



MAGYAR NEMZETI BANK

**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2011. JÚLIUS 26-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2011. augusztus 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/Monetaris_politika/donteshozatal/mnbhu_mt_jegyzokonyv

1. Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

Makrogazdaság

2011 júniusában a fogyasztóiár-index 3,5, a maginfláció 3,0 százalék volt. Az előző havi értékekhez képest az infláció 0,4 százalékponttal alacsonyabb, míg a maginfláció pedig 0,3 százalékponttal magasabb volt júniusban. Az inflációt a feldolgozatlan élelmiszerek árcsökkenése és a 2010-es emelkedés bázishatása csökkentette. Ugyanakkor a magas nyersanyagárak begyűjtésének következtében - a kereslet kedvezőtlen alakulása ellenére - a maginfláció júniusban tovább emelkedett. Ezen heterogén hatások eredményeként az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatók sávja kiszélesedett, ugyanakkor továbbra is a 2-3 százalékos tartományban maradt.

Az ipari termelés szintje kismértékben, 1,1 százalékkal csökkent májusban az előző hónaphoz képest, s az előző év azonos időszakához képest is visszafogott, 7,6 százalékos volt az emelkedés. A külső kereslet gyengülésével párhuzamosan az ipar kivitele lassult, azonban a belföldi értékesítésben enyhe élénkülés volt tapasztalható. Az ipar májusi teljesítménye továbbra is elmaradt a régiós átlagtól. Az elmúlt hónapokban azonban már nem csak a belföldi értékesítések dinamikája volt kisebb a régió többi országában megfigyelhetőtől, hanem az export is visszafogottabban alakult.

Az előzetes adatok alapján az export szintje 0,7 százalékkal, míg az importé 2 százalékkal esett vissza áprilishoz képest. Ugyanakkor az éves indexek bázishatás következtében emelkedtek, az export esetében 18,4 százalékra, míg az importnál 4,3 százalékra. A szezonálisan igazított áruforgalmi többlet magas, mintegy 480 millió euro volt. Így az első öt hónap összesített többlete 2,3 milliárd eurót tett ki, szemben 2010 azonos időszakában mért 1,6 milliárd euróval. A cserearány áprilisban kissé romlott mind havi, mind éves alapon.

A fogyasztási kiadásokkal szoros kapcsolatban levő teljes kiskereskedelmi értékesítések volumene 0,2%-kal emelkedett 2011 áprilisában. Ennek ellenére az év első négy hónapjában a teljes kiskereskedelmi értékesítések 0,8%-kal maradtak el az előző év azonos időszakának adataitól. A havi változásokat mérő trendmutatók a kiskereskedelmi értékesítések enyhe csökkenését mutatják. Az adatok arra utalnak, hogy továbbra sem tapasztalható érdemi elmozdulás a háztartások fogyasztási kiadásaiban.

A bejelentett új álláshelyek száma tovább csökkent júniusban, ez azonban kizárólag az új támogatott pozíciók kiírásának visszaeséséből adódott. Az újonnan bejelentett nem támogatott álláshelyek száma nem mutatott érdemi elmozdulást az elmúlt két évben, továbbra is jelentősen elmarad a válságot megelőző értékektől. A nemzetgazdaság bruttó átlagkeresete 6,7 százalékkal növekedett az

előző év azonos időszakához képest. A versenyszféra bruttó bérei 6,4 százalékkal, míg az államháztartásban foglalkoztatottak bérei 6,5 százalékkal emelkedtek. Az állami szektor bérnövekedése továbbra is a közfoglalkoztatással kapcsolatos összetétel-hatással magyarázható, enélkül a költségvetési intézmények dolgozóinak gyakorlatilag nem változott a bruttó átlagkeresete tavaly májushoz képest. A beérkezett adatok megerősítik a laza munkapiaci feltételek bérleszorító hatását.

