



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2009. OKTÓBER 19-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2009. november 4. 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 szeptemberében a fogyasztóiár-index 4,9, a maginfláció 5,1 százalék volt. A negyedéves trendmutató 3 százalék alá süllyedt. Ez megerősíti azt a képet, hogy az inflációs folyamatokat jelenleg a visszafogott kereslet hatása dominálja. A szeptemberi meglepetés nagy részét a szezonális élelmiszerek, illetve kisebb részben a piaci szolgáltatások vártnál mérsékeltbb áralakulása okozta. A piaci szolgáltatások alacsony áremelkedési üteme alapján valószínűsíthető, hogy a kedvezőtlen keresleti környezethez a vállalatok az árak helyett a munkapiacra kívánnak majd alkalmazkodni, ami az előrejelzési horizonton a korábbiaknál alacsonyabb trendinflációs folyamatokat eredményezhet.

A szezonálisan igazított adatok alapján a munkanélküliek száma szeptemberben 9 ezer fővel nőtt. Június óta nem emelkedett érdemben az „Út a munkához” program keretében foglalkoztatottak állománya. Az üres álláshelyek alacsony száma a munkaerőpiac lazaságát mutatja. Ennek ellenére a forintban mért fajlagos munkaerőköltség az elmúlt hónapokban tapasztalt magas bérnövekedési ütem és a csökkenő kibocsátás miatt historikus magasságokba emelkedett. A vártnál magasabb bérindexek elsősorban a feldolgozóiparhoz köthetőek. Miután a romló profitjukat a vállalatok nem tudják áremelésekkel helyreállítani, a munkaerőpiacra további létszám- és béralkalmazkodásra lehet számítani.

Az ipari termelés augusztusban 19,8 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. Az év második felétől mind az euroövezetben, mind a régiós országokban rövidbázison már növekedést mutatott a kibocsátás. Az egyre kedvezőbbé váló nemzetközi konjunktúra ellenére a magyar ipar az év eleje óta nem tudott növekedést produkálni. A hazai ipar lemaradását egyrészt az magyarázza, hogy az eltérő termékstruktúra miatt a nemzetközi fiskális élénkítő lépések a régió többi országában erőteljesebb exportnövekedést generáltak. Szintén érdemben hozzájárult a magyar ipar alulteljesítéséhez, hogy a hazai belső kereslet erősebben esett vissza Magyarországon, mint a többi régiós gazdaságban, a fiskális politika és a bankrendszer prociklikus viselkedése miatt. A külkereskedelmi mérleg augusztusban is jelentős többletet mutatott, aminek háttérében szintén a lassan javuló exportértékesítések és a gyenge belső kereslet áll.

2009 második negyedévében a folyó fizetési mérleg a GDP 2,7 százalékának megfelelő többletet mutatott, ami lényegesen kedvezőbb a várakozásoknál. Az adósságjellegű forráskiáramlás és a forinterősödés hatására a GDP-arányos nettó külső adósság 62-ről 55 százalékra csökkent. Egy adatrevízió miatt a 2009-es fizetési mérleg a vártnál jelentősen kedvezőbb lehet. A revízió azt jelzi, hogy a fizetési mérleg egyenlege a korábban feltételezettnél jóval ciklikusabb lehet, a hosszabb távú külső finanszírozási igény szempontjából nem feltétlenül hordoz pozitív üzenetet.

Az állami költségvetés egyenlege szeptemberben – a tavalyi év szeptemberénél közel 100 milliárd forinttal nagyobb – 146 milliárd forintos hiányt mutatott, és a költségvetési adatok belső

szerkezte a magasabb hiány irányába mutató kockázatokat erősíti. A költségvetés bevételi oldalán az elmúlt hónapokban több tétel esetében is a jegybanki előrejelzésektől némileg eltérő folyamatok voltak megfigyelhetők: az áfabevételek esetében ugyan a vártnál magasabb, azonban a bérhez kötődő, illetve a társasági adóbevételeknél attól kismértékben elmaradó dinamika volt tapasztalható. Kiadási oldalon a költségvetési szervek kiadásai meghaladták a jegybanki szakértők várakozásait és az első három negyedév adatai alapján az látható, hogy még csak részlegesen indult meg az a konszolidáció, ami a hiánycél eléréséhez szükséges. Ez azt jelenti, hogy az utolsó negyedévben igen erőteljes kiadáscsökkentésre lesz szükség és megnőtt a valószínűsége annak, hogy az ideai költségvetési hiánycél teljesülését részben olyan intézkedések biztosítják, amelyek hosszabb távú fenntarthatósága bizonytalan.

