



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2009. AUGUSZTUS 24-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2009. szeptember 16. 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. júliusban a fogyasztóiár-index 5,1, a maginfláció 5,2 százalék volt, ami rendre 1,4, illetve 2,0 százalékpontos emelkedést jelent az előző hónaphoz képest. A korábbi hónapokhoz viszonyítva kiugró változásban meghatározó szerepe volt a termékek nagy részét érintő ÁFA-, illetve jövedékiadó-változásnak. A vártnál jelentősen alacsonyabb volt a júliusi tényadat, ami részben a feldolgozatlan élelmiszerek vártnál erőteljesebb korrekciójából, részben pedig a maginflációs kör meglepően alacsony áremelkedésének köszönhető. Ez arra utal, hogy a recesszió miatti erős versenyhelyzet hatására a vállalatok az ÁFA-emelés technikai hatásától elmaradó áremeléseket hajtottak végre. Bár elképzelhető, hogy az ÁFA-emelés begyűrűződése több hónapig elhúzódhat, az ÁFA-hatás a korábbi várakozásoknál összességében kisebb lehet.

2009. júniusában a nemzetgazdaság egészében 1,1, ezen belül a versenyszektorban 5,9 százalékkal nőttek a bruttó átlagkeresetek. A versenyszektor bérei magasabbak a korábbi hónapokban megfigyelteknél; a gyorsulás a feldolgozóipar ágazataihoz köthető. A versenyszektorban foglalkoztatottak létszámának csökkenése tovább folytatódott, míg az államháztartásban az „Út a munkához” programnak köszönhetően még júniusban is számottevő növekedés volt megfigyelhető. A program hatásaként a következő hónapokban már csak csekélyebb mértékű állami létszámnövekedésre lehet számítani.

A KSH előzetes adatközlése alapján 2009 második negyedében a bruttó hazai termék 7,6 százalékkal (naptári hatásokat figyelembe véve 7,5 százalékkal) csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az elmúlt negyedévben a magyar gazdaság nagyságrendileg a májusban felvázolt pályán alkalmazkodott a megváltozott gazdasági környezethez. Tovább mélyült a magyar gazdaság visszaesése, amit fokozott a pénzügyi rendszer és a költségvetés egyidejű prociklikus viselkedése. Termelési oldalon a gazdasági teljesítmény csökkenése legerőteljesebben továbbra is a nemzetközi konjunktúrától erősen függő ipari termelés és export-értékesítések lassulásában érhető tetten, ugyanakkor a beérkezett havi adatok az ipari termelés szintjének stabilizálódásának folytatódására utalnak. Felhasználási oldalon leginkább a belföldi kereslet gyengülése magyarázhatja a visszaesést. A belső kereslet azonban a májusi prognózishoz képest nagyobb arányban esett vissza, így a kibocsátás csökkenése a külső egyensúly erőteljesebb javulása mellett zajlott.

A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege júniusban rekord mértékű, 315 millió eurós többletet mutatott. A bővülő exportrendeléseket egyelőre nem követte az ipari exportértékesítés növekedése, a növekvő áruexportban a mezőgazdasági termékek kivitelének lehetett kiemelt szerepe. Az importhoz kötődő egyedi hatások kifutásával az áruforgalmi egyenleg javulása a belföldi gazdasági szereplők erőteljes alkalmazkodására utal, és a nettó exportot illetően pozitív kockázatot jelent.

Májushoz hasonlóan az augusztusi előrejelzés is tartós és jelentős negatív kibocsátási réssel számol. Továbbra is arra lehet számítani, hogy a magyar gazdaság visszaesése, az európai

gazdasági folyamatokkal összhangban, 2010 közepéig eltarthat, 2011-től pedig határozott gazdasági növekedés következik.

Pénzügyi piaci folyamatok és a bankszektor sérülékenysége

Magyarország kockázati megítélését az elmúlt hónapban alapvetően a globális befektetői hangulat befolyásolta legerőteljesebben, országspecifikus tényezők kevésbé játszottak szerepet az alakulásában. A magyar CDS felár 275 bázispontról augusztus elejére 225 bázispontra csökkent, majd a nemzetközi hangulat romlásával párhuzamosan ismét 270 bázispont közelébe emelkedett. A kockázati felár-emelkedés általános tendencia volt a feltörekvő piacokon.

