



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2010. JÚNIUS 21-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2010. július 7. 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 fogyasztói árindex 5,1, a maginfláció pedig 4,0 százalék volt májusban, ami 0,5 illetve 0,3 százalékpontos csökkenést jelent az előző hónaphoz képest. Az infláció lassulásához jelentős mértékben járult hozzá a feldolgozatlan élelmiszerek erőteljes árcsökkenése. Ez a tavaly májusban megfigyelt, kiugróan magas növekedés bázishatásával magyarázható. A feldolgozott élelmiszerek inflációja nem változott. A piaci szolgáltatások árnövekedésének üteme a gyenge belső kereslet miatt továbbra is historikusan alacsony szinten áll. Az iparcikkek inflációja májusban jelentősebben csökkent, a tartós és nem-tartós termékkörre egyaránt jellemző volt az árszint csökkenése. A korábbi hónapokra jellemző volatilitással szemben ennél a termékcsoportnál is erőteljesen érezhető tehát a belső kereslet árleszorító hatása. Összességében a maginflációs alapfolyamatokat megragadó trendmutató továbbra is az 1-2%-os sávban mozog.

A részletes GDP adatok a vártnál kedvezőbb első negyedéves teljesítmény komponenseiről tájékoztatnak, és megerősítik előzetes várakozásainkat. A részletes GDP adatok összességében összhangban vannak a májusi inflációs jelentés előrejelzéseivel. A gazdaságot továbbra is kettősség jellemzi. A növekedés motorja a külpiacon a konjunktúra, azonban a belső kereslet visszaesése is mérséklődött. Ez tükröződik a hozzáadott érték termelés és felhasználási oldalának szerkezetében is. Termelési oldalon az ipar növekedése járult hozzá pozitívan a hozzáadott érték alakulásához, de a piaci szolgáltatások visszaesése is mérséklődött. Felhasználási oldalon továbbra is jelentős a nettó export szerepe a növekedésben, de most már a készletváltozás is pozitívan járult hozzá a növekedéshez. A belső felhasználási tételek továbbra is negatívan járulnak hozzá a növekedéshez, de mérséklődött a fogyasztási és beruházási kiadások csökkenésének üteme is. Míg azonban a gépberuházások kevésbé, az építési jellegű beruházások a korábbinál nagyobb mértékben estek vissza.

Az ipari termelés éves és havi dinamikája is élénkült áprilisban. Az éves index 9,7% volt. A növekedés trendje összhangban van legfőbb felvevő piacunk, Németország, valamint a régió többi országa ipari termelésének alakulásával. A termelési folyamatokkal összhangban, jelentős áruforgalmi többlet mellett, tovább élénkült a külkereskedelmi termékforgalom is áprilisban. A még mindig gyengélkedő belföldi kereslet miatt az importnövekedés mögött feltehetően az export importtartalma és a készletek fokozatos feltöltése áll. Az első négy hónap áruforgalmi többlete 1,3 mrd euro volt, jelentősen meghaladva 2009 hasonló időszakának többletét (0,5 mrd). A bizalmi indexek és az új rendelések legfrissebb, májusi adatai rövid távon a termelés további bővülését valószínűsítik. A főbb kereskedelmi partnereink által bejelentett fiskális megszorító intézkedések azonban negatív kockázatokat jelentenek a középtávú növekedési kilátásokra.

A versenyszféra bérei áprilisban nem gyorsultak tovább; a rendszeres bérek dinamikájában március után markáns csökkenés volt megfigyelhető. A bruttó átlagkeresetek növekedése a feldolgozóiparban továbbra is gyorsnak mondható, ez egyrészt a javuló konjunktúrával, másrészt a bázishatással magyarázható. A piaci szolgáltatások bérezése továbbra is visszafogott. A legfrissebb intézményi foglalkoztatási adatok alapján a versenyszféra foglalkoztatottsága

elérhette mélypontját, a feldolgozóipari foglalkoztatásban várt fordulat pedig a konjunktúra alakulásával összhangban az elmúlt hónapokban megindulhatott. Az ágazatban a teljes munkaidősök létszáma fokozatosan emelkedik, miközben a részmunkaidőben foglalkoztatottak száma historikusan alacsony.

