



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2010. JANUÁR 25-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2010. február 10. 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 adatközlése alapján a fogyasztói-árindex 2009 decemberében 5,6, a maginfláció 4,8 százalék volt, mely az előbbi esetben 0,4 százalékpontos emelkedést, utóbbiban 0,2 százalékpontos csökkenést jelent az előző havi értékhez képest. A teljes index emelkedését – akárcsak novemberben – a járműüzemanyag árak tavaly decemberben megfigyelt nagyobb mértékű árcsökkenéséből adódó bázishatás okozta.

A maginflációs tételek közül a piaci szolgáltatások áremelkedése továbbra is historikusan alacsony szinten áll, bár további csökkenés nem következett be. A visszafogott belföldi kereslet hatására a termékkörben további defláció várható, mely az átárazás sajátosságaiból adódóan az indexekben csak 2010. januártól jelenhet meg. Az iparcikkek esetében havi alapon ismét tetten érhető az októberi jelentős árcsökkenés kisebb mértékű korrekciója. Negyedéves frekvencián vizsgálva azonban egyértelműen látszik az év közepén bekövetkezett trendforduló, azaz az erősebb árfolyam és mérsékeltebb belföldi kereslet deflációs hatása. A feldogozott élelmiszerek esetében stagnálás mutatkozott, mely alapján a 2009. második felétől megfigyelhető deflációs periódus a végéhez közeledhet.

Az indirektadó emelések hatására bekövetkező átmeneti megugrást követően 2010 második felétől, a monetáris politika számára releváns horizonton tartósan cél alatti inflációt valószínűsítünk.

A reálgazdasági folyamatok esetében továbbra is kettősség mutatkozik. Míg a belföldi felhasználásban folyamatosan nagymértékű visszaesés figyelhető meg, a külföldre termelő szektorok némileg kedvezőbb helyzetben vannak. A novemberi adatok azonban az európai konjunktúra kifulladásának első jeleit is mutathatják.

A kiskereskedelmi értékesítések trendje 2009 októberében újabb mélypontot ért el, mely számszakilag a szűk értelemben vett értékesítések esetében 7,5 százalékos, a teljes kiskereskedelmi értékesítések esetében 13,2 százalékos visszaesést jelent. A historikus mélypont a mérséklődő reálbérek, az emelkedő munkanélküliségi ráta, valamint az alacsony fogyasztási hitelfelvétel negatív hatásainak tudható be, melyek összességében egyre nagyobb mértékű alkalmazkodásra kényszerítik a háztartásokat. Az értékesítések visszaesése általános volt, a legnagyobb mértékű csökkenést a tartós termékek, ezen belül is a gépjármű-értékesítések mutatták.

A 2009. harmadik negyedéves fizetési mérleg folyamatok viszont a piaci várakozásokhoz képest jelentősen kedvezőbben alakultak. A folyó fizetési- és tőkémérleg együttes egyenlege 1050 millió eurós többletet mutatott, a szezonálisan igazított adatok szerint a külső finanszírozási képesség megközelítette a GDP 5 százalékát. Így a külső egyensúly már negyedik negyedéve lendületes javulást mutat. Szerkezetét tekintve, a fizetési mérleg komponenseinek alakulása a reálgazdaságban megfigyelt kettős folyamatokat tükrözi vissza. Az árumérlegben megfigyelhető pozitív egyenlegben az év első feléhez képest sokkal inkább az export emelkedése, mint az

import visszaesése játszott szerepet ebben a negyedévben. Kiemelendő ugyanakkor, hogy a frissebb, 2009. novemberi adatok már a kivitel dinamikájának fékeződését mutatják. A jövedelemegyenleg esetében folytatódott az elsősorban a visszaeső vállalati profitokhoz köthető 2008 év végén kezdődő mérséklődés.

