



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2010. MÁRCIUS 29-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2010. április 14. 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 beérkező adatok megerősítik, hogy 2011-ben az infláció 3 százalék alá csökkenhet. 2010 februárjában a fogyasztóiár-index 5,7, a maginfláció 4,8 százalékra csökkent. A szezonálisan igazított iparcikk infláció esetében tapasztalt – várakozásoknak megfelelő – korrekció és a feldolgozott élelmiszerek mérsékelt áralakulása egyaránt hozzájárult ahhoz, hogy a januári kiugró értéket követően februárban mérséklődött az infláció.

A piaci szolgáltatások inflációja a februári inflációs jelentés előrejelzésének megfelelően alakult. Tekintettel arra, hogy az átárazások jelentős része az év elején valósul meg, a beérkező – a korábban jellemző szezonalitástól elmaradó – adat megerősíti azt az álláspontot, hogy a gyenge kereslet érdemben fékezte a piaci szolgáltatások inflációját.

A feldolgozott élelmiszerek szezonálisan igazított árszintje az előző hónapban emelkedett, majd februárban ismét süllyedni kezdett. Míg a januári emelkedés a termékek szélesebb körét érintette, a februári mérséklődés jellemzően csak szűkebb termékcsoporthoz volt jellemző.

A beérkező adat megerősíti a februári inflációs jelentésben a dezinflációs trendfolyamatokról felvázolt képet. A következő negyedévekben kockázatot jelenthet az euro gyengülése az amerikai dollárhoz képest, elsősorban az olajárak emelkedésén keresztül.

A reálgazdasági képet továbbra is a külső és belső kereslet kettőssége határozza meg. A KSH részletes adatközlése szerint 2009 negyedik negyedévében a bruttó hazai terméknek az előző év azonos időszakához viszonyított visszaesése megegyezett az előzetesen publikált 4,0 százalékkal. Az utolsó negyedévben a magyar gazdaság visszaesése jelentősen lassult, ám továbbra is úgy tűnik, hogy a magyar gazdasági kilábalás a fejlett és régiós országokban megfigyelhető folyamatokat késve követheti. Ennek oka a vártnál ugyan valamelyest kedvezőbben alakuló, de összességében továbbra is gyenge belső kereslet.

A termelési oldali folyamatok változatlanul heterogén képet mutattak. A kedvező külső környezet hatására folytatódott az ipari termelés fokozatos élénkülése. A továbbra is jelentősen mérséklődő fogyasztás és beruházás miatt ugyanakkor visszaestek a piaci szolgáltatások és az építőipari termelés.

A felhasználás oldali folyamatok közül 2009 utolsó negyedévében folytatódott a háztartások fogyasztási kiadásainak csökkenése, és a bruttó állóeszköz-felhalmozás visszaesése. A nettó export ezzel szemben ismét pozitívan járult hozzá a GDP alakulásához, összhangban a külső kereslet lassú felívelésével kapcsolatos várakozásokkal.

A kiskereskedelmi forgalom visszaesése 2010 januárjában kedvezőbben alakult, mint a korábbi hónapokban. Míg a decemberi adat még a háztartások fogyasztási viselkedésének erőteljes alkalmazkodására utalt, a januári adat a háztartások fogyasztását meghatározó makrogazdasági folyamatok javulását jelezheti.

A jelentős decemberi visszaesés után januárban korrekció volt megfigyelhető az ipari termelésben, amely némileg meghaladta előzetes várakozásokat. A növekedés szinte valamennyi feldolgozóipari ágazatot érintette, ezzel az ipari termelés visszatért a megelőző hónapokra jellemző trendjéhez. A kedvező januári adatok ellenére a vártnál gyengébb német termelési adatok és a német roncsprémium-program kifutása is óvatosságra int a rövid távú kilátásokkal kapcsolatban, középtávon pedig továbbra is a konjunktúra lassú és törekeny felépülésére lehet számítani.