Pénzügyi piaci folyamatok és a bankszektor sérülékenysége

Pénzügyi piacok

A világ pénzügyi piacain tapasztalt erősödő befektetői optimizmus – amely részben makrogazdasági adatokra, részben a III. negyedévi vállalati gyorsjelentési szezon első pozitív eredményeire volt visszavezethető – kedvezően hatott Magyarország kockázati megítélésére. A globális javulás hatását még a régiót érintő negatív hírek, a Lettországgal kapcsolatban kiújult aggodalmak sem tudták ellensúlyozni. A lett események alacsony hatása a Baltikumon kívüli feltörekvő piacokra felveti annak a lehetőségét, hogy a befektetők szemében a régió belüli fertőzés veszélye csökkenhetett. Az ország megítélését javították a vártnál kedvezőbb egyensúlyi adatok is. Az ötéves szuverén CDS felár 215-ről 197 bázispontra mérséklődött, a kamatswapok alapján számított 5 év múlvai 5 éves forint hozamfelár ennél kissé erősebben, az euróban denominált devizafelárak pedig hasonló mértékben csökkentek.

Az elmúlt hónapban tartott állampapír-piaci aukciókat a piac sikeresnek értékelte. A túljegyzési arányok magas szinten maradtak, a kötvényekre érkezett ajánlati mennyiségek és ezzel párhuzamosan a kibocsátási mennyiség a korábbi aukciókhoz képest emelkedett. A referenciahozamok 17-43 bázisponttal kerültek lejjebb. A hozamgörbe rövid oldala jelenleg 6,5 százalék körül van, a futamidő növekedésével a görbe a 15 éves lejáratig közel 1 százalékponttal emelkedik.

A külföldi piaci szereplők állampapír-állománya 31 milliárd forinttal csökkent az időszakban. Ebben szerepet játszott a 2009/D kötvény lejárat, amely 112 milliárd forinttal csökkentette a külföldi állományt. Az elmúlt hetekben megfigyelhető nagyobb méretű külföldi állampapír-vásárlást is valószínűleg leginkább ez a lejárat motiválhatta. A külföldi szereplők a spotpiacon mintegy 157 milliárd forint értékben vettek hazai devizát, melyet nagyrészt FX swap pozíciók zárására fordítottak.

Az árfolyam az elmúlt hónapban a 266 és 271 forint/euro közötti szűk sávban ingadozott. A kurzus kezdeti erősödése után a lett hírek átmenetileg és kismértékben az árfolyam leértékelődését okozták, majd az időszak végén az USA-beli vállalati eredmények kedvező hatása ezt ellensúlyozta. Az október eleji Reuters felmérés alapján megmaradt a kezdeti

leértékelődésre, majd egy hosszabb távú erősödésre vonatkozó várakozás. A várt gyengülés mélypontja azonban a korábban jellemző 3 hónapos időtáv helyett 6 hónapra tolódott ki. A 2010. októberre vonatkozó várakozások mediánja 266 forint/euro.

A múlt havi kamatdöntés óta a piaci árakból kiolvasható kamatpálya keveset változott. A szeptemberi kamatdöntést követő időszakban az októberi döntésre vonatkozóan az FRA-jegyzésekben 50-75 bázispontos csökkentés volt beárazva, csütörtökön az 50 bázispontos döntés tűnt egy fokkal valószínűbbnek. A piaci árazás alapján az irányadó kamat öt-hat hónap múlva 6 százalékon érheti el a minimumértékét, kilenc hónapon túl azonban már emelkedő rátákon történnek jegyzések.

Az október közepén folytatott Reuters-poll alapján a piaci elemzők döntő többsége (23 válaszadóból 21) 50 bázispontos kamatcsökkentést várt a 19-i ülésen. Egy-egy elemző 25 bázispontos csökkentést, illetve tartást várt. Az idei év végi kamatprognózisok 6 és 7 százalék között szóródnak, a medián 6,5 százalék. 2010 végén pedig az elemzők mediánja szerint 5,75 - 6 százalék lehet az alapkamat.