Az ipari termelés szintje 2009 novemberében – az előző hónapokban megfigyelt növekedés után – 7 százalékos csökkenést mutatott az előző év azonos időszakához képest, míg a hó/hó dinamika -1,2% volt. A kibocsátás mérséklődése az ágazatok széles körére jellemző volt. A termeléssel együtt az ipari értékesítés is csökkent, miközben továbbra is fennáll a külföldi és belföldi értékesítési folyamatok kettőssége. Az utóbbi hónapokban a feldolgozóiparban ugyan fékeződött a kivitel dinamikája, a belföldi eladások változatlanul nagymértékben estek tovább. Az európai konjunktúraindikátorok arra engednek következtetni, hogy a vállalati készletfeltöltés és az állami gazdaságélénkítő lépések hatásai kifutóban vannak. A gyengülő külső keresletre utal az euroövezet csökkenő importja, illetve a német ipari rendelések lassuló dinamikája is. A külkereskedelmi áruforgalom novemberben hasonló mértékű többlettel zárult, mint a korábbi hónapokban. Kiemelendő azonban, hogy az export növekedése novemberben az ipari termelés korrekciójával összhangban lassult, míg az import növekedése folytatódott.

A bruttó átlagkeresetek 2009 novemberében 3,0 százalékkal csökkentek a nemzetgazdaság egészében az előző év azonos időszakához képest. Ezen belül a versenyszférában 3,8 százalékos emelkedést, míg az államháztartás esetében – bizonyos nem rendszeres juttatások elvonásából adódóan – 16,5 százalékos csökkenést tapasztaltunk. A versenyszférában a bérdinamika emelkedését a rendszeres komponens magasabb indexe magyarázza. A feldolgozóiparban látható gyorsulás összhangban van a kedvezőbb külső kereslettel, míg a piaci szolgáltatások körében némileg meglepő volt ez a jelenség. A prémiumok esetében a vártnál jóval kisebb mértékű visszafogás valósult meg. Összességében azonban a historikusan alacsony bérindex és a foglalkoztatás jelentős mértékű csökkenésének eredményeként a munkapiac oldaláról továbbra sem érzékelhető számottevő inflációs nyomás.

Pénzügyi piaci folyamatok és a bankszektor sérülékenysége

Pénzügyi piacok

Magyarország kockázati megítélése az elmúlt hónapban összességében nem változott érdemben a fontosabb kockázati felármutatók alapján. Az 5 éves szuverén CDS szpred január közepéig 242 bázispontról 212 bázispontra csökkent, majd az időszak utolsó napjaiban ismét 243 bázispontra emelkedett. A mozgások főként a globális tendenciákra voltak visszavezethetőek, relatív értelemben lényegében nem történt elmozdulás a hozzánk hasonló kockázati megítélésű országokhoz viszonyítva. Az euróhoz viszonyított 5 év múltvai 5 éves hozamfelár csak minimális mértékben csökkent az egy hónappal ezelőtti szintjéhez képest.

A görög fiskális problémákkal kapcsolatos kockázatok továbbra is erősek maradtak, s ennek tovagyűrűző hatásai már más perifériális eurozóna tagországok felármutatóiban is egyértelműen megmutatkoztak. A várhatóan tartósan fennmaradó kockázatoknak a magas államadóssággal rendelkező országok megítélésére gyakorolt negatív hatása hozzájárulhatott, hogy Magyarország kockázati mutatói az alapvetően javuló globális befektetői hangulat mellett is csak mérsékelten

tudtak csökkenni. Mindez arra utal, hogy a görög problémák nyomán tartós elmozdulás következett be a befektetők kockázatérzékenységében.

Az év elején megjelent Magyarországgal kapcsolatos elemzői vélemények meglehetősen vegyes képet mutatnak. Összességében úgy tűnik, hogy míg egyes elemzésekben már megjelenik az eddig végbement kedvező fundamentális folyamatok Magyarország megítélését javító hatása, addig a piaci szereplők másik része a továbbra is fennmaradó jelentős kockázatokat látja hangsúlyosabbnak.

