



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2009. DECEMBER 21-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2009. január 13. 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 2009 novemberében a fogyasztóiár-index 5,2, a maginfláció 5,0 százalék volt, mely az előbbi esetében 0,5 százalékpontos, az utóbbi esetében 0,1 százalékpontos emelkedést jelent az előző hónaphoz képest. Az emelkedés mögött alapvetően az üzemanyagárak éves indexének növekedése áll, amiben meghatározó szerepe volt a tavaly novemberi árcsökkenés bázishatásának. A novemberi adat nem utal növekvő inflációs nyomásra, az év első feléhez képest továbbra is egyértelmű a trendinfláció mérséklődése.

A maginflációs tételek közül a piaci szolgáltatások árai novemberben sem emelkedtek az előző hónaphoz képest. Az erőteljesen visszaeső belföldi kereslet, illetve a szektor visszafogott bérdinamikája nyomán – a piaci szolgáltatásoknál az egységnyi munkaerő-költség éves indexe nullára csökkent – a termékkör éves inflációja változatlanul historikusan alacsonyan alakul. Az iparcikk árak novemberben havi alapon emelkedésnek indultak, ami egyedi tényezők korrekciójához köthető. A feldolgozott élelmiszerek esetében továbbra is érezteti hatását a visszafogott kereslet, azonban a feldolgozatlan élelmiszerek árszintje több hónap csökkenés után novemberben enyhén emelkedett, döntően a szezonális élelmiszerek (gyümölcs, zöldség) áremelkedése miatt.

A KSH részletes adatközlése szerint 2009 harmadik negyedében a bruttó hazai termék 7,1 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakának értékétől, ami megegyezik az idei év első három negyedében megfigyelt mérséklődéssel. A csökkenés az előző negyedévhez képest 1,8 százalékos volt, ezzel már hat negyedéve tart a kibocsátás visszaesése, amit a nemzetközi és a belföldi keresleti folyamatok kettőssége jellemez. Az élénkülő külső keresletnek köszönhetően öt negyedévnyi csökkenés után ismét bővült az ipar hozzáadott értéke, ezzel szemben a tovább szűkülő belföldi fogyasztás és beruházás hatására folytatódott a piaci szolgáltatások és az építőipar visszaesése. Felhasználási oldalról további jelentős csökkenés figyelhető meg a háztartások fogyasztási kiadásaiban. A második negyedéves fogyasztási adat a júliusi áfa-emelés miatt előrehozott kereslet eredményeképp némileg kedvezőbb volt, a harmadik negyedévben azonban folytatódott a háztartások alkalmazkodása a kedvezőtlen makrogazdasági környezethez. A nettó export az élénkülő külső kereslet hatására a harmadik negyedévben is pozitívan járult hozzá a GDP alakulásához. A kedvező külső kereslet azonban csak részben tudta ellensúlyozni a belföldi kereslet visszaesésének negatív hatását.

Az októberi ipari termelés adatok az ipar korábbi hónapokban megfigyelt fellendülésének folytatódását mutatják. Továbbra is elsősorban az exportértékesítésnek köszönhető az élénkülés, bár a belföldi értékesítés szintje is stabilizálódni látszik. A külső kereslet hatása tetten érhető a továbbra is magas, a korábbi hónapokhoz hasonló mértékű áruforgalmi többletben is. Az Eurozóna és Németország ipari termelési adatai ugyanakkor arra utalnak, hogy a következő hónapokban a jelenleginél visszafogottabb külső kereslettel szembesülhet a magyar gazdaság.

A KSH által közzétett munkaerő-felmérés (LFS) adatai szerint 2009. III. negyedévében a munkanélküliségi ráta 10,3 százalék volt, ami 2,6 százalékponttal magasabb az egy évvel korábnál. A versenyszférában foglalkoztatottak számában bekövetkezett csökkenést részben ellensúlyozta az állami szféra – az „Út a munkába” programhoz köthető – létszámnövekedése. A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma októberben nem mutatott számottevő változást a teljes munkaidőben foglalkoztatottak körében, míg a havi 60 óránál többet dolgozók létszáma kis mértékben csökkent. A kedvezőbb konjunktúris környezet hatására az ágazatok egyre szélesebb körében figyelhető meg a részmunkaidőből teljes-munkaidős foglalkoztatásba történő visszaáramlás.