Az állampapírpiacra csak részben maradtak fent a kedvező tendenciák. Az állampapír-aukciókat továbbra is magas kereslet és csökkenő aukciós hozamok jellemezték, a kötvényaukciókon a megemelt felajánlott mennyiség is erős vételi érdeklődés mellett került lejegyzésre, emellett a nem-kompetitív tenderek keretében további értékesítésekre került sor. A másodpiacon a rövid hozamok a kamatcsökkentést követően 100-110 bázisponttal kerültek lejjebb, ugyanakkor a hozamgörbe éven túli szakaszán megállt a hozamcsökkenés, 3-10 éves futamidőkön a referencia-hozamok nem tudtak 8,5 százalék alá csökkenni. Ezzel párhuzamosan a kamatswap-szpredek a hosszabb lejáratokon jelentősen tágultak.

A külföldi piaci szereplők forint melletti pozícióvállalása az elmúlt hónapban összességében emelkedett. A nem-rezidens szereplők nettó forintvásárlása az előző kamatdöntés óta mintegy 95 milliárd forintot tett ki, amely összeget részben forintkihelyezéseik növelésére, részben nettó FX swap-állományuk csökkentésére fordítottak. A külföldiek MNB-kötvényállománya 35 milliárd forinttal emelkedett, részvényvásárlásaik értéke 50 milliárd forint volt. Emellett forint elleni pozícióik zárása következtében nettó FX-swap állományuk mintegy 50 milliárd forint értékben csökkent. Ugyanakkor a forint állampapír-állományuk 25 milliárd forinttal csökkent a júliusi MT ülés óta.

Az árfolyam az elmúlt hónapban 265 és 275 forint/euro között mozgott, az időszak első felében még folytatódott a korábban is jellemző felértékelődési trend, augusztus elejétől azonban már inkább gyengülés volt megfigyelhető. Az árfolyam-alakulást alapvetően a nemzetközi befektetői hangulat határozta meg, a forint lényegében a régiós tendenciákkal összhangban, bár továbbra is nagyobb ingadozásokat mutatva mozgott. A Reuters augusztus elején végzett, közép-kelet-európai devizaárfolyamra vonatkozó felmérése alapján az árfolyamvárakozások minden időhorizonton a felértékelődés irányába mozdultak el. Az elemzői konszenzusok alapján a következő év során 265-275 forint/euro szint között mozoghat az árfolyam. A piaci árakból kinyerhető, árfolyamvárakozásokra vonatkozó információk továbbra is kedvező képet mutatnak: az implikált volatilitás alacsony maradt, az opciós árjegyzések alapján számolt gyenge irányú ferdeség pedig tovább csökkent.

A pénzügyi rendszer forint- és devizaliquiditása kielégítő. A bankok hitelportfóliójának romlása a tavaszi Stabilitási jelentés prognózisával összhangban van. 2009 júniusáig a magánszektor hiteleinek 7 százaléka mutatott 90 napnál hosszabb fizetési késedelmet, miközben a portfólióromlás eredményrontó hatása szintén megkétszereződött, 2%-ra emelkedett. Várakozásainkkal ellentétben a portfólióromlás eredményt érintő negatív hatását az első

félévben több tényező kompenzálta: a pénzügyi műveletek kiugró eredménye valamint a költséghatékonyság jelentős javulása. Ennek következtében a bankrendszer első félévi profitja szinte változatlan maradt az elmúlt év azonos időszakával összehasonlítva. Ugyancsak kedvező fejlemény, hogy – jelentős részben az anyabankok profit-visszaforgatásának illetve tőkeemelésének hatására - a bankok tőkeereje javult, rendszerszinten a tőkemegfelelési ráta 2009. júniusban 12 százalék felett volt.

A bankrendszer forint- és devizalikviditási kockázatai moderáltak. Bár az egy éven túli futamidőn – különösen az anyabankkal nem rendelkező bankoknál – a forrásbevonás továbbra is korlátos, a bankrendszer forrásellátottsága megfelelő. A megújítási kockázatok egyre kevésbé játszanak szerepet a bankok hitelezési döntéseiben. A hitel/betét arány csökkenésével párhuzamban a külföldi források kiáramlása a magánszektor recessziós gazdasági környezethez való alkalmazkodása, a bankok kockázatvállalási hajlandóságának csökkenése és a kiélezett betéti verseny következménye.