Pénzügyi piaci folyamatok

Ingadozó hangulat jellemezte a globális piacokat a legutóbbi kamatdöntés óta. A legtöbb piac esetében az időszak két szakaszra bontható: június első napjaiban a kockázati étvágy romlása volt megfigyelhető, amit később korrekció követett, utóbbi azonban nem mutat egységes képet. Több fontos piaci árfolyam és hozam – pl. az euro/dollár árfolyam, a német és amerikai hozamok – csak átmenetileg mozdult el, jelenleg azonban ismét a május végi szintje közelében tartózkodik. A részvényindexek az időszak során összességében emelkedni tudtak, ugyanakkor a PIIGS országok hozamfelárai ismét tágultak. A magyar eszközárak alakulásában a globális hangulat mellett országspecifikus tényezők is fontos szerepet játszottak. Hazánk és a régió relatív megítélésében tapasztalt romlás nem korrigálódott teljes mértékben az időszak második felében.

A szuverén kockázatok újbóli felerősödésével az eurozóna periferiális kötvényeinek hozamfelárai nőttek az időszak során. A kezdeti emelkedés szinte minden ország esetében megfigyelhető volt, melyben szerepe lehetett Spanyolország Fitch általi leminősítésének (AA+-ra) is. A visszarendeződés ugyanakkor eltérő képet mutat: míg Olaszország hozamfelára számottevően csökkent, jelentősen javítva az ország relatív pozícióját, a többi PIIGS ország szpredje az időszak vége felé ismét emelkedésnek indult. Míg Spanyolország esetében az EU/IMF mentőcsomag folyamatban lévő kidolgozásáról szóló sajtóhíresztelések, valamint a spanyol bankrendszert övező félelmek, Görögország esetében a Moody's általi, spekulatív kategóriába való leminősítés járult hozzá a felárak tágulásához. A most csütörtökön végrehajtott sikeres spanyol kötvény aukciók csökkentették az aggodalmakat és a felár mérséklődését eredményezték.

A valutaövezet fenntartható fiskális helyzetére való törekvést mutatja, hogy az EU pénzügyminiszterei szigorítani kívánják a túlzott deficit eljárás során alkalmazható szankciókat, és erősítenék a tagországi költségvetések ellenőrzését. Az elmúlt hetekben újabb hiánycsökkentő intézkedések bejelentésére került sor. Ezúttal az eurozóna két legnagyobb gazdasága, Németország és Franciaország számolt be jelentős, rendre 80 és 100 milliárd eurós tervezetről az elkövetkező évekre vonatkozóan. Feltehetően ennek is köszönhető a legfrissebb vállalati bizalmi indexek jelentős visszaesése.

A magyar államháztartás helyzetéről szóló túlzó és vészjósló politikai nyilatkozatok hatására a forint június első hetének végén – két nap alatt – 5 százalékkal gyengült, messze alulteljesítve bármilyen más devizát, és magával húzva a régió többi országának fizetőeszközeit is. Az euro/forint árfolyam az időszak eleji 275 forint után 290 forint fölé is emelkedett. Miután a kormány hangsúlyozta, hogy tartani kívánja az eredeti hiánycélt, a hazai eszközárakban, így a forintárfolyamban is korrekció vette kezdetét a rákövetkező héten. A kormány 29 pontos akciótervének piaci fogadtatása szintén pozitív volt, jóllehet több elemzés kiemeli egyfelől a

bankoktól beszedendő adó megvalósítását övező bizonytalanságokat és az esetleges káros következményeit, valamint az akcióterv részleteinek hiányából adódó bizonytalanságot. A visszaerősödés is a forint esetében volt a legnagyobb régiós összehasonlításban, de összességében így sem érte el a hazai deviza a május végi szintet: az euro/forint árfolyam jelenleg 280 forint, ami másfél százalékos gyengülést jelent az időszak egészében (hasonlóan a lej teljesítményéhez), szemben a zloty változatlan szintjével és a korona 1 százalékos gyengülésével. A sváci frankkal szemben elszenvedett leértékelődés ennél nagyobb mértékű volt, mivel a legutóbbi kamatdöntés óta tovább erősödött a svájci frank az euróval szemben. A frank/forint árfolyam 5 százalékkal (203 forintra) emelkedett az időszak során, lokális maximuma 208 forint volt. Az SNB a júniusi ülés közleményéből már elhagyta a frank túlzott erősödésének megakadályozásáról szóló részt, miután a – napokban közzétett adatok szerint – a devizataralék májusban 53 százalékkal, vagyis 80 milliárd frankkal nőtt.

