



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2010. JÚLIUS 19-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2010. augusztus 11. 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 júniusában a fogyasztóiár-index 5,3, a maginfláció 3,5 százalék volt, az infláció 0,2 százalékponttal növekedett, míg a maginfláció 0,5 százalékponttal csökkent az előző hónaphoz képest. Bár az infláció enyhén növekedett májushoz képest, a maginflációs tételek széles körét továbbra is az infláció lassulása jellemzi, amit a trendinflációs mutatók is tükröznek. Az infláció emelkedésében a feldolgozatlan élelmiszerek játszottak meghatározó szerepet, e termékeknél a kedvezőtlen időjárás mellett bázishatások vezettek kiugró mértékű áremelkedéshez. A maginflációs tételek közül ki kell emelni az iparcikkek árcsökkenését: hó/hó alapon májust követően júniusban is csökkentek az iparcikk árak, mind a tartós, mind a nem tartós körben. A kéthavi árcsökkenésre nehéz közgazdasági magyarázatot találni és kérdéses, hogy az mennyire lehet tartós. Felmerül, hogy a gyenge kereslet és az árfolyam jelentős ingadozása megváltoztathatta a piaci szereplők árazási szokásait, ami az elmúlt hónapok adatait is befolyásolhatta. A piaci szolgáltatások inflációja a gyenge kereslet hatásával összhangban továbbra is historikusan alacsony, a júniusra jellemző szezonalitásnak megfelelően alakultak a szektor árai. A feldolgozott élelmiszerek szezonálisan igazított árszintje májust követően júniusban tovább süllyedt. Júliusban a 2009-es áfa-emelés hatása kiesik az éves indexből, így a következő hónapban az infláció számottevő mérséklődésére számítunk.

Májusban dinamikusabban bővült az ipari termelés, a növekedés meghaladta az 5 százalékot az előző hónaphoz képest. A növekedést továbbra is az export vezérelte, de éves alapon a belföldi értékesítések is élénkültek. A termelés bővülése számos ágazatban, illetve a régió más országaiban is megfigyelhető volt. A következő hónapokban folytatódhat a fellendülés, de a csökkenő nyugat-európai bizalmi indexek az európai ipari termelésre vonatkozó hosszabb távú kilátások romlását jelzik. A külkereskedelmi termékforgalom az ipari konjunktúrával párhuzamosan tovább élénkült, az év első öt hónapjának áruforgalmi többlete összességében jelentősen felülmúlja 2009 azonos időszakának egyenlegét.

A kiskereskedelmi értékesítések esetében az év első két hónapjának kedvezőbb adatait márciusban csökkenés követte, ami áprilisban tovább folytatódott. A teljes kiskereskedelmi értékesítések volumene áprilisban 9,5 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A csökkenés legerőteljesebben továbbra is a tartós termékkört jellemzi, azonban a félig tartós és a nem tartós termékek értékesítése is számottevően visszaesett. Az elmúlt hónapokban a reál nettó keresettömegben megfigyelt növekedés ellenére sem lehetett tapasztalni a kiskereskedelmi forgalomban növekedést. A lakossági hitelezés továbbra is igen visszafogott.

2010. első negyedévében a külső finanszírozási képesség enyhén csökkent és a GDP 3,2 százalékát tette ki. A második negyedévben eddig beérkezett külkereskedelmi adatok azt mutatják, hogy a külső finanszírozási képesség továbbra is magas maradhat. A külfölddel szembeni nettó megtakarítói pozíció csökkenése a jövedelemegyenleg hiányának emelkedéséhez köthető. A nem adósságtípusú források esetében ismét jelentős, közel 700 millió eurós kiáramlás volt tapasztalható, ami az elmúlt negyedévekhez hasonlóan elsősorban a vállalatcsoporton belüli nettó forráskivonáshoz kapcsolódott. A fenti folyamatokkal

párhuzamosan mind az állam, mind a magánszektor nettó külső adóssága enyhén emelkedett. A nettó külső adósság megközelítette a GDP 55 százalékát, a bruttó adósságráta pedig 110 százalékot tett ki. A külső megtakarítói pozíció csökkenésének mértéke enyhén elmarad a várttól, ami részben a korábbi évek szezonális indokoltnál lényegesen magasabb EU-transzfer felhasználással, részben a vártnál kedvezőbb reálgazdasági egyenleggel áll összefüggésben.