Januárban az áruforgalmi többlet nagysága a korábbi hónapokban megfigyelthez hasonló volt. A termelési folyamatokkal párhuzamosan a külkereskedelmi forgalomban is átmenetinek bizonyult a decemberi visszaesés, és januárban a korábbi hónapok trendjéhez tért vissza az áruforgalom értéke. A továbbra is gyenge belső kereslet következtében az import visszafogott maradt, így az áruforgalmi többlet nagysága a korábbi hónapokban megfigyelthez hasonló volt.

Tartósan alacsony bérnövekedés mellett csak az év végén várható fordulat a foglalkoztatásban. A nemzetgazdaság egészében a bruttó átlagkeresetek 6,5 százalékkal nőttek az előző év januárjához képest. A versenyszféra magasabb bérindexét a feldolgozóiparban tapasztalt bázishatás és a piaci szolgáltatásoknál tavaly év végén elmaradt prémiumok részleges kifizetése okozta. A piaci szolgáltatások éves bérdinamikája a korábbi években jellemző 8 százalékos körüli szintről az elmúlt hónapokban 4 százalékos alá süllyedt. Az állami szféra magas bérindexét szintén a tavaly elmaradt kifizetések részleges korrekciója okozta.

A KSH munkaerő felmérése szerint 2009. IV. negyedévében megtorpant a foglalkoztatás 2008 közepe óta tartó csökkenése. Az év utolsó hónapjaiban a munkanélküliségi ráta nem mutatott további növekedést, az év második felében tartósan 10% felett alakult. Összességében a negyedik negyedévre vonatkozó létszámadat megfelelt az előzetes várakozásoknak. A munkanélküliségi ráta csökkenésére továbbra is csak 2010 végétől lehet számítani.

Pénzügyi piaci folyamatok és a bankszektor sérülékenysége

Pénzügyi piacok

Az elmúlt egy hónapban vegyes képet mutattak a nemzetközi pénz- és tőkepiacok. A részvényindexekkel, a magas kamatozású devizákkal és a feltörekvő piaci kötvényekkel szembeni befektetői attitűdöt alapvetően a kockázatvállalási hajlandóság növekedése jellemzi. Ehhez hozzájárultak a feltörekvő régiókból, valamint az Egyesült Államokból érkező kedvező makrogazdasági adatok, illetve a Fed laza monetáris kondíciók melletti hosszú távú elköteleződéséről szóló információk. Az eurozónában a többnyire kedvező makroadatokat pozitív hatása háttérbe szorult a gyengébb fiskális pozícióval rendelkező tagállamok romló megítélése mögött, így az állampapírhozamok és CDS-felárak kezdeti csökkenését követően emelkedés volt megfigyelhető, amit az euro főbb devizákkal szembeni gyengülése kísért. A közép-európai régió devizaárfolyamai 1,5-2,5 százalékkal értékelődtek fel az euróval szemben, az 5 éves CDS-ek pedig átlagosan 50-60 bázisponttal csökkentek.

Magyarország kockázati megítélése lényegében a régió átlagának megfelelő mértékben javult, ez azonban eltérően tükröződött az egyes eszközárakban. Az 5 éves CDS felár a február második

felében jellemző 230 bázispont körüli szintről 180 bázispont közelébe csökkent, ami az ország relatív pozíciójában azonban nem eredményezett érdemi változást. Az 5 éves devizakötvény német állampapírhoz viszonyított hozamfelára a legutóbbi kamatdöntés óta mintegy 10 bázisponttal csökkent, ami elmarad a környező országokban tapasztalható hozamfelárcsökkenéstől. A forint a régió többi devizáját felülteljesítve mintegy 2,5 százalékkal értékelődött fel az euróval szemben. Az árfolyam a február végén jellemző 270 forint körüli szintről a 261 forintig erősödött, és a 262-265 forint közötti sávban stabilizálódott. Az árfolyam ezzel kilépett a tavaly nyár óta jellemző 265 és 280 forint közötti sávból, az erősödés tartósságát azonban nehéz fundamentális okokkal alátámasztani, és azt is érdemes figyelembe venni, hogy az elmúlt hetekben a devizapiacra az átlagosnál alacsonyabb volt a forgalom. Az árfolyam-várlások tekintetében nem érzékelhető jelentős változás: a Reuters által március elején készített elemzői felmérésében résztvevő elemzők rövid távon az akkorival megegyező, míg 1 éves horizonton kismértékben erősödő forintárfolyamra számítottak. Az euro/forint árfolyam implikált volatilitása némileg csökkent, az árfolyam-várlások ferdeségére vonatkozó várlások kismértékben a gyengülés irányába mozdultak el.

