



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2010. MÁJUS 31-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2010. június 9. 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 fogyasztóiár-index 5,7, a maginfláció 4,3 százalék volt áprilisban, mely rendre 0,2 illetve 0,4 százalékponttal alacsonyabb az előző havi értéknél. A gyenge kereslet dezinflációs hatásának köszönhetően a piaci szolgáltatások inflációja tovább süllyedt. Az iparcikkek esetében rendkívül alacsony, nulla százalék körüli havi árváltozás jellemző. A termékkör áralakulását a visszafogott kereslet mellett az előző hónapokban a tavalyihoz képest felértékeltebb forint/euró árfolyam is magyarázhatja. Mindezzel összhangban az alapfolyamatokat megragadó trendmutató továbbra is az 1-2 százalékos sávban mozog.

Az aktuális inflációs jelentés előrejelzése szerint a korábbi prognózissal ellentétben az infláció a monetáris politika számára releváns horizonton nem csökken a cél alá, hanem annak közelében alakulhat. Ezzel szemben a jövő évben a belső kereslet árleszorító hatásának köszönhetően a maginfláció historikusan alacsony szintre süllyedhet. A két inflációs mutató közötti eltérés 2012-ben a cél körüli szinten záródhat.

A reálgazdaság teljesítménye rövidtávon kedvezőbben alakult a vártnál, azonban a középtávú kilátások nem módosultak érdemben. Az előzetes adatközlés alapján 2010 első negyedévében a bruttó hazai termék 0,2 százalékkal bővült a múlt év azonos időszakához képest, ami negyedév/negyedév alapon 0,9 százalékos – az EU-ban is erősnek számító – növekedést jelent. A meglepően kedvező első negyedéves adat mellett a KSH felfelé revideálta a megelőző két negyedév rövid bázisú növekedési adatait is. Az így kialakult kép alapján már az éves index is növekedést mutat. Kérdéses azonban, hogy a fenti folyamat mennyire átmeneti jelenségek, illetve mennyiben egy erősebb növekedési trend következménye.

Az ipari termelés szintje és az exportértékesítés 2010 márciusában ismét enyhén csökkent az előző hónaphoz képest, azonban összességében az év első három hónapjában a korábbi negyedévekhez képest még így is érdemi növekedést mutatott. A külkereskedelmi termékforgalom márciusban is jelentős mértékű többlettel zárt. Az import exportot meghaladó dinamikája főként a feldolgozóipari készletek feltöltésével állhat összefüggésben.

Az inflációs jelentés előrejelzése szerint a gazdaság az erős külső konjunktúrának köszönhetően fokozatosan élénkülhet, és 2011-től a belső keresleti tényezők is egyre nagyobb mértékben járulhatnak hozzá a növekedéshez.

Márciusban a versenyszférában megtört a bruttó keresetek közel két éve tartó fokozatos mérséklődése, és a várakozásokat meghaladó mértékben nőttek az átlagkeresetek. A bérdinamika emelkedése főként a feldolgozóiparban volt jelentős. Ennek háttérében egyrészt a meglévő kapacitások nagyobb kihasználása (azaz a munkaórák emelkedése), másrészt a részmunkaidőben foglalkoztatottak teljes munkaidőbe való visszaáramlása áll. A piaci szolgáltatások esetében a rendszeres keresetek dinamikája nem mutatott érdemi elmozdulást a korábbi hónapokban megfigyelt historikusan alacsony szinttől, bár a prémiumok némileg magasabbak voltak a vártnál. A két szektor bérfolyamatai közötti eltérés ezzel együtt tovább szélesedett.

Bár munkapiaci oldalról jelentős bérkiáramlást figyeltünk meg, hasonló mértékű elmozdulás nem történt a lakossági fogyasztással szorosan együttmozgó kiskereskedelmi értékesítésekben. A szűk értelemben vett kiskereskedelmi értékesítések 2010 márciusában 4 százalékkal, míg a fogyasztással szorosabban együttmozgó teljes értékesítések 8,3 százalékkal maradtak el az előző év azonos időszakától. Ennek magyarázata lehet a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének alakulása, míg ugyanis egyik oldalról az SZJA módosítások növelték, addig a béren kívüli juttatások szabályainak átalakítása csökkentette a rendelkezésre álló jövedelmet. Ezzel párhuzamosan a háztartások nettó hitelfelvétele márciusban ismét negatív volt. Megjegyzendő ugyanakkor, hogy a lakossági bizalmi indikátor pozitív irányba mozdult el, ami a kiskereskedelmi értékesítések kedvező alakulását vetítheti előre. A megfigyelt trendmutatók alapján azonban az élénkülés elhúzódó folyamat lehet.