Bankrendszer

A hazai bankrendszer hitel/betét mutatóban történő alkalmazkodása nagymértékben lassult az augusztusban és szeptemberben. E folyamat hátterében nem a hitelkereslet vagy kínálat élénkülése, hanem a bankbetétek, azon belül is a vállalatok által elhelyezett források csökkenése áll. Ennek következtében a külső források kiáramlása és a bankrendszer devizaswap állományának csökkenése megállt.

A bankrendszer csökkenő likviditási, de növekvő hitelkockázatokkal néz szembe. A hitelkockázatok emelkedéséből származó hitelezési veszteségek meredeken emelkednek a hazai bankrendszerben. A növekvő kockázati költségek következtében a bankrendszer jövedelmezősége mérséklődik, azonban a ROA mutató 1 százalék körüli szintje nemzetközi összehasonlításban továbbra is magas. Mindez azt jelenti, hogy a hazai leánybankok továbbra is pozitívan járulnak hozzá a bankcsoport teljesítményéhez. Mivel az eredményt a hatékonyságjavítást leszámítva jellemzően egyszeri tényezők duzzasztották, a jövőben nem számítunk a korábbi várakozásokat meghaladóan kedvező jövedelmezőség fennmaradására. A bankok a növekvő kockázati költségeket a következő időszakban megpróbálják a kamatkülönbözetben (a hitelkamatok és forrásköltségek közötti különbségben) érvényesíteni, azonban ez nem lesz képes a hitelezési veszteségeket teljes mértékben elnyelni. Ugyancsak kockázat hordoz, hogy a pénzügyi vállalkozások jelentős része az idei évben veszteséges lehet, ami nagyban csökkentheti az érintett bankok konszolidált eredményét.

A bankrendszer tőkeereje (és ezzel sokktűrő képessége) tovább javult és a tőkemegfelelési mutató augusztus végén már közel 13,1 százalék, míg az alapvető tőkemegfelelési (Tier 1) mutató 10,9 százalék volt. Mindkét mutató nemzetközi összehasonlításban magasnak tekinthető.

Az erős jövedelmi és tőkehelyzet miatt a bankrendszer sokk-ellenálló képessége erősnek mondható. A makrogazdasági alappálya mentén a bankrendszer tőkemegfelelési mutatója 12

százalék felett marad, miközben egyetlen nagybank sem szorul pótlólagos tőkebevonásra. Egy a jelenleg vártnál jóval kedvezőtlenebb (2009-10-ben az alappályához képest 5 százalékponttal nagyobb visszaesést feltételező) forgatókönyv esetén is csak mérsékelt, 100-170 milliárd forintos tőkebevonási szükségletet jelez 2010 végére az MNB által készített stresszteszt

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a kereslethiányos reálgazdasági környezetben megemelkedett a jegybanki 3 százalékos cél alullövésének kockázata. Az inflációs és növekedési kilátásokat mérlegelve a tanács tagjai egyöntetűen szükségesnek látták a jegybanki alapkamat további csökkentését. Emellett a kamatpolitikai mozgástér kihasználására a pénzügyi stabilitási kockázatok enyhülése és Magyarország kockázati megítélésének kedvező irányú változása is lehetőséget teremtett.

A Monetáris Tanács tagjainak értékelése szerint a reálgazdasági kilátások továbbra sem javultak, és növekedett a veszélye annak, hogy a hazai makrogazdasági konszolidáció lassabb lesz az európainál. Több tanácsstag kiemelte, hogy a munkanélküliség emelkedése, valamint a munkaerőpiaci alkalmazkodás erőteljes. A növekedési kockázatok értékelése során egyes tanácsstagok arra hívták fel a figyelmet, hogy a világban továbbra sincs konszenzus makro-közgazdasági és gazdaságpolitikai körökben azzal kapcsolatban, hogy a visszaesésnek egy vagy több hulláma lesz-e.