A külföldiek forint melletti pozícióinak kiépülése az elmúlt hetekben – a számottevő árfolyamerősödés mellett – gyors ütemben folytatódott. Az előző kamatdöntés óta az azonnali devizapiacra több mint 370 milliárd forintot vásároltak, amiből mintegy 150 milliárd forintot helyeztek ki az FX swap piacra. Eközben állampapír-állományuk növekedése tovább lassult, részvény- és MNB-kötvényállományuk pedig összesen 80 milliárd forinttal emelkedett.

Az állampapírpiacon a hozamok dinamikus csökkenése mind a rövid, mind a hosszú lejáratokon megfigyelhető volt: a februári kamatdöntés óta a rövid hozamok 50-60 bázisponttal csökkentek, az 5-10 éves lejáratokon 70-100 bázispontos hozamcsökkenés következett be. A hozamgörbe korábbi, historikusan nagymértékű meredeksége érezhetően csökkent. Az aukciók alapvetően pozitív képet mutatnak: dinamikus csökkenő hozamok voltak jellemzőek, a túljegyzés aránya pedig stabilan magas volt. Kedvező fejleménynek tekinthető, hogy a külföldiek kereslete továbbra is élénk az aukcionált államkötvények iránt, valamint, hogy a másodpiac likviditása jelentősen javult.

A piaci kamatvárlások az FRA-hozamok alapján érdemi változáson mentek keresztül február óta. A bankközi hozamgörbe mélypontja az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban mintegy 50 bázisponttal lejjebb tolódott, jelenleg 5,0 és 5,25 százalék között van. A rövid távú kamatvárlások a Reuters felmérése alapján is a további csökkentés irányába mutatnak. A kamatcsökkentési ciklus aláírója vonatkozó várlások csökkentek, az elemzői prognózisok a 4,0-5,75 százalékos sávban szóródnak. A szakértők közel fele számít arra, hogy a kamatcsökkentési ciklus a következő 2-3 hónapban véget ér, a többiek nagyobb része ezt a 2010 második felévére teszi.

A vállalati hitelezési aktivitás továbbra is alacsony, nem láthatóak egyértelmű jelek fordulópontra bekövetkezésére.

A háztartások hitelállománya várakozásunknak megfelelően tovább csökkent az év első két hónapjában, a csökkenés a devizahitelekhez volt köthető. Az újonnan folyósított forint és euro alapú jelzálogtermékek 2 százalékpontonál alacsonyabb kamatkülönbsége miatt az új hitelekben belül folytatódott a forinthitelek lassú térnyerése. Az összes újonnan folyósított háztartási hitelen belül a forinthitelek aránya 45 százalék körüli, míg a jelzáloghitelekben belüli arány 30 százalék alatti. A jelzáloghiteleknél a 2 százalékos kamatkülönbség, figyelembe véve a hosszú futamidőt még mindig magas ahhoz, hogy a forint termékek a jelenleginél gyorsabban nyerjenek teret. A háztartási betétek kis mértékben csökkentek.

