



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2009. ÁPRILIS 20-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2009. május 8. 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 márciusában az inflációs adatok kis mértékű csökkenést mutattak az előző hónaphoz képest. A fogyasztóiár-index 2,9 százalék, a maginfláció 3,1 százalék volt és a trendinfláció mutató is 3 százalék körül állt. Az I. negyedévben a fogyasztóiár-index értéke 3,0 százalék, a maginflációé 3,3 százalék volt. Az adatok megerősítik azt a korábbi várakozást, hogy az infláció az indirekt adók változtatását megelőzően a cél körül alakulhat. A piaci szolgáltatások esetében az év elején megfigyelt csökkenés után továbbra sem történt korrekció, a negyedéves index pedig historikus mélypontra áll. A feldolgozott élelmiszerek árának emelkedése továbbra is visszafogott maradt. Az árfolyam alakulására érzékenyebb iparcikkek inflációja egyedi tételeknek köszönhetően hó/hó alapon jelentős mértékű csökkenést mutat, az árfolyam begyűrűzése eddig a gyenge keresletnek köszönhetően csak a tartós iparcikkek körében érzékelhető. Az árfolyam leértékelődésének hatása – a jegybanki várakozásoknak megfelelően – a második negyedévtől erősödhet.

Az ipari termelés 2009. februárban szezonálisan igazítva 2,7%-kal csökkent az előző hónaphoz képest, azaz a 2008 decemberében bekövetkezett jelentős visszaesés óta eltelt két hónapban összességében stagnálás volt megfigyelhető. A régió többi országában sem folytatódott az ipari konjunktúra romlása. A német ipari termelés – a korábbi hónapoknál kisebb mértékben, de – tovább csökkent, a német konjunktúra indikátorok (IFO, ZEW) várakozási komponense ugyanakkor lassú javulást mutat. Mindezek alapjántovábbra is az ipari termelés jelenlegi szinten történő stagnálására lehet számítani.

Hasonló kép rajzolódik ki a külkereskedelmi áruforgalom tekintetében: a 2008. decemberi drasztikus visszaesést nem követte további, hasonló mértékű csökkenés. 2009. februárjában a folyóáras áruexport 1,4 százalékkal nőtt, az áruimport 3,0 százalékkal csökkent az előző hónaphoz képest. Januárban a volumenadatok alapján megindult a külkereskedelmi áruforgalom egyenlegének javulása, februárban ez már a folyóáras adatokban is tetten érhető.

A versenyszféra bruttó átlagkeresete februárban 3 százalékkal nőtt az előző év azonos hónapjához képest. Ezen belül a rendszeres keresetek 4,7 százalékkal nőttek. A szezonálisan igazított adatokon megfigyelhető a vállalati szektor béralkalmazkodása, mely a prémiumokon túl már a rendszeres keresetekben is egyre inkább érződik. A létszám és a ledolgozott túlórák csökkenése szintén folytatódott a versenyszférában. Az adatok a februári inflációs jelentésben vázoltnál erőteljesebb munkapiaci alkalmazkodásra utalnak.

Pénzügyi piacok

Az elmúlt egy hónapot összességében kedvező globális befektetői hangulat jellemezte. Az optimizmusban szerepet játszott egyrészt az amerikai kormányzat piacok működését célzó stabilizációs csomagja és a G20 csúcstalálkozó döntéseinek kedvező piaci értékelése, másrészt néhány, az elemzői várakozásoknál kedvezőbb makrogazdasági adat, illetve vállalati negyedéves

eredmény. A kockázatvállalási hajlandóság növekedése nyomán a tőzsdeindexek számottevően emelkedtek, az értékpapírok implikált volatilitása csökkent, a CDS felárak jelentős mértékben estek, a kockázatosabb eszközök felértékelődtek. A pénzügyi feszültségeket jelző állampapírpiazi hozamokhoz viszonyított felár, a TED szpred az euro esetében tovább csökkent, míg a dollár esetében a Lehman-csődöt megelőző szint környékén mozog. Ugyanakkor továbbra is bizonytalanság övezi azt, hogy a pénzügyi piacokon tapasztalható kedvező fordulat mennyire maradhat tartós ügy, hogy a reálgazdasági kilátásokkal kapcsolatos lefelé mutató kockázatok fennmaradtak.

A fejlett országok jegybankjainak monetáris politikáját továbbra is lazítás és a hitelezési folyamatok élénkítésére irányuló intenzív törekvések jellemzik. A kamatpolitika lehetőségeinek beszűkülése nyomán több jegybank (Fed, BoE, BoJ, SNB) is eszközvásárlási programokat valósít meg. Az EKB a várakozásoknál kisebb mértékben, 25 bázisponttal mérsékelte az irányadó kamatát, azonban a jegybanki nyilatkozatok és a piaci várakozások alapján is van még tere a kamatsökkentésnek. A régióban a lengyel jegybank 25 bázisponttal 3,75 százalékra csökkentette az alapkamatot, a cseh és a román jegybank a szinten tartás mellett döntött.