A külföldi szereplők spot piaci forint pozíciója összességében 300 milliárd forinttal csökkent az elmúlt 3 hét során. A legtöbb eladásra az aggodalmat keltő politikai nyilatkozatok idején került sor, azonban a pozíció leépítése – a kedvezőtlen nemzetközi hangulat közepette – még a megnyugtató hétvégi nyilatkozatok után is folytatódott. Az akcióterv bejelentése óta 100 milliárd forinttal nőtt a külföldiek pozíciója.

Az aggodalmat kiváltó politikai nyilatkozatok hatására a hazai CDS ár 400 bázispont fölé emelkedett, míg az időszak elején 280 bázispont körül állt. Ez – hasonlóan a devizapiachoz – messze felülmúlja a régiós társak esetében tapasztalt romlást, sőt az ő esetükben tapasztalt emelkedés is jelentős részben a hazai fejleményeknek volt köszönhető. Ezt követően azonban a régiós országok felárának mérséklődése a hazainál lassabb és kisebb mértékű volt. Más Magyarországhoz hasonló nagyságú felárral rendelkező országok esetében nem következett be számottevő változás az elmúlt 3 hét során, a magyar, a román és a bolgár CDS ár rendre 64, 93, 67 bázisponttal emelkedett a május végi értékhez képest. Utóbbi két ország esetében szintén szerepet játszhattak országspecifikus tényezők: míg Bulgária esetében a statisztikák hitelessége kérdőjeleződött meg, Romániában a belpolitikai feszültségek növelik az országkockázatot.

Az FX-swap piaci implikált hozamok pénzügyi hozamoktól való eltérései júniusban már mérséklődtek a májusi emelkedés után, ami a hazai devizalikviditás normalizálódására utal. Ennek ellenére nem csak az időszak elején, de később is több alkalommal vették igénybe a magyar bankok az MNB 3 hónapos FX-swap eszközét, összesen 585 millió euro összegben.

A hazai kötvénypiacot sem hagyta érintetlenül a befektetők aggodalma, ami a hozamok emelkedésében és a piacok kiszáradásában egyaránt tetten érhető. Az öt éves hozam az időszak eleji 6,7 százalékról 7,9 százalék közelébe emelkedett, viszont a korrekció után is csak 7,25 százalékra tért vissza. A tíz éves hozam ennél kisebb mértékben, 25 bázisponttal emelkedett az időszak során. A kötvénypiaci likviditási indikátor a tavaly nyári szintekre esett vissza, és kereskedők is a piac szinte teljes kiszáradásáról számoltak be a nyilatkozatokat követően. A kincstárjegy és kötvény aukciók során jellemzően kétszeres körüli túljegyzés érkezett a papírokra. Ez alól kivételt képez az aggodalmak fokozódása utáni első 12 hónapos DKJ aukció, ahol alig jegyezték túl a forgalmazók a kibocsátandó mennyiséget, az utolsó héten azonban már ismét kétszeres feletti túljegyzés érkezett az aukcionált kötvényekre.

A pénzpiaci hozamok alakulásában is tükröződött az országgockázat megítélésének változása. A forint gyengülésével és a CDS ár megugrásával párhuzamosan teljesen kiárazódtak a kamatcsökkentési várakozások az FRA jegyzésekből, sőt a lokális csúcspontban 25 bázisponttal haladták meg a fél év múlva induló forward hozamok az alapkamatot. Az időszak végére a görbe eleje a jelenlegi kamatszint körül simult ki.

A bankrendszer helyzete

A 2010. áprilisi, mintegy 100 milliárd forintos visszaesés után májusban mindössze 10 milliárd forintos csökkent a bankrendszer vállalati hitelállománya. A bankrendszer gazdasági növekedést támogató szerepe szempontjából kedvezőbb májusi adat mellett is az év első öt hónapja alatt a bankrendszerben és a fiókoknál összesen 237 milliárd forintos, azaz mintegy 3,4 százalékos csökkenés ment végbe. A háztartási hitelek visszaesése az első négy hónap során gyorsult, a teljes bankrendszeri állományi zsugorodás már 70 milliárd forint volt. A rendelkezésre álló adatok alapján 2010 májusában hitelállomány visszaesési üteme némileg lassult, de így is nettó értelemben 11 milliárd forinttal csökkent az állomány, azaz 2009 decemberéhez képest 1 százalékos csökkenés következett be.

