



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV  
A MONETÁRIS TANÁCS  
2009. MÁJUS 25-I ÜLÉSÉRŐL**

**Közzététel időpontja: 2009. június 12. 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](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_mt_jegyzokonyv)

# 1. Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

## Makrogazdaság

2009 áprilisában megtört az infláció korábbi hónapokban tapasztalt monoton csökkenése. Míg a maginfláció éves indexe az előző havi értékhez képest változatlan szinten, 3,1 százalékon maradt, a fogyasztói árindex 0,5 százalékponttal, 3,4 százalékra emelkedett. Az emelkedés háttérében főként a tartós iparcikkek körébe tartozó egyedi tételek megugrása áll. Mivel a korábban stabilan alakuló iparcikkárak volatilitása az utóbbi hónapokban nagymértékben megnőtt, nehéz annak megítélése, hogy mindez mennyiben a megnövekedett árfolyam-begyűrés, illetve mennyiben zaj következménye. A lökészerűen átárazott termékek kiszűrésével képzett index az iparcikkek esetében enyhe növekvő trendet mutat, mely megfelel az árfolyam-begyűrés alapján vártaknak, míg a maginfláció esetében enyhe csökkenést eredményez.

A piaci szolgáltatások inflációja a korábbi szezonálisnak megfelelően alakult, az éves index csak marginálisan változott az év elejéhez képest. A januárban megfigyelt inflációcsökkenés bár nem folytatódott tovább, korrekció sem következett be. A maginflációs körben egyedül a feldolgozott élelmiszereknél látható az infláció további lassulására utaló jeleket. Az inflációs jelentés előrejelzései szerint – az áfa és indirekt adó emelések hatására – a fogyasztói árindex az idei év végére 6 százalék fölé emelkedhet, míg a kormányzati intézkedések hatásától szűrt nettó inflációs mutató a teljes előrejelzési horizonton cél alatt maradhat. Az alacsony inflációs környezet rövid távon a mérséklődő importált inflációs nyomásnak, míg közép távon a csökkenő fogyasztásnak lesz köszönhető.

A 2009 első negyedéves, előzetes adatok alapján a bruttó hazai termék 6,4 százalékkal (naptári hatásokat is figyelembe véve 5,8 százalékkal) mérséklődött az előző év azonos időszakához képest, azaz gyorsuló ütemben, tovább mélyült a magyar gazdaság visszaesése. Míg a kibocsátás csökkenését kezdetben a nemzetközi konjunktúra gyors romlásának első körös hatásai eredményezték, az elmúlt negyedévben már a belföldi kereslet oldaláról érkező negatív hatások is egyre markánsabban jelentkeztek. Regionális összevetésben elmondható, hogy a globális recessziós környezet érzékenyen érintette a kelet-közép-európai gazdaságok fejlődését is. Ezen gazdaságok kibocsátása 2009. első negyedévében jelentős mértékben csökkent. Ennek eredményeképpen az eltérő kiindulási helyzet ellenére Magyarország főbb versenytársainak GDP-je éves szinten a magyarral közel megegyező mértékben mérséklődött.

Az első negyedéves ipari termelés és külkereskedelmi áruforgalmi adatok alapján a múlt év végén megfigyelt jelentős csökkenés nem folytatódott tovább. A hazai konjunktúra alakulása összhangban áll az euroövezetben és a közép-kelet-európai régióban megfigyelt folyamatokkal. Márciusban a külkereskedelmi áruforgalmi egyenleg az utóbbi évek legjelentősebb pozitív értékét mutatta, valamint a cserearány is szignifikánsan javult. Az ipari termelés kismértékű javulása az alágazatok széles körére volt jellemző.

Előretekintve a nemzetközi ipari termelés adatok, a továbbra is kedvezőtlen képet mutató hazai és nemzetközi új rendelések, valamint a kissé emelkedő bizalmi indexek alapján gyors fordulat nem várható, ugyanakkor hónapról hónapra kismértékben javulhat a hazai ipari konjunktúra helyzete. Az inflációs jelentés prognózisa azzal számol, hogy a magyar gazdaság európai átlagnál erőteljesebben esik vissza, mivel a külső konjunktúra, a hitelkínálat szűkülése, és a költségvetési intézkedések növekedésrontó hatása egyszerre érvényesül. Az idei évre közel 7, jövőre 1 százalékos körüli gazdasági visszaesés várható. A gazdasági növekedésben erőteljes korrekció 2011-től kezdődhet el.

