



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2010. AUGUSZTUS 23-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2010. szeptember 8. 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 júliusában a fogyasztóiár-index 4,0, a maginfláció 1,3 százalék volt. Az infláció a 2009. júliusi áfa-emelés hatásának kifutása miatt az előző hónaphoz képest nagymértékben csökkent, a maginfláció 2,2 és az infláció 1,3 százalékponttal. A maginflációs tételek közül a piaci szolgáltatások éves inflációja a gyenge kereslet hatásával összhangban továbbra is historikusan alacsony. Júliusban a hónapra jellemző szezonálisnak megfelelően alakultak a szektor árai. Az iparcikkek szezonálisan igazított árai az elmúlt hónapok csökkenését követően júliusban stagnáltak. A forintárfolyam leértékelődésének hatása egyelőre még nem érzékelhető az adatokban, a következő hónapok iparcikk inflációját azonban már érdemben emelheti. A feldolgozott élelmiszerek szezonálisan igazított árszintje az előző havi csökkenést követően tovább mérséklődött, amelyben a gyenge kereslet árleszorító hatásának lehetett meghatározó szerepe. A feldolgozatlan élelmiszerek árszintje a kedvezőtlen időjárás következtében – az előző hónaphoz hasonlóan – júliusban is jelentősen emelkedett.

Júniusban folytatódott az ipari termelés bővülése, így a szektor a második negyedévben is pozitívan járulhatott hozzá a GDP alakulásához. A negyedévben 4,1 százalékkal élénkülő termelést továbbra is a dinamikus bővülő exportértékesítések fűtik. A magyar ipar hasonló pályára mentén lábál ki a válságból, mint más régiós országok és az euroövezet ipara. A rövid távú kilátások szempontjából kedvező jel, hogy a német konjunktúraindikátorok és a hazai ipar exportrendelése további élénkülésre utalnak. Így az ipar várhatóan a harmadik negyedévben is segítheti a magyar gazdaság talpraállását.

A termeléssel párhuzamosan az áruexport is tovább nőtt júniusban, miközben az import megtorpanni látszik. A kumulált áruforgalmi többlet az első félévben 1,9 milliárd eurót tett ki, ami közel duplája az előző év azonos időszakában megfigyeltnek. A második negyedévben is számottevő lehetett a nettó export hozzájárulása a GDP növekedéséhez. A cserearány májusban kissé romlott a korábbi hónapokhoz képest, ami összhangban áll a földgáz világpiacon árának alakulásával.

A KSH előzetes adatközlése alapján 2010 második negyedévében a bruttó hazai termék 1,0 százalékkal (a naptári hatásokat is figyelembe véve 0,8 százalékkal) bővült az előző év azonos időszakához képest. Az első negyedévhez képest megfigyelt korrekció továbbra is törekeny hazai kilábalásra utal. A termelési oldali folyamatokat tekintve az ipari termelés további növekedését figyelhettük meg. Néhány belföldre termelő ágazat teljesítménye azonban kedvezőtlenebbül alakulhatott. Az építőipari termelés tovább csökkenhetett a második negyedévben. A mezőgazdasági terméseredményeket az időjárás alakulása befolyásolta kedvezőtlenül. Felhasználási oldalon változatlanul a kedvező külső környezet és a gyenge belföldi kereslet kettőssége várható. A kedvezőtlen jövedelmi feltételek, a szigorú hitelezés, valamint a gyenge árfolyam hatása miatt a lakossági fogyasztás tovább csökkenhetett. Ezt tükrözi a szektor nettó finanszírozási képességében, ami a 2. negyedévben drámaian megemelkedett, a bruttó megtakarítás növekedése és a hitelfelvétel csökkenése formájában.

Júniusban tovább mérséklődött a versenyszféra bérintexe. A bruttó átlagkeresetek az előző év júniusához képest 2,8 százalékkal növekedtek. Ebben a hónapban a közelmúltban megfigyelt prémium visszafogások már nem voltak meghatározóak. A bérintex mérséklődését részben a tavalyi prémium visszafogások okozta pozitív bázishatások kifutása is magyarázhatta. Ugyanakkor ezen hatások mellett a rendszeres bérek lassulása jellemezte valamennyi ágazatot a versenyszférában. A versenyszféra fő ágazatainak bérezését az utóbbi hónapokban azonos irányú tendenciák mozgatják, ugyanakkor a béremelések ütemében tapasztalt kettősség továbbra is megfigyelhető. A feldolgozóipari bérek tovább lassultak az előző hónaphoz képest, az éves index júniusban azonban továbbra is 5 százalék közelében alakult. Ezzel párhuzamosan a piaci szolgáltató ágazatok bérezését változatlanul visszafogott bővülés jellemzi.

