



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2010. FEBRUÁR 22-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2010. március 17. 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

2010 januárjában a fogyasztóiár-index 6,4, a maginfláció 5,1 százalékra emelkedett. Az infláció gyorsulása a jövedéki termékek, és az iparcikkek áremelkedéséhez, illetve a tavalyi üzemanyagár csökkenés bázishatásához köthető. A piaci szolgáltatások töretlen deflációja némileg ellensúlyozza a fenti termékkörökben tapasztalt folyamatokat.

Az iparcikkek árdinamikájában megfigyelt januári megugrás a termékek széles körében jellemző volt, azonban ezt inkább egyszeri tételnek tekintjük. Azt valószínűsítjük, hogy tavaly decemberben a kereskedők előre hozhatták a januári leárazások jelentős részét. Amennyiben a megváltozott szezonális áll a januári, vártnál kedvezőtlenebb iparcikk infláció háttérben, úgy az nem befolyásolja az alapvető inflációs folyamatokról alkotott képünket.

Az inflációs kilátások szempontjából kiemelten fontos piaci szolgáltatások árindexe továbbra is historikusan alacsony szinten tartózkodik. Miután az átárazások túlnyomó része januárban valósul meg, az alacsony tényadat az egész évre visszafogott árdinamikát valószínűsít.

A feldolgozott élelmiszerek tavaly tapasztalt árcsökkenése megtorpant. Az üzemanyagok a jövedéki adó emelés és bázishatás következtében jelentős áremelkedést mutattak.

A bruttó hazai termék a negyedik negyedévben 4 százalékkal csökkent. Ezzel folytatódott a magyar gazdaság visszaesése, azonban a recesszió intenzitása kedvezőbben alakult a várakozásainknál. A pozitív meglepetés valószínűleg az ipar kibocsátásához köthető, ahol az erősödő külső kereslet élénkíti a konjunktúrát. A belföldre termelő ágazatok hozzáadott értéke továbbra is jelentősen csökkenhetett.

A belső kereslet gyengeségét a novemberi kiskereskedelmi adatok is megerősítik. A teljes értékesítés 12,5 százalékkal csökkent az előző évhez képest. A kereslet zsugorodása minden termékkörre kiterjed, bár továbbra is a tartós fogyasztási cikkek érinti legérzékenyebben. A háztartások visszafogott fogyasztási aktivitását a csökkenő reálbérek, növekvő munkanélküliség, és a bankszektor fokozott kockázatkerülése magyarázza. Ez utóbbi nem csak az új hitelek felvételét foghatja vissza, de a magasan stabilizálódott marzsok miatt a már eladósodott háztartások rendelkezésre álló jövedelmét is csökkenti. Bár januárban a hét hazai nagybank hitelállománya – 2008 nyara óta először – ismét emelkedett, arra számítunk, hogy a lakosság nettó hitelfelvétele csak az idei év végén fog tartósan pozitívba fordulni.

A külső kereslet erősödése a negyedik negyedév egészében pozitívan érinthette a magyar exportszektort, ugyanakkor a készletfeltöltés és az eurozóna kormányzati gazdaságélénkítő intézkedéseinek kifizetésével decemberre megtört a hazai exportkonjunktúra felívelése. Az ipari termelés egy hónap alatt 5,7 százalékkal esett. Hasonló folyamatokat lehetett megfigyelni a régió többi országában is. Az év utolsó hónapjában az export és import értéke egyaránt csökkent, így a kereskedelmi mérleg az elmúlt hónapokban megszokott szintek környékén alakult.

A bruttó átlagkeresetek a versenyszférában év/év alapon 4,3 százalékkal nőttek decemberben. A visszafogott bérdinamika összhangban van a gyenge belső keresletről és laza munkaerőpiacról kialakított képpel. Szektorálisan tekintve, jelentős csökkenés tapasztalható a szolgáltató szektor prémium kifizetéseiben, ami elsősorban a pénzügyi szolgáltatókhoz kapcsolódik.