Pénzügyi piacok

Magyarország kockázati megítélése a júniusi kamatdöntés óta eltelt időszak alatt az eurozóna szuverén adósságválságának középtávú megoldása tekintetében mérföldkőnek számító EU csúcsig érezhetően romlott, majd a rendkívüli ülésen megszületett, a várakozásokat meghaladó megállapodás következtében ismét javulásnak indult, így összességében a kockázati megítélésünk minimális mértékben változott. Az EU csúcsig tartó negatív folyamat globális tényezőkre vezethető vissza, és ezúttal az általánosan megemelkedő kockázatkerülés nem csak a régióban, hanem a kevésbé kockázatosnak tartott nyugat-európai országokban is érezte hatását. A kockázatérzelet felerősödése ugyanakkor csak mérsékelten jelentkezett az állampapír-piaci és a bankközi hozamok elmozdulásában. A hektikusan változó globális piaci hangulat viszont erősen megmutatkozott a forint fejlett devizákkal szemben mutatott erőteljes ingadozásában.

A hazánkkal szemben megemelkedett, majd enyhülő kockázatelutasítás az összes kiemelt kockázati felármutatónk elmozdulásában visszaköszött. Az 5 éves CDS jegyzések 20-30 bázispontos emelkedést követően 310-320 bázispontos szintről ereszkedtek vissza, összességében csupán néhány bázispontos elmozdulást lehetett megfigyelni. A változás mértéke a 10 közép-kelet-európai ország elmozdulásának átlaga tekintetében nem jelent érdemi elmozdulást a régiós relatív pozíciónkban. A globális faktorok dominálta kockázatkerülés ezúttal a biztonságosnak ítélt nyugat-európai országokat is érintette, így a régió és ezzel együtt hazánk relatív helyzete európai viszonylatban nem változott érdemben.

A fenti folyamatok ugyanakkor csak korlátozott mértékben jelentkeztek az állampapír-piaci és a bankközi hozamokban. Az éven belüli azonnali hozamok jellemzően stagnáltak illetve enyhén még csökkentek is, míg az 5-10 éves futamidőn az állampapírpiacra közel 5, a bankközi piacon pedig 5-15 bázispontos emelkedést lehetett megfigyelni. Az állampapír-piaci hozamok viszonylagos nyugalomához a többnyire egészséges aukciós kereslet és a külföldiek intenzív másodpiaci vásárlása is hozzájárulhatott.

A fejlett devizákkal szembeni forintárfolyam a régióra jellemző tendenciáknak megfelelően értékelődött le, majd erősödött vissza az időszak végén. Az euróval, dollárral és a fonttal szembeni forint jegyzések egy viszonylag széles +/-3 százalékos sávban mozogtak, az időszak végére összességében az egy hónappal

korábbi szintekre tértek vissza. Ettől eltérő és a forint szempontjából kedvezőtlen pályát írt le a forint/svájci frank árfolyam, amely közel 7 százalékkal erősebb (237 CHF/HUF) szintekre is elért. Az EU csúcs következtében enyhülő nemzetközi hangulatnak megfelelően az általános korrekciót mutató frank a forinttal szemben is veszített erejéből, így ismét 230 CHF/HUF alatt mozog a kurzus.

Az FRA piacról kinyerhető kamatvárakozások 3 hónapos futamidőn nem változtak érdemben, a jegyzések továbbra is 5-8 bázisponttal magasabbak az alapkamathoz képest, ami lényegében a tartásra vonatkozó várakozásnak felel meg. Hosszabb, fél és egy éves időtávon azonban változást jelent a korábbi időszakhoz képest, hogy az utóbbi hetekben már minimális mértékben a jelenlegi irányadó rátához képest néhány bázisponttal alacsonyabb jegyzések is megjelentek. A Reuters által megkérdezett elemzők a júliusi ülésen egyöntetűen a tartást várták, ugyanakkor a hosszabb távú kamatvárakozások mérséklődtek. A piaci elemzők viszonylag általános értékelése, hogy az inflációs és reálgazdasági folyamatok a monetáris lazítás irányába mutatnak ugyan, de a kedvezőtlen külső környezet, a magas kockázati prémium, az árfolyam sérülékenysége jelenleg ezt nem teszi lehetővé.

