



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV  
A MONETÁRIS TANÁCS  
2009. SZEPTEMBER 28-I ÜLÉSÉRŐL**

**Közzététel időpontja: 2009. október 7. 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 augusztusában a fogyasztóiár-index 5,0, a maginfláció 5,1 százalék volt, ami mindkét mutató esetében 0,1 százalékpontos csökkenést jelent az előző hónaphoz képest. Az adat már második alkalommal a vártnál alacsonyabb, melynek háttérében két hatás áll. Egyrészt, az eddig rendelkezésre álló információk alapján úgy tűnik, hogy az érvényesített áremelés jelentősen elmarad az áfa-emelés technikai hatásától. Mindez arra utalhat, hogy a visszafogott kereslet dezinflációs hatásai egyre markánsabban jelentkeznek. Emellett a feldolgozott és feldolgozatlan élelmiszerek áralakulása járult hozzá nagymértékben a várakozásoknál kedvezőbb inflációs indexhez. Ezen termékek meglepetésszerű árcsökkenése több régiós ország augusztusi inflációs adatában szintén jelentkezett. A vártnál alacsonyabb indirekt adóhatás és a feldolgozatlan élelmiszerek árkorrekciója az aktuális jegybanki előrejelzéshez képest rövid távon egyértelműen lefelé mutató inflációs kockázatokat jelez.

A KSH részletes adatközlése szerint 2009 második negyedévében a bruttó hazai termék 7,5 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakának értékétől (a naptári hatásoktól szűrt visszaesés 7,4 százalékos volt). A negyedéves trendmutatók alapján a bruttó hazai termék ötödik negyedéve csökken, ugyanakkor az előző negyedévhez képest regisztrált csökkenés mértéke már arra utal, hogy a legerőteljesebb visszaesésen túljutott a gazdaság. A beérkezett adatok rámutatnak, hogy a külső kereslet drasztikus csökkenését követően az exportszektor termelése alacsonyabb szinten stabilizálódik. Továbbra is érezteti hatását a hitelaktivitás csökkenése, a prociklikus költségvetési politika és a munkapiaci alkalmazkodás a belföldi felhasználási tételeken keresztül.

A nemzetgazdasági beruházások volumene 2009 második negyedévében 4,7 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A visszaesést a feldolgozóipar – azon belül is a gépberuházások drasztikus csökkenése – vezette, és a szűken értelmezett állami szektor beruházásai is tovább csökkentek. Feltehetően az uniós támogatásoknak köszönhetően azonban a mezőgazdasági beruházás nőtt, és a lakossági beruházásokkal legszorosabb kapcsolatban álló ingatlanügyletek ágazat az év első felében kiemelkedően teljesített.

Az ipari termelés és értékesítés 2009 júliusában 19,4 százalékkal illetve 18,1 százalékkal esett vissza az előző év azonos időszakához képest. Míg a valamelyest javuló külső keresleti feltételek hatására az exportértékesítés élénkült az utolsó hónapokban, addig a belföldi értékesítés júniusi megugrása átmeneti jelenségnek tűnik, mely az áfa-emelés miatti fogyasztás-előrehozással lehet összefüggésben.

A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege 2009 júliusában ismét jelentős, (szezonálisan igazítva és az áfa rezidensektől szűrve) 374 millió eurós többletet mutatott. A kivitel értékének növekedése mellett az import – szintén az áfa emelés miatti fogyasztás-előrehozáshoz köthető júniusi megugrás után – ismét mérséklődött. A részletes adatok arra utalnak, hogy az áruexport értékének év eleje óta megfigyelt növekedése jelentős részben a mezőgazdasági termékek

kiviteléhez köthető. A várakozásoknál kisebb GDP szerinti export visszaesést a szolgáltatásexport mérsékeltebb visszaesése magyarázhatta, míg az erőteljesebb importvolumen visszaesést – az exportszerkezet változásán keresztül – az export csökkenő fajlagos importigénye okozhatta.