Az állampapírok másodpiacán hozamcsökkenés következett be az előző kamatdöntés óta, ami a korábbi tendenciáktól eltérően ezúttal a hozamgörbe hosszú végén is érdemben megmutatkozott. Az éven túli referencia-hozamok a mintegy 25-30 bázispontos csökkenést követően jelenleg 7-7,7 százalékos szinten tartózkodnak, míg az éven belüli hozamok 5,75-5,85 százalékra mérséklődtek. Az aukciók jellemzően jól sikerültek az elmúlt hónapban, az adósságkezelő magas kereslet és csökkenő aukciós hozamok mellett bocsátott ki állampapírokat, emellett a túljegyzések nyomán több esetben is meg tudta emelni a kibocsátott mennyiséget az ÁKK.

A hazai devizaárfolyam továbbra is a mintegy fél éve jellemző 265 és 280 forint/euro közötti sávban maradt. Az árfolyam-várakozásokban érdemi változás következett be: az opciós jegyzések alapján számolt gyenge irányú ferdeség jelentősen mérséklődött, emellett a Reuters elemzői felmérése is azt mutatta, hogy egy éves időtávon viszonylag stabil árfolyamra számítanak a piaci szereplők. Mind a historikus, mind az implikált volatilitások számottevően csökkentek.

A nem-rezidensek forintpozíciója a hónap során mintegy 290 milliárd forinttal emelkedett. Ugyanakkor a külföldiek magyar állampapírok iránti keresletében továbbra sem mutatkozik élénkülés, a nem-rezidens szereplők állampapír-állománya 30 milliárd forintos csökkenést mutatott a hónap folyamán. Ezek mellett a nem-rezidensek 25 milliárd forinttal csökkentették MNB-kötvényállományukat. A külföldiek a megszerzett hazai devizát FX-swap pozíciójuk csökkentésére használták fel: nettó FX-swap állományuk mintegy 380 milliárd forinttal csökkent.

A decemberi, várakozásoknál konzervatívabb kamatlépés a kamatcsökkentési várakozások mérséklődését okozta, a piaci szereplők a lazítási ciklus korábbinál lassabb ütemű folytatását olvasták ki a döntésből. A hónap folyamán ugyanakkor a kedvező nemzetközi hangulat nyomán a kamatcsökkentési várakozások fokozatos, mérsékelt erősödése volt megfigyelhető, így jelenleg az FRA jegyzések alapján a piac a januári ülésre hasonló eséllyel áraz 25 illetve 50 bázispontos csökkentést. Ezzel szemben a kamatcsökkentési ciklus aljára vonatkozó várakozások nem változtak érdemben, a bankközi piaci hozamgörbe mélypontja továbbra is 5,5-5,75 százalék környékén található, míg az elemzői kommentárok alapján 5,5 százalékos alapkamat mellett várható a lazítás befejezése.

A Reuters által végzett felmérés alapján az elemzők legnagyobb része újabb 25 bázispontos csökkentést vár a januári ülésen. A megkérdezett 27 elemző közül 23 tartja ezt a legvalószínűbb kimenetnek, 3 elemző 50 bázispontos vágásra számít, egy elemző a kamat tartását

prognosztizálta. A kamatciklus aljára vonatkozó várakozások mediánja 5,5 százalék maradt, az átlag mintegy 25 bázispontos csökkenést mutatva 5,25 százalék közelébe csökkent, a prognózisok 4 és 5,75 százalék között szóródtak.

