



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2009. JÚLIUS 27-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2009. augusztus 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

1. Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

Makrogazdaság

2009. júniusban a fogyasztóiár-index 3,7, a maginfláció 3,2 százalék volt, ami egyik index esetében sem jelent számottevő eltérést májushoz képest. A május-júniusi magasabb fogyasztóiár-index döntően a volatilis áralakulású, maginfláción kívüli tételekhez (pl. nyers élelmiszer, benzin) köthető. A maginfláció az elmúlt időszakban stabilan 3 százalék körül alakult, az infláció trendjét megragadni kívánó rövidbázisú mutató azonban már harmadik hónapja 5 százalék közelében áll. A maginflációs tételek közül a piaci szolgáltatások inflációja ezúttal is a hónapnak megfelelő szezonális szerint alakult, az éves árindex továbbra is 4 százalék alatt maradt. Az iparcikkek ára az árfolyamgyengülés várt hatásával összhangban változott, a korábbi hónapokkal szemben júniusban nem volt kiugró tétel.

A második negyedéves adatokat tekintve néhány volatilis áralakulású tétel gyorsuló inflációs pályát eredményezett, az infláció 3,6, a maginfláció 3,2 százalék volt. Előbbi 0,6 százalékponttal emelkedett, utóbbi 0,1 százalékponttal csökkent az előző negyedévhez képest. A maginfláció második negyedéves pályáját jól magyarázza ugyan, hogy az árfolyamgyengülés gyorsabban gyűrűzött be a fogyasztói árakba, mint ahogy a negatív kibocsátási rés hatása jelentkezne, azonban az árfolyam által kevésbé érintett piaci szolgáltatások esetében sem látható az infláció érdemi csökkenése a második negyedévben.

A maginfláció esetében a tényadat gyakorlatilag megegyezett az inflációs jelentés prognózisával, a teljes árindex azonban 0,5 százalékponttal meghaladta azt. Az eltérés oka a feldolgozatlan élelmiszerek vártnál nagyobb mértékű áremelkedése volt, ez a májusi inflációs jelentésben bemutatott inflációs pályához képest rövid távon felfelé mutató kockázatot jelent. Előretekintve a hosszabb távú inflációs kockázatok növeli, hogy a magyar gazdaságot az indirekt adóemelés az árstabilitásnál magasabb kiinduló helyzetben éri.

A versenyszférában 2009 májusban a bruttó átlagkereset 4,3, a rendszeres bérek 5,3 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest. A versenyszféra bérdinamikája az év elején bekövetkezett lassulást követően némileg korrigálódott, azonban így is a korábbi évek átlaga alatt marad. Hasonló képet mutat a feldolgozóipar és a piaci szolgáltatások rendszeres bérdinamikája, előbbi 4, utóbbi 6 százalék körül alakult az elmúlt hónapokban. A két szektorban megfigyelt bruttó átlagkeresetek alakulását ettől a prémium kifizetésekhez kapcsolódó jelentős egyedi, makrogazdasági folyamatokkal nem minden esetben összevágó hatások térítették el: a feldolgozóiparban a jellemzően nagyobb összegű májusi prémium kifizetése elmaradt, a piaci szolgáltatások esetében a pénzügyi szektorban jelentős prémium-kifizetés valósult meg. Árnyalja azonban a béralakulással kapcsolatos képet, hogy a részmunkaidőben foglalkoztatottak arányának emelkedése miatt az összes foglalkoztatott bérdinamikája jelentősebben eltérhet a teljes munkaidőben foglalkoztatottak dinamikájától. A versenyszférában – szezonálisan igazított adatok szerint – kismértékben tovább csökkent, a nemzetgazdaság egészében azonban az „Út a munkához” program keretében teremtett közfoglalkoztatási lehetőségeknek köszönhetően

mintegy 10 ezer fővel nőtt a foglalkoztatottak száma az előző hónaphoz képest. Az adatok összességében a vártnál gyengébb munkapiaci alkalmazkodást mutatnak.

Az ipar konjunkturális helyzete a 2009. májusi adatok alapján nem változott érdemben az előző hónapokhoz képest. Bár az éves indexek továbbra is jelentős csökkenést mutatnak, az év eleje óta rövid bázison inkább stagnálás közeli állapot jellemző. Az ipari értékesítések esetében az export némileg emelkedett, azonban a hazai eladások – a visszaeső hazai keresletnek és az energiaszektor egyedi hatásainak köszönhetően – csökkenést mutattak.