A KSH munkaerő felmérése szerint a szezonálisan igazított adatokon a negyedik negyedévben nem csökkent tovább a foglalkoztatottak száma. Valószínűsíthető, hogy mind az állami, mind a versenyszférában stagnált a foglalkoztatottság. A munkanélküliek száma a növekvő aktivitás miatt emelkedett.

A februári inflációs jelentés alapján továbbra is elhúzódó recesszió és lassú defláció várható. Az indirekt adó emelések kifizetésével a maginfláció a 3 százalékos cél közelébe, 2011-ben pedig az alá csökkenhet. A korábban vártnál kedvezőtlenebb dinamika elsősorban az olajárak és a szabályozott árak alakulásához köthető. A maginfláció várhatóan már 2010 második felében a cél alá süllyed. A defláció továbbra is a piaci szolgáltatások korábbi években tapasztaltnál lényegesen alacsonyabb árnövekedésétől várható. A reálgazdasági folyamatokat továbbra is a külső és belső kereslet eltérő tendenciái határozzák meg. A gazdasági növekedés újraindulására csak 2010 második felében, érdemi növekedésre pedig 2011-ben lehet számítani. Várhatóan a foglalkoztatottság az idei évben még tovább csökken, a béreket pedig nagyon visszafogott dinamika fogja jellemezni. A jegybanki előrejelzés szerint a ciklikus elemek kifizetésével a fizetési mérleg az idei évben egyensúly közeli állapotban fog stabilizálódni.

Pénzügyi piaci folyamatok és a bankszektor sérülékenysége

Pénzügyi piacok

Az elmúlt hetekben megjelenő információk továbbra is bizonytalansággal töltik el a piaci szereplőket a relatíve gyengébb fiskális pozícióval rendelkező eurozóna tagállamok országkockázatával, az amerikai konjunktúra fenntarthatóságával, és a kínai monetáris politika szigorításával kapcsolatban. A piaci folyamatokat összességében a görög államadósság finanszírozásával kapcsolatos bizonytalanság határozta meg, aminek kapcsán az eurozóna stabilitásának kérdése is előtérbe került. Ennek következtében a januári kamatdöntés óta eltelt időszakban a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon korábbi hónapokban megszokottnál mérsékeltebb volt a kockázatvállalási hajlandóság.

A devizaárfolyamok, a tőzsdeindexek és a hitelkockázati felárak alakulása azt tükrözi, hogy a piacok érzékenyebben reagálnak a kedvezőtlen, mint a pozitív hírekre. Az euro gyengült a főbb devizákkal szemben, és mind az alacsony kockázatú, mind a perifériális országok CDS-eiben is számottevő emelkedés figyelhető meg, mivel az övezeten belüli divergencia az egész eurozóna fenntarthatóságának kérdését is felveti. Az alacsony kockázatú eurozóna tagállamok állampapírhozamai a januárban elért szintekhez képest csak kismértékben növekedtek, a periférián azonban továbbra is dinamikus az emelkedés. A többi fejlett piacon kismértékű hozamemelkedés jellemző, a pénzpiacokon a rövid hozamok csökkenése folytatódott.

Magyarország kockázati megítélése a feltörekvő országok átlagának megfelelően alakult, amihez országspecifikus tényezők érdemben nem járultak hozzá. Az 5 éves CDS felár a január első

felében jellemző 220 bázispont körüli szintről 250 bázispont fölé emelkedett, az 5 éves devizakötvény német állampapírhoz viszonyított hozamfelára 20 bázisponttal növekedett. A közép-európai régió devizái közül a zloty és a korona felértékelődött az euróval szemben, míg a lej és a forint árfolyama lényegében megegyezik az egy hónappal ezelőtti szinttel. A forint/euro árfolyam 269 és 275 forint között ingadozott, alapvetően a nemzetközi trendeket követve. Az árfolyam-várákozások tekintetében sem az implikált volatilitások, sem a Reuters által végzett elemzői felmérés eredményei nem mutatnak elmozdulást az előző hónap adataihoz képest: rövid távon a jelenlegivel megegyező, míg 1 éves horizonton kismértékben erősödő forintárfolyamra számítanak az elemzők.

