



MAGYAR NEMZETI BANK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2011. SZEPTEMBER 20-I ÜLÉSÉRŐL

Közzététel időpontja: 2011. október 5. 14 óra

A jegybanktörvény (a Magyar Nemzeti Bankról szóló, többször módosított 2001. évi LVIII tv.) 3.5 (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

Az elmúlt hónapok inflációs adatai a vártnak megfelelően alakultak, ugyanakkor a hazai és globális növekedési kilátások jelentősen romlottak, ami középtávon az inflációt is mérsékli. 2012-ben ugyanakkor az áfa és a jövedéki adók emelésének hatására az infláció számottevően meg fogja haladni az inflációs célt.

A növekedési kilátások romlása több tényezőhöz köthető.

A globális lassulás jelentősen fékezi a magyar gazdaság növekedését. A rossz makrogazdasági adatok és a bizalmi indikátorokban mutatkozó kedvezőtlen trendek felerősítették a fejlett országok kilábalásának törékenységére vonatkozó aggodalmakat. A Magyarország legnagyobb kereskedelmi partnerének számító eurozóna lassulása visszaveti az export növekedését. A következő két évben továbbra is az export jelenti majd a hazai növekedés támaszát, bár mind 2011-re, mind 2012-re számottevően kisebb bővüléssel számolunk, mint júniusi előrejelzésünkben.

A belső kereslet a korábban vártnál is visszafogottabb lehet. A háztartások viselkedését a következő években is óvatosság, a mérlegkiigazítási motívum jellemezheti. A fogyasztás növekedésének beindulását a jövedelemkilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság, valamint a törlesztőrészek magas szintje gátolja. A fiskális kiigazító intézkedések az előrejelzési horizonton úgyszintén egy alacsonyabb jövedelempálya felé mutatnak.

A hitelkínálati korlátok erősödése ugyancsak visszafogja a növekedést, de az árszínvonal emelkedését fékezi. A romló növekedési kilátások mellett a bankrendszer tőkeellátottságának gyengülése, a hitelezési képességük és hajlandóságuk csökkenése is hozzájárul a rendkívül gyenge hitelezési aktivitáshoz. Jelentősebb javulás sem a lakossági, sem a vállalati hitelezésben nem várható.

A beruházások hosszabb távon is elmaradhatnak a korábban feltételezettől. A hitelkondíciók szigorodása és a konjunkturális helyzet újbóli elbizonytalanodása miatt néhány nagy, a feldolgozóiparban megvalósított beruházáson kívül csak rendkívül visszafogott beruházási aktivitás várható. A szolgáltató szektorban sem várható a beruházás fellendülése, mivel a kapacitások kihasználtsága még jelentősen elmarad a válság előtti szintektől.

A növekedési kilátások romlásának egy része tartósnak tekinthető, így a potenciális kibocsátás trendje is csökken. A kibocsátási rés ugyanakkor még ezt figyelembe véve is lassabban zárul a korábban feltételezettnél, így a növekedési kilátások önmagukban a korábbinál is alacsonyabb infláció irányába mutatnak.

A korábbi költségsokkok begyűrzése a maginflációba az év végéig befejeződhet, és középtávon a gyenge konjunktúra dezinflációs hatása lesz meghatározó az infláció alakulásában. A globális lassulás, a gyenge belső kereslet árleszorító hatása egyre határozottabban érvényesül, a teljes inflációs rátát ugyanakkor a következő hónapokban a gáz- és távhőárak támogatási rendszerének feloldása, 2012-ben pedig az áfa és a jövedéki adó emelése jelentős mértékben a 3 százalékos cél felett tarthatja. A jövedéki adók emelése ugyan emeli az inflációs indexet, de a gyenge keresleti környezetben nem lesz számottevő másodkörös hatásuk. Az áfa-emelés ugyanakkor a termékek

szélesebb körét érinti, így feltehetően a közvetlen inflációs hatás kifutása után is emelheti az inflációs rátát, mert a nominális bérek is magasabb pályára kerülhetnek. Mindezek hatására az adóhatásoktól szűrt infláció 2012 második felében, a teljes infláció pedig 2013 első felében süllyedhet 3 százalékra.