2009 májusában tovább folytatódott a kiskereskedelmi értékesítések visszaesése. A gépjármű és alkatrész értékesítések nélküli értékesítések 4,2 százalékkal, míg a teljes értékesítések 8,4 százalékkal mérséklődtek az előző év azonos időszakához képest. A visszaesés a termékcsoportokban általános volt, kiemelkedő mértékű azonban a tartós cikkek, azon belül is a gépjárművek értékesítésének csökkenése.

A külkereskedelmi mérleget tekintve az év első öt hónapjában mintegy 1,5 milliárd eurós többlet halmozódott fel. Árnyalja a kedvező képet, hogy ennek fele a – Magyarországon tényleges gazdasági tevékenységet nem folytató – ÁFA-rezidensekhez kötődik, mintegy negyede pedig a földgázimportnak a korábbi évek átlagától való jelentős elmaradásával magyarázható. Ezzel együtt kedvező jel a külső egyensúlyra nézve, hogy az áruexport volumene január-április közt növekedésnek indult. A cserearány – az export és importárak egyidejű csökkenése mellett – kismértékben javult.

2009 I. negyedévében a folyó fizetési mérleg hiánya kedvezőbben alakult mind a piaci várakozásokhoz, mind az általunk az előzetes havi adatok alapján vártakhoz képest. A szezonálisan igazított adatok alapján a külső finanszírozási igény érdemben csökkent, és a GDP 4,2 százalékát tette ki. A külső egyensúlyi mutatókban már egyértelműen megjelent a belföldi szektorok kényszerű alkalmazkodásának hatása. A reálgazdasági egyenleg és a jövedelemegyenleg javulása mellett kiugró mértékű EU-transzfer került átutalásra, amely meghatározó szerepet játszott a külső egyensúlyjavulásban.

Pénzügyi piaci folyamatok és a bankszektor sérülékenysége

Magyarország kockázati megítélése az elmúlt hónapban összességében javult, de a pénzügyi piaci folyamatok változékonysága és a hazánkkal szembeni befektetői attitűd törékenysége továbbra is fennmaradt. Utóbbihoz a bizonytalan globális piaci hangulat és a régióval kapcsolatos vegyes fejlemények mellett az is hozzájárult, hogy a hazai fundamentumok megítélésének javulása ellenére a külső és belső egyensúlyi folyamatokat továbbra is kockázatok övezik. A magyar CDS felár a 400 bázispont közeli értékekről 305 bázispontra csökkent a hónap folyamán, ugyanakkor a hónap második felében a régióhoz viszonyított relatív megítélés tekintetében ismét némi romlás volt megfigyelhető.

Az állampapírpiacra alapvetően kedvező tendenciák zajlottak. Az állampapír-aukciókat magas kereslet és csökkenő aukciós hozamok jellemezték, a kibocsátott mennyiséget a kötvényaukciókon is érdemben meg tudta emelni az adósságkezelő. Magyarország sikeres devizakötvény-kibocsátás keretében a nemzetközi tőkepiacokról is tudott forrást bevonni. A

másodpiacon minden lejáraton mérséklődtek a hozamok, különösen a hozamgörbe éven túli szakaszán volt jelentős a csökkenés.

A külföldi piaci szereplők hazai eszközök iránti kereslete élénkületet mutatott. A nem-rezidens szereplők júliusban nettó vásárlóként jelentek meg a hazai állampapír-piacon, a legutóbbi kamatdöntés óta állampapír-állományuk mintegy 100 milliárd forinttal emelkedett. Az összeg legnagyobb része államkötvény-vásárlásokhoz kapcsolódott, de az emelkedés a rövidebb lejáratokon is megfigyelhető volt. A külföldiek nettó FX swap-állománya 230 milliárd forinttal csökkent, ami nagyobb részben a forint elleni pozícióik további csökkenésére volt visszavezethető, de a forint-kihelyezéssel együttjáró FX-swap állományuk emelkedése szintén ugyanebbe az irányba hatott.