Egyetértés alakult ki a testület tagjai között abban a kérdésben, hogy a makrogazdasági pálya alapján az inflációs cél számottevő alullövésére kerülhet sor. Egyes tanácsstagok szerint a belső kereslet visszaesése túlzott terhet róhat a gazdaságra, és így a külső egyensúly javulása az indokoltnál nagyobb mértékű lehet.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az inflációs és növekedési kilátások már korábban is lehetővé tették a jegybanki alapkamat csökkentését, az elmúlt hónapban ugyanakkor a pénzügyi stabilitási kockázatok is érdemben enyhültek, ami tovább növelte a jegybank kamatpolitikai mozgásterét. A likviditási feszültségek év eleji érdemi csökkenését követően a legújabb információk szerint a szolvencia-kockázatok is enyhültek. Egyes tanácsstagok szerint amennyiben a környezet stabilizálódása folytatódik, akkor a forintban történő finanszírozás mérlegelhető alternatívává válhat a hazai gazdasági szereplők számára. Többben a kedvező fejlemények közé sorolták azt, hogy a Standard & Poor's hitelminősítő negatívról stabilra javította a magyar devizaadósság besorolását, és az Európai Bizottság az államháztartási folyamatok hosszú távú fenntarthatósága szempontjából közepes kockázatúnak ítélte Magyarországot.

Egyes tanácsstagok arra hívták fel a figyelmet, hogy az egyensúly egyelőre nagyon törekeny a pénzügyi piacokon, és az ebből fakadó kockázatok jelentik előre tekintve a monetáris politika számára a legnagyobb kihívást. Ennek kapcsán elhangzott olyan vélemény is, hogy Európában még lehet egy második szakasza a pénzügyi válságnak, és ebből a szempontból igen

kedvezőtlen, hogy a befektetők szemében kelet-Európa még mindig az egyik legsérülékenyebb régió, Magyarország pedig az egyik legsérülékenyebb ország.

Elhangzott olyan vélemény is, hogy a világgazdasági élénkülés nagyon jelentős fiskális és monetáris politikai élénkítés mellett zajlik, és nehéz még a lépések lecsengését megítélni. A piaci működés egyelőre még nem állt teljesen helyre a világgazdaságban, és elképzelhető, hogy a tőzsdék reakciója a fundamentálisan indokolhatónál kedvezőbb volt. A hazai piacok értékelése kapcsán egyes tanácsstagok arra figyelmeztettek, hogy az állampapírpiac működése továbbra sem normalizálódott, és a visszafogott állampapír-kínálat mellett a hozamgörbe elmozdulásai sokszor meglepetésvadlók lehetnek.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az elmúlt hónapban sorozatosan olyan információk érkeztek, amelyek a monetáris politikai mozgástér szűkítése irányába hatottak. Megoszlott ugyanakkor a tanácsstagok véleménye a szükséges kamatcsökkentés mértékét illetően. A testület tagjainak döntő többsége úgy látta, hogy egyenletes lépésekkel a jegybank nagyobb valószínűséggel teremthet stabilitást a volatilis környezetben, és a váratlan piaci reakciók, illetve túllövések kockázatát is mérsékelheti. Többen ugyanakkor arra figyelmeztettek, hogy az inflációs cél alullovésének kockázata olyan mértékben emelkedett az elmúlt időszakban, ami nagyobb kamatcsökkentést is lehetővé tenne, különösen a pénzügyi stabilitási kockázatok enyhülésére tekintettel.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 50 bázispontos csökkentését 5 tag támogatta, 3 tag az alapkamat 75 bázispontos csökkenésére, míg 1 tag az alapkamat 100 bázispontos csökkentésére szavazott.

Szavazatok:

<i>alapkamat 7%-ra történő csökkentése mellett:</i>	5	Bihari Péter, Hardy Ilona, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Simor András
<i>alapkamat 6,75%-ra történő csökkentése mellett:</i>	3	Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Neményi Judit
<i>alapkamat 6,5%-ra történő csökkentése mellett:</i>	1	Bánfi Tamás

Jelen voltak:

Bánfi Tamás
Bihari Péter
Bihari Vilmos
Csáki Csaba
Hardy Ilona
Karvalits Ferenc

Király Júlia
Neményi Judit
Simor András

A Kormányt dr. Haraszi Katalin, a Pénzügyminisztérium főosztályvezető-helyettese képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2009. november 23-án tartja, amelyről 2009. december 9-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.