



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2010. ÁPRILIS 26-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2010. május 19. 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 beérkezett inflációs adatok továbbra sem jeleznek kockázatokat az infláció rövidtávú alakulásával kapcsolatban. 2010 márciusában a fogyasztóiár-index 5,9 a maginfláció 4,7 százalék volt. 2010 első negyedében az infláció 6 százalékra emelkedett, azonban ez főként a jövedéki adó emelésével magyarázható; a negyedéves trendmutatók az előző negyedévekben stabilan az inflációs cél alatt alakultak.

A gyenge belső kereslet következtében a piaci szolgáltatások árindexe márciusban is jelentősen elmaradt a válság előtti években ebben a hónapban megszokott mértéktől. Az iparcikkek inflációja márciusban újra negatív tartományban alakult. Egyre valószínűbb, hogy a januári magas árindex a megváltozott szezonális eredménye volt, így előre tekintve ezen termékkör esetében sem kell inflációs nyomással számolni. A feldolgozott élelmiszerek árszintje az elmúlt hónapban csak kismértékben emelkedett, a negyedévet tekintve viszonylag stabilan alakult.

A márciusi inflációs adat megerősítette azt az várakozást, hogy 2011-ben az infláció a középtávú cél alatt alakulhat. Ezen a horizonton azonban felfelé mutató kockázatokat hordoz az olajárak várható további emelkedése, a gyengülő EUR/USD árfolyam, és a továbbra is magas inflációs várakozások.

A konjunktúra rövidtávú alakulása kedvezőbb lehet a korábban vártnál, de a középtávú kilátások nem javultak. Az ipari termelés februárban 8,4 százalékkal nőtt, ami enyhe csökkenést jelent az előző hónaphoz képest. Az elmúlt hónapokban a termelés növekedése mérséklődött, ami mögött főként a német gazdaság lassulása állhat. Azonban a közelmúltban megjelent bizalmi indikátorok a német konjunktúra ismételt javulására engednek következtetni. A gyors ázsiai növekedés segítheti az európai exportot, ami a magyar ipari termelésre is kedvezően hathat. Ez, és a vártnál erőteljesebb készletfeltöltés rövidtávon pozitív kockázatokat jelent a februári inflációs jelentéshez képest. A hosszabb távú világgazdasági konjunkturális kilátásokat azonban beárnyékolják a költségvetési deficitiek fenntarthatóságával kapcsolatos erősödő aggodalmak. Ezek a kormányzatokat a korábban vártnál hamarabb és erőteljesebb költségvetési kiigazításra kényszeríthetik. A középtávú kockázatok emiatt a magyar ipari termelés pályájával kapcsolatban inkább lefelé mutatnak.

2009 negyedik negyedében a fizetési mérleg ismét jelentős, a GDP 4 százalékát kitevő többletet mutatott. A reálgazdasági egyenleg magas szinten stabilizálódott, a jövedelemegyenleg tovább javult, amit a vállalatok profit-visszaesése mellett a csökkenő nettó kamatfizetések

magyaráznak. A nettó külső adósság a GDP 54 százalékára mérséklődött. Az adósság típusú tőkeáramlás a konszolidált államháztartáshoz kapcsolódott (állampapírok, MNB-kötvények). A nettó állampapír kibocsátás negatív volt, és a külföldiek a másodpiacon is csökkentették állományukat, amelyet nagyrészt a hazai bankszektor vett át. A bankszektor külfölddel szembeni pozíciója nem változott. Az adósságot nem generáló tőkebeáramlás a negyedik negyedévben ismét pozitív volt, ám a 2009-es év egészében historikus mélypontra süllyedt.

A külkereskedelmi áruforgalom februárban tovább bővült. Az áruforgalmi többlet az elmúlt hónapokban csökkent, de továbbra is jelentős mértékű. Az export dinamikája valamelyest lelassult, az import viszont tovább élénkült, ami feltehetően a hazai vállalatok készletfeltöltéséhez kapcsolható. A cserearány januárban javult, azonban a nyersanyagárak valószínűsíthető emelkedése az év további részében inkább annak romlása irányába mutat.