A nem pénzügyi magánszektor és a bankok eszköz- és forrásoldalon tovább alkalmazkodnak az új makrogazdasági környezethez. A vállalati hitelállomány júliusban tovább csökkent. A háztartási hiteleknel az állomány továbbra is stagnált, illetve kis mértékben csökkent. A lakossági folyószámlahitelek növekvő igénybevétele kompenzálja a lejáró hitelek hitelállomány-csökkentő hatását. Az elmúlt hónapban a betételhelyezésen belül a vállalatnál lassulás, míg a lakosságínál gyorsulás volt tapasztalható.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az augusztusi inflációs jelentés alapján a kedvezőtlen reálgazdasági környezetben továbbra sincs inflációs nyomás a magyar gazdaságban, és a monetáris politika számára fontos időhorizonton az infláció a jegybanki 3 százalékos cél alá kerülhet. A hazai inflációs és növekedési kilátások, valamint a globális pénzügyi piaci folyamatok egyaránt lehetővé teszik a monetáris kondíciók enyhítését.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a legfrissebb információk megerősítik a mély és elhúzódó recesszió képét. A beérkező adatok alapján egyes lefelé mutató kockázatok realizálódtak, előre tekintve ugyanakkor nem változtak a növekedési kilátások. A kedvezőtlen gazdasági környezetben a vártnál erőteljesebb belföldi fogyasztás- és beruházás-visszafogás tapasztalható, ami a külső egyensúly alakulására is kedvezően hatott. Egyes tanácsstagok arra figyelmeztettek, hogy a globális növekedési kilátások továbbra is igen bizonytalanok, és nehéz előrejelezni, hogy a visszaesésnek egy vagy több hulláma lesz-e.

Az inflációs folyamatok értékelése kapcsán a tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a jelenlegi kilátások alapján 2010-ben az inflációs cél teljesíthető. Többben arra hívták fel a figyelmet ugyanakkor, hogy a 2009. júliusi fogyasztói-árindex adat kedvezőbb volt mind a jegybank, mind a piaci szakértők várakozásainál. Meglepetést elsősorban a vártnál kisebb mértékű ÁFA-átgyűrűzés okozott. Több tag úgy értékelte, hogy amennyiben az adóemelés átgyűrűzésének mértéke a várakozásoknál alacsonyabb lesz, ez a vállalatok év végi bérezési magatartását is befolyásolhatja, fékezheti a jövőbeli bérinflációt, és kevésbé kell tartani az inflációs várakozások

magas szinten történő rögzülésétől. Többen úgy látták, hogy az inflációs pálya felfelé mutató kockázatai enyhültek a májusi inflációs jelentésben felvázolthoz képest, és változatlan monetáris kondíciók mellett a jegybanki középtávú cél jelentős alullövése sem zárható ki

A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy a reálgazdasági és inflációs kép megerősíti a monetáris kondíciók enyhítésének lehetőségét és szükségességét. Többen úgy értékelték, hogy a nemzetközi pénzügyi piacokon megfigyelhető hirtelen javulás nem folytatódott júniust követően. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a globális piacokra továbbra is magas volatilitás jellemző, és a váratlan, illetve nagyfokú ingadozások veszélyét figyelembe kell venni a kamatpolitika kialakításakor. Egyes tanácsstagok úgy látták, hogy a reálgazdasági kockázatokra tekintettel a körülmények által lehetővé tett legnagyobb mértékű kamatcsökkentés végrehajtására van szükség. Mások ugyanakkor arra figyelmeztettek, hogy a túlzottan gyors kamatcsökkentés fenntarthatatlan kamatcsökkentési várakozások beárazódásához, és a monetáris kondíciók indokoltnál nagyobb mértékű enyhítéséhez vezethet.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 50 bázispontos csökkentését 7 tag támogatta, 1 tag az alapkamat 75 bázispontos csökkenésére szavazott.

Szavazatok:

<i>alapkamat 8,0%-ra történő csökkentése mellett:</i>	7	Bihari Péter, Bihari Vilmos, Hardy Ilona, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Neményi Judit, Simor András
<i>alapkamat 7,75%-ra történő csökkentése mellett:</i>	1	Bánfi Tamás

Jelen voltak:

Bánfi Tamás
Bihari Péter
Bihari Vilmos
Hardy Ilona
Karvalits Ferenc
Király Júlia
Neményi Judit
Simor András

A Kormányt Kovács Álmos, a Pénzügyminisztérium szakállamtitkára képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2009. szeptember 28-án tartja, amelyről 2009. október 7-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.