A versenyszféra bérindexe októberben tovább lassult. Az ágazati elmozdulások változatlanul jelentős heterogenitást mutatnak. A piaci szolgáltatások esetében folytatódott az idei évben megfigyelt bérlassulás, a feldolgozóiparban a javuló konjunktúris folyamatokkal összhangban változatlanul a bérdinamika emelkedése látszik. Az októberi bérdinamika számszakilag megfelelt a novemberi inflációs jelentés előrejelzésében bemutatott pályának.

Pénzügyi piaci folyamatok és a bankszektor sérülékenysége

Pénzügyi piacok

A magyar pénzügyi folyamatokra továbbra is a nemzetközi hangulat gyakorolta a legerőteljesebb hatást. A korábbi időszakokkal ellentétben azonban a fejlett országok gazdaságával és gazdaságpolitikájával kapcsolatos hírek mellett a hangulat alakításában két egyedi, kisebb gazdaságot érintő országspecifikus esemény is meghatározó szerepet töltött be: Dubai és Görögország megítélésének romlása erőteljesen hatott a globális befektetői hangulatra, s a hazai pénzügyi folyamatokra is. A magyar kockázati megítélés a fontosabb kockázati felármutatók alapján enyhén romlott az elmúlt hónap során. Az 5 éves szuverén CDS szpred 214 bázispontonról 242 bázispontra emelkedett. A kamatswapok alapján számított 5 év múlva 5 éves euroforwardhoz viszonyított szpred jelentősebben, 48 bázisponttal emelkedett, bár a nagyobb elmozdulást részben az euro-hozamgörbe laposodása okozta. A magyar devizakötvények hozamfelárai is a csökkenő kockázati étvágyat tanúsították, az 5 éves eurokötvény felára 13 bázisponttal nőtt.

Az állampapír-piaci hozamok vegyesen alakultak a múlt kamatdöntés óta. Míg a rövid oldalt enyhe 5-12 bázispontos csökkenés jellemezte, a középső lejáratoktól kezdve a kockázati prémium emelkedése nagyobb mértékben érintette a hozamokat. Az éven túli referencia-hozamok 42-51 bázisponttal emelkedtek. Az állampapír-piaci aukciókon változó volt a hangulat. Az ÁKK a korábbi hónapokban szokásos meghirdetett mennyiségeket bocsátotta ki, az aukciókon a túljegyzések mértéke 1,5 és 4,8 között mozgott. Sikeresek voltak a visszavásárlási és kötvénycsere aukciók.

A hazai devizaárfolyam a július óta meghatározó 265 és 280 forint/euro közötti sávban maradt, a hónapon belül a nemzetközi hangulat alakulását követte, a volatilitás azonban a régiós devizákhoz viszonyítva továbbra is magasabb, emellett a korábbi hónapokhoz képest is

emelkedett. A kurzus az induló 268 forint/euróról 3%-kal gyengült, péntek délelőtt 276 forint/eurón állt. A nem-rezidensek forint spotpozíciója a hónap során mintegy 370 milliárd forinttal csökkent. A szektor a hónap összességében forintállampapír-kitettséget 31 milliárd, MNB-kötvényállományát 65 milliárd, részvényállományát 60 milliárd forinttal csökkentette. A külföldi nettó FX swap pozíció 40 milliárd forinttal emelkedett.

A kamatvárakozások mintegy 25-40 bázisponttal emelkedtek az előző kamatdöntés óta. Az FRA-jegyzések alapján a decemberi ülésre a piac 25-50 bázispontos kamatcsökkentést vár. A kamatciklus alját jelölő hozamok 5,4 százalékról 5,85 százalékra emelkedtek, a ciklus végét az MNB 2010 első negyedévében érheti el.

