monetáris politika feladata a jelenlegi helyzetben, hogy megkönnyítse az új világgazdasági környezethez történő alkalmazkodást. Az alkalmazkodáshoz azonban további kormányzati erőfeszítésekre van szükség. Többen a 2006-os kiigazítások tapasztalatait említették példaként, és figyelmeztettek arra, hogy míg a 2006-os kiigazítások esetében egyértelmű volt, hogy megvalósíthatóak, és idővel kedvező piaci fogadtatásuk lesz, az eddig bejelentett intézkedésekről egyelőre ez nem állítható egyértelműen. Az eddig bejelentett költségvetési intézkedések kapcsán ugyanakkor többen kiemelték, hogy a gyakorlati megvalósításuk hosszú távon elősegítheti az ország fenntartható növekedési pályára állítását.

A Tanács egyes tagjai úgy vélték, hogy az év eleje óta a közép-kelet-európai gazdaságokban túlzott mértékű és sebességű leértékelődés következett be, ami piaci zavarokhoz vezethet és elkerülendő. A térségben bekövetkezett leértékelődést a nemzetközi elmzések a folyó fizetési mérlegek magas hiányával, az európai keresletnek az exportfüggő gazdaságokat kedvezőtlenül érintő meredek visszaesésével és az e miatt romló kilátásokkal és a helyi bankok nagymértékű külföldi finanszírozásigényével magyarázzák. Noha bizonyos árfolyam-korrekció a globális szinten zajló „deleveraging”, azaz a tőkeáttételek folyamatos csökkenése és a finanszírozási feltételek romlása miatt az adott helyzetben valóban elfogadható, a régiót és Magyarországot érő jelenlegi elhúzódó sokk túlhaladja a fundamentumokkal és a körülmények változásával magyarázható mértéket.

A Monetáris Tanács tagjainak 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. A Monetáris Tanács tagjai egyhangúan az alapkamat szintentartására szavaztak.

Szavazatok:

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

Jelen voltak:

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

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

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2009. március 23-án tartja, amelyről 2009. április 10-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.