



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2009. JÚNIUS 22-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2009. július 17. 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. májusban a fogyasztóiár-index 3,8 százalék, a maginfláció 3,1 százalék volt. Míg az előbbi index 0,4 százalékpontot emelkedett az előző hónaphoz képest, a maginfláció változatlan maradt. Az emelkedés mögött főként a feldolgozatlan élelmiszerek árainak a szokásos szezonális emelkedésnél is lényegesen nagyobb ugrása állt. A maginflációs tételek – a korábbi hónapokkal szemben – igen stabilan alakultak, ezúttal itt nem volt kiugró egyedi hatás. Az iparcikkek inflációjában fokozatosan jelentkezik az elmúlt félévben gyengülő árfolyam hatása. A piaci szolgáltatások inflációja májusban is az adott hónapra jellemző szezonálisnak megfelelően alakult. Kockázatot jelent viszont, hogy a kibocsátási rés fokozatos tágulása az elmúlt hónapokban nem érhető tetten a piaci szolgáltatások áralakulásában. A májusi inflációs adat az előrejelzés alappályájához képest a headline inflációban felfelé mutató kockázatot hordoz, míg a maginfláció az alappálya mentén alakulhat.

A KSH részletes adatközlése szerint 2009 első negyedévében a bruttó hazai termék 6,7 százalékkal (naptári hatásokat is figyelembe véve 6,1 százalékkal) maradt el az előző év azonos időszakának értékétől. A trendmutatók szerint a magyar gazdaság az elmúlt év közepétől egyre mélyebb recesszióba süllyedt. A globális recessziós környezet a régió többi gazdaságát is érzékenyen érintette. Az első negyedéves adatok részletes – szektorális és ágazati – vizsgálata rávilágít, hogy a változatlanul jelentősen romló külső keresleti feltételek mellett az idei év elején már a hitelaktivitás csökkenéséből és munkapiaci alkalmazkodás felerősödéséből adódó másodlagos hatások is egyre markánsabban jelentkeznek. Felhasználási oldalról ezt tükrözi a háztartások tovább mérséklődő fogyasztási kiadása. Jelentősen visszaesett mind az export, mind az import dinamikája. Előbbi a kedvezőtlenebbé váló nemzetközi konjunkturális környezettel összhangban alakult, míg a lassuló importdinamika az exportértékesítések csökkenése mellett az elégtelen belföldi keresletre vezethető vissza. A vártnál kedvezőbb nettó export (és a számottevően romló készletváltozás) alakulását azonban érdemi egyedi hatások torzíthatják (gázválság, környező országok fiskális intézkedései). A termelési oldali folyamatok esetében a vártnál erőteljesebb az ipari szektor kibocsátásának csökkenése, miközben a szolgáltató szektor teljesítménye a vártnál kedvezőbb.

Az áprilisi ipari termelés adatok alapján stagnálás közeli helyzetet várunk a tavaly év végi visszaesés után. Bár a bizalmi indexek az elmúlt hónapokban már túljutottak a mélypontra, egyelőre sem a nemzetközi ipari termelés, sem a külföldi és hazai rendelésállomány alakulása nem utal a konjunktúra fordulatára. A hazai konjunktúra alakulása továbbra is összhangban áll a fő felvevőpiacok valamint a régió többi országának folyamataival.

A külkereskedelmi áruforgalom előzetes áprilisi adatai azt mutatják, hogy a külkereskedelem egyenlege március után tovább javult. Az export áprilisi visszaesése mögött kifutó átmeneti hatás (gépkocsi-készletek exportja), az ipari termelés mérséklődése, valamint technikai hatások is állhatott. Az importot az ipar kisebb importkereslete mellett a visszaeső hazai felhasználás is

mérsékelhette. A belső kereslet folytatódó visszaesése miatt a külső egyensúly további javulása várható.

Pénzügyi piaci folyamatok és a bankszektor sérülékenysége

Az ország megítélését befolyásoló nemzetközi tényezők közül egyértelműen a lett árfolyamrendszerrel kapcsolatos bizonytalanságok jelentették a legnagyobb kockázatot az elmúlt egy hónapban. Egy esetleges leértékelés lehetősége újra előtérbe helyezte a régió sérülékenységével kapcsolatos aggodalmakat. A CDS és devizakötvény piaci felárakból ugyanakkor az látszik, hogy a problémák eltérően érintették a térség országait: leginkább a balti országok felárai emelkedtek, de a bolgár és a román CDS-szpred is közel 25 bázisponttal többet nőtt, mint a magyar. Ugyanakkor az elemzők többsége hazánkat továbbra is a potenciálisan veszélyeztetett országok között tartja számon.