A külföldiek forint melletti pozícióinak kiépülése az elmúlt hetekben mérsékelt ütemben folytatódott. Az előző kamatdöntés óta több mint 70 milliárd forintot helyeztek ki az FX swap piacon, állampapír-állományuk növekedése a januári jelentős emelkedést követően kissé lelassult. Részvényállományuk ezzel párhuzamosan mintegy 45 milliárd forinttal csökkent. A forinteszköz vásárlások finanszírozásához az azonnali devizapiacra több mint 30 milliárd forintot vásároltak, a fennmaradó részt pedig vélhetően forintbetét állományuk csökkentésével teremtették elő.

A hozamgörbe historikusan nagymértékű meredeksége érdemben nem csökkent. A rövid hozamok 5-15 bázisponttal csökkentek, az 5-10 éves lejáratokon is kismértékű hozamcsökkenés következett be. Az aukciók vegyes képet mutatnak: habár csökkenő hozamok voltak jellemzőek, a túljegyzés aránya néhány aukción alacsony volt. Kedvező fejleménynek tekinthető, hogy a külföldiek kereslete megélnékült az aukcionált állampapírok iránt. A másodpiac likviditása érdemben nem változott.

A piaci kamatvárákozások az FRA-hozamok alapján lényegében nem változtak: a Monetáris Tanács hétfői ülésére 25 bázispontos csökkentést áraznak, márciusra azonban már közel azonos valószínűséget rendelnek az alapkamat szinten tartásához és egy újabb 25 bázispontos csökkentéshez. A bankközi hozamgörbe mélypontja továbbra is 5,5 és 5,75 százalék között van. A rövid távú kamatvárákozások a Reuters felmérése alapján is viszonylagos konszenzust mutatnak: 21-en számítanak 25 bázispontos csökkentésre, négyen pedig az alapkamat szinten tartását várják. A kamatcsökkentési ciklus aljára vonatkozó várákozások lényegében nem változtak, az előrejelzések mediánja 5,5 százalék. A kamatcsökkentések befejezését a legtöbben 2010 első negyedévére teszik, és megnövekedett azok aránya, akik a Tanács hétfői ülését követően rövid távon már nem számítanak további csökkentésekre.

Bankrendszer stabilitása

2009 utolsó negyedében a pénzügyi rendszer hitelaktivitása a várákozásoknál gyengébb volt. Mind a vállalati, mind a háztartási hitelezés visszaesése gyorsult. 2010 januárjában a bankszektor vállalathitel-állománya másfél év után először emelkedett, bár csak kis mértékben. Ez még nem tekinthető érdemi fordulatnak: a bankok vállalati hitelezési vezetői körében végzett felmérés alapján az elkövetkező hónapokban folytatódhat a vállalati hitelezés csökkenése.

A vállalati hitelezési aktivitás további visszafogását valószínűsíti, hogy az elmúlt negyedévben a bankok tovább szigorítottak a hitelezési feltételeken. A szigorítás főként a nem-árjellegű

feltételekben jelentkezett (pl. fedezeti követelmények, hitelminősítés), ami a rosszabb hitelképességű ügyfelek számára megnehezíti a hitelhez jutást, miközben a legjobb hitelképességű ügyfelekért éles verseny folyik. Előretételezve sem várható enyhítés, a bankok a következő félévben is a szigorú feltételek fenntartását tervezik, és a hitelkínálat növelését továbbra is egy erősen szelektált körben kívánják elérni. A hitelkínálati okok tekintetében – a hitelezési felmérés és a rendelkezésre álló számszerű adatok alapján is – elmondható, hogy bár a hazai bankok hitelezési képessége erős, azaz likviditási és tőkehelyzetük megfelelő, kockázatvállalási hajlandóságuk továbbra is alacsony, ami megnehezíti az ügyfelek hitelhez jutását.