Bankrendszer stabilitása

A pénzügyi rendszer jelenleg nem tompítja, hanem a hitelaktivitás visszafogásával inkább erősíti a gazdaság visszaesését. A bankok hitelezési képessége (jövedelmi, likviditási és tőkehelyzete) megfelelő, azonban hajlandósága alacsony. A gazdasági aktivitás csökkenése miatti gyenge hitelkereslet és erős hitelkínálati korlátok következtében a vállalati hitelezés visszaesése tartóssá vált, így a korábban a harmadik negyedévre várt fordulópontra kitolódik. A háztartási szektor hitelezésében várt fordulópontra ugyancsak későbbre tolódik, ezt azonban a hitelezési felmérések alapján kisebb részben magyarázzák kínálati, nagyobb részben keresleti tényezők (a lakossági jövedelmek és a fogyasztás visszaesése).

A jövőben a banki hitelkínálatot leginkább az anyabankok tőkeáttételének folytatódó, esetleg megerősödő leépítése korlátozhatja. A anyabankok jövedelmezőségének alacsony szintje, a tulajdonosok szándékai az alaptevékenységek erősítésére, az anyaországbeli kormányok törekvései az anyabankok szempontjából hazai gazdaság hitelezéssel történő támogatására, valamint az EKB fokozatos kivonulása a hosszabb lejáratú likviditásbiztosításból mind erősítheti ezt a folyamatot. Ez a magyar bankok tulajdonosait arra készítheti, hogy a leánybankok hitel/betét mutatóira vonatkozó előírásokat tovább csökkentsék. Az elmúlt hónapokban (2009. szeptember végétől) a hitel/betét mutató csökkenése – a betétbeáramlás lelassulása miatt – megállt, miközben a külföldi források kiáramlása is leállt. Amennyiben a betétbeáramlás továbbra is gyenge lesz és a bankok alacsony kockázatvállalási hajlandósága fennmarad, a hitel/betét arány kényszerű csökkentése a hitelaktivitás mérsékelt szinten maradását eredményezheti, elsősorban a vállalati szektorban.

Ezt a folyamatot erősítheti, hogy a nemzetközi pénzügyi piac, így a hazai piac is egyre érzékenyebben reagál a negatív hírekre (Dubai válság, görög leminősítés, osztrák bankok állapotával kapcsolatos aggodalmak, sajtótárgyalások), ami a turbulens időszakok növekvő számában érhető tetten. Emellett az EKB gyors kivonulási stratégiájának lehetősége is számos kockázatot hordoz. Egyrészt az EKB-nak a nem hagyományos eszközökből történő túl gyors kivonulása újabb bizalmi válságot indíthat el. Másrészt az EKB ez irányú döntéseiben főként az Eurozónára fókuszál, és figyelmen kívül hagyhatja a nem eurozónabeli közép-kelet európai országok pénzügyi piacainak állapotát. A hazai pénzpiacok likviditási (főként devizaswap piac) és a bankok finanszírozási helyzete romolhat, ami a hitel/betét további mutató csökkenésére

kényszerítheti a külföldi bankcsoportok hazai leánybankjait. Emellett az EKB hosszú hiteltendereinek megszüntetése a hazai bankok külföldi forrásainak futamidejét rövidítheti.

A bankrendszer hitelportfoliója az elmúlt hónapokban a várakozásunknak megfelelően tovább romlott. A vállalati hitelek portfólióminőségének romlása a visszaeső gazdasági teljesítmény miatt gyengülő jövedelmezőségre vezethető vissza, míg a lakosságnál a meghatározó szerepet a munkanélküliség növekedése játssza. Fontos kiemelni, hogy egyre hangsúlyosabb a hitelek átstrukturálása, amivel mérsékelhető a hitelek nemteljesítővé válásának kockázata és csökkenthető a bankok céltartalék-képzési szükséglete. Elhúzódó recesszió vagy tartósan alacsony gazdasági növekedés esetén az átstrukturálás azonban már nem segíti a veszteségek elkerülését, sőt a veszteségek felhalmozódását eredményezheti.