Bankrendszer stabilitása

A bankrendszeri folyamatok közül a hazai gazdasági teljesítmény szempontjából egyik legnagyobb kockázati tényezőnek a hitelezés alakulása tekinthető. 2009 decemberében az előzetes bankrendszeri adatok alapján mind a vállalati, mind a háztartási hitelállomány visszaesése gyorsult. Éves tendenciát vizsgálva kiemelendő a vállalati hitelezés jelentős, 7 százalékos meghaladó csökkenése. Ez nemzetközi összehasonlításban is magasnak tekinthető, az eurozónában csak Görögországban és Írországban, míg régióinkban csak a balti országokban és Csehországban volt hasonlóan magas visszaesés. Ugyancsak negatív tendencia, hogy a vállalatok 2009 végére csökkentették betéteik állományát, míg a háztartások betételhelyezése alacsony volt. A banki betétbeáramlás lelassulása (a továbbra is magas hitel-betét arány szükségzerű csökkentése miatt) tovább erősítheti a hitelezési visszaesést. Ezt a folyamatot erősítheti, az anyabankok tőkeáttételének folytatódó csökkenése, az Európai Központi Bank nem hagyományos eszközökből történő kivonulása.

Hitelkeresleti oldalról a belföldi értékesítés vártnál nagyobb és tartósabb visszaesése, míg kínálati oldalról a bankok folytatódó alkalmazkodása miatt a vállalati és háztartási hitelezésre tett előrejelzések lefelé módosulnak.

A hitelezés árjellegű feltételeit tekintve elmondható, hogy 2009 decemberében a hitelkamatok tovább csökkentek. Ugyanakkor fontos fejlemény, hogy míg a vállalatoknál a forint- és euroalapú hitelek 6 százalékpontos kamatkülönbözete fennmaradt, a lakossági jelzáloghiteleknél a kamatrés már 2 százalékpontra csökkent. Az elmúlt hónapokban számos bank lépett be a forintalapú jelzáloghitelezés piacára. A korábbiaknál sokkal kedvezőbb, főként 3-12 hónapos bankközi referenciakamatokhoz kötött kamatú piaci forinthitel-konstrukciók, jelentős THM csökkenést eredményeztek. Úgy gondoljuk, hogy ez a szint már elég alacsony ahhoz, hogy a háztartások az új hitelfelvételi döntések során az árfolyamkockázattól mentes forintalapú jelzáloghiteleket reális alternatívának tekintsék. A meglévő hitelek esetén a deviza alapúról a forint alapú hitelekre történő fokozatos átváltásra számítunk, mivel a csökkenő, de továbbra is fennálló kamatkülönbözetből adódó költségeket az 1-2 százalékos előtörlesztési díjak drágítják.

A bankrendszer stabilitása tekintetében továbbra is a hitelportfólió romlása és annak eredményrontó hatása érdemel kiemelt figyelmet. Az előzetes számok alapján a vállalatoknál és háztartásoknál az értékvesztés eredményrontó hatása 2009-ben 2,4 százalékra növekedett, ami elmarad a korábbi, 3 százalékos szintű várakozástól. Az eltérést nagyrészt az okozza, hogy jelentősen növekedett az átstrukturált hitelek részaránya, ami csökkentette a bankok értékvesztés-képzésbeli kötelezettségét. Ezt a nem várt hatást némileg ellensúlyozhatja a 2010 januárjától hatályos szabályozás, ami az eddigieknél szigorúbb követelményeket támaszt az átstrukturált hitelek kezelésével, értékvesztés-képzésével szemben. A magas hitelezési veszteségek ellenére a bankrendszer adózás előtti 2009 évvégi eredménye a korábbi várakozásokat meghaladó, az előzetes adatok alapján 10 százalékkal magasabb lett, mint a 2008-

as évvégi eredmény. A kedvező képet azonban árnyalja, hogy a pozitív eredménnyel bíró banki szegmens jelentősen koncentrált, míg a piac számos szereplőjének jövedelmezősége alacsony, sok esetben negatív. Az alacsony jövedelmezőségű bankok mérlegalkalmazkodása erőteljes maradhat. Ezt a kockázatot tovább növeli, hogy a bankrendszer magas profitja főként egyszeri tényezőknél, a pénzügyi műveletek eredményének volt köszönhető. Emiatt azt valószínűsítjük, hogy idén a bankrendszer profitja jelentősen csökkenhet.