2009 júliusában a nemzetgazdasági bruttó átlagkeresetek 1,4 százalékkal nőttek az előző év azonos időszakához képest. A versenyszféra esetében az index 4,7 százalékos emelkedést, míg az állami szektorban 5,9 százalékos csökkenést mutat. A bérdinamika lassulása mind a teljes bérek, mind a rendszeres bérek esetében megfigyelhető volt, ugyanakkor az ágazati elmozdulások lényegi eltérést mutatnak. A feldolgozóiparban az év eleji korrekciót követően a bérdinamika lassú emelkedése volt tapasztalható, miközben a piaci szolgáltatások bérezése folyamatosan egyre alacsonyabb pálya mentén alakul.

A létszám tekintetében a munkaerőfelmérés adatai alapján az I. negyedévben lassult a munkanélküliek számának korábban megfigyelt gyors emelkedése, a munkanélküliségi ráta további 0,3 százalékponttal, 9,7 százalékra nőtt. Az ágazati megbontás szerint a versenyszférában foglalkoztatottak számának csökkenését ellensúlyozta az állami szféra – az „Út a munkába” programhoz köthető – létszámnövekedése.

## **Pénzügyi piaci folyamatok és a bankszektor sérülékenysége**

### *Pénzügyi piacok*

Magyarország kockázati megítélésére továbbra is alapvetően a nemzetközi befektetői hangulat gyakorolja a legerőteljesebb hatást, ugyanakkor az elmúlt hónapban a globális kockázatvállalási hajlandóság emelkedése mellett több kedvező országspecifikus tényező is támogatólag hatott rá. A magyar CDS felár az augusztusi kamatdöntés óta 240 bázisponttól egy átmeneti emelkedést követően szeptember végére 210 bázispont közelébe csökkent. A kockázati felár csökkenése általános tendencia volt a feltörekvő piacokon, ebben a tekintetben Magyarország relatív pozíciója enyhe mértékben romlott. A kockázati megítélés javulásának törekenységére utal, hogy a hosszabb távú fundamentális folyamatok megítélését jellemzően jól tükröző, euróhoz viszonyított – kamatswapok alapján számolt – 5 év múltvai 5 éves forint hozamfelár csak minimális mértékben tudott mérséklődni az elmúlt hónap során.

Az állampapírpiacra az aukciókat utóbbi hónapokban jellemző magas kereslet és számottevő túljegyzés továbbra is fennmaradt, az aukciós átlaghozamok jelentős mértékben csökkentek. A másodpiacon a rövid hozamok összesen 100-110 bázisponttal, a 3-10 éves futamidőkön 70-100 bázisponttal csökkentek, míg a 15 éves referenciahozam ennél kisebb, 40 bázispont körüli mértékben mérséklődött. Az éven belüli referencia-hozamok jelenleg 7 százalék alatt tartózkodnak, míg a hozamgörbe éven túli szakaszán 7,3 – 7,8 százalék közötti hozamok figyelhetők meg. A hozamalakulás alapján kirajzolódó kedvező képet azonban több tényező árnyalja. Egyrészt az állampapírpiaci hozamok csökkenését részben az mérsékelt mennyiségű állampapír-kibocsátás okozhatta. A piaci finanszírozási igény azonban jövőre jelentősen emelkedhet, ami kockázatot jelent a hozamcsökkenés tartósságával kapcsolatban. Másrészt, a

másodlagos piac forgalma meglehetősen alacsony, és a külföldi szereplők hazai állampapírok iránti kereslete továbbra sem mutat élénkületet.