A kamattranszmissziót hosszabb távon erősítheti, de az alacsony új hitelnyújtás miatt rövid távon hatása nem jelentős, hogy az új kibocsátású háztartási hiteleken belül folyamatosan nő a forint hitelek részaránya, a májusi adatok alapján az új folyósítások közel 82 százaléka volt forintban denominált. Kedvező emellett, hogy a forint hitelek szerepe már a jelzáloggal fedezett termékeken belül is jelentős (májusi új szerződéseken belül 78 százalék volt). A rendelkezésre álló adatok alapján a körültekintő hitelezést elősegítő szabályozás eddig a kibocsátott volumenre nem volt jelentős hatással, de hozzájárulhatott a forinthitelek részarányának növekedéséhez.

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%), mind a vállalati (2,4%) portfólió értékvesztésének eredményrontó hatása kedvezőbb a várakozásoknál.

Az éven belül kumulált adatok alapján a bankrendszer eredménye jelentősen nőtt, ami a bankrendszer soktűrő 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 ROE a 2009. évi 12,52%-ról májusra 14,7 százalékra nőtt. Az eredmény főként a korábbinál alacsonyabb értékvesztés-képzés, illetve a magas kamatjövedelem miatt növekedett.

A bankrendszer tőkehelyzete továbbra is kielégítő, a tőke megfelelési mutató 13,6 százalék, az évközi eredmény tőkében való elszámolásának köszönhetően. Kedvezőtlen árfolyammozgások (elsősorban a CHF erősödése) jelentősen ronthatják a portfólióminőséget, azonban a

stressztesztek szélsőséges árfolyammozgások esetén is csak mérsékelt tőkebevonási igényt jeleznek. A kormány által tervezett bankadó figyelembevételével számított stresszpálya mentén is alacsony maradhat az addicionális tőkeszükséglet. Ugyanakkor a bankadó a hazai bankrendszer jövedelmezőségét csökkentené, és az anyabankok régióon belüli aktivitásának, forrás- és tőkebiztosításának újrászűzésével, a magyarországi tevékenység (ezen belül a hitelezés) visszafogásával és a likviditás egy részének visszavonásával járhat, ami a gazdasági növekedést is csökkentheti.

A bankrendszer rövidtávú likviditási helyzete megfelelő. A rendelkezésre álló likviditási többlet azonban nagyrészt forintban áll rendelkezésre, így kockázatot jelenthet az, hogy esetleges árfolyamgyengülés a letéti követelményeken keresztül rombolhatja a bankrendszer nagyobb swapállománnyal rendelkező szereplőinek forintlikviditását. A swapállomány miatti likviditási igényt nemcsak a forintárfolyam euróval szembeni gyengülése, hanem HUF/EUR árfolyam szinten maradása mellett a keresztárfolyamok (elsősorban CHF/EUR) kedvezőtlen elmozdulása is növelheti. A bankrendszer swapállományát 2009 első negyedéve óta jelentősen hosszabbította (a külföldiekkel kötött swapügyletek átlagos hátralévő futamideje 2 év fölé emelkedett), ennek köszönhetően 2010 végéig mindössze 2,4 milliárd eurónyi nettó swapmegújítási igény jelentkezik.

A hazai bankrendszer forrásbiztosításának szempontjából meghatározó külföldi forrásoknál az idei évben rövidülést figyeltünk meg (2010. március végére közel 50 százalékra emelkedett az egy évnél rövid hátralévő lejáratú források aránya a 2009 végi 48 százalékos szintről). A forrásmegújítási igényhez (idei évben mintegy 17 milliárd euró) kapcsolódó kockázatokat azonban továbbra is tompíthatja a válság idején is stabilnak mutató anyabanki források külföldi forrásokon belüli magas aránya, ami az idei év elején folyamatosan növekedve 2010 első negyedévének végére már meghaladta a 60 százalékot.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a májusi inflációs jelentés publikálása óta eltelt rövid időszakban a makrogazdasági kilátások nem változtak érdemben, ugyanakkor az ország kockázati megítélésének feszültségei miatt a monetáris kondíciók lazításának tere tovább szűkült.