2010 első hónapjában a háztartási hitelek állományának visszaesése folytatódott. A csökkenés teljes egészében a devizahiteleket érintette, miközben a forintállomány már növekedett. Az újonnan folyósított hitelek változó összetételében jelentős szerepet játszik, hogy a bankok – elsősorban a forint jelzáloghiteleknél – enyhítettek a hitelezési (főként árjellegű) feltételeken. Mindennek következtében 2009 decemberében a forint és az euro alapú jelzáloghitelek közötti kamatkülönbség 2 százalékpont alá csökkent. A hitelezési felmérés szerint a jövőben a bankok jelzálog-hitelezési hajlandósága növekedhet, de a kamatok csökkentése mellett a szigorú nem-árjellegű feltételek (szelektív hitelezés) fennmaradhatnak. A körültekintő hitelezésről szóló kormányrendelet LTV-szabályainak 2009. március 1-i hatályba lépése ezt némileg erősítheti.

A rendelkezésre álló előzetes adatok alapján mind a vállalatok, mind a háztartások jelentős összegben vontak ki betéteket 2010 januárjában, és a betétkivonásokat csak részben ellensúlyozta a pénzügyi alapok bankoknál történő növekvő betételhelyezése. Ez lassította a bankok mérlegalkalmazkodását, sőt a hitel/betét mutató januárban már újra emelkedett. Ez a folyamat a lakossági megtakarítási ráta emelkedésének leállítására is utalhat.

A hazai bankrendszer stabilitása tovább erősödött az elmúlt hónapokban. A nem teljesítő hitelek aránya a vállalatoknál 10, a háztartásoknál 7 százalékra emelkedett az év végére (2009. novemberi Jelentés a pénzügyi stabilitásról kiadványban az évvégére vonatkozó előrejelzésünk 11,3 illetve 10,3 százalék volt.). Az értékvesztés eredményrontó hatása eközben a háztartások, illetve a vállalatok esetén elérte a 2,4, illetve a 2,5 százalékot (2009. novemberi Jelentés a pénzügyi stabilitásról kiadványban az évvégére vonatkozó előrejelzésünk 3 százalék volt). A korábban vártakhoz képest az eltérést nagyrészt az okozza, hogy jelentősen növekedett az átstrukturált hitelek részaránya, ami csökkentette a bankok értékvesztés-képzésbeli kötelezettségét és sikerült a nem-teljesítő hitelek részarányának romlását is mérsékelni. Az év végi előzetes számok alapján ugyanakkor a jóval magasabb értékvesztés-képzés ellenére bankrendszeri jövedelmezőség a 2008. évihez hasonló volt: a fióktelepeket is figyelembe véve a 2009 végén az előzetes adatok alapján a ROA 1, a ROE 12,5 százalék volt (2008 végén a ROA 1,1 százalék, illetve a ROE 14,2 százalék volt), főleg az egyszéri pénzügyi jövedelmek és kisebb részt az emelkedő kamatjövedelem eredményeként. A tőkemegfelelés az év során jelentősen, összességében közel 13 százalékra emelkedett az év eleji 11 százalékos szintről. Nemzetközi összehasonlításban a hazai bankrendszer jövedelmezősége kiugró, a rendelkezésre álló adatok alapján régióban egyedül Bulgária és Csehország bankrendszere nyereségesebb.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács a jegybanki alapkamat további csökkentése mellett döntött, mérlegelve a februári Inflációs jelentésben felvázolt növekedési és inflációs kilátásokat, valamint a nemzetközi pénzügyi piaci folyamatokat. A tanácstagok megítélése szerint a makrogazdasági oldalról indokolt monetáris politikai lazítás folytatására Magyarország kockázati megítélésének függvényében kerülhet sor.