A kedvezőtlenebbé váló nemzetközi hangulatban a külföldi piaci szereplők óvatosabbak lettek a magyar eszközökkel kapcsolatban. Ennek hatására az FX-swap piacon nem folytatódott tovább a forint melletti pozíciók korábban tapasztalt kiépülése: jelentős, közel 400 milliárd forintnyi forintkihelyezéssel járó állomány épült le. Ezzel párhuzamosan viszont a külföldiek forint elleni pozíciója tovább csökkent, mindezek eredőjeként nettó állományuk kis mértékben, mintegy 100 milliárd forinttal emelkedett.

Az FX-swap piaci változásokkal összhangban a külföldiek spot forint pozíciója sem változott jelentősebb mértékben. Ez is hozzájárult ahhoz, hogy megállt az április-május során tapasztalt trendszerű forintfelértékelődés: a hazai fizetőeszköz árfolyama 280-as szint körül ingadozott, a korábbiaknál némileg kisebb, de még mindig jelentős volatilitás mellett.

Az árfolyam jövőbeli alakulására vonatkozó várakozások a spot árfolyam fenti szinten való stabilizálódásával párhuzamosan némileg javultak a múlt hónaphoz képest. Erre utal a várakozások eloszlásának gyenge irányú ferdeségében tapasztalt kis mértékű csökkenés, valamint a Reuters által a hónap elején készített devizapiaci felmérés eredménye is. Utóbbi elemzői konszenzusa egy és három hónapos időtávra egyaránt 285 forintos, 6 hónap múlva 280-as, míg egy év múlva 275-ös árfolyammal számol. Az elemzők hasonló árfolyampályát várnak cseh korona esetében, a zlotynál és a lejnél viszont már rövid távon is kisebb erősödéésre számítanak.

A viszonylag stabil pénzügyi piaci környezetben a bankrendszer stabilitását veszélyeztető kockázatok mérséklődtek, de nem szűntek meg. A tavaly októberben fellépett likviditási problémák teljes egészében megszűntek, sőt a bankszektor jelenlegi likviditási szintje jelenleg magas. Ez várhatóan nem fog megváltozni a következő hónapok során sem, mivel az Államadósság Kezelő Központ által meghirdetett kibocsátási stratégia szerint több állampapír fog lejárni, mint amennyit kibocsátanak, az így fellépő finanszírozási rést pedig az IMF-től származó pénzek felhasználásával kívánják pótolni. Mindez azt jelenti, hogy a belföldi gazdasági szereplők a lejáró állampapírjaikból származó szabad pénzeszközöket nem tudják újra állampapírba forgatni, így azt a bankszektorba fogják elhelyezni, amelynek likviditása így tovább

nőhet. Ennek alapján elmondható, hogy a bankok likviditási sokkokkal szembeni ellenálló-képessége jelenleg magas.

Fontos azonban kiemelni, hogy bár a likviditási sokkok bekövetkezésének valószínűsége csökkent, még mindig nem elhanyagolható. A külföldi források megújítása továbbra is kockázatot hordoz. Jelentős és gyorsan bekövetkező likviditási sokkot okozhat az árfolyam gyors, nagymértékű leértékelődése, a bankrendszer vártnál gyorsabb hitel portfólióromlása, egy regionális kockázati prémiumsokk, valamint a hazai bankok leánybankjain keresztül fertőzés.

A hitelintézetek az elmúlt hónapokban tovább csökkentették hitelezési tevékenységüket, mialatt a gazdasági szereplők betételhelyezése emelkedett, így a bankok hitel/betét mutatója mérséklődött. A bankok alkalmazkodásának egyértelműen nem a likviditás, hanem a kockázatvállalási hajlandóság csökkenése, vagy a belföldi szereplők megtakarítási hajlandóságának vártnál nagyobb növekedése lehet az oka. Mindez a várakozásokhoz képest nagyobb reálgazdasági alkalmazkodást, tehát kisebb folyó fizetési mérleghiányt, de nagyobb gazdasági visszaesést is okozhat. A bankrendszer portfólióromlása egyelőre a várakozásoknak megfelelően alakult, de jelentős a kockázata annak, hogy a portfólióromlás erősebbé válik, ami a bankok alkalmazkodási sebességét felgyorsíthatja.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a pénzügyi piaci helyzet tartós javulása és Magyarország mérséklődő sérülékenysége a jelenlegi visszafogott inflációs környezetben hozzájárultak ahhoz, hogy a monetáris politikai mozgáster fokozatosan növekedett az elmúlt időszakban.