2009 első negyedében a versenyszférában tovább mérséklődött mind a rendszeres keresetek, mind a bruttó átlagkeresetek dinamikája. Az éves indexek lényegében kizárólag áthúzó hatást jeleznek, mivel az előző negyedévhez viszonyítva mind a rendszeres, mind a bruttó bérek változatlanok maradtak. Fontos megjegyezni ugyanakkor, hogy a havi adatok – különösen a piaci szolgáltatások esetében – magasabbak a februári értékeknél. Ezt részben magyarázza időzítési hatás, másrészt az alacsony termelékenységű dolgozók elbocsátásából eredő, egyre markánsabban jelentkező összetétel-hatás. Összességében az első negyedévben a vállalatok a romló profitabilitásra a foglalkoztatottak elbocsátásával reagáltak legerőteljesebben, a nominális béreket pedig lényegében szinten tartották. Az alkalmazkodás mértéke a feldolgozóiparban nagyobb, ahol mind a foglalkoztatottak száma, mind a bérek és a munkaórák csökkentek.

## **Pénzügyi piacok**

Az elmúlt egy hónap során a nemzetközi pénzügyi piacokon továbbra is fennállt a befektetői hangulatot március vége óta jellemző optimizmus, de megjelentek olyan jelek is, amelyek ennek mérséklődésére utalnak. Az időszak első felében még a március vége óta tartó emelkedő trend jellemezte a vezető tőzszeindexeket, májusban azonban kismértékű korrekció következett be, ami viszont egyelőre nem tekinthető egyértelműen trendfordulónak. A kockázatvállalási hajlandóság számottevően emelkedett, ami a kockázatos eszközök felárának csökkenésében, és a kockázati indexek, valamint az implikált részvénypiaci volatilitások mérséklődésében nyilvánult meg. A globális pénzpiacok likviditása – különösen a dollár esetében – folyamatosan javul. A likviditási problémák enyhülésével szemben aggodalomra adhat okot, hogy a pénzügyi rendszer szolvencia problémái egyre jobban előtérbe kerülnek.

A fejlett országok jegybankjai közül az EKB 25 bázisponttal csökkentette az irányadó kamatot, emellett több más fejlett ország jegybankja (dán, svéd, norvég) is folytatta a kamatvágásokat. A kamatpolitikában beszűkült mozgásterű jegybankok további mennyiségi lazítással járultak hozzá monetáris kondíciók enyhítéséhez. A kedvező befektetői hangulatot kihasználva számos feltörekvő országban is jelentős kamatcsökkentésre került sor. Latin-Amerikában és Ázsiában 50 és 100 bázispont közötti kamatvágásokról döntöttek a jegybankok. A feltörekvő országok közül Lengyelországban nem változott az alapkamat, míg Csehországban 25, Törökországban és Romániában 50, Lettországban, Dél-Afrikában és Szerbiában pedig 100 bázisponttal csökkent az irányadó kamatot. A régióban a várt növekedési pályák további lazítást indokolnának,

ugyanakkor a korábbi jelentős árfolyamgyengülések inflációs hatása ennek több országban is határt szab.

A globális befektetői hangulat további javulása a feltörekvő piacokat is kedvezően érintette, ami a devizaárfolyamok erősödésében és a kockázati felárak csökkenésében volt tetten érhető. Mind a devizakötvények felárai, mind a CDS-jegyzések jelentősen csökkentek. A kedvező trend akkor is folytatódott, amikor a fejlett piacokon már elkezdődött a korrekció. Kedvező jelnek tekinthető, hogy a befektetők elkezdték a hozamot is figyelembe venni portfolió-allokációs döntéseknél, és már nem csak a legbiztonságosabb eszközökre fókuszálnak. Ezt támasztja alá a dollár jelentős gyengülése is. A kockázatos eszközök esetében a kockázati étvágy növekedése nemcsak a felárak csökkenésében tükröződött, hanem a devizakötvény-kibocsátások iránt tapasztalt élénk érdeklődésben is. Csehországban és Lengyelországban 1,5, illetve 0,75 milliárd euro értékben került sor eurokötvény-kibocsátásra.