Az FX-swap piacon némileg mérséklődtek a közel egy hónapja enyhén felerősödött feszültségek, miután a 3-6 hónapos futamidőn a 170 bázispontos FX-swap szpredek 140 bázispont közelébe mérséklődtek és a tényleges kötésekben számolt egynapos implikált forint hozamok ismét a kamatfolyosó alján találhatóak.

A bankrendszer helyzete

A bankrendszer vállalati hitelezése júniusban a korábbi hónapokhoz képest újra nagyobb mértékben csökkent. A csökkenés döntő része a forinthitelek állományán realizálódott. A vállalati forinthitelek kamata enyhén csökkent májusban. A háztartások banki hitelezését változatlanul a leépülő devizaállomány, és a gyenge forint állománybővülés jellemezte júniusban. Az átlagos hitelköltség mutató májusban emelkedett a forint lakáscélú és a szabad felhasználású jelzáloghitelek esetén is.

A beérkező adatok lefelé mutató kockázatok megvalósulását vetítik előre a vállalati hitelezésben. A hitelezési fordulat így későbbre tolódhat 2011 végénél. A háztartási hitelezésben fordulópont csak 2012 II. felében várható.

A hazai bankrendszer és külföldi fiókok első félévi adózás előtti eredménye enyhén meghaladja az előző év azonos időszakit.

Május hónapban bankrendszeri szinten folytatódott a külföldi forrásállomány kiáramlása, így a külföldi forrásállomány május végére a decemberi szint alá süllyedt. Júniusban az előzetes becsült adatok alapján tovább folytatódott a külföldi források kiáramlása.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A tanácstagok többsége egyetértett abban, hogy a makrogazdasági és inflációs folyamatok a júniusi inflációs jelentés előrejelzésében szereplő alappályájának megfelelően alakultak az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban. A továbbra is visszafogott belső kereslet fékezi az árak emelkedését, semlegesítve a nyersanyagárak emelkedésének inflációs hatását. A Monetáris Tanács továbbra is úgy ítélte meg, hogy a jelenlegi 6 százalékos kamatszint huzamosabb ideig történő fenntartása biztosíthatja, hogy a monetáris politika időhorizontján a 3 százalékos célra süllyedjen az infláció. A testület úgy látta, hogy a júniusi inflációs jelentésben felvázolt kockázati forgatókönyvek közül az európai adósságválsággal kapcsolatos kockázatok erősödtek meg, ugyanakkor a döntés napjáig megfigyelt folyamatok nem indokolnak monetáris politikai reakciót.

A makrogazdasági folyamatok kapcsán több tanácstag is utalt arra a kedvező folyamatra, hogy míg a válság első éveiben a csökkenő belső kereslet ellenére is magas volt az infláció, most már érvényesül a – laza munkaerő-piaci kondíciókkal is összefüggő – visszafogott belső kereslet árleszorító hatása. Az egyik tanácstag szerint a historikusan alacsonyra mérséklődő inflációhoz jelentősen hozzájárult a kormány – elsősorban a hatósági áremelkedések visszafogásán keresztül megvalósuló – antiinflációs politikája is. Ezen tényezők eredményeképp az inflációs célkövetéses rendszer bevezetése óta most a legnagyobb annak az esélye, hogy az infláció a 3 százalékos célra csökkenjen és tartósan ott maradjon. Elhangzott, hogy tekintettel a júliusban és augusztusban szezonális okok miatt jellemzően alacsony árindexekre, a szeptemberi és októberi adatok lehetnek iránymutatóak az infláció várható alakulását illetően.

Az egyik tanácstag kifejtette, hogy véleménye szerint túlságosan optimista a nyersanyagárak csökkenését valószínűsítő alappálya és a bérek elmúlt néhány havi alakulása is óvatosságra ad okot, mert az alapfolyamatokat megragadó mutatók lassan, de folyamatosan emelkednek. Egy másik tanácstag pedig arra hívta fel a figyelmet, hogy az utóbbi időszakban a régiós országok közül a magyar inflációra volt leginkább hatással a globális élelmiszerár- emelkedés.