A forint árfolyama a múlt hónapban is széles, mintegy 15 forintos tartományban ingadozott, ugyanakkor a bejárt sáv tekintetében szintbeli eltolódás következett be: 275-290 forint/euro helyett 270-280 között stabilizálódott az árfolyam. Ezzel párhuzamosan az árfolyamvárakozások is a felértékelődés irányába változtak, a Reuters július elején készített régiós FX felmérésében minden megkérdezett időtávon erősebb árfolyam felé mozdult el a konszenzus. Ez alapján az elemzők 1 éves időtávon nem számítanak érdemi forintgyengülésre, várakozásaik szerint tartósan az említett sávban maradhat az árfolyam. Emellett a várakozások opciós árjegyzésekből számolt gyenge irányú ferdeségének mérséklődése tovább folytatódott, s utoljára 2008 októberében tapasztalt szintre csökkent. Az implikált volatilitások enyhe mértékben szintén csökkentek.

Mind a piaci árak, mind az elemzői előrejelzések alapján a kamatcsökkentési várakozások erősödése volt megfigyelhető az elmúlt hónap folyamán. Ugyanakkor változás állt be abban a tekintetben, hogy a korábbi hónapokkal szemben a beárazott kamatlépés mértékét kisebb mértékben dominálja a forintárfolyam alakulása. Az előzőek és az elemzői kommentárok alapján is feltételezhető, hogy a 270-280 forint/eurós sávot, amelyben az elmúlt hónap nagy részében mozgott az árfolyam, olyan „komfortzónaként” értékeli a piaci szereplők, ami lehetővé teszi a pénzügyi stabilitási kockázatok szerepének csökkenését a kamatdöntés tekintetében. Az FRA-jegyzésekbe a következő ülésre 50 bázispontos, 3-6 hónapos időtávra összesen 125 bázispontos lazítás van beárazva. Ezzel konzisztens módon a bankközi piaci hozamgörbe egy éves időtávon 225 bázispontos csökkentést áraz, ami mintegy 100 bázispontos csökkenést jelent a múlt havi kamatdöntés előtti értékhez képest.

A Reuters és a portfolio.hu júliusi elemzői felmérése alapján szinte egyöntetűen 50 bázispontos csökkentésre számítanak az elemzők. A Reuters által megkérdezett 24 elemzóből húszan várják ezt a kimenetet, míg három válaszadó tartást, egy elemző 25 bázispontos csökkentést prognosztizált. A portfolio.hu felmérésében egy tartás és egy 75 bázispontos csökkentési várakozás mellett 12 elemző vár 50 bázispontos csökkentést.

A hazai bankrendszer likviditási helyzete tovább javult. A bankrendszer szereplői nagymértékű, főként a jegybanknál tartott forint likviditási többlettel rendelkeznek. A szűk kamatfolyosó és a magas likviditási többlet ugyanakkor azt eredményezi, hogy a bankközi piac forgalma alacsony.

Az FX-swap piac likviditása is megfelelő. Az implikált forinthozamok és a bankközi hozamok közötti különbség minimális. Emellett a bankok egyre hosszabb FX-swap ügyleteket tudnak kötni. A bankok egyre kevésbé veszik igénybe a jegybanki swap eszközöket, egyrészt a swapokra való ráutaltság csökkenése másrészt a piac likviditásának javulása miatt.

A swapokra való ráutaltság csökkenése a reálszféra hitelkeresletbeli és a bankok hitelkínálati alkalmazkodásának eredménye. Ugyanakkor a swapigényt az is csökkenti, hogy a külföldi források folytatódó kiáramlása ellenére a magánszektor devizabetét beáramlása és az állam anyákkal nem rendelkező bankoknak nyújtott hitele miatt összességében emelkedik a bankrendszer devizaforrásainak állománya. Nem országspecifikus tényező, hanem a régió összes országára jellemző a külföldi források folyamatos kiáramlása, melyet továbbra sem a likviditási problémák, hanem az aktivitás csökkenése és a válsághelyzet enyhülése magyaráz. A magánszektor esetén a vállalatok várakozásokon felüli devizamegtakarítási hajlandósága érdemel figyelmet, ami azt sejteti, hogy a vállalati szektor nettó finanszírozási igénye a korábban előrejelzettnél kisebb lehet.

A bankrendszer szolvenciahelyzete – ami pénzügyi stabilitási szempontból a legfontosabb kockázati tényező – az elmúlt hónapokban ugyancsak javult. A kockázatok mérsékli a bankrendszer kedvező jövedelmezősége, kielégítő tőkehelyezte és néhány nagybank bejelentett tőkeemelése. A növekvő értékvesztés képzés hatását ellensúlyozták a fennmaradó magas kamatmarzsok és a pozitív irányba ártértékelődő állampapír-portfólió. A szolvencia kockázatokat ugyancsak csökkenti, hogy a forint árfolyamának erősödése mérsékelte a lakosság és a vállalatok devizahiteleinek törlesztőterhét, másrészt a pozitív árfolyamhatás megemelte az átlagos bankrendszeri tőkemegfelelési mutatót.