A tanácstagok megítélése szerint a hazai makrogazdasági folyamatokban tapasztalt tendenciák, és az inflációs kilátások továbbra sem akadályozzák a monetáris kondíciók jövőbeli óvatos enyhítését. A legfrissebb külkereskedelmi és lakossági megtakarítási adatok alapján a korábban vártnál erőteljesebb volt a belföldi szektorok alkalmazkodása, ennek hatására pedig az ország külső sérülékenysége is fokozatosan mérséklődött. A tanácstagok véleménye szerint a meglepetést okozó májusi fogyasztói árindex adatok, és a szabályváltozások várhatóan átmeneti inflációnövelő hatása ellenére az infláció középtávon a jegybanki inflációs célnak megfelelően alakulhat. Elhangzott olyan vélemény is, hogy egyes nagykereskedelmi áruházláncok áradatai nem erősítették meg a hivatalos fogyasztói árindex statisztikákban kimutatott kedvezőtlen inflációs tendenciákat.

Több tanácstag kiemelte, hogy a feltörekvő piacokon a stabilizálódás jelei mutatkoztak az árfolyam- és kockázati indexek, és a kockázati prémium mutatók alapján. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az elemzői felmérések és a piaci áradatak szerint az árfolyam-várakozások is szimmetrikusabbá váltak az elmúlt időszakban. Többen azt hangsúlyozták, hogy néhány Magyarországhoz hasonló kockázati megítéléssel rendelkező országban a jegybanki alapkamat csökkentését hajtották végre, ami a hazai monetáris politika mozgásterét is növelhette. Mások ugyanakkor arra figyelmeztettek, hogy a feszültségek enyhülése ellenére a magyar pénzügyi

piacokat is érintő letterszági problémák még nem rendeződtek megnyugtatóan. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a devizaforrásokból történő finanszírozás, és a jegybanki sterilizációs állomány emelkedése a kockázati megítélést kedvezőtlenül befolyásolja.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a bejelentett költségvetési intézkedések segíthetik a magyar gazdaság fenntartható pályára állítását. A magyar belpolitikai kockázatok miatt az ország külföldi megítélése ugyanakkor csak fokozatosan javul, és a kiigazítás eredményeit csak utólag lehet pontosan megítélni. A tanácstagok megítélése szerint a komolyabb fiskális-, és monetáris politikai eredményekhez egyaránt a zavartalan állampapír-piaci működés helyreállítására van szükség. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a külső finanszírozási igény csökkenése ellenére Magyarország külföldi forrásokra való ráutaltsága nem mérséklődik kellőképpen, mert a hagyományosan magyar állampapírokat vásárló nyugdíjpénztárak a külföldi befektetések felé fordultak. Az állampapír-piaci feszültségek oldódásához, és a finanszírozási problémák kezeléséhez összességében az érintett gazdaságpolitikai intézmények közötti együttműködésre lenne szükség. Egyes tanácstagok arra hívták fel a figyelmet, hogy az ország rövid távú finanszírozási problémáit enyhítheti, hogy az IMF várhatóan az újabb hitelkeretet jóváhagyásáról dönt.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az inflációs és makrogazdasági kilátások alapján megfontolásra érdemes a monetáris kondíciók enyhítése. A tanácstagok többsége úgy látta, hogy amennyiben a pénzügyi piaci folyamatokban nem fog bekövetkezni jelentős negatív korrekció, akkor a monetáris kondíciók lazítására már rövid távon is sor kerülhet, azonban a pénzügyi stabilitási kockázatokra tekintettel nagyfokú körültekintésre és fokozatosságra van szükség a lépések végrehajtásakor. Többen arra figyelmeztettek, hogy a jegybanki kamatcsökkentések végrehajtásának feltétele a fiskális kiigazítási intézkedések parlamenti jóváhagyása, valamint az állampapír-piaci feszültségek oldódása. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a várható jegybanki lépésekre előzetesen fel kell készíteni a piaci szereplőket, és meglepetéslépésekre csak különösen indokolható esetekben kerülhet sor.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat szinten tartását 6 tag támogatta, 3 tag pedig az alapkamat 50 bázispontos csökkentésére szavazott.

Szavazatok:

<i>alapkamat 9,5%-os szinten tartása mellett:</i>	6	Csáki Csaba, Hardy Ilona, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Neményi Judit, Simor András
<i>alapkamat 9,0%-ra történő csökkentése mellett:</i>	3	Bánfi Tamás, 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. július 27-én tartja, amelyről 2009. augusztus 12-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.