Az áprilisi korrekciót követően májusban számottevően lassult a versenyszféra bérindexe. A bruttó átlagkeresetek (1,9 százalékos év/év növekedés) lassulása döntően a prémium-kifizetések visszafogásával magyarázható, de ezzel párhuzamosan a rendszeres bérelemek éves növekedése is – a teljes bérekben megfigyeltnél kisebb mértékben – csökkent. Éves összevetésben a prémium-kifizetések visszafogása elsősorban a piaci szolgáltatások körében volt erőteljes, de a feldolgozóipar esetében is megfigyelhető. A rendszeres béreken belül a termelékenység-bővüléssel összhangban továbbra is 5 százalék feletti növekedés jellemző a feldolgozóiparban, míg a gyenge keresleti feltételek között működő szolgáltató ágazatokat változatlanul alacsonyabb béremelkedés jellemzi. Az adat megerősíti azon álláspontunkat, hogy a magas év eleji bérindeksben számottevő egyedi hatások is tükröződhetnek, amelyek kifizetésével a bérek dinamikája moderáltabb emelkedést mutathat.

A foglalkoztatási adatok megerősítik, hogy a gazdasági kibocsátás fordulatát késve követve, az elmúlt negyedévben a versenyszféra foglalkoztatása is túljuthatott a mélypontján. A foglalkoztatás az elmúlt hónapokban enyhe emelkedést mutatott. A bővülés májusban döntően a feldolgozóiparhoz és néhány kisebb ágazatokhoz köthető (mezőgazdaság, villamos-energia, bányászat, építőipar), míg a piaci szolgáltatások foglalkoztatása továbbra sem mutat érdemi változást.

Pénzügyi piaci folyamatok

Az elmúlt hónapban vegyes képet mutattak a pénzügyi piacok. Az időszak első felében fokozódott az európai szuverén kockázatokkal kapcsolatos aggodalmak intenzitása, valamint a problémák pénzügyi szektorra történő áttérjedésétől való félelem. Ezen kételyek globális piaci hatását erősítette, hogy a várakozásoktól számottevően elmaradó amerikai makroadatok miatt nőtt az amerikai és világgazdasági növekedési kilátásokat övező bizonytalanság. Ennek megfelelően meredeken estek a fejlett- és feltörekvő piaci tőzsdeindexek, csökkent a kockázatvállalási hajlandóság, emelkedtek a CDS felárak és volatilitásindexek, mérséklődtek a menedékeszközöknek tekintett amerikai és német állampapírok hozamai.

Az időszak második felében enyhültek az aggodalmak, részben korrigáltak a tőzsdeindexek és kockázati mutatók, élénkült a kockázatos eszközök iránti kereslet, az amerikai és német államkötvény hozamok pedig valamelyest emelkedtek. Az időszak közepi fordulatban kulcsszerepe volt annak, hogy csökkent az európai bankrendszer EKB-forrás igénybevétele, ami az eurozóna bankszektor stabilitási kockázatainak eltúlzottságára utalt. Az optimizmust makrogazdasági oldalról kevés hír támogatta, így a hónap második felében megfigyelt javulás mérsékelt maradt, és összességében romlottak a főbb pénzügyi piaci mutatók az időszak során. Az euro árfolyama az előző kamatdöntés óta erősödött a dollárral szemben.