Pénzügyi stabilitási szempontból lényeges, hogy a bankrendszer hitel/betét mutatója csak kissé csökkent, ami összhangban áll a bankrendszer külföldi forrásainak és swapállományának stagnálásával. 2010 első két hónapjában a háztartási és vállalati hitelek után elszámolt veszteségek emelkedése megállt, sőt az értékvesztés eredményrontó hatása (a hitelek arányában) kissé csökkent. Elképzeltethető, hogy várakozásunkkal összhangban a veszteségráta fordulópontra közelébe jutott. A háztartási hitelportfólió ugyanakkor – a számottevő hitelátstrukturálások miatt – csak lassan tisztul, a hitelek veszteségrátája csak mérsékelten csökken. A bankok kockázatainak megítélése tekintetében óvatosságra int, hogy a rossz hitelek átstrukturálásával, az adósságterhek átmeneti csökkentésével a bankok képesek az ügyfelek fizetőképességét javítani és a hitelezési veszteségeket mérsékelni. A türelmi időszak után az adósságterhek azonban újra jelentősen növekednek, sőt meghaladhatják az átstrukturálás előtti szinteket is. Az átstrukturálás tehát egy átmeneti recessziós környezetben mérsékli a bankok eredményére nehezedő nyomást, elhúzódó visszaesés vagy tartósan alacsony gazdasági növekedés esetén azonban ezek a kedvező hatások nem érvényesülnek.

A tavalyi váratlanul magas eredmény után 2010 első két hónapjában a bankrendszer ismét magas jövedelmet termelt. Az idei évben arra számítunk, hogy a bankok csak az aktivitás növelésével és/vagy a kamatmarzs szélesítésével lesznek képesek pótolni a pénzügyi műveletek tavalyi egyszeri pozitív hatásának kiesését. A bankok eddig nem az aktivitásukat növelték, hanem a kamatmarzsot szélesítették. Mindez csökkenti a meglévő ügyfelek rendelkezésre álló jövedelmét, és ezzel fogyasztási, illetve hitelvisszafizetési képességét. Így a visszafogott hitelezés mellett a magas kamatterhek miatt is csökken a lakosság fogyasztása.

A bankok tőkehelyzete kielégítő, a tőkemegfelelési mutató 12,8 százalék volt 2010 februárjában. A tőkemegfelelési mutató elmúlt időszakbeli javulásához főként a hitelaktivitás csökkenése, az eredmény évközi auditálása és az anyabanki tőkeemelések járultak hozzá. Csökkent az alacsonyabb, 8-10 százalék közötti mutatóval rendelkező bankok piaci részaránya.

A bankrendszer sokkellenálló-képessége sokat javult az elmúlt időszakban. A likviditási stresszteszt azt mutatja, hogy jelentős pénzügyi piaci zavarok, betétkivonás és árfolyamsokk együttes fellépése esetén is megfelelő a bankok likviditási tartaléka. Ugyanakkor a devizaswap-piacra való ráutaltság – bár a 2008 végi - 2009 elejénél kisebb mértékben – fennmaradt; a piac

kiszáradása esetén több banknál devizahiány léphet fel. A bankrendszer magas tőkeellátottságának köszönhetően az alappályán a hitelkockázatokból származó veszteségek miatt nincs szükség tőkeemelésre. A szélsőséges forgatókönyv megvalósulásánál felmerülő tőkeszükséglet alacsony és kezelhető mértékű.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a kockázati megítélés egyértelműen javult március folyamán, ami lehetővé teszi a makrogazdasági oldalról indokolt kamatcsökkentési ciklus folytatását. További jegybanki lépésekre a javuló tendencia tartósságának függvényében kerülhet sor.

A testület megítélése szerint az előző kamatdöntés óta beérkezett adatok nem változtatták meg érdemben a februári inflációs jelentésben felvázolt prognózist. A végső fogyasztás tekintetében a kilátások valamivel jobbak, ugyanakkor a belföldi szereplők alkalmazkodása továbbra is nagymértékű, és ennek köszönhetően a fizetési mérleg is tartósan javult. Egyes tanácstagok a reálgazdasági helyzet értékelése során arra a kockázatra hívták fel a figyelmet, hogy a kapacitáskihasználtság tartós visszaesése miatt a termelési tényezők fokozottabban sérülhetnek, a munkanélküliség tartósan emelkedhet, és a kibocsátási trend lassabban ívelhet fel.