A Reuters elemzői felmérése alapján a következő év során 270-275 forint/euro szint között mozoghat az árfolyam. Az implikált volatilitás tovább csökkent az elmúlt hónapban, az opciós árjegyzések alapján számolt gyenge irányú ferdeség a nyár közepétől megfigyelhető relatíve alacsony szinten maradt. Az előzőek alapján egyre erőteljesebben érvényesül, hogy az optimista globális hangulat és a kedvező hazai hírek hatása nem az árfolyam erősödésében, hanem a hozamalakulásban jelenik meg. Ugyanakkor a jelentősen felerősödött kamatcsökkentési várakozások nyomán megjelent legfrissebb elemzések a belső és külső egyensúlyt érintő kedvező aktuális folyamatok mellett az elsősorban a magas adósság-állományokra visszavezethető kockázatokat is hangsúlyozzák, amelyek továbbra is hozzájárulhatnak a forint sérülékenységéhez.

#### *Kamatvárakozások*

Az elmúlt hónap során mind a piaci árakban, mind az elemzői előrejelzésekben a kamatcsökkentési várakozások további érdemi erősödése volt megfigyelhető. Az FRA-jegyzésekbe a következő két kamatdöntő ülésre összesen 100 bázispontos, míg 3-6 hónapos időtávon összesen mintegy 175 bázispontos lazítás van beárazva. A bankközi piaci hozamgörbe alapján idén év végére 7,25 százalékra, jövő év végére pedig 6,25-6,5 százalékra csökkenhet az alapkamat, ami mintegy 25 illetve 50 bázispontos csökkenést jelent az elmúlt havi értékekhez képest.

A Reuters szeptemberi felmérése alapján a megkérdezett elemzők egyöntetűen a kamatcsökkentési ciklus folytatására számítanak. A válaszadók döntő többsége (27 elemzőből 24-en) 50 bázispontos csökkentésre számít a szeptemberi kamatdöntő ülésen, mindössze három elemző prognosztizált ennél nagyobb kamatvágást. A portfolio.hu által megkérdezett 18 elemző kivétel nélkül 50 bázispontos csökkentésre számít a hétfői ülésen. Az idei illetve jövő év végi kamatra adott előrejelzések mediánja 7 illetve 6 százalék lett.

#### *Bankrendszer*

A bankrendszer további, a pénzügyi és makrogazdasági környezethez való gyors alkalmazkodása figyelhető meg. A tulajdonosok kockázatvállalásának mérséklődése és a belső forrásokra való támaszkodása miatt a bankok számára elsődleges a hitel/betét mutatók és az RWA csökkentése. A magánszektor keresleti és a bankrendszer kínálati alkalmazkodása miatt a vállalati hitelállomány augusztusban tovább csökkent, míg a háztartási hitelállomány közel stagnált. Eközben tovább növekedett a betétállomány, azonban ezt már szinte teljes egészében a háztartási szektor megtakarításának növekedése és átrendeződése okozta. Mivel az alkalmazkodás hitel és betét oldalon is jelentős részben devizában történik, ezért csökkent a bankrendszer devizaswapok iránti igénye is.

A bankrendszer likviditási helyzetének javulását nagyban támogatja a pénzügyi piacok működésének normalizálódása. A kulcsfontosságú pénzügyi piacok – a spot deviza-, a devizaswap-, a bankközi és az állampapír-piacok – működése jelentősen javult. Mind a négy piacon csökkent a vételi és eladási árak közötti különbség, ami a likviditás javulását jelzi az elmúlt hónapokban. A spot devizapiac kivételével az összes többi piacon a vételi és eladási árak közötti különbség visszatért a 2008. októbere előtti alacsony szintekhez.

Az augusztusig rendelkezésre álló adatok alapján tovább folytatódott a háztartási és vállalati hitelek portfólió minőségének romlása. A magánszektor értékvesztési szükséglete 2009. folyamán folyamatosan emelkedett, mind nominálisan, mind pedig az állományhoz viszonyítva. A 2008-ban jellemző 1 százalékhoz képest 2009. augusztusra az elszámolt értékvesztés aránya a hitelállományhoz 2,2 százalék volt és 2009 végén – 2010 elején 3 százalék körül várjuk a tetőzést. Az adatok alapján eddig a portfólióromlás összhangban volt várakozásainkkal.