A globális befektetői hangulat javulása a feltörekvő piacokon belül a közép-kelet-európai régiót különösen kedvezően érintette, amit erősített, hogy egyes hírek szerint az EKB kormányzótanácsa meg fogja vitatni a régiós országok saját devizában denominált állampapírjainak fedezetként való elfogadásának lehetőségét. A régió megítélésének javulása mind a devizaárfolyamok számottevő erősödésében, mind a szuverén hozamfelárak és CDS szpredék mérséklődésében tükröződött. Magyarország 5 éves CDS szpredje a legutóbbi kamatdöntés óta 100 bázispontot meghaladó mértékben, 400 bázispont környékére esett. Ugyanakkor a relatív pozíciót tekintve ismét visszaesés volt tapasztalható: jelenleg több olyan ország is Magyarországnál kedvezőbb kockázati megítélés alá esik, amely egy hónappal ezelőtt magasabb felárral rendelkezett.

A kedvezőtlen országspecifikus események (a kormányfő-jelölés körüli bizonytalanság, leminősítések) ellenére a hazai eszközár-alakulás nem szakadt el a régiótól. Az árfolyam április közepére 290 forint alá erősödött, ez a március végi lokális minimumhoz képest 6 százalékot meghaladó felértékelődést jelent, amit egyedül a zloty teljesített felül.

Az április elején végzett Reuters felmérés alapján ugyanakkor rövid távon továbbra is leértékelődési nyomás nehezedhet a forintra. A következő hónapokra 300 forintnál némileg gyengébb árfolyamot valószínűsítettek a piaci elemzők, de továbbra is érvényes maradt, hogy hosszabb távon a megkérdozettek fokozatos, enyhe mértékű felértékelődésre számítottak (6 hónap 290; 12 hónap 285 forint/euro). A magas bizonytalanság fennmaradt: 1 hónapos időtávon 280 és 315, egy éves időtávon 265 és 330 között szóródtak a prognózisok.

A külföldiek nettó forintpozíciója 350 milliárd forintot meghaladó értékben emelkedett a legutóbbi kamatdöntés óta, amelyből mintegy 250 milliárd forint kapcsolódott spot forintvásárláshoz. Mindeközben a külföldiek nettó FX-swap állománya csaknem 400 milliárd forint értékben csökkent, amiben egyaránt szerepet játszott a forint melletti pozíciók emelkedése és a forint elleni pozíciók leépülése.

Az állampapír-piacot összességében vegyes folyamatok jellemezték az elmúlt hónap során. A másodpiacon az éven belüli hozamok 60-130 bázisponttal csökkentek, míg az éven túliai 200 bázispontot is meghaladó mértékben estek április eleje óta. A bekövetkezett jelentős mértékű hozamsökkenés ellenére a fejlemények megítélése nem egyértelmű, mivel a hozamesés mögött részben az ÁKK visszavásárlási aukciói húzódnak meg. Ugyanakkor a kamatswap-szpredek minden lejáraton bekövetkezett számottevő szűkülése azt mutatja, hogy a likviditási prémium jelentősen csökkent az állampapír-piacon. A külföldiek az elmúlt hónapban is nettó állampapír-eladást hajtottak végre, mintegy 50 milliárd forint értékben. Ezt a képet azonban árnyalja, hogy a teljes forgalomban lévő állomány is számottevően csökkent a visszavásárlási aukciók hatására, s a külföldiek állományának csökkenése arányaiban ettől elmaradt. Az elsődleges piacon a DKJ kibocsátásokat megfelelő kereslet és a másodpiaci hozamokat mérsékelten meghaladó aukciós átlaghozamok jellemezték.

