



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2009. NOVEMBER 23-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2009. december 9. 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

A KSH adatai szerint októberben a fogyasztóiár-index 4,7, a maginfláció 4,9 százalék volt. Mindkét index 0,2 százalékkal csökkent az előző hónapoz képest. Az áfa-emelés okozta július-augusztusi csúcsot követően az infláció enyhe mérséklődése figyelhető meg. A trendfolyamatokat jobban megragadó rövidbázisú mutatók is erősödő deflációs hatásokat mutatnak.

A piaci szolgáltatások áralakulása megfelelt a szokásos októberi szezonálisnak, a termékkör hó/hó árindexe gyakorlatilag nulla volt. Az iparcikkek esetében a gyenge kereslet és a stabil árfolyam összességében az infláció csökkenésének irányába mutat. A tényadatok szerint a csökkenés elsősorban a tartós iparcikkek körében erősödött októberben. Az élelmiszerek is visszafogott áralakulást mutattak, a feldolgozatlan élelmiszerek szezonálisan igazított árszintje az év elején megfigyelt közelébe süllyedt.

Az előzetes adatok szerint a III. negyedévben a bruttó hazai termék 7,2 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A szezonálisan igazított adatok szerint a visszaesés 8 százalék volt, és az előző negyedévhez képest is jelentős (1,8 százalékos) csökkenés következett be. Mindez azt mutatja, hogy folytatódott a magyar gazdaság teljesítményének – immár hat negyedéve tartó – erőteljes csökkenése. A stabilizálódó külső kereslet az ipari termelésen és a nettó exporton keresztül élénkíthette a hazai gazdaságot, ugyanakkor ez csupán arra lehetett elég, hogy az igen gyenge belső kereslet miatti jelentős visszaesés hatását némileg ellensúlyozza. Nemzetközi, illetve regionális összehasonlításban megállapítható, hogy a hazai visszaesés folytatódása közben számos országban negyedéves alapon már élénkülés volt megfigyelhető.

A szeptemberi ipari termelési adatok is jól tükrözik a külső konjunktúra és a belföldi kereslet közötti divergenciát. Az exportértékesítések dinamikusan növekedtek – összhangban a felvevőpiacok bővülésével, illetve a régióra jellemző folyamatokkal. Ezzel szemben a hazai értékesítések esetében csak a rendkívül mély visszaesést követő stabilizálódás jelei figyelhetők meg.

A külkereskedelmi áruforgalomban szeptemberben is az előző hónapokhoz hasonló mértékű többlet volt megfigyelhető. A külső konjunktúra élénkülésével összhangban folytatódott az export bővülése. Ugyanakkor a visszaeső belső kereslet mellett is növekedésnek indult az áruimport, melyet egyrészt az élénkülő export importtartalmához, másrészt a gázimport megváltozott szezonálisához köthetünk.

A versenyszektorban 4,3 százalékkal nőttek a bérek az előző év azonos időszakához képest, míg az állami szektorban 7,4 százalékos volt a bérindex csökkenése. A versenyszektoron belül eltérő folyamatok jellemzik a főbb ágazatokat. A piaci szolgáltatásokat változatlanul markáns bérlassulás jellemzi: mind a rendszeres bérek, mind a prémium kifizetések esetében. A feldolgozóiparban ezzel szemben az év eleje óta az élénkülő külső konjunktúrával összhangban

bérvnövekedés gyorsulása tapasztalható. Az utóbbi hónapok új fejleménye, hogy e szektorban a bérdinamika további élénkülése a prémium kifizetések növekedéséből adódik.

Az LFS adatok szerint a foglalkoztatottság tovább csökkent az elmúlt hónapban, aminek ellentmondanak a KSH intézményi létszámadatai, amelyek szerint – különösen a piaci szolgáltató szektorban – nőtt a foglalkoztatottak száma. Utóbbi növekedést azonban a többi munkaerő-piaci statisztika (pl. ÁFSZ adatok) nem támasztják alá, és a konjunkturális folyamatokkal sem magyarázható.

Pénzügyi piaci folyamatok és a bankszektor sérülékenysége

Pénzügyi piacok

A globális pénzügyi piacokon lejátszódó november eleji korrekció, majd a következő időszakban újra javuló befektetői kedv egyaránt jelentősen hatott a hazai pénzügyi piacokra. Ugyanakkor a folyamatosan jelenlévő, utóbbi egy hónapban felerősödő régiós kockázatok, mint például az ukrán vagy a román IMF program elakadása alig befolyásolta a magyar pénzpiaci folyamatokat. Emellett a vártnál kedvezőtlenebb harmadik negyedéves GDP, illetve az alacsonyabb októberi inflációs adat piaci hatását is inkább csak a kamatvárakozások további csökkenésében lehetett tettenérni. A CDS felárak alapján hazánk kockázati megítélése lényegében alig változott az elmúlt egy hónapban. Devizakötvényfelárunkban sem tapasztaltunk nagyobb mozgásokat, az utóbbi egy hónapban az 5 éves eurokötvény német papírokkal szembeni különbözete 20 bázisponttal, 175 pontra csökkent. Hasonló folyamatokat tapasztaltunk a legtöbb feltörekvő európai ország esetében is.