Továbbra is magas szolvencia kockázatokra utal ugyanakkor a banki hitelportfólió további romlása. Annak szintje egyelőre megfelel a várakozásainknak, azonban a vártnál mélyebb, illetve hosszabb gazdasági visszaesés, a jövedelmek és a foglalkoztatottság csökkenésével felgyorsíthatja, illetve elnyújthatja ezt a folyamatot. A jelenlegi helyzetben a konjunkturális kockázatok valószínűleg erősebbek, mint az árfolyam gyengülése miatti likviditási és szolvencia kockázatok.

Összességében elmondható, hogy a javuló nemzetközi befektetői hangulat és Magyarország korábinál jobb megítélése a hazai bankrendszer stabilitását is erősíti. A pénzügyi rendszer azonban még mindig sérülékenynek tekinthető, melynek fő oka a bankok szolvenciahelyzetét befolyásoló mérséklődő, de még mindig magas kockázatok.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a jelenlegi recessziós környezetben a monetáris politika számára fontos időhorizonton a jegybanki 3 százalékos cél várhatóan teljesül. A hazai makrogazdaság egyensúlyi helyzetének javulása, a nemzetközi pénzügyi piaci folyamatok és a piaci szereplők várakozása egyaránt lehetővé teszi a monetáris kondíciók enyhítését.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a legfrissebb információk alapján a konjunkturális és inflációs folyamatok a májusi inflációs jelentésben felvázolt pályával összhangban alakulhatnak. A recessziós gazdasági környezetben továbbra is negatív kibocsátási rés és a célt alulmúló infláció várható középtávon. Egyes tanácsstagok azt emelték ki, hogy a korábbi árfolyamgyengülések ugyan hozzájárulhatnak az árszínvonal emelkedéséhez a jövőben, ezt a belső kereslet nagyfokú visszaesése vélhetően ellensúlyozni fogja. Mások arra figyelmeztettek, hogy a tartós árstabilitás fenntartásának feltétele az, hogy hosszabb távon a piaci szolgáltatások inflációja mérséklődjön, és az inflációs várakozások alacsonyabb szinten stabilizálódjanak.

A makrogazdasági folyamatok értékelése kapcsán több tanácsstag kiemelte, hogy a külkereskedelmi mérleg és a folyó fizetési mérleg adatai a háztartások és vállalatok folytatódó, jelentős mértékű alkalmazkodását mutatják. A vállalatok finanszírozási helyzete ugyanakkor a vártnál kevésbé romlott, ami részben a beruházási lehetőségek szűkülésével is összefügghet. Egyes tanácsstagok ugyanakkor azt hangsúlyozták, hogy a vállalati szektor alkalmazkodása a bér- és foglalkoztatási adatok szerint valamivel lassabbnak tűnik a korábban vártnál. A folyó fizetési mérleg év eleji javulásában pedig egyedi okok is szerepet játszottak, többek között a korábbi évekhez képest alacsonynak tekinthető gázimport hatása, aminek az év hátralévő részében már ellentétes előjelű lehet a hatása.

A Monetáris Tanács tagjainak megítélése szerint Magyarország kockázati megítélése egyértelműen javult, nagyobb részben a nemzetközi és regionális befektetői hangulat javulásának köszönhetően, illetve az ország fundamentális helyzetében bekövetkezett változások hatására. Többen arra hívták fel a figyelmet, hogy a magyar állampapírpiacra áttörő változások történtek az elmúlt hónapban. A sikeres államkötvény-aukciók, és az Államadósságkezelő Központ devizakötvény kibocsátása megeremelték az ország piaci finanszírozásának lehetőségét. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a külföldi megítélés kedvezőbbé válását a parlament által elfogadott adótörvény módosítások is támogatták, mert megeremelték a költségvetési cél teljesülésének és a kamatcsökkentésnek a feltételeit.