A perifériális eurozóna tagországok relatív megítélése csekély mértékben javult, ehhez hozzájárult, hogy viszonylag jelentős összegű, sikeres államkötvény aukciót hajtott végre a spanyol adósságkezelő. A portugál szuverén devizaadósság két fokozattal történő leminősítésének nem volt lényeges hatása.

A régiós országok kockázati megítélésének változása lényegében a globális hangulat alakulását követte, ugyanakkor a térség az időszak során alulteljesítő volt más feltörekvő országokhoz viszonyítva. Az időszak első felében a román IMF megállapodás veszélybe kerülése mellett a svájci frank euróval, és így regionális devizákkal szembeni erősödése is aggodalmat keltett. Az elemzők Magyarország mellett Romániát és Lengyelországot említették, ahol a frank erősödése a bankok portfólióromlásával, a nem teljesítő hitelek arányának emelkedésével járhat.

Az időszak második felében a magyar megítélés a nemzetközi hangulatban történt – hónap közi – fordulattal párhuzamosan mérsékelt javulást mutatott. A forint árfolyama a lengyel zlotyval és a román lejellel együtt mozogva a hónap első felében tapasztalt 3 százalékos gyengülés után fokozatosan erősödött a 280 forint/eurós szint környékére. A magyar CDS-jegyzés az időszak első felében a 300 bázispontos szintről 340 bázispont fölé emelkedett, majd fokozatos csökkenéssel 314 bázisponton zárta a hónapot. Az euróhoz viszonyított 5 év múltvai 5 éves forward hozamfelár csekély mértékben, 6 bázispontot emelkedett, azonban így is 35 bázisponttal alacsonyabb a június eleji 308 bázispontos értéknél. A magyar euro kötvények német állampapír hozam feletti felára mérsékeltlen emelkedett, főként a német hosszú hozamok csökkenése miatt.

A magyar állampapír-piaci hozamokban a többi eszközárhoz hasonlóan megfigyelhető volt a hónapon belüli irányváltás, ugyanakkor ebben a szegmensben összességében is javulás látható, nem csupán az időszak második felében. Az éven belüli hozamok ugyan csekély mértékben, mintegy 10 bázisponttal emelkedtek, a görbe hosszú végén viszont 2-25 bázisponttal csökkentek a hozamok.

Az FX swap piacon a feszültség áttért az egynapos szegmensre, az egynapos ügyletek implikált devizahozam felára az előző havi 40 bázisponttól 90 bázispont fölé emelkedett. Ezzel összhangban az FX swap piac aggregált likviditási mutatója is kedvezőtlen változást jelez.

A külföldiek FX swap pozícióját tekintve elmondható, hogy az időszak közepéig mintegy 200 milliárd forint értékben társult a nettó swapállomány növekedéshez azonnali piaci forint eladás, mely a forint elleni szintetikus határidős pozíció felvételére utal. Az időszak második felében csökkent a nettó swap állomány, és az azonnali forint piacon is vásárlók voltak a külföldiek. Összességében az azonnali piaci forint vásárlások 23 milliárdos összeget tettek ki. Számottevő mértékben, 468 milliárd forinttal nőtt a külföldiek MNB kötvény-, míg csekély mértékben csökkent állampapír és részvény állományuk.

Kamatvárakozások tekintetében megoszlanak az elemzői vélemények. Egyes elemzők még látnak teret az év hátralévő részében egy vagy több további 25 bázispontos kamatvágásra, míg többen a kamatszint tartósságát valószínűsítik az év hátralévő részében a következő emelési ciklus megkezdése előtt. Az első kamatemelést az elemzők változatlanul 2011 közepére prognosztizálják. Az FRA jegyzések és elemzői várakozások közötti rés tágult az elmúlt

időszakban. Az FRA jegyzések 10-40 bázisponttal emelkedtek, ez alapján négy-hét hónapos időhorizonton már 25 bázispontos kamatemelést áraz a piac.