A nemzetközi piacok hangulatának hullámozása leginkább a forint árfolyamán éreztette hatását: az előző kamatdöntő üléskor tapasztalt 265 körüli szintekről november elejére 280 forint fölé gyengült a hazai deviza árfolyama az euróval szemben. Az utóbbi két hétben ugyanezt a pályát visszafelé bejárva 265 forintig erősödött az árfolyam. A Reuters devizapiaci felmérése a novemberi gyengülés kicsúcsosodása előtt készült, eszerint az akkori 275 körüli szinthez képest egy lassan erősödő árfolyampályát vár a piac, fél év múlva 270, egy év múlva 264 forintos szintet elérve.

A hazai állampapírpiac is lekövette a globális piaci hangulat hullámozását. Bár az elsődleges piacon továbbra is jelentős túljegyzés mellett kelnek el a felajánlott papírok, a november eleji megingás idején az érdeklődés kissé visszaesett, a hozamok kissé megemelkedtek. A hangulat javulásával azonban visszatért a korábbi érdeklődés. A másodpiacon is a hozamok hullámozása volt jellemző: a görbe hosszú oldala egy 40-50 bázispontos emelkedés után az októberi kamatdöntésnél tapasztalt szintekre, 10 és 15 éves futamidőn 7,4 százalékra esett vissza. A rövid oldal kisebb emelkedést követően végül közel 10 bázisponttal, 6,2 százalék körüli szintre csökkent az egy hónappal korábbi értékhez viszonyítva.

A külföldiek teljes pozíciója ugyancsak a piaci hangulat változásait követte. Az azonnali piacon november elejéig mintegy 300 milliárd forintot adtak el, amiből 280 milliárd forintot visszavásároltak az elmúlt két hétben. A spot piaci eladásokkal párhuzamosan több mint 200

milliárd forinttal emelkedett meg a nem-rezidens szereplők nettó FX swap állománya, ami a rövid forint pozíciók viszonylag nagymértékű kiépülésére utal. Az árfolyam újbóli erősödésével és ezen pozíciók leépülésével párhuzamosan a nettó swap állomány közel 100 milliárd forinttal csökkent. A külföldiek állampapírállomány állománya mindössze 20 milliárd forinttal nőtt az elmúlt egy hónapban, az első két hét 50 milliárdos csökkenése után az utolsó két hétben mintegy 70 milliárddal, 2340 milliárd forint körüli szintre emelkedve. MNB kötvényállományuk egy hónap alatt nagyobb mértékben, közel 100 milliárd forinttal emelkedett.

A forint árfolyamának mozgásával párhuzamosan tolódott feljebb, majd lejjebb a várt hazai kamatpálya is, jelenleg az októberi döntés után tapasztaltnál kissé alacsonyabb szintet érve el. Az FRA jegyzésekből az látszik, hogy a hazai alapkamat 5,5 százalékos szinten és 3-6 hónapos időtávon éri el mélypontját, a piaci elemzők 5 és 6 százalék közötti szinteket említettek leggyakrabban. A Reuters Poll novemberi felmérése alapján jelen ülésre egyöntetűen 50 bázispontos kamatcsökkentést várt a piac, a 23 válaszadóból 22 elemző számított fél százalékpontos csökkentésre, míg egy szakértő 75 bázispontos vágást várt.