Elhangzott, hogy az inflációs jelentés alternatív forgatókönyvei közül nem változott a nyersanyagárak növekedésének és Magyarország – költségvetési kiadásokat csökkentő kormányzati intézkedéseivel összefüggő – kockázati felár csökkenésének esélye. Ezeknek a forgatókönyveknek az esetleges megvalósulásáról csak hosszabb távon lehet megbizonyosodni, ezért rövid távon nem befolyásolják a kamatdöntéseket. Ezen forgatókönyvekkel ellentétben ugyanakkor megnőtt az európai adósságválság súlyosbodásának veszélye. A tanácstagok utaltak arra, hogy az adósságválság mélyülése több csatornán keresztül érintheti a makrogazdasági kilátásokat, és a különböző csatornák egymással ellentétes irányú monetáris politikai lépéseket tehetnek szükségessé. Az egyik csatorna, hogy a kockázati felárak növekedésével tovább erősödhetnek a menedékdevizák, amelyek közül a svájci frank fokozatos erősödése az ebben a

pénznemben eladósodott háztartások további mérlegalkalmazkodásához vezethet. Ezen folyamat végső soron hozzájárulhat a fogyasztás további mérséklődéséhez és ezen keresztül a dezinflációs folyamat felgyorsulásához, így önmagában előbbre hozhatja az első kamatcsökkentés időpontját. Több tanácsstag szerint ugyanakkor az európai adósságválság esetleges további súlyosbodása nemlineáris folyamatokat indíthat el, amelyek tovább növelhetik a Magyarországgal szemben elvárt kockázati felárat, és gyengíthetik a forintárfolyamot. Ezen hatások az előző csatornával ellentétben szükségessé tehetik a kamatszint emelését. Ezen csatorna kapcsán az egyik tanácsstag elmondta, hogy Magyarország magas adósságállománya miatt továbbra is a régió sérülékenyebb országai közé tartozik, így az adósságválság esetleges további mélyülése esetén annak hatásai alól vélhetően nem tudná magát teljes mértékben kivonni. Ugyanakkor az elmúlt évek költségvetési konszolidációja következtében jelentősen javult fundamentális helyzetünk és ezáltal csökkent az ország sérülékenysége, ezért a pénzügyi válság súlyosbodása esetén is mérsékeltebb lehet a hazai kockázati felárakra gyakorolt hatás, mint a korábbi években. Elhangzott, hogy erre utalnak az elmúlt hónap folyamatai is, mivel az európai adósságválság súlyosbodása ellenére sem gyengült számottevően a forintárfolyam és csak mérsékelten nőtt az országgal szembeni kockázati felár. Végül az egyik tanácsstag arra hívta fel a figyelmet, hogy a növekvő bizonytalanság miatt később kerülhet sor a beruházások élénkülésére, ami a potenciális növekedés további lassulásához vezethet. Ennek következtében a kibocsátási rés a fogyasztás gyorsulása nélkül is záródhat. Ezen folyamat mind a növekedési mind az inflációs kilátások alakulása szempontjából kedvezőtlen lenne.

A testület szerint továbbra is indokolt a kamatszint huzamosabb ideig történő tartása. A távolabbi kamatkilátásokat illetően annak függvényében tért el az egyes tanácsstagok véleménye, hogy a kockázati csatornák közül melyeket tartják valószínűnek.

A vitát követően az alapkamat tartására vonatkozó javaslatot a 7 tanácsstag egyhangúlag támogatta.

Szavazatok:

<i>alapkamat 6%-os szinten tartása mellett:</i>	7	Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Kocziszky György, Simor András
---	---	---

Jelen voltak:

Bártfai-Mager Andrea
 Cinkotai János
 Gerhardt Ferenc
 Karvalits Ferenc
 Király Júlia
 Kocziszky György

Simor András

A Kormányt Gulyás Dávid, a Nemzetgazdasági Minisztérium osztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2011. augusztus 23-án tartja, amelyről 2011. szeptember 7-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.