A forint árfolyama az elmúlt egy hónapban a régió más devizáit jelentősen felülteljesítve, mintegy 6 százalékkal erősödött. Az időszak első harmadában a cseh koronával és a román lejellel mozgott együtt az árfolyam, míg az ezt követő hetekben inkább a zloty mozgását követte. Továbbra is igaz ugyanakkor, hogy a forint árfolyama a többi devizánál nagyobb kilengéseket mutat mind erősödés, mind leértékelődés esetén, ráadásul az erősödés alacsony piaci likviditás mellett valósult meg. Magyarország javuló megítéléséhez a globális tényezőkön túl hozzájárulhatott az államháztartást érintő kormányzati tervek parlamenti elfogadása, a politikai kockázat szintje azonban vélhetően még mindig magasabb, mint a régió többi országában. Az árfolyam-várákozások továbbra is bizonytalanok: az árfolyam-erősödés tartósságára utal, hogy az opciós jegyzésekből számított implikált volatilitások minden lejárat esetében mérséklődtek, ugyanakkor az árfolyam-várákozások eloszlásának gyenge irányú ferdeségében nem történt érdemi változás. A Reuters május elején készített felmérése kedvező képet mutat, a megkérdezett elemzők árfolyam-várákozásai mintegy 10 forinttal csökkentek az áprilisi szintekhez képest: 3 hónapos időtávon 291, év végére pedig 277 forintos árfolyamra számítanak, ami a felmérés készítésekor tapasztalt árfolyamhoz képest mérsékelt erősödést jelent, ugyanakkor az elmúlt hetekben bekövetkezett erősödés ezt a várákozást meghaladja, ami egy esetleges túllövésre utalhat.

Az FX-swap piacon nem tapasztalható likviditási feszültség, az implikált forinthozamok mind a dollár, mind az euro ellenében a kamatfolyosó közelében mozognak. Az elmúlt egy hónapban a külföldiek nettó FX-swap állománya 550 milliárd forinttal csökkent, míg a spot piacon megközelítőleg 300 milliárd forint értékben kötöttek nettó forintvételi ügyleteket. Ez arra utalhat, hogy a hozamkülönbözetet a befektetők az FX-swap piacon igyekeznek kihasználni. A belföldi nem banki szereplők forward állománya a jelentős árfolyam-erősödés ellenére lényegében változatlan maradt.

A továbbra is igen illikvid állampapírpiacon is tapasztalható volt némi javulás. A kedvező globális befektetői hangulattal összhangban számottevően csökkentek a hozamok: a rövid lejáratokon tapasztalt mérsékelt csökkenés mellett az egy éves és annál hosszabb futamidejű papírok hozamai átlagosan mintegy 80 bázisponttal alacsonyabbak, mint egy hónapja. Az állampapírpiacon megítélésével kapcsolatban bizonytalanságot okoz, hogy a kis mennyiségű

kibocsátások miatt nehéz felmérni a jellemzően nagyobb tételekben vásárló külföldi befektetők érdeklődését. Az ÁKK az újraindított kötvényaukciókon a változó érdeklődés mellett eddig alig több, mint 43 milliárd forint értékben bocsátott ki 3, 5 és 10 éves kötvényeket, azaz a kötvénykibocsátás továbbra is jóval kisebb mint a visszavásárlási aukciók, illetve a lejáratok okozta állománycsökkenés. Emellett figyelemreméltó fejlemény, hogy a legutóbbi kötvényaukción a 10 éves kötvényből nem kelt el a teljes mennyiség, a hozamok pedig ismét emelkedni kezdtek. A diszkont kincstárjegyek aukcióira általában többszörös túljegyzés és csökkenő hozamok mellett került sor. Bár a külföldiek állampapír-állománya az elmúlt egy hónapban 100 milliárd forinttal csökkent, arányuk a teljes állományon belül viszonylag stabil.

A kamatvárakozások az FRA-jegyzések alapján – az árfolyam erősödésével párhuzamosan – jelentősen csökkentek: a piaci szereplők a következő hónapok során már elképzelhetőnek tartanak egy 25 bázispontos kamatvágást, az év későbbi részében pedig egyértelműen csökkenő kamatpályát áraznak, év végéig 8 százalékra mérséklődő irányadó kamattal. A májusi Reuters pollban megkérdezett 21 elemző közül 19 a kamat tartására számít, míg egy elemző 25, egy másik pedig 50 bázispontos csökkentést vár hétfőre.

## **2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése**

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek a februári inflációs jelentés azon megállapításával, hogy a kedvezőtlen reálgazdasági környezetben továbbra sincs számottevő inflációs nyomás a gazdaságban. Amennyiben a tervezett költségvetési intézkedések országgyűlési jóváhagyást kapnak, és a pénzügyi piaci helyzet javulása tartóssá válik, akkor a monetáris politika mozgástere növekedhet.