Pénzügyi piaci folyamatok

Április-május folyamán a görög, illetve mediterrán eurozóna tagországok adósságproblémái már az euróövezet egészének szintjén is jelentős kihívást jelentettek. Erre reagálva az EU vezetői május 8-9-én rendkívüli intézkedéseket jelentettek be. A befektetőket azonban egyelőre nem győzte meg a mentőcsomag, ennek következtében az utóbbi hetekben már egyértelműen a kockázatkerülés erősödése jellemezte a nemzetközi piacokat. Az elmúlt hónap hazai pénzügyi piaci fejleményeire a nemzetközi tényezők – azon belül a szuverén kockázati felárak általános emelkedése – mellett a fiskális folyamatok szigorúbb befektetői megítélése gyakorolták a legnagyobb hatást.

Magyarország kockázati megítélése romlott az elmúlt hónapban. Bár a befektetői hangulat romlása nyomán a kockázati felárak emelkedése általános tendencia volt mind a fejlett, mind a feltörekvő piacokon, és a magyar prémiummozgások nem tértek el jelentősen a régiós fejleményektől, bizonyos mutatókban a relatív pozíció romlása is megfigyelhető volt. Az ötéves

magyar CDS-felár 185 bázispontról 241 bázispontra emelkedett, s a növekmény mértéke régiós összehasonlításban is nagynak tekinthető: a hozzánk hasonló kockázati megítélés alá eső román, bolgár, horvát CDS-felár és a CEEMEA kompozitindex mindössze 20-25 bázisponttal emelkedett, a régióból csak Ukrajna felára nőtt a magyarnál nagyobb mértékben. A kockázati megítélés romlása még erőteljesebben megmutatkozott az euróhoz viszonyított 5 év múltvai 5 éves hozamfelár esetében, amely 195 bázispontról 290 bázispontra emelkedett egy hónap alatt, miközben ugyanez a mutató Csehország esetében lényegében stagnált, Lengyelország esetében 35 bázisponttal emelkedett. Az 5 éves devizakötvényünk hasonló futamidejű német kötvényhez viszonyított felára – a magyar kötvényhozam emelkedése és a német kötvényhozam csökkenése révén – csaknem 130 bázisponttal emelkedett, míg cseh és lengyel eurokötvények esetében a felár emelkedése lényegében a német kötvényhozamok csökkenését tükrözte.

A kedvezőtlen nemzetközi környezet a forint leértékelődésében is megmutatkozott. Az április végén jellemző 265 forint/euro körüli szintről több hullámban gyengült a forint, több alkalommal a 283-284-es szintek közelében is járt. Az időszak végén korrekció volt megfigyelhető, így 275 forint/euro szint környékére erősödött vissza a hazai fizetőeszköz. Régiós összehasonlításban a forint többé-kevésbe együttmozgott a zloty-val, viszont a koronát és a lejt egyértelműen és számottevően alulteljesítette. A forintra vonatkozó implikált volatilitások és risk reversal jegyzések egyaránt megugrottak, az árfolyam-várakozások jelentős bizonytalanságát és erőteljesen gyenge irányba történt ferdülését jelezve. A május elején készített Reuters felmérésben még nem jelentek meg ezek a tendenciák: az 1-12 hónapos időtávon várt árfolyamra vonatkozó elemzői konszenzusok továbbra is viszonylag szűk sávban szóródtak, s értékük lényegében nem változott az előző havi felméréshez képest.

A külföldiek forintpozíciójában illetve forinteszközeinek állományában jelentős változások következtek be. A legutóbbi kamatdöntés óta a külföldiek számottevő forinteszköz-eladást hajtottak végre: állampapír-portfoliójukat, MNB-kötvény és részvény-állományukat összesen mintegy 320 milliárd forinttal csökkentették. Emellett látványosan növelték forint elleni pozícióikat is, nettó FX-swap állományuk 515 milliárd forint körüli értékben emelkedett. Ezzel párhuzamosan a likviditási indexek változása valamennyi pénzügyi piaci szegmensben a likviditás kisebb-nagyobb szűkülésére utalt.