A testület megítélése szerint a legfrissebb makrogazdasági adatok alapján a konjunktúra-kilátások összességében nem javultak, ami a belföldi szektorokat továbbra is erős alkalmazkodásra kényszeríti. Egyes tanácstagok arra figyelmeztettek, hogy egyelőre nem láthatók a gyorsabb gazdasági növekedéshez vezető jelek, és a növekedési kockázatok enyhítése továbbra is komoly gazdaságpolitikai kihívást jelent. Többen úgy látták, hogy nehézséget okoz a külső kilátások megítélése is: egyik oldalról a korábbi nemzetközi gazdaságpolitikai programok kifutása miatt lassulhat a globális növekedés, a másik oldalról ugyanakkor a nemzetközi előrejelzések változásai és a bizalmi indikátorok pozitív tendenciákra utalnak.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy 2010 közepétől, az indirektadó-emelés hatásának kifutását követően az MNB inflációs célja teljesülhet. Több tanácstag a kedvezőtlen tendenciák közé sorolta ugyanakkor a 2010-2011-re vonatkozó inflációs előrejelzés - külső sokkok hatására visszavezethető - megemelkedését novemberhez képest. Amennyiben az olaj-, és regulált árak emelkedése, illetve a dollárárfolyam-erősödése által kiváltott tendencia folytatódik, akkor az inflációs cél újbóli felülvizsgálásának valószínűsége növekedhet. Egyes tanácstagok szerint a monetáris politika meghatározása során mindezt hangsúlyosan kell figyelembe venni, mert a cél felülvizsgálásának kockázatai a jegybanki hitelesség szempontjából nagyobbak lehetnek, mint az alulműködés. Elhangzott ugyanakkor olyan vélemény is, hogy az inflációs cél alulműködésének költségei sem elhanyagolhatóak, így a 2011-es inflációs előrejelzés emelkedése a monetáris politika szempontjából kedvező.

A belföldi finanszírozási folyamatok értékelésekor többen kiemelték, hogy az elmúlt időszak adatai alapján a háztartások mérleg-alkalmazkodása és csökkenő hitelkereslete is fontos szerepet játszott a hitelezés csökkenésében, miközben a hitelkínálat szűkülése elsősorban a kis- és középvállalati finanszírozásban okozhatott nehézségeket. Elhangzott olyan vélemény is, hogy emiatt a jövőben már romolhat a bankrendszer jövedelmezősége, és magasabb céltartalék képzésére, valamint a jövedelmezőség helyreállítására kényszerülhetnek a bankok.

A Monetáris Tanács tagjai a nemzetközi hírek közül külön kiemelték a görögországi válságról szólóakat, amelyek már az euroövezet egészének megítélését is kedvezőtlen irányba befolyásolták. Többen úgy látták, hogy a nemzetközi segítségnyújtást megelőző hosszas egyeztetés a bizonytalanságot növelheti a pénzügyi piacokon. Bár a piaci

eszközárak alapján a görög események eddig nem hatottak érdemben a magyar folyamatokra, a hatás később több csatornán keresztül is érvényesülhet hazánkban az ország sérülékenysége miatt.

A tanácstagok többsége egyetértett abban, hogy lehetőség van az előző év végén megkezdett óvatos kamatcsökkentési politika folytatására. Inflációs és reálgazdasági szempontból a további kamatcsökkentések lehetségesek lennének, ugyanakkor csökkenti a mozgásteret az, hogy a kockázati megítélésben az elmúlt 3-4 hónapban nem voltak komoly változások, sőt a közelmúltban romlott a nemzetközi befektetői hangulat, aminek voltak, bár nem számottevő hatásai Magyarország kockázati megítélésére is. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az alapkamat jelenlegi szintje már inkább alacsonynak tekinthető a hasonló kockázati kategóriába tartozó országokhoz képest, ami az alapkamat szinten tartását is indokolhatja. A nagyobb mértékű kamatcsökkentést támogatók javaslatuk mellett azzal érveltek, hogy a jövő évi inflációs előrejelzés jelentősen a cél alatt van. Emellett az amerikai jegybank közelmúltbeli intézkedése a nemzetközi kamatciklus irányváltását jelezheti, ami az MNB jövőbeli kamatpolitikai mozgásterét már szűkítheti. A tanácstagok többsége úgy ítélte meg, hogy Magyarország jelenlegi kockázati megítélése és a továbbra is bizonytalan nemzetközi pénzügyi környezet miatt a 2009 júliusa óta folyamatos kamatcsökkentési sorozat a következő néhány ülés bármelyikén véget érhet. Ugyanakkor az inflációs és reálgazdasági környezet továbbra is kamatcsökkentést indokol, így ha a külső és belső folyamatok kedvezően alakulnak, akkor az alapkamat még tovább csökkenhet.

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

Szavazatok:

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

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 2010. március 29-én tartja, amelyről 2010. április 14-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.