Egyetértés volt a testület tagjai között abban a kérdésben, hogy a visszafogott belső kereslet következtében az árazásban és a bérezésben megfigyelt korábbi inerciák gyengülhetnek. Többen ugyanakkor figyelmeztettek arra, hogy az importált inflációs kockázatok emelkedtek az energiaárak növekedése és az energiahordozók kereskedelmében meghatározó elszámolási devizák árfolyamának felértékelődése miatt.

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy a kockázati megítélésben egyértelmű - ugyanakkor korábban nem várt - javulás volt tapasztalható az elmúlt hónapban. A globális pénzügyi piaci helyzetben bekövetkező kedvező változásokkal párhuzamosan csökkent a kelet-közép európai régió országainak CDS felára, mérséklődtek az államkötvények hozamai, és felértékelődtek a devizaárfolyamok. Megoszlott ugyanakkor a tanácstagok véleménye a pénzügyi piaci hangulat jövőben várható alakulását illetően. Többen külön kiemelték, hogy a feltörekvő és fejlett országok kockázati megítélésének átrendeződése figyelhető meg, a fejlett országok adósságszintjének növekedését követően a feltörekvő országok relatív megítélése kedvezőbbé vált, ami akár tartós változást is jelenthet. Más tanácstagok ugyanakkor arra figyelmeztettek, hogy a javuló tendenciát nagyfokú bizonytalanság övezi, és nem zárható ki a korrekció lehetősége a jövőben. Többen azt hangsúlyozták, hogy a befektetői hangulat kedvezőbbé válása ellenére Görögország adósságproblémái egyelőre nem oldódtak meg. Elhangzott olyan vélemény is, hogy fundamentális tőkeáramlások hiányában egyelőre inkább a forró pénzek mozgása generál változásokat a rövid instrumentumok és CDS-ek árában, és Magyarország kockázati megítélése más feltörekvő országokhoz képest nem javult.

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy a kockázati megítélés javulása lehetőséget teremtett az óvatos kamatcsökkentési politika folytatására márciusban. Inflációs és reálgazdasági szempontból a kamatcsökkentés folytatása kívánatos, ugyanakkor egyelőre nem vonhatóak le

egyértelmű következtetések a kamatciklus végének időpontjával kapcsolatban. Egyes tanácsstagok szerint az elmúlt hónapokra jellemzőnél gyorsabb kamatcsökkentés azért megfontolásra érdemes, mert a kamatcsökkentési ciklus elhúzódása a kamatlépésekre történő rendszeres spekulációk és a nem kívánt piaci anomáliák kialakulásának valószínűségét növelheti. Többen ugyanakkor úgy érveltek, hogy fokozatos és kis lépéseken keresztüli csökkentés a múltban helyes stratégiának bizonyult, és a hosszú távú monetáris politikai célok elérését is jobban szolgálhatja. Egyes tanácsstagok megismételték korábbi véleményüket, hogy a monetáris politika meghatározása során az inflációs előrejelzések céltól való eltérésének kockázatait aszimmetrikusan kell figyelembe venni, mert a cél felüllövésének kockázatai Magyarországon a jegybanki hitelesség szempontjából nagyobbak lehetnek, mint az alullövésé.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 25 bázispontos csökkentését 4 tag támogatta, 3 tag pedig az alapkamat 50 bázispontos csökkentésére szavazott.

Szavazatok:

<i>alapkamat 5,50%-ra csökkentése mellett</i>	4	Bihari Péter, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Simor András
<i>alapkamat 5,25%-ra csökkentése mellett</i>	3	Bánfi Tamás, Csáki Csaba, Neményi Judit

Jelen voltak:

Bánfi Tamás
Bihari Péter
Csáki Csaba
Karvalits Ferenc
Király Júlia
Neményi Judit
Simor András

A Kormányt Erhart Tibor, a Pénzügyminisztérium főosztályvezető-helyettese képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2010. április 26-án tartja, amelyről 2010. május 19-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.