Bankrendszer stabilitása

A bankrendszer pénzügyi stabilitási kockázatai tekintetében a visszafogott hitelkínálat gazdasági aktivitásra gyakorolt negatív hatása (prociklikus viselkedése), és az emelkedő hitelkockázatok emelhetők ki. Bár a bankrendszer hitel/betét mutatójának csökkenése szeptember-októberben megtorpant (145 százalék körüli szinten), ez főként a vállalati hitel- és a vállalati betétállomány együttes és közel hasonló mértékű esésének tudható be. A hazai bankrendszer vállalati hitelállománya az év eleje óta jelentősen, havi átlagban 50 milliárd forinttal csökkent és a visszaesés mértékében ezidáig nem történt mérséklődés. A vállalati hitelcsökkenés jelentős mértékének állandósulása ellentétes korábbi várakozásainkkal. Korábban azt valószínűsítettük, hogy a vállalati hitelezésben a harmadik negyedévben fordulópont következik be. A vállalati hitelállomány változásának tendenciái jelentős részben kínálati okokkal is magyarázható. A bankok a vállalati hitelek esetén 2009 harmadik negyedévében tovább szigorítottak a hitelezés feltételein, ami főként a nem ár jellegű tényezők változtatásában nyilvánult meg. A vállalati hitelezésben a szigorítás jelentős mértékére utalhat, hogy a korábbi várakozásainktól eltérően tovább nőtt a szigorítást jelző bankok aránya. A kockázatosabb ügyfelek esetén a bankok szigorúbban járnak el, ami például fedezeti követelmények növelésében, az adós szerződéses kötelezettségvállalásainak és a monitoring kritériumok erősítésében jelentkezik. Különösen kedvezőtlen tendenciának tekinthető, hogy a hitelezési feltételek szigorodásával párhuzamban a bankok által érzékelt hitelkereslet, főként a készlet- és, követelésállomány-finanszírozási igény miatt emelkedett (valószínűleg a szállítói piac beszűkülésével összefüggésben).

A növekvő hitelkockázatok tekintetében elmondható, hogy szeptemberig rendelkezésre álló adatok alapján tovább folytatódott a háztartási és vállalati hitelek minőségének romlása, az értékvesztés-képzés dinamikája ugyanakkor lassult. A háztartási szegmensben szeptemberre 2,2 százalék, míg a vállalati szektornál 2 százalék adódott az értékvesztés eredményrontó hatására. A korábbi előrejelzésünkhöz képesti elmaradás a portfólióromlás dinamikájának lassulását sejteti,

ami kedvező eseménynek tekinthető. Az adatokat azonban fokozott óvatossággal kell kezelni, mivel jelentősen növekszik az átstrukturált hitelek aránya. A bankrendszer a veszteségek elkerülése vagy elnyújtása érdekében újrastrukturálja a hitelportfóliók egy részét. A hitelek újrastrukturálása egyrészt pozitív jelenség, hiszen csökkenti az ügyfelek havi adósságszolgálati költségét, és ezáltal elkerülhetővé válhat a nemteljesítés. Ugyanakkor a hitelek újrastrukturálásával a bankok képesek javítani a számvitelileg kimutatott nem teljesítő portfólió nagyságát, így csökkenthető a jövőbeli várható veszteségek fedezésére képzett értékvesztés, mely azonban gazdasági recesszió elhúzódása esetén hirtelen veszteséget okozhat a bankrendszernek.

A bankrendszer a hitelportfólió romlásából adódó veszteségeket továbbra is képes elnyelni. Az értékvesztésképzés lassuló növekedése, illetve a pénzügyi műveletek javuló eredményének köszönhetően a bankrendszer jövedelmezősége szeptemberben tovább emelkedett, de lényegesen alacsonyabb az előző év azonos időszakában megfigyelhetőnél. Az összehasonlításkor ugyanakkor figyelembe kell venni, hogy tavalyi évben mintegy 120 Mrd Ft-os egyszeri eredménynövelő tételt jelentett egy banki biztosítótársaság értékesítése. A 2008-as eredményt ezzel az egyszeri tétellel korrigálva már 20 Mrd Ft-tal magasabb az ideai eredmény, ami messze felülmúlja a várakozásokat. A ROE mutatóra 17 százalékos érték adódik. Továbbra is igaz ugyanakkor, hogy a kedvező eredmény főként átmenetinek tekinthető tételeknek köszönhető, így a jövőben ez a jó jövedelmezőség nem fenntartható. A hazai bankrendszer tőkemegfelelése is növekedett és szeptemberben már meghaladta a 13 százalékot.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a kereslethiányos reálgazdasági környezetben tovább emelkedett a jegybanki 3 százalékos inflációs cél alullövésének esélye. Az inflációs és növekedési kilátásokat mérlegelve a tanács tagjai egyöntetűen szükségesnek látták a jegybanki alapkamat további csökkentését. A makrogazdasági oldalról indokolt monetáris politikai lazításra a pénzügyi stabilitási kockázatok enyhülése és Magyarország kockázati megítélésének tartós javulása lehetőséget is teremtett.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a legfrissebb GDP és foglalkoztatási adatok alapján a belföldi konjunktúra kilátások valamelyest tovább romlottak. Egyes tanácsstagok arra hívták fel a figyelmet, hogy a belső kereslet kedvezőtlen alakulása következtében a nemzetközi fellendülés - a környező országokkal összehasonlítva - csak késleltetve éreztetetheti a hatását a hazai növekedésben.