A növekvő kockázati költségek következtében a bankrendszer jövedelmezősége kissé mérséklődött. A jövedelmezőség visszaesése azonban közel sem akkora, mint amit a nagy összegű értékvesztés elszámolása indokolna. A magas eredmény ugyanakkor elsősorban nem a normál banküzem tartós bevételeinek, hanem inkább átmenetinek tekinthető tételeknek (pl.: pénzügyi műveletek eredmény) köszönhető.

A bankrendszer tőkeereje (és ezzel sokktűrő képessége) tovább javult és a tőkemegfelelési mutató júliusban már közel 13 százalék volt, ami nemzetközi összehasonlításban is magas. Összességében elmondható, hogy a vártnál jobb bankrendszeri eredmény és az emelkedő tőkemegfelelés miatt bankrendszer sokktűrő képessége tovább javult.

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

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a kereslethiányos reálgazdasági környezetben az infláció középtávon a jegybanki 3 százalékos cél alá kerülhet. Az inflációs és növekedési kilátásokat, valamint a pénzügyi stabilitási szempontokat mérlegelve a tanács tagjai egyöntetűen lehetségesnek és szükségesnek látták a jegybanki alapkamat csökkentését.

A Monetáris Tanács tagjai úgy értékelték, hogy a hazai gazdasági növekedés az inflációs jelentés augusztusi előrejelzésének megfelelően alakul, nem zárható ki azonban, hogy a belföldi alkalmazkodás a jövőben a vártnál erősebb lesz, és a külső kereslet jobban alakul a jegybank korábbi prognózisánál. A fogyasztási és kiskereskedelmi adatokra hivatkozva többen kiemelték, hogy a kereslethiányos makrogazdasági környezetben folytatódhat az infláció csökkenése a monetáris politika számára meghatározó időhorizonton.

Az inflációs folyamatok értékelése során több tanácsstag arra figyelmeztetett, hogy a kibocsátási rés dezinflációs hatása a vártnál is erősebben érvényesült, és megemelkedett az inflációs cél alullövésének veszélye. Egyes tanácsstagok úgy látták, hogy az elmúlt hónap adatai alapján a jövőbeli inflációs pálya a jegybank 2009. augusztusi inflációs jelentésében szereplő prognózisához képest az alacsonyabb inflációs szint irányába tolódott el. Elhangzott olyan

vélemény is, hogy az ÁFA-emelés átgyűrűzése meglepően gyenge volt az elmúlt hónapokban, ami a korábban feltételezettnél erősebb korlátokra utal az áremeléseket illetően a kereskedelemben és a termelésben. Egyes tanácsstagok úgy értékelték, hogy a vártnál alacsonyabb augusztusi árindex-adathoz a monetáris politika hatókörén kívül eső egyedi tényezők, elsősorban a feldolgozatlan élelmiszerek áralakulása is hozzájárulhattak. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a gazdaság recessziós környezetben is csak fokozatosan alkalmazkodik az alacsony inflációs szinthez. Az alacsony fogyasztói áremelkedés stabilizálásához és fenntartásához a későbbiekben is szükség van arra, hogy a piaci szereplők számára hiteles legyen az a monetáris politikai törekvés, hogy a gazdasági kilátások javulásakor az inflációs kockázatok emelkedésére késlekedés nélkül reagál az MNB.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a nemzetközi pénzügyi környezet tovább konszolidálódott, a kockázatvállalási étvágy növekedett, és a pénzügyi válság korábbi szakaszaiban tapasztalathoz képest enyhültek a stabilitási kockázatok. A kockázati megítélés javulására utal több tanácstag szerint a forinteszközök hozamának, és a CDS felárak nagymértékű csökkenése.