Pénzügyi piacok

A nemzetközi pénzügyi piacokat hosszabb ideje jellemző nagymértékű volatilitás az elmúlt hónapban is fennmaradt. Szeptemberben a világgazdasági konjunktúra-várakozások romlása és az eurozóna adósságválsága mellett az európai bankrendszert övező kockázatok is egyre határozottabban a befektetők figyelmének középpontjába kerültek. Mindezek nyomán a pénzügyi piacokon az eszközárak az augusztusi kamatdöntő ülés óta nagymértékben ingadoztak, és régióként némileg eltérő pályát írtak le. A fejlett piacokon a kockázatos eszközök csak részben tudták korrigálni az augusztus első felében elszenvedett eséseket. Az alacsony kockázatú eszközök hozamai tovább csökkentek, a devizapiacra az időszak nagy részében az euro gyengülése és a dollár erősödése volt megfigyelhető. Fontos fejlemény volt, hogy a Svájci Nemzeti Bank 1,20 frank/euro szinten árfolyamkorlátot vezetett be a frank felértékelődésének megakadályozása érdekében.

A hónap során számos Magyarország kockázati megítélését befolyásoló országspecifikus információ jelent meg, ezek hatását azonban nem lehetett egyértelműen kimutatni. Bár az elemzői nyilatkozatok alapján Magyarország számára egyértelműen fontos pozitív esemény a svájci jegybank árfolyamküszöbre vonatkozó bejelentése, a hazai CDS felárban ennek a tényezőnek a hatása alig volt érzékelhető. A devizahitelek végtörlesztésének lehetőségére vonatkozó kormányzati elképzelés bejelentése egyes indikátorokban érdemi, negatív irányú elmozdulást okozott. A magyar eszközökkel szembeni befektetői attitűd egyelőre a többi feltörekvő piachoz hasonlóan alakult. A kockázati felárak emelkedése és a devizaárfolyam gyengülése nem járt együtt tőkekiáramlással. A piaci árazások és elemzői megkérdezések alapján a következő hónapokban a változatlan irányadó kamat az alapforgatókönyv.

A bankrendszer helyzete

Augusztus folyamán a bankrendszer vállalati hitelállományának csökkenése (a júliusi megtorpanás után) ismét folytatódott, bár a mérséklődés nem volt jelentős. Az állománycsökkenés a devizahitelek csökkenése, és a forint hitelállomány enyhe növekedése mellett valósult meg. A forint hitelek átlagos kamatában nem volt lényeges változás július folyamán, mérsékelt csökkenést láttunk (*augusztusi kamat adat még nem áll rendelkezésünkre*). A háztartási hitelállomány leépülése tovább folytatódott a devizahitelek leépülésének, valamint a forint állomány lassú növekedésének eredményeként. Az átlagos hitelköltség mutató júniusban a lakáshiteleknél nem változott, a szabad felhasználású jelzáloghiteleknél viszont folytatódott az emelkedés.

2011. második negyedévének során folytatódott a háztartásoknál a nem teljesítő hitelek arányának növekedése, amit kisebb részben az állomány folyamatos csökkenése, nagyrészt viszont a portfólióromlás okozott. Az állományarányos veszteségek ezzel szemben csökkentek, elsősorban a bázishatás miatt. A fedezettség kissé nőtt. A vállalatoknál a nem teljesítő hitelek aránya ugrásszerűen növekedett. Az értékvesztés eredményrontó hatása ebben az esetben is főként a

bázishatás miatt kissé csökkent. A nem teljesítő vállalati portfólió fedezettsége emiatt kissé alacsonyabb volt a félév végén.

A bankrendszer és a fiókok adózás előtti eredménye 2011 első nyolc hónapjának végére meghaladta a 230 milliárd forintot. Ez lényegesen meghaladja a tavalyi év hasonló időszakában látottat annak ellenére is, hogy 2010-ben nem kellett még ekkor bankadót fizetni. A képet azonban árnyalja, hogy jelentős az aszimmetria a bankok között, a magas eredmény csak néhány banknak tudható be. A bankrendszeri tőkeemfelelési mutató nem változott július folyamán (*augusztusi tőke adat még nem áll rendelkezésre*), értéke 13,8 százalék volt a hónap végén.

2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉS ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács az alapkamatról történő döntés előtt áttekintette a makrogazdasági és pénzügyi piaci folyamatokat, valamint az MNB szakértői által készített „Jelentés az infláció alakulásáról” című kiadványt.