Az inflációs kilátások mérlegelése során a testület tagjai egyetértettek abban, hogy a hatósági árakra vonatkozó adminisztratív intézkedések inflációs hatásai az ármeghatározási mechanizmus rendszerszerű átalakításáig összességében semlegesek lehetnek: miközben rövidtávon fékezhetik a fogyasztói áremelkedést, a monetáris politika időhorizontján elfojtott inflációs feszültségeket okozhatnak. Megosztott volt ugyanakkor a testület a legfrissebb inflációs adatok értékelésekor. Egyes tanácsstagok szerint a tartós deflációt jelző trendinflációs mutatók és a vártnál kedvezőbb iparcikk áralakulás alapján mérséklődhetnek a felfelé mutató inflációs kockázatok május óta. Más tanácsstagok ugyanakkor inflációs szempontból kedvezőtlennek ítélték a piaci szolgáltatások árainak múlt havi megugrását, illetve a feldolgozóipari és piaci szolgáltatási szektorok bérintései közötti rés tágulását.

A tanácstagok a kamatdöntésre ható legfontosabb tényezőként emelték ki a júniusi döntéskor a kockázati megítélés régióra és az Európai Unió egészére kiterjedő romlását. Európában a kockázati felár növekedését elsősorban a dél-európai országok szuverén adósságproblémái okozhatták. Magyarország befektetői megítélésére a külföldi problémák átgyűrűzése mellett vezető kormányparti tisztségviselők kommunikációja is kedvezőtlen hatást gyakorolt, amit csak részben enyhített a Kormány fiskális hiánycél melletti elkötelezettségének bejelentése.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a kormányprogram gazdasági folyamatok teljes spektrumára kiterjedő részletes kidolgozásáig a piaci bizonytalanság fennmaradhat. Az eddigi bejelentések alapján ugyanis a kormányzati tervek költségvetési és növekedési hatásai sem ítélték meg pontosan. A tanácstagok többsége egyetértett abban, hogy az egykulcsos személyi jövedelemadó bevezetése a régiós tapasztalatok alapján segítheti az adórendszer egyszerűsítését, és kedvezően hathat az adófizetési hajlandóságra, valamint az ország versenyképességére.

A tervezett bankadóval kapcsolatban több tanácstag hangsúlyozta azt, hogy a célja más országokban tapasztalttól eltérően nem az esetleges jövőbeli válságok kezeléséhez felhasználható tartalékok képzése, hanem a fiskális bevételsszerzés. Emellett a hazai bankadó tervezett mértéke is lényegesen nagyobb a más országokban már életbe léptetett vagy tervezett adókénál. Többen arra is felhívták a figyelmet, hogy a bankadó bevezetése kedvezőtlenül hathat Magyarország külföldi befektetői megítélésére, és a magyar hitelintézetek külföldi anyabankjainak a finanszírozási hajlandóságát is negatívan érintheti, ezáltal a hitelkínálat szűküléséhez vezethet.

A Monetáris Tanács tagjainak megítélése szerint a középtávú makrogazdasági kilátások változatlanul jegybanki cél körüli, ugyanakkor kockázatokkal terhelt inflációs pályát vetítenek előre. A monetáris kondíciók további enyhítését jelenleg elsősorban a kockázati megítélés romlása akadályozza. Eltért ugyanakkor a tanácstagok vélekedése az inflációs kilátások kockázatai tekintetében illetve a kedvezőtlen kockázati megítélés tartósságáról

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat tartását 6 tag támogatta, 1 tag pedig az alapkamat 25 bázispontos csökkentésére szavazott.

Szavazatok:

<i>alapkamat 5,25%-os szinten tartása mellett</i>	6	Bihari Péter, Csáki Csaba, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Neményi Judit, Simor András
<i>alapkamat 5 %-ra csökkentése mellett</i>	1	Bánfi Tamás

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. július 19-én tartja, amelyről 2010. augusztus 11-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.