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 többsége szerint a globális pénzügyi piaci helyzet alakulása ugyanakkor továbbra is korlátozza azt, hogy a makrogazdasági oldalról indokolt monetáris politikai lazítás a 2009-re jellemző ütemben folytatódjon.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a belföldi makrogazdasági kereslet jelentős visszaesése miatt – az indirektadó-emelések és egyes volatilis árindex-komponensek átmeneti hatásától eltekintve nem érzékelhető inflációs nyomás a hazai gazdaságban. A külső konjunktúra-kilátások kapcsán egyes tagok arra figyelmeztettek, hogy a nemzetközi gazdaságélénkülés fiskális stimulusokra vezethető vissza, és nagy a kockázata annak, hogy jelentős lassulás következik be a kormányzati programok kifizetésével. Többen hangsúlyozták, hogy a világgazdasági trendfordulóhoz egy olyan új üzleti-gazdaságpolitikai modellre lenne szükség, amely mérsékli az elmúlt időszakban tapasztalt egyensúlytalanságok és árbuborékok kialakulásának veszélyét.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy Magyarország kockázati megítélése nem változott érdemben az elmúlt hónapban. Bár január elején úgy tűnt, hogy kedvező irányú változások történtek - a hozamok jelentősen csökkentek, az árfolyam erősödött és a tőzsdeindex nagymértékben emelkedett - az optimista hangulat az elmúlt két hétben negatív fordulatot vett. Több tanácsstag kiemelte, hogy a hosszabb tendenciákat vizsgálva Magyarország megítélése jelentősen javult a makrogazdasági stabilizációnak és a finanszírozási helyzet javulásának köszönhetően.

Az államháztartási folyamatok értékelése során többen kiemelték, hogy a 2009. évi hiányszám pozitív meglepetést jelentett, és kedvezően hatott a piaci hangulatra. Elhangzott olyan vélemény is, hogy továbbra is gazdaságpolitikai kihívást jelent az állampapír-piaci likviditás növelése, ez ugyanis lehetőséget teremthetne a külföldi intézményi befektetőknek az újbóli piacra lépésre. Egyes tanácsstagok úgy értékelték, hogy a görög és dubai adósságproblémák a kelet-európai országok adósságfinanszírozásának költségeit növelhetik középtávon.

A reálgazdasági és inflációs kilátásokra tekintettel a Monetáris Tanács tagjai egységesen a kamatcsökkentés folytatását tartották szükségesnek. A kamatcsökkentés mértékének

meghatározása során a többség úgy érvelt, hogy az ország kockázati megítélésének alakulása nem teszi lehetővé 25 bázispontosnál nagyobb kamatcsökkentés végrehajtását. Egyes tanácsstagok ugyanakkor azt hangsúlyozták, hogy a legfrissebb makrogazdasági statisztikák alapján olyan kedvezőtlen konjunkturális folyamatok rajzolódnak ki, amelyek határozott monetáris politikai reakció hiányában indokolatlan mértékű dezinflációhoz vezethetnek, ezért 50 bázispontos kamatcsökkentésre van szükség. Mások ugyanakkor úgy látták, hogy az 50 bázispontos kamatcsökkentési ütemhez történő visszatérés indokolatlan változékonyságot jelentene a kamatpolitikában.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 25 bázispontos csökkentését 6 tag támogatta, 3 tag pedig az alapkamat 50 bázispontos csökkentésére szavazott.

Szavazatok:

<i>alapkamat 6,0%-ra csökkentése mellett</i>	6	Bihari Péter, Bihari Vilmos, Hardy Ilona, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Simor András
<i>alapkamat 5,75%-ra csökkentése mellett</i>	3	Bánfi Tamás, Csáki Csaba, Neményi Judit

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 főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2010. február 22-én tartja, amelyről 2010. március 17-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.