A bérdinamika a februári inflációs jelentéssel összhangban alakul. A nemzetgazdasági bérek februárban 0,9 százalékkal voltak magasabbak az egy évvel azelőtti szinthez képest. Ezen belül a versenyszférai bérei 4 százalékkal nőttek, míg az állami szektoréi 6,2 százalékkal csökkentek. A versenyszféra magas év/év bérindexét a 2009 azonos időszakában mért szokatlanul alacsony bérnövekedés okozta, a havi béremelkedés üteme várakozásainknak megfelelően visszafogottan alakult. A reálgazdaság kettőssége a munkaerőpiacon is megmutatkozik. Az erősödő világgazdasági konjunktúrához jobban kötődő feldolgozóipar bruttó átlagkeresetei februárban 6, míg a belső kereslet gyengesége miatt jobban sújtott piaci szolgáltatások átlagkeresetei 2 százalék körül nőttek. Ez az eltérő dinamika várhatóan egész évben fennmarad.

A foglalkoztatottak nemzetgazdasági létszáma – kétféle ellentétes hatás eredőjeként – nem mutatott érdemi változást februárban. Míg a versenyszféra – különösen a piaci szolgáltatások szektor – csökkentette létszámát, az állami szférában közmunka programokban foglalkoztatottak száma némileg emelkedett.

Pénzügyi piaci folyamatok

A nemzetközi környezetben folytatódott az előző hónapokban jellemző kettősség: a globális piacokon érvényesülő, összességében optimista hangulat mellett a Görögországgal kapcsolatos bizonytalanság fennmaradt, sőt a hónap második felében eszkalálódni kezdett. A fejlett piacokat az általánosan kedvező nemzetközi befektetői kedv dominálta. A vezető tőzsdeindexek és nyersanyagárak enyhén emelkedtek, a részvény- és devizapiaci volatilitás mutatói és a vállalati CDS indexek alacsony szinteken tartózkodtak. A globális optimizmushoz négy fő tényező járult hozzá: a fejlett országok makrogazdasági kilátásainak folytatódó javulása, a laza monetáris politika tartósságára vonatkozó várakozások erősödése, az egyes likviditásbővítő intézkedések

visszavonásának elhanyagolható piaci hatása, valamint a várakozásoknál jobban induló első negyedéves vállalati gyorsjelentési szezon. A globális reálgazdasági kilátások tekintetében ugyanakkor bizonytalansági tényezőt jelent a növekedés gazdaságpolitikai stimulus nélküli fenntarthatósága.

A görög kockázati megítélés erősen hullámzott az elmúlt hónap során, de összességében elmondható, hogy a kockázatok az egész időszakban fennmaradtak, sőt a hónap végén érdemben erősödtek. Bár a nyugat- és kelet-európai térség országainak CDS-felárai egy irányban változtak a görög felárakkal, és az elmúlt hónapokban az euro árfolyamának nagyobb ingadozása mögött is elsősorban a görög problémák álltak, a fertőzés mértéke továbbra is mérsékelt maradt. Az időszak utolsó napjaiban tapasztalt jelentős görög kockázati prémium emelkedés hatására egész Európában emelkedtek a kockázati mutatók, de a növekedés mértéke – még a leginkább érintett mediterrán és balkáni térségben is – csekély volt a görög mértékekhez viszonyítva. Az eurozóna-IMF hitelkeret vártnál nagyobb mérete és a jelenlegi görög hozamokhoz képest lényegesen olcsóbb finanszírozási költsége megnyugtatóan hatott a piacokra, ugyanakkor a piaci aggályokat az implementációs kockázatok erősíthetik. A csomag továbbra sincs véglegesítve, és a hitel időben történő folyósítását veszélyeztetheti az IMF-tárgyalások időigénye és a több országban szükséges parlamenti jóváhagyás. Görögország szolvenciáját tekintve a kockázatok érdemben emelkedtek, amit a Moody's és a Fitch ügynökségek leminősítései is tükröznek. Kedvezőtlen fejlemény volt a görög bankrendszer gondjainak felszínre kerülése is, ami főleg a balkán térség országaira nézve jelent kockázatokat.