A bankrendszer helyzete

A 2010 májusában látott mérsékeltbb csökkenés után júniusban az előzetes adatok alapján ismét jelentősen csökkent a bankrendszer vállalati hitelállománya. Ez részben kínálati okokkal, a bankok által nyújtott hitelkeretek visszavonásával, részben keresleti okokkal, az ügyfelek kisebb finanszírozási igényével magyarázható. Az első félévben a vállalati állomány az árfolyamváltozást hatását kiszűrve mintegy 300 milliárd forinttal, bő 4 százalékkal csökkent. A háztartásoknál a korábbihoz hasonló ütemben folytatódott a hitelállomány zsugorodása. Az első félévben a háztartási hitelállomány közel 90 milliárd forinttal, 1,2 százalékkal mérséklődött.

A monetáris transzmissziót hosszú távon erősíti a forint hitelek térnyerésének folytatódása. Míg a devizahitelek esetében a tranzakciók eredményeként csökken az állomány, a forint hiteleknél folyamatos a növekedés. Májusban az új kibocsátású fedezetlen hitelek majdnem 100 százalékát, a jelzáloghitelek 80 százalékát nyújtották forintban. Az alacsony volumenek miatt azonban ennek hatása még csekély, az állomány devizaszerkezetét nem befolyásolja szignifikánsan.

Az első negyedév folyamán mind a vállalati, mind a háztartási hitelek esetében romlott a banki portfólióminőség. A 90 napon túli késedelembe esett hitelek aránya mindkét esetben a korábbiakhoz hasonló ütemben növekedett, és a vállalatoknál elérte a 11,5 százalékot, a háztartásoknál pedig a 8,6 százalékot. Ezzel szemben a hitelezési veszteségek portfólióarányos értéke némiképp mérséklődött, így mind a háztartási (2,4 százalék), mind a vállalati (2,4 százalék) portfólió értékvesztésének eredményrontó hatása kisebb a várakozásoknál.

Az éven belül kumulált adatok alapján a bankrendszer eredménye jelentősen nőtt, ami a bankrendszer sokktűrő képességét növelte. Míg az adózás előtti eredmény 2009 első öt hónapjában 198, addig 2010 azonos időszakában 265 milliárd forint volt. Az elmúlt 12 havi adózatlan eredményből számított tőkearányos eredmény (ROE) a 2009. évi 12,5 százalékról májusra 14,7 százalékra nőtt, főként a korábbinál alacsonyabb értékvesztés-képzés, illetve a magas kamatjövedelem miatt. A bankrendszer tőkehelyzete továbbra is stabil. A tőkemegfelelési mutató május végén 13,1 százalék volt, ami az évközi pozitív eredmények figyelembe vételével megközelítené a 14 százalékot is. A bankrendszer likviditási tartalékai (elsősorban forintban) továbbra is magasak, azonban tartós sokk esetén devizalikviditási feszültség léphet fel.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az IMF és EU hitelmegállapodás felülvizsgálatának elhalasztása kedvezőtlenül hat Magyarország kockázati megítélésére, ugyanakkor a tendencia tartósságának megítéléséhez több időre van szükség. A piaci hangulat érdemi megváltozásához a kormányzat költségvetési konszolidáció melletti korábbi elkötelezettségének kinyilvánításán túl a költségvetési hiány tartós csökkentésére, a gazdaság növekedési potenciáljának javítására irányuló intézkedésekre, valamint a nemzetközi intézményekkel való partneri kapcsolat javítására van szükség. A Monetáris Tanács a forintárfolyam túlzott ingadozásának megakadályozása érdekében úgy döntött, hogy a jegybank folytatja az EU források piacra vezetésének gyakorlatát. A testület a kockázati felárak tartós

megemelkedése esetén kész a monetáris kondíciók irányadó kamat emelésével történő szigorítására.

A Monetáris Tanács tagjai a kamatdöntési vita során különválasztották a makrogazdasági és inflációs folyamatok értékelését, attól a kérdéstől, hogy a nemzetközi szervezetekkel történő tárgyalássorozat halasztása milyen hatást gyakorolhat Magyarország gazdaságpolitikai mozgásterére.