A kockázati költségek nagymértékű emelkedése ellenére a bankrendszer jövedelmezősége a várakozásokat továbbra is számottevően meghaladja. A kedvező eredmény ugyanakkor jellemzően rövid távon érvényesülő, illetve egyedi tételekre vezethető vissza. A nettó kamatmarzs, ami a jövedelmezőséget alapvetően hosszú távon meghatározza, tovább csökkent. Így a bankok jövőre már valószínűleg még kevésbé lesznek képesek semlegesíteni az értékvesztés eredményt rontó hatását.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a jelenlegi kereslethiányos reálgazdasági környezetben az inflációs kilátások lehetővé teszik a jegybanki alapkamat további csökkentését. A tagok túlnyomó többsége szerint a globális pénzügyi piaci helyzet alakulása ugyanakkor egyelőre korlátozza azt, hogy a makrogazdasági oldalról indokolt monetáris politikai lazítás a korábbi hónapokra jellemző ütemben folytatódjon.

Egyetértés volt a testület tagjai között abban a kérdésben, hogy a reálgazdasági pálya a vártnak megfelelően alakul: a belső kereslet által vezérelt növekedés egyelőre nem indult meg, miközben az export alakulása némileg kedvezőbb a vártnál. A külső konjunktúra tekintetében a várakozásoknál valamivel jobb kép rajzolódik ki rövid távon, de jelentős a kockázata annak, hogy a nemzetközi kormányzati ösztönző lépések hosszú távon nem lesznek hatásosak. Az inflációs folyamatok a korábban tapasztalt kedvező pályának megfelelően alakulnak, és az utolsó inflációs tényadat nem befolyásolja az inflációs kilátásokat.

A Monetáris Tanács megítélése szerint az elmúlt egy-másfél hónapban a külső kockázati kondíciók már nem javultak tovább, sőt az utolsó két-három hétben romlás volt tapasztalható. Többen kiemelték a Dubaira és Görögországra vonatkozó kedvezőtlen híreket, amelyek óvatosságra inthetik a Magyarországhoz hasonlóan magas külső- és belső adósság szinttel rendelkező feltörekvő országokat. Elhangzott ugyanakkor olyan vélemény is, hogy hosszabb távra visszatekintve Magyarország helyzete egyértelműen javult, és a piacok értékelték a

változásokat a stabilitási és költségvetési folyamatokat illetően. Egyesek megismételték azt a korábbi üléseken ismertetett véleményüket, hogy a többletlikviditás továbbra is a nemzetközi pénzügyi piacok likvid szegmenseit keresi, és nem a hosszú távú finanszírozási lehetőségeket, ami újabb eszközár-buborékok kialakulásához vezethet. A nagymértékű nemzetközi költségvetési expanzió a kiszorítási hatáson keresztül hosszabb távon kedvezőtlenül hathat a vállalatok finanszírozására, és a növekedési kilátásokra.

A monetáris tanács korábbi kamatlépései, illetve kamatpolitikai kommentárjai nyilvánvalóvá tették, hogy az inflációs kilátásokra tekintettel indokolt a folyamatos kamatcsökkentés. Ugyanakkor a tanácsstagok többsége egyetértett abban, hogy az elmúlt időszak eseményei egyelőre a kamatcsökkentési ütem mérséklését teszik indokolttá. Többen kiemelték, hogy a kedvezőtlen nemzetközi események ellenére a hirtelen kamatpolitikai váltás indokolatlan lenne, és nem lenne összeegyeztethető az MNB eddigi, egyenletes lépésekre és kiszámíthatóságra törekvő kamatpolitikájával. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a kockázati prémium emelkedésének hatásán nem lehet úgy áttekinteni, mint az áfa-emelkedés hatásán, mert nem lehet kiszámítani a kockázati prémium emelkedés tartósságát. Egyes tanácsstagok kiemelték, hogy a kamatlépések reálgazdasági átgyűrűzése késleltetett, ugyanakkor az azonnali piaci reakciók az ország finanszírozási helyzetét rövid távon is befolyásolhatják.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 25 bázispontos csökkentését 7 tag támogatta, 1 tag pedig az alapkamat 50 bázispontos csökkentésére szavazott.

Szavazatok:

<i>alapkamat 6,25%-ra történő csökkentése mellett:</i>	7	Bihari Péter, Bihari Vilmos, Hardy Ilona, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Neményi Judit, Simor András
<i>alapkamat 6,00%-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 szakállamtikára képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2010. január 25-én tartja, amelyről 2010. február 10-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.