Az állampapírpiacra is érdemi hozamemelkedés bontakozott ki, ami gyakorlatilag minden lejáraton megfigyelhető volt, legerőteljesebben azonban a hosszabb lejáratokat érintette: a 3-5 éves benchmark hozamok 90-115 bázisponttal 6,3-6,9 százalékos közelébe ugrottak, a 10-15 éves hozamok 7,3 százalékos szintje mintegy 85 bázisponttal van magasabban az egy hónappal korábbi szintnél. A forward hozamgörbe éven belüli szakasza 10-60 bázisponttal, az éven túli

szakasza 60-160 bázisponttal került feljebb. Az emelkedés a görbe középső szakaszát érintette legerőteljesebben.

A kamatsökkentési várakozások érdemben mérséklődtek májusban, csak a hónap utolsó napjaiban mutatkozott némi korrekció. A határidős kamatláb-megállapodásokban néhány hónapos időtávon növekvő valószínűséggel jelent meg egy 25 bázispontos kamatsökkentés esélye. Mind a bankközi piaci, mind az állampapír-piaci hozamgörbe feljebb tolódott. A hozamgörbék alapján a kamatpálya 5 százalékos környékén, 2010 őszén érheti el a minimumát. A piaci árak mellett a befektetői elemzésekben is megjelentek az óvatosabb monetáris politikára vonatkozó várakozások, és a Reuters felmérése alapján az elemzők többségének várakozásai a hozamgörbéhez hasonló képet mutatnak.

A bankrendszer helyzete

A 2010. márciusi visszaesés után áprilisban is jelentősen, több mint 100 milliárd forinttal csökkent a bankrendszer vállalati hitelállománya. Így az idei év első négy hónapja alatt a bankrendszerben és a fiókoknál összesen 226 milliárd forintos, 3,3 százalékos csökkenés ment végbe. A háztartási hitelek visszaesése az első négy hónap során gyorsult, az áprilisi 20 milliárd forintos csökkenéssel az idei év teljes állományi zsugorodása már 70 milliárd forint, ami közel 1 százalékos csökkenést jelent.

Az első negyedév folyamán mind a vállalati, mind a háztartási hitelek állományán belül tovább 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 portfólió arányos értéke némiképp mérséklődött, az értékvesztés eredményrontó hatása így mind a háztartási (2,4%), mind a vállalati (2,4%) portfóliónál kedvezőbb a várakozásoknál. Az éven belül kumulált adatok alapján a bankrendszer eredménye jelentős növekedést mutat. Míg az adózás előtti eredmény 2009 első négy hónapjában 151, addig 2010 azonos időszakában 203 milliárd forint volt. Az elmúlt 12 havi adózatlan eredményből számított ROE 13,6 százalékról 14,7 százalékra növekedett, miközben a ROA 1 százalékról 1,2 százalékra emelkedett. Az eredmény növekedése főként az értékvesztés csökkenésének, illetve a magas kamatjövedelemnek köszönhető. A bankrendszer tőkehelyzete továbbra is kielégítő, a tőkemegfelelési mutató 2010. március végén 12,9 százalék volt.

A monetáris transzmisszió szempontjából pozitív fejlemény, hogy az új kibocsátású háztartási hitelekben belül folyamatosan nő a forint hitelek részaránya, az április adatok alapján az új folyósítások 76 százaléka volt forintban denominált. Kedvező emellett, hogy a forint hitelek

szerepe már a jelzáloggal fedezett termékeken belül is jelentős. A körültekintő hitelezést elősegítő szabályozás eddig a kibocsátott volumenre nem volt jelentős hatással, de hozzájárulhatott az összetételben látott, forint hitelek felé történő elmozduláshoz.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a korábbi időszak kedvező folyamataihoz képest mind az inflációs kilátások, mind az ország kockázati megítélésének tekintetében feszültségek jelentek meg, emiatt a monetáris kondíciók lazításának tere szűkült.

A testület megítélése szerint a májusi inflációs jelentés prognózisa a korábbi előrejelzéshez képest rövidtávon kedvezőbb növekedési és a teljes horizonton magasabb inflációs kilátásokat jelez. A prognózis emelkedését jelentős részben az egzogén alapfeltevések – magasabb olajár, gyengébb euró-dollár árfolyam – okozták. Mindazonáltal a belső folyamatok is a magasabb inflációs pálya irányába mutatnak. A gyorsabb nemzetközi kilábaláshoz kötődően az ipari termelés alakulása a vártnál kedvezőbb és a fogyasztás élénkülése is erőteljesebb lehet a feltételezettnél. Ennek köszönhetően a kibocsátási rés a vártnál valamivel gyorsabban zárul be, így dezinflációs hatása is korábban gyengül.