Magyarország kockázati megítélése javult az elmúlt hónap során. Az 5 év múltai 5 éves felár közel 40 bázisponttal 191 bázispontra csökkent. Bár az 5 éves CDS-felár csak kisebb ingadozásokat mutatott az időszakban, alakulása az ország megítélésnek relatív javulására utal. A forint/euro árfolyama a korábbi hónapokhoz képest erősebb szinteken, 262-268 forint/euro között stabilizálódott, továbbra is alacsony volatilitás mellett. Az árfolyamvárakozások gyenge irányú ferdesége ugyanakkor kismértékben emelkedett és az április eleji Reuters-felmérésben az elemzői mediánvárakozás is 1-2 százalékos gyengülést mutatott a következő hónapokra.

Az állampapírpiacon folytatódott a hozamok dinamikus csökkenése mind a rövid, mind a hosszú lejáratokon. A március kamatdöntés óta a rövid hozamok 24-35, a görbe hosszú oldala 32-54 bázisponttal mérséklődött. A csökkenést részben az ország kockázati megítélésének enyhe javulása, részben a negatív nettó kibocsátás és javuló állampapír-piaci likviditási kondíciók következtében visszaeső likviditási prémium eredményezte.

A kamatvárakozások érdemben csökkentek a hónapban. A Reuters felmérése és a piaci árak alapján a rövid távú kamatvárakozások további csökkentés irányába mutatnak. Emellett mind a bankközi hozamgörbe, mind az elemzői várakozások a hosszabb távú kamatvárakozások érdemi, 25-35 bázispontos csökkenését mutatják. A kamatcsökkentési ciklus mélypontjára vonatkozó várakozás 5 százalékos alá csökkent, az elemzők többsége szerint a ciklus alja 4,75 vagy 5 százalékos lehet.

A bankrendszer helyzete

Bár az első negyedévben a vállalati hitelek állománya kevésbé csökkent, mint 2009 utolsó negyedévében, a visszaesés mértéke meghaladta a februári inflációs jelentésben előrejelzett mértéket. Míg az év első két hónapjában az állomány stagnált, a harmadik hónapban újrateződött és az előzetes adatok szerint áprilisban is folytatódott a visszaesés. A háztartások hitelállományán belül a visszaesés gyorsulása különösen a pénzügyi vállalatok hiteleinél volt tetten érhető. A háztartások újonnan folyósított hitelein belül tovább emelkedett a forinthitelek részaránya és már meghaladta az 50 százalékos mértéket. A növekedés stagnáló devizahitel- és emelkedő forinthitel-folyósítás eredménye. A forinthiteleken belül mind a jelzálog-, mind az egyéb hitelek kibocsátása emelkedett.

A bankok kamatmarzsa márciusban tovább emelkedett. Ez alapján arra lehet következtetni, hogy a külföldi forrásköltségek csökkenése ellenére a bankok magasan tartják a meglévő, elsősorban devizahittel rendelkező ügyfelek kamatait. Egyfelől a kamatmarzs nagymértékben javítja a bankrendszer jövedelmét, másfelől azonban csökkenti a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét, ezáltal korlátozza fogyasztásukat és akár megtakarításaikat is.

Márciusban tovább mérséklődött a bankok hitelezési veszteségrátája (elmúlt 12 havi értékvesztés teljes állományra vetített aránya), mind a vállalatoknál, mind a háztartásoknál a 2009 végi 2,5 százalékról az első negyedév végére 2,2 százalékra csökkent a mutató értéke. Ez tovább erősíti annak valószínűségét, hogy a portfólióminőségben első negyedévben bekövetkező trendfordulóponthoz jutott a bankrendszer. Előretekintve a magas kamatmarzs, illetve a csökkenő hitelezési veszteségek javítják a bankrendszer jövedelemtermelő képességét és tőkemegfelelését.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a kockázati megítélés javulása április során is folytatódott, ami lehetővé teszi a makrogazdasági oldalról indokolt kamatcsökkentési ciklus folytatását.

A testület megítélése szerint az előző kamatdöntés óta beérkezett adatok nem változtatták meg érdemben az inflációs kilátásokat. A márciusi inflációs adatok nem okoztak meglepetést. Bár a konjunktúra-kilátásokról összességében kedvező információk érkeztek az elmúlt egy hónapban, a fő irányokat tekintve a Tanács továbbra is úgy véli, hogy érdemi növekedésre csak 2011-ben lehet számítani.