A tanácstagok többsége úgy látta, hogy a nemzetközi hitelmegállapodással kapcsolatos tárgyalássorozat elhalasztását megelőzően a makrogazdasági folyamatok a májusi alappályának megfelelően alakultak, és az inflációs kilátások nem változtak érdemben. Egyes tanácstagok szerint a piaci szolgáltatások inflációjának tendenciaszerű mérséklődése az inflációs perzisztencia megtörését jelezheti, és ezt a folyamatot segítheti előretekintve a háztartások svájci frank erősödésével párhuzamosan csökkenő rendelkezésre álló jövedelme. Elhangzott ugyanakkor olyan vélemény is, hogy a májusi inflációs jelentés publikációja óta a forint árfolyamgyengülése miatt az inflációs pálya felfelé mozdulhatott el, és a gazdaságpolitikai lépések körüli bizonytalanság is inkább a magasabb infláció kialakulásának kockázatait növeli.

A tanácstagok megítélése szerint az országgockázat hétvégi emelkedése a makrogazdasági kilátásokat is érdemben befolyásolhatja. Az árfolyam tartós leértékelődése az inflációs jelentésben szereplő alapfeltevések változásán keresztül a korábban vártnál lényegesen magasabb, az inflációs célt is meghaladó inflációt vetít előre, még akkor is, ha a keresleti kondíciók tartósan visszafogottak maradnak. Egyes tanácstagok szerint a tendencia folytatódása a pénzügyi stabilitásra is kedvezőtlenül hathat. A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban a kérdésben, hogy a nemzetközi szervezetekkel történő megállapodás hiányában az ország finanszírozási mozgásteré is szűkülhet.

A kamatpolitikai kérdések vitája során a tanácstagok meghatározó többsége kivárással melletti álláspontot képviselt, mert a hitel felülvizsgálat elhalasztás piaci fogadtatásának megítéléséhez több időre van szükség. Ez alapján lehet majd a jövőben megítélni azt, hogy az országgockázati felár tartósan milyen mértékben változik, illetve az inflációs pályát befolyásoló tényezők miképp alakulnak. Többen kiemelték azt, hogy egy elhamarkodott jegybanki lépés a kedvezőtlen piaci hangulatot tovább ronthatná, és egy esetleges kamatemelésből a piaci szereplők indokolatlanul a költségvetési helyzettel, vagy a pénzügyi stabilitással kapcsolatos bennfentes jegybanki információkra következtethetnének. Többen úgy érveltek, hogy a Kormány fokozatosan felmérheti az ország valós helyzetét, és a piaci reakciókat figyelembe véve újabb intézkedési terveket fogalmazhat meg, ami megfordíthatja a piaci megítélés kedvezőtlen tendenciáit; ezért egyelőre indokolt lehet kivárással melletti monetáris politikai álláspontra helyezkedni.

A Monetáris Tanács a nemkívánt árfolyamvolatilitás mérséklése érdekében az EU források piacra vezetésének folytatása mellett döntött. A testület tagjai egyetértettek abban, hogy amennyiben a kockázati felárak tartós megemelkedése a monetáris kondíciók szigorítását indokolják, úgy az irányadó kamat emelése is szükségessé válhat.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az egyetlen, alapkamat tartására vonatkozó javaslatot valamennyi tanácstag támogatta szavazatával.

Szavazatok:

<i>alapkamat 5,25%-os szinten tartása mellett</i>	7	Bánfi Tamás, Bihari Péter, Csáki Csaba, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Neményi Judit, Simor András
---	---	---

Jelen voltak:

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

A Kormányt Kármán András, a Nemzetgazdasági Minisztérium államtitkára képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2010. augusztus 23-án tartja, amelyről 2010. szeptember 8-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.