Megosztott volt a tanács az inflációs kilátásokat övező kockázatok tekintetében. Többen úgy látták, hogy a jelenleg az előrejelzésben feltételezettnél gyengébb árfolyam, az olajárak alakulásában érzékelt felfelé irányuló kockázatok és a szolgáltató szektor béreinek esetleges felzárkózása a feldolgozóipar bérnövekedéséhez a monetáris politika számára releváns horizonton jelentős felfelé mutató kockázatot jelentenek. Mások felhívták a figyelmet arra, hogy a fundamentális folyamatok kedvező irányba mutatnak, a maginfláció historikusan alacsony, a szolgáltató szektor bérei visszafogottan emelkedtek, a háztartások devizaadósságának átértékelődése a vagyonhatáson keresztül hosszabb távon is visszafogottabb belső kereslet irányába mutat. Voltak, akik kiemelték, hogy az árfolyam és olajár alakulása az elmúlt időszakban különösen volatilis volt, ezért az előrejelzés feltevéseinek bizonytalansága nagyobb a szokásosnál, így nem egyértelműen felfelé mutatóak a kockázatok.

Többen felhívták a figyelmet arra, hogy a kereslet élénkülésével fontos szemponttá válik az inflációs várakozások horgonyozottsága, hogy az élénküléssel ne jelenjen meg ismételt inflációs nyomás a gazdaságban. Voltak, akik úgy látják, hogy a rendelkezésre álló információk nem utalnak a várakozások beragadására. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az inflációs várakozások horgonyzásában a kormányzat gazdaságpolitikájának is meghatározó szerepe van. A kormány tervezett intézkedéseinek részleteiről azonban egyelőre csak keveset lehet tudni, így azokat csak jövőben lehet majd figyelembe venni a kamatdöntésekben.

Egyetértettek a Tanács tagjai abban, hogy a görög válság eszkalálódása nyomán Magyarország kockázati megítélése egyértelműen romlott, a nemzetközi környezet bizonytalansága jelentős mértékben emelkedett. A romló külső környezet mellett a hazai gazdaságpolitikai kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság sem mérséklődött.

A tanácstagok többsége egyetértett abban, hogy a kockázattvállalási kedv általános mérséklődése mellett a hosszú hozamok és a CDS felárak régióhoz képest nagyobb mértékű emelkedése jelzi,

hogy Magyarország relatív pozíciója is romlott. Többen úgy vélték, hogy ez összefüggésben van a gazdaságpolitikát övező bizonytalansággal és a piaci szereplők fiskális politikára vonatkozó, korábbinál pesszimistább várakozásaival. Volt olyan tanácstag, aki a magyar gazdaság piaci fertőzéses hatásokra való érzékenységre hívta fel a figyelmet. Néhány tanácstag megjegyezte, hogy az európai fókuszú szuverén adósságválság megnyugtató megoldása elhúzódhat, és ezért a külső környezet bizonytalansága tartósan is fennmaradhat. Egyes tanácstagok ugyanakkor felvetették, hogy nem zárható ki előretételezve a globális bizonytalanság csökkenése, ami – ha a hazai kockázati megítélésben is tükröződik – lehetőséget nyújthat a további kamatcsökkentésre.

Elhangzott olyan vélemény is, hogy európai összehasonlításban a fiskális politika tekintetében Magyarország a kiigazítást követően kedvező képet mutat, és a költségvetési fegyelem fennmaradása esetén ezt visszatükrözheti a kockázati megítélés is. Egy tanácstag megjegyezte, hogy a piaci folyamatok alakulását elsősorban a nemzetközi események határozták meg, ezért egy további kamatcsökkentés sem lenne érdemi hatással a hazai eszközárakra.

A Tanács tagjainak döntő többsége úgy látta, hogy a jelenlegi helyzetben sem az inflációs célkövetés szempontjai, sem az ország kockázati megítélése nem teszi lehetővé a kamatcsökkentést. További csökkentésre akkor nyílna lehetőség, ha az inflációs kilátásokban és a kockázati megítélésben is pozitív elmozdulás következik be.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat tartását 5 tag támogatta, 2 tag pedig az alapkamat 25 bázispontos csökkentésére szavazott.

Szavazatok:

<i>alapkamat 5,25%-os szinten tartása mellett</i>	5	Bihari Péter, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Neményi Judit Simor András
<i>alapkamat 5 %-ra csökkentése mellett</i>	2	Bánfi Tamás, Csáki Csaba

Jelen voltak:

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

A Kormányt Haraszti Katalin, a Nemzetgazdasági Minisztérium főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2010. június 21-én tartja, amelyről 2010. július 7-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.