Többen egyetértettek azzal, hogy a globális növekedési kilátások javulása a nyersanyag- és olajárak vártnál gyorsabb ütemű emelkedésén keresztül az importált inflációs kockázat növekedése irányába mutat. Volt olyan tanácstag, aki a reálgazdasági helyzet értékelése során arra a kockázatra hívta fel a figyelmet, hogy a növekedés élénkülését követően keresleti oldalról ismét inflációs nyomás jelentkezhetsz. Elhangzott ugyanakkor olyan vélemény is, hogy a nemzetközi intézmények felé vállalt kötelezettségek teljesítése további alkalmazkodásra kényszerítheti a fiskális politikát, ami rövidtávon visszafoghatja a keresletet és mérsékelheti a növekedés beindulásával kapcsolatos inflációs kockázatokat.

A tanácstagok többsége egyetértett abban, hogy a májusi inflációs jelentés prognózisa adhat iránymutatást a hosszabb távú stratégiával kapcsolatban.

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy a piaci árinformációkból egyértelműen a kockázati megítélés javulása olvasható ki. A globális pénzügyi piaci helyzetben bekövetkező kedvező változásokkal párhuzamosan az elmúlt időszakban csökkent a magyar CDS felár, mérséklődtek az államkötvények hozamai és felértékelődtek a devizaárfolyamok. Különösen pozitív fejleményként értékelte a Tanács, hogy a hozamcsökkenés a hosszú hozamokban is megmutatkozott, az ország relatív kockázati megítélése is javult és a Görögországgal kapcsolatos bizonytalanság emelkedésének fertőző hatása kevésbé érvényesült. Megoszlott ugyanakkor a tanácstagok véleménye abban, hogy milyen tényezőknek köszönhető és mennyire tekinthető tartósnak a kockázati megítélés javulása.

Többen felhívták a figyelmet arra is, hogy a javuló befektetői megítélés tartóssága szempontjából kiemelt kockázatot jelentenek a Görögországgal kapcsolatos legújabb fejlemények. A piac egyelőre bizonytalan azzal kapcsolatban, hogy a görög kormány képes lesz-e az államháztartás fenntartható pályára állításához szükséges költségvetési politikát megvalósítani, és a nemzetközi segítségnyújtás vonatkozásában nehézséget jelenthet, hogy egy eddig nem alkalmazott, új intézményi megoldást kell keresnie az eurozónának. Egyes tagok arra figyelmeztettek, hogy amennyiben tovább erősödnek a fertőző hatások a többi mediterrán ország felé, akkor már a kelet- és közép európai régió és ezen belül Magyarország kockázati megítélése is romolhat.

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy a kockázati megítélés javulása lehetőséget teremtett az óvatos kamatcsökkentési politika folytatására áprilisban. Egyes tanácstagok szerint az elmúlt hónapokra jellemzőnél gyorsabb kamatcsökkentés megfontolásra

érdekes, mert a kockázati megítélés jelentős javulása növelte a mozgásteret, és ezt addig célszerű kihasználni, míg az irányadó jegybankok is fenntartják a lazító monetáris politikát. Többen ugyanakkor úgy érveltek, hogy fokozatos és kis lépéseken keresztüli csökkentés a hosszú távú monetáris politikai célok elérését is jobban szolgálhatja. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az egyensúlyi folyamatokban bekövetkezett javulás ellenére a magyar gazdaság a magas szintű eladósodás miatt változatlanul sérülékeny, és ez a kedvező befektetői hangulat ellenére az óvatosság fenntartása mellett szól.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 25 bázispontos csökkentését 5 tag támogatta, 2 tag pedig az alapkamat 50 bázispontos csökkentésére szavazott.

Szavazatok:

<i>alapkamat 5,25%-ra csökkentése mellett</i>	5	Bihari Péter, Csáki Csaba, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Simor András
<i>alapkamat 5 %-ra csökkentése mellett</i>	2	Bánfi Tamás, Neményi Judit

Jelen voltak:

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

A Kormányt Kovács Álmos, a Pénzügyminisztérium államtitkára képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2010. május 31-én tartja, amelyről 2010. június 9-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.