Bár a lefelé mutató növekedési kockázatok realizálódása miatt a tanácstagok megítélése szerint a makrogazdasági kilátások romlottak februárhoz képest, 2011-től már érdemi növekedés várható. Egyes tanácstagok kiemelték, hogy a külkereskedelem és az ipar teljesítményét jelző mérőszámok esése megállt, valamint a cserearány kedvezően alakult, így a külső egyensúly is javult az elmúlt időszakban. Többen arra hívták fel a figyelmet, hogy a belföldi szektorok alkalmazkodása is megindult, a háztartások nettó pozíciója javult, miközben a vállalati szektor a beruházások, a bérezés, a foglalkoztatás és a ledolgozott óraszám visszafogásával reagált a kedvezőtlen környezetre. Emellett a közelmúltban hozott kormányzati intézkedések is számottevően hozzájárulhatnak mind a gazdaság potenciális növekedésének emelkedéséhez, mind pedig az adósságpálya fenntarthatóságához.

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy számos jel arra utal, hogy talán fordulat következett be a pénzügyi piacok hangulatában, ezen belül a feltörekvő országok, különösen pedig a közép- és kelet európai régió relatív megítélésében történt pozitív elmozdulás. A tagok többsége úgy látta azonban, hogy óvatos és robusztus monetáris politikára van szükség mindaddig, amíg a pozitív folyamatok nem tekinthetők tartósnak. A tagok egy része kiemelte, óvatosságra ad okot az állampapír-piacon tapasztalt alacsony kereslet, a többi feltörekvő gazdasághoz mért piaci megítélés, a hazai szereplők forintkeresletének csökkenése, valamint a devizapiac alacsony likviditása. Egyes tagok arra hívták fel a figyelmet, hogy a hazai pénzügyi piacok általános helyzete még mindig jóval kedvezőtlenebb, mint 2008 ősze előtt volt. Az állampapírpiaccal

kapcsolatban elhangzott olyan vélemény is, mely szerint a befektetők érdeklődésének hiánya egyre kevésbé fundamentális okokra, hanem inkább a piaci infrastruktúra hiányosságaira vezethető vissza, ezért az elsődleges forgalmazói rendszer és a másodlagos piac fejlesztésére van szükség.

Más tanácstagok szerint ugyanakkor a piaci folyamatok javulása tartósnak, nagymértékűnek és általánosnak mondható. Olyan vélemény is elhangzott, miszerint a pénzügyi stabilitás szempontjából a gazdasági növekedés nagyfokú visszaesése jelenti a legnagyobb kockázatot, és a visszaesés tompítása csak a jelenleginél alacsonyabb kamatszint mellett lehetséges. Más vélemények szerint a kamatpolitikának a gazdasági növekedésre gyakorolt hatása, tekintettel a devizaadósság jelentős szintjére, gyengült, így a visszaesés mérséklésében a hagyományos monetáris politikai eszközök nem feltétlenül hatékonyak.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a kormány által bejelentett költségvetési intézkedések mind a gazdaság potenciális növekedése, mind pedig az adósságpálya fenntarthatósága szempontjából igen kedvezőnek tekinthetők. Az intézkedések végrehajtása az elkövetkező időszakban nagymértékben javíthatja a hazai gazdaság megítélését a külföldi befektetők szemében, többen kiemelték ugyanakkor, hogy az intézkedések csak a parlamenti jóváhagyást, és a pozitív piaci reakciókat követően növelhetik a monetáris politika mozgásterét.

A Tanács több tagja is kiemelte, hogy a 2008 ősze óta tartó időszak sok szempontból tanulságos volt a monetáris politika számára, és ezeket a tanulságokat szükséges figyelembe venni a jövőbeli döntéseknél. A tagok többek között a pénzügyi közvetítő rendszer monetáris transzmisszióban betöltött szerepének átgondolását, és a monetáris politika előre tekintő jellegének megőrzését tartották fontosnak. A tanácstagok többsége a kormányzati intézkedések jóváhagyásáig és a kedvezőbb piaci hangulat tartóssá válásáig kiváró monetáris politikát javasolt.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat szinten tartását 7 tag támogatta, 2 tag pedig az alapkamat 50 bázispontos csökkentésére szavazott.

#### **Szavazatok:**

<b><i>alapkamat 9,5%-os szinten tartása mellett:</i></b>	<b>7</b>	Bánfi Tamás, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Neményi Judit, Simor András
<b><i>alapkamat 9,0%-ra történő csökkentése mellett:</i></b>	<b>2</b>	Bihari Péter, Bihari Vilmos

#### **Jelen voltak:**

Bánfi Tamás  
Bihari Péter  
Bihari Vilmos  
Csáki Csaba  
Hardy Ilona

Karvalits Ferenc  
Király Júlia  
Neményi Judit  
Simor András

A Kormányt Kovács Álmos, a Pénzügyminisztérium szakállamtikára képviselte.

**A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2009. június 22-én tartja, amelyről 2009. július 17-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**