A testület tagjainak egyöntetű véleménye szerint a nemzetközi növekedési kilátások érdemben romlottak az elmúlt időszakban. Emellett a hazai konjunktúrahelyzet kedvezőtlenebbé válásához hozzájárult a belföldi kereslet további mérséklődése és a háztartások mérlegalkalmazkodásának folytatódása is. A svájci jegybanknak a frank erősödését megakadályozó intézkedése mérsékelte a hazai gazdaság devizakitettségből fakadó kockázatait, azonban a kilátások továbbra is inkább negatívak. Egyes tanácsstagok szerint a beruházási aktivitás a korábban vártnál kedvezőtlenebbül alakulhat középtávon, részben a konjunktúrahelyzet romlása, részben az üzleti környezet bizonytalanságának növekedése, részben a korlátos hitelkínálat miatt.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a monetáris politika számára releváns időhorizonton a kibocsátási rés negatív maradhat, és folyamatos dezinflációs nyomás érvényesülhet a magyar gazdaságban. A maginfláció így középtávon az inflációs cél alá süllyedhet, ugyanakkor a tervezett költségvetési intézkedések hatására a fogyasztói árindex átmenetileg megemelkedhet 2012-ben. Megoszlott a tagok véleménye a jövő évi indirekt-adó emelések másodkörös hatásainak megítélésével kapcsolatban. Többen úgy érveltek, hogy a jövő évre várható visszafogott kereslet és erős piaci verseny megakadályozza azt, hogy a cégek nagyobb mértékben átháríthassák az adóemeléseket a fogyasztókra. Mások ugyanakkor arra hívták fel a figyelmet, hogy a profitkilátások romlása miatt a vállalatok arra kényszerülnek, hogy a költségek emelkedését beépítsék áraikba, valamint az áremelkedések kismértékben a bérinflációt is erősíthetik. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a magyar tapasztalatok alapján az indirekt adóemelések hatásán nem lehet keresztülnézni, hiszen a sorozatos sokkok az inflációs várakozások emelkedését okozhatják. Egyes tanácsstagok külön kiemelték, hogy a Monetáris Tanácsnak különös figyelemmel kell kísérnie a fogyasztói árindex mellett az adószűrt maginfláció alakulását is.

A testület tagjai közül többen is felhívták a figyelmet arra, hogy az Inflációs jelentés készítése során feltételezett forint/euro árfolyam lényegesen erősebb a pillanatnyi piaci árfolyamnál, így az inflációs előrejelzés felfelé mutató kockázatai nagyobbak lehetnek. A nemzetközi pénzügyi környezet európai adósságválsággal összefüggő bizonytalanságai, illetve a kormányzat végtörlesztési tervei tovább erősíthetik a forint árfolyamára nehezedő nyomást, ami ezt a kockázatot szintén emelheti. Elhangzott ugyanakkor olyan vélemény is, hogy a hazai vállalatok

várakozásai szerint az energiahordozók ára tovább mérséklődhet, ami a leértékelődés importált infláción keresztüli érvényesülése ellen hathat.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a globális kockázati étvágy érdemben romlott a növekedés lassulása, valamint az adósságpályák fenntarthatóságát és az euroövezet válságát övező kockázatok miatt. A tanácstagok többsége úgy látta, hogy a külső és belső konjunktúrahelyzet kedvezőtlen alakulása Magyarország költségvetési mozgásterét is szűkítette. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az elmúlt hetekben a forinteszközök kockázati felárának emelkedéséhez - a globális tényezőknél kisebb mértékben ugyan, de - Magyarország kockázati megítélésének romlása is hozzáértett.

A Monetáris Tanács többségének megítélése szerint előretékintve a reálgazdasági folyamatok oldaláról értékelve az inflációs kilátások lehetőséget teremtenének a monetáris kondíciók lazítására, a globális kockázati megítélés jelentős romlása ugyanakkor megakadályozza ennek érvényre juttatását. Többen ugyanakkor azt hangsúlyozták, hogy az indirektadók emelésével összefüggő átmeneti inflációs hatás is szűkíti a monetáris politika mozgásterét. Egy tanácstag úgy értelt, hogy mind az inflációs kilátásokat, mind a pénzügyi stabilitási kockázatokat figyelembe véve jelzésértékű kamatemelésre lenne szükség. Más tanácstagok azt hangsúlyozták, hogy a jegybank hitelessége és stabilitás melletti elkötelezettsége, valamint a bejelentés előtt álló jegybanki devizapiaci program miatt indokolatlan lenne az alapkamat emelése.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat szinten tartását 6 tag támogatta, míg 1 tanácstag az alapkamat 25 bázispontos emelésére szavazott.

Szavazatok:

<i>alapkamat 6,00%-os szinten tartása mellett:</i>	6	Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Karvalits Ferenc, Kocziszky György, Simor András
<i>alapkamat 6,25%-ra történő emelése mellett:</i>	1	Király Júlia

Jelen voltak:

Bártfai-Mager Andrea

Cinkotai János

Gerhardt Ferenc

Karvalits Ferenc

Király Júlia

Kocziszky György

Simor András

A Kormányt Kármán András, a Nemzetgazdasági Minisztérium államtitkára képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2011. október 25-én tartja, amelyről 2011. november 16-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.