A kamatvárakozásokat mutató piaci árakban erőteljes változások voltak tapasztalhatóak az elmúlt egy hónap során. Míg április elején az FRA jegyzések a következő hónapokra 100 bázispontot meghaladó mértékű kamatemelést mutattak, a globális hangulat alakulását és forintárfolyam erősödését követve a kamatemelési várakozások fokozatosan kiárazódtak és a legutóbbi jegyzések alapján a következő hónapokban már a kamat tartására számít a piac. A Reuters áprilisi felmérése alapján a hétfői ülésen egyértelműen az alapkamat tartására számít a piac. A várható következő jegybanki kamatváltoztatást illetően jellemzően egy kismértékű csökkentésre számítanak az elemzők, ennek időpontját azonban a többség az év második felében várja.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy miközben a kedvezőtlen konjunktúrahelyzet miatt továbbra sem érzékelhető áremelkedési nyomás a magyar gazdaságban, a jelenlegi nemzetközi környezetben továbbra is óvatos, kiváró monetáris politikára van szükség a pénzügyi stabilitási kockázatokból és az ország finanszírozási problémáiból fakadóan.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a közép-kelet európai régió megítélése némileg javult az elmúlt időszakban, de a gyorsan változó globális pénz- és tőkepiaci környezetben Magyarország továbbra is különösen sérülékeny helyzetben van. Egyes tagok arra figyelmeztettek, hogy az ország relatív pozíciója valamelyest romlott Lengyelországgal és Csehországgal összevetve. Többen kiemelték, hogy a korábban vártnál mélyebb recesszió a hazai kereskedelmi bankok portfólió-minőségének vártnál erőteljesebb romlását okozhatja, annak ellenére, hogy a pénzügyi piacok likviditási helyzete az elmúlt időszakban javult.

A Monetáris Tanács tagjai abban is egyetértettek, hogy a kedvezőtlen konjunktúrahelyzet miatt továbbra is visszafogott áremelkedésre lehet számítani a magyar gazdaságban, és az infláció a monetáris politika számára releváns időhorizonton a 3 százalékos cél körül alakulhat. A legfrissebb inflációs adatok mellett a vállalatok bérezésen és foglalkoztatáson keresztül alkalmazkodása is az inflációs kockázatok enyhülésére utal. Egyes tanácsstagok szerint a gyenge

makrogazdasági kereslet inflációfékező hatását bizonyíthatja a kereskedelemképes termékek árfolyamgyengülés ellenére tapasztalható visszafogott áremelkedése.

Megoszlott ugyanakkor a tagok véleménye a tervezett kormányprogram elemeinek esetleges inflációgerjesztő hatásairól. Egyes tanácstagok megítélése szerint az ÁFA-emelések árnövelő hatása a recessziós környezetben csak kismértékben és átmenetileg érvényesül, mások azonban továbbgyűrűző hatásokat sem tartottak kizárhatónak. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a válságkezelő intézkedések kapcsán egyre erősebbek a középtávú globális inflációs aggodalmak, és Magyarországon is az importárak emelkedésére lehet számítani.

A makrogazdasági kilátások tárgyalása során több tanácstag a korábbi előrejelzéseknél kedvezőtlenebb konjunktúra-kilátásokra hívta fel a figyelmet. Elhangzott olyan vélemény is, hogy Magyarország makrogazdasági egyensúlya javulóban van, ami tükröződik a finanszírozási igény csökkenésében is. Többen azt hangsúlyozták, hogy az egyensúlyi helyzet további javítását szorgálhatja az új kormányprogram a parlament jóváhagyást követően.

A Monetáris Tanács tagjainak megítélése szerint a pénzügyi stabilitási helyzet javításához elengedhetetlen a hazai pénzügyi piacok működésének helyreállítása, amihez elsősorban az állampapírpiac zavartalan működésére lenne szükség. Többen arra figyelmeztettek, hogy ehhez a másodpiaci árjegyzési rendszer felélesztésére, és a forgalom fokozatos emelkedésére lenne szükség. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az államkötvény-visszavásárlási aukciók a hozamgörbe alakját is megváltoztathatják, így a kötvénypiaci hozamok csökkenése nem feltétlenül a várakozások javulását tükrözi.

A Monetáris Tanács tagjainak megítélése szerint a közeljövőben leginkább az új kormány gazdaságpolitikai irányváltása befolyásolhatja a monetáris politika mozgásterét, ezért a kormányprogram parlamenti jóváhagyását megelőzően kiváró stratégiára van szükség. Egyes tanácstagok úgy érveltek, hogy a kormányprogram sikeres végrehajtását követően a forintbefektetésektől elvárt kockázati prémium csökkenése várható, ami idővel lehetőséget teremthet a monetáris kondíciók lazítására. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a jelenlegi magas kamatszint a gazdasági aktivitás fékezése mellett azért is káros lehet hosszú távon, mert a hitelkeresleten belül megemelkedhet a kockázatosabb adósok aránya, ami tovább ronthatja a banki hitelportfoliók minőségét. Többen ugyanakkor az ország finanszírozásához felhasználható piaci források elégtelen kínálatára, és a pénzügyi stabilitási szempontokra hivatkozva előre tekintve is csak nagyon óvatos monetáris politikára látnak lehetőséget.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. A Monetáris Tanács tagjai egyhangúlag az alapkamat szinten tartására szavaztak.

Szavazatok:

<i>az 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. Haraszti Katalin, a Pénzügyminisztérium főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2009. május 25-én tartja, amelyről 2009. június 12-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.