Egyetértés volt a testület tagjai között abban a kérdésben, hogy a makrogazdasági pálya alapján az inflációs cél számottevő alullövésére kerülhet sor. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a külső egyensúly, belföldi kereslet jelentős visszaesése mellett zajló, javulása - bár segíti a makrogazdasági stabilizációt - a gazdasági szereplők számára igen fájdalmas alkalmazkodási folyamatot eredményez.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy Magyarország kockázati megítélése tartósan és határozottan javult az elmúlt hónapokban, valamint hogy a regionális pénzügyi piacokon keresztül történő esetleges fertőzések esélye mérséklődött. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a globális pénzügyi piacokon a kedvezőtlen irányú visszarendeződés esélye mérséklődött az előző kamatmeghatározó ülés óta. Többben arra hivatkoztak ugyanakkor, hogy hazai és nemzetközi gazdasági szakértők közül egyre többen látják úgy, hogy a pénzügyi piaci indikátorok világszerte gyorsabban javultak, mint amit a globális reálgazdasági teljesítmény indokolna, és összességében növekedett az újabb piaci eszközár-buborékok kialakulásának esélye. Egyes tanácstagok szerint ebben az is közrejátszhatott, hogy a jegybanki műveletek bőséges likviditást és alacsony kamatszintet eredményeztek világszerte. Fennáll annak a veszélye, hogy a bőséges globális likviditás csak korlátozott mértékben élénkíti a fejlett országok reálgazdaság felé irányuló hitelezési aktivitását, és inkább a kockázatosabb pénzügyi eszközök iránti keresletet erősíti.

Egyes tanácstagok arra figyelmeztettek, hogy a legfrissebb inflációs jelentés alapján a jövő évi államháztartási hiánycél teljesítésének kockázatai emelkedtek. További problémát jelenthet, hogy egy elhúzódó recessziós környezetben a GDP arányos adósságteher tovább növekedhet. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az alacsony hazai vállalati hitelezési aktivitás mögött egyre növekvő mértékben kereslet oldali tényezők húzódnak meg, mivel a jelenlegi konjunkturális környezetben nem azonosíthatóak azok a beruházási lehetőségek, amelyeket hitelezéssel lehetne segíteni.

A monetáris tanács tagjai továbbra is egyetértettek abban, hogy lehetőség és szükség van a kamatcsökkentési ciklus folytatására. Megoszlott ugyanakkor a tanácstagok véleménye a csökkentés mértéke és a kamatcsökkentési ciklus várható hosszúsága kapcsán. A tagok többsége továbbra is úgy érvelt, hogy egyenletes lépésekkel a jegybank nagyobb valószínűséggel teremthet stabilitást a volatilis környezetben. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a kamatcsökkentési ciklus gyorsítását indokolhatja a forinteszközök kockázati prémiumának tartós és nagymértékű csökkenése, valamint a monetáris politika árstabilitási céljával nem összeegyeztethető túlzott dezinfláció. Egyes tanácstagok ugyanakkor arra figyelmeztettek, hogy a kamatcsökkentési ciklus végéhez közeledve a túllövések kockázatai emelkedhetnek. A túlzottan kiszámítható kamatcsökkentési sorozat több tanácstag megítélése szerint erősítheti a további kamatcsökkentésekre irányuló spekulációt, ami a forinteszközök kockázati megítélésétől elszakadó piaci áralakuláshoz is vezethet rövidtávon, és torzíthatja a hozamgörbe rövid felének információtartalmát.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a pénzügyi piacok konszolidációja lehetőséget teremt a kamatfolyosó korábbi szélességének visszaállítására. A tanácstagok többsége úgy látta, hogy a kamatfolyosó kiszélesítése a monetáris kondíciók alakulására legfeljebb kismértékű és bizonytalan hatást gyakorolhat, azonban a bankközi piaci működés helyreállítását segítheti a változtatás.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 50 bázispontos csökkentését 6 tag támogatta, 2 tag az alapkamat 75 bázispontos csökkenésére, míg 1 tag az alapkamat 25 bázispontos csökkentésére szavazott.

Szavazatok:

<i>alapkamat 6,5%-ra történő csökkentése mellett:</i>	6	Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Simor András
<i>alapkamat 6,25%-ra történő csökkentése mellett:</i>	2	Bánfi Tamás, Neményi Judit
<i>alapkamat 6,75%-ra történő csökkentése mellett:</i>	1	Bihari Péter

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. december 21-én tartja, amelyről 2010. január 13-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.