Egyes tanácsstagok az állampapír-piaci tendenciák értékelése kapcsán arra figyelmeztettek, hogy az elsődleges piacon tapasztalt fordulat egyelőre még nem gyűrűzött át a másodpiacra, amelynek likviditása továbbra sem nőtt érdemlegesen. Többen kiemelték, hogy a befektetői hangulat javulására utal a CDS-felárak érdemi csökkenése, és a forint árfolyamának tartós erősödése, a volatilitás mérséklődés. Elhangzott ugyanakkor olyan vélemény is, hogy a régió más országaival összehasonlítva Magyarország relatív megítélése nem javult érdemben.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az elmúlt hónapokban megeremelődték a monetáris kondíciók enyhítésének feltételei, mind a konjunkturális- és inflációs kilátások oldaláról, mind a pénzügyi piaci fejleményeket figyelembe véve. A piac is felkészült a kamatcsökkentésre, nem kis részben az MNB kommunikációjának köszönhetően. Emellett többen arra hívták fel a figyelmet, hogy a kamatcsökkentésre a reálgazdasági visszaesés tompítása, és a hitelkínálat szűkülésének fékezése, a forinthitelezés feltételeinek megkönnyítése miatt is szükség van. Abban is egyetértés volt, hogy amennyiben nem történik számottevő romlás a nemzetközi és hazai fundamentumokban, az év végére a jelenleginél számottevően alacsonyabb kamatszintet lehet biztosítani, a kockázati megítélés javulásával párhuzamosan.

Megoszlott ugyanakkor a tanácstagok véleménye a kamatcsökkentések ütemezésének kérdésében. A tanácstagok többsége a szokásosnál nagyobb alapkamat-csökkentést tartott szükségesnek a különösen kedvező tendenciákra történő monetáris politikai reakcióként. Ezek a tagok többek között azt hangsúlyozták, hogy egy 50 bázispontos csökkentést már a júniusi kamatdöntéskor is lehetségesnek láttak, és a monetáris kondíciók enyhítése mellett szóló érvek azóta tovább szaporodtak. Többen arra figyelmeztettek, hogy ősztől ismét növekedhet a politikai bizonytalanság, ezért minél gyorsabban ki kell használni a megnövekedett kamatpolitikai mozgásteret. Olyan vélemény is elhangzott, miszerint a túlságosan szigorú monetáris kondíciók legalább olyan hátrányosak a gazdaság számára, mint a túlságosan laza feltételek. Egyesek arra utaltak, hogy a feltörekvő országokban bekövetkezett kamatcsökkentések miatt a hazai kamatfelár relatív értelemben megnőtt, a legtöbb ország már elérte a mélypontot a kamatcsökkentéssel, s ezért a tanács sem késlekedhet a megnőtt mozgáster kihasználásával, mert jó lenne, ha a magyar monetáris politika szinkronba tudna kerülni a nemzetközi monetáris trendekkel. Más tanácstagok úgy érveltek, hogy a jegybanknak lassabb, egyenletesebb kamatlépéseket érdemes megvalósítania, kiszámíthatónak kell lennie, és el kell kerülnie a kamatcsökkentési várakozások túllövésének kialakulását. Egyes vélemények szerint hosszabb horizonton összességében nagyobb kamatcsökkentést tesz lehetővé, ha az MT kisebb, kiszámítható lépésekben csökkenti a kamatot.

A tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a 100 bázispontos kamatcsökkentés mértéke nem ad semmiféle iránymutatást a jövőben várható kamatlépések tekintetében, és törekedni kell arra, hogy a kamatlépések vezessék a piaci várakozásokat.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 100 bázispontos csökkentését 4 tag támogatta, 1 tag az alapkamat 75 bázispontos csökkenésére szavazott, 2 tag pedig 50 bázispontos csökkentést támogatott.

Szavazatok:

<i>alapkamat 9,0%-ra történő csökkentése mellett:</i>	2	Karvalits Ferenc, Simor András
<i>alapkamat 8,75%-ra történő csökkentése mellett:</i>	1	Bihari Péter
<i>alapkamat 8,5%-ra történő csökkentése mellett:</i>	4	Bánfi Tamás, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Neményi Judit

Jelen voltak:

Bánfi Tamás
Bihari Péter
Csáki Csaba

Hardy Ilona
Karvalits Ferenc
Neményi Judit
Simor András

A Kormányt Kovács Álmos, a Pénzügyminisztérium szakállamtikára képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2009. augusztus 24-én tartja, amelyről 2009. szeptember 16-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.