Többben kiemelték, hogy Magyarország finanszírozási igénye csökken, és a bankrendszer mérlege alkalmazkodik a pénzügyi turbulenciák után kialakult új helyzethez. Egyes tanácsstagok azt hangsúlyozták, hogy a stabilitási kockázatok átalakultak, a likviditási és megújítási kockázatok enyhültek, miközben a gazdasági visszaeséssel párhuzamosan a szolvencia problémák veszélye növekedett. Mások arra figyelmeztettek, hogy a pénzügyi piaci folyamatokban kedvezőtlen irányú visszarendeződések is történhetnek.

Több tanácstag a pozitívumok közé sorolta azt, hogy Magyarország befektetői megítélése sokat javult, és a finanszírozási helyzetet már sokkal kedvezőbbnek tartják a befektetők. A befektetői hangulat javulására utal az állampapírhozamok csökkenése, és az állampapírpiaci helyzet további konszolidációját segítheti a nyugdíjpénztári szabályozóváltozásokat követően a belföldi állampapírkereslet növekedése. Több tanácstag utalt a külföldi befektetési bankok elmúlt időszakban megjelent elemzéseire, amelyek a hazai makrogazdasági kilátásokat a korábbiaknál lényegesen kedvezőbbnek ítélték. A tanácsstagok ugyanakkor azt is kiemelték, hogy a kedvező elemzői értékelések ellenére az állampapír-állományi adatok alapján egyelőre nem nőtt a külföldi befektetéseknek aránya. Egyes tanácsstagok arra figyelmeztettek, hogy továbbra is szükség van a belső finanszírozás arányának a növekedésére az ország egyensúlyi helyzetének javításához, ugyanakkor az állampapír-piaci likviditás tartós növekedéséhez a külföldi befektetői aktivitás erősödésére lenne szükség.

A tanácsstagok között egyetértés volt abban a kérdésben, hogy lehetőség van a jegybanki alapkamat csökkentésére az inflációs célkövetési rendszer kereteiben gondolkodva, még a rendszer pénzügyi stabilitási szempontokkal kiegészített verziójában is. Egyes tanácsstagok úgy értékelték, hogy a legfrissebb információk alapján a piaci szereplők határozott, de nem túlzó kamatcsökkentési pályát várnak. Több tanácstag a kiszámítható monetáris politika fontosságát hangsúlyozta, és úgy érvelt, hogy a pénzügyi piacokon a volatilitás további kívánatos csökkenését az óvatos kamatcsökkentésekre építő kamatpolitika, és a jegybanki kamatsimítás eszköze is támogathatja.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a pénzügyi stabilitási kockázatok enyhülésével párhuzamosan rövid távon ismét jobban támaszkodhat a monetáris politika az inflációs célkövetési rendszerre, ugyanakkor tartós változást jelent, hogy a pénzügyi stabilitási kockázatok elemzése a monetáris politikai döntéshozatalnak sokkal inkább részévé vált a válságot megelőző időszakhoz képest. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a jegybank mozgásterét a pénzügyi világhelyzet is erősen befolyásolta az elmúlt években. A jegybanki árjellegű jelzések kevésbé hatékonyak az optimista kockázatvállalási időszakokban, illetve a válsághelyzetekben, amikor a piaci alkalmazkodásra a piaci hangulat és a mennyiségi korlátok is erősen hatnak. Amennyiben a pénzügyi piaci helyzet további konszolidációjára kerül sor, ez a monetáris politikai döntéseket is egyszerűbbé teszi.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 50 bázispontos csökkentését 8 tag támogatta, 1 tag az alapkamat 75 bázispontos csökkenésére szavazott.

**Szavazatok:**

<i>alapkamat 7,5%-ra történő csökkentése mellett:</i>	<b>8</b>	Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Neményi Judit, Simor András
<i>alapkamat 7,25%-ra történő csökkentése mellett:</i>	<b>1</b>	Bánfi Tamás

**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 szakállamtitkára képviselte.

**A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2009. október 19-én tartja, amelyről 2009. november 4-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**