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 júniusban a versenyszféra valamennyi ágazatában megfigyelhető volt.

Pénzügyi piaci folyamatok

A legutóbbi kamatdöntés óta eltelt időszak első felében a kedvező vállalati gyorsjelentések, az eurozóna bankjairól kedvező képet mutató stressz tesztek publikálása és a mediterrán eurozóna tagországokban végrehajtott sikeres kötvényaukciók hatására a globális piaci hangulat javulása volt megfigyelhető. Az időszak második felében azonban ismét mérséklődni kezdett a befektetők kockázati étvágya, az egyes piacokon ugyanakkor eltérő volt a korrekció mértéke. A főbb részvénypiacok a globális hangulat romlásával az időszak első felében elért nyereség csak mintegy felét veszítették el, és a kockázatosabb országok CDS-felára is a legtöbb esetben csökkent az időszak egészében.

Magyarország kockázati megítélése a nemzetközi szervezetekkel folytatott tárgyalások megszakadása hatására jelentősen romlott, ami a magyar eszközárak azonnali jelentős esését eredményezte: az euro/forint árfolyam 10 forinttal, az 5 éves hazai CDS-felár 50 bázisponttal, devizakötvényünk hozamfelára 22, az öt év múlva induló 5 éves forward forint hozamfelár 24 bázisponttal ugrott meg. A megemelkedett prémium a legtöbb piacon mérséklődött az időszak során, ugyanakkor az 5x5-ös felár magasán maradt, és a CDS esetében tapasztalt relatív romlás is nagyobb mértékű és tartósabb volt. Míg a CDS-felár az összes régiós ország esetében mérséklődött (pl. Romániáé 30, Bulgáriáé 60 bázisponttal) hazánké 11 bázisponttal nőtt az időszak egészében. A magyar felárnál is nagyobb mértékben emelkedett ugyanakkor néhány perifériális eurozóna tagország felára, annak ellenére, hogy az eurozónában jellemzően kedvező hírek láttak napvilágot.

A régiós devizák árfolyama némileg más pályát követett, mint a fejlett kötvény- és részvénypiacok. A forint időszak eleji zuhanása hirtelen gyengülést eredményezett a régióban, ami az időszak közepéig folyamatosan korrigálódott, az időszak második felében tapasztalt hangulatromlás idején pedig meglepő stabilitást mutattak a régiós devizák. A forint így összességében 1 százalékkal került a legutóbbi kamatdöntés előttinél erősebb szintre, némileg alulteljesítve a zlotyt és a koronát, melyek 3 százalék körüli mértékben értékeltődtek fel a hónap során. A svájci frank/forint árfolyam 200-214 forint/frank intervallumban ingadozott, és a nyitó

szint (208 forint/frank) közelébe tért vissza az időszak végére. A külföldiek devizapiaci forintkitettsége nem változott érdemben a hónap során. A tárgyalások megszakadását követő forintgyengülés 160 milliárd forintnyi eladással járt, ezt azonban későbbi vásárlásaikkal ellensúlyozták.

A hosszú forint állampapírok hozamai a tárgyalások megszakadásának hírére sem emelkedtek számottevően és tartósan, az időszak egészében pedig 60-80 bázispont körüli mértékben csökkentek. Az elmúlt hetek aukciói jellemzően sikeresek voltak, jóllehet ez a javulás inkább visszatérést jelent a régebben jellemző túljegyzési arányokhoz az elmúlt hónapokban tapasztalt visszafogott kereslettel jellemezhető időszak után. A külföldiek állampapír-állománya meglehetősen szűk sávban mozgott, és nem változott számottevően. A forint árfolyam és a forint kötvények hozamainak gyors korrekciója és jelenlegi árazása, valamint a piaci elemzések alapján az tűnik a piac által legvalószínűbbnek tartott forgatókönyvnek, hogy ősszel létre fog jönni a megállapodás a nemzetközi szervezetekkel, és sor kerülhet a szükséges fiskális szigorításra.

A pénzügyi határidős hozamok alakulása a korábbiaknál jobban elvált a többi piac alakulásától, és sok esetben a globális hangulat és a forintárfolyam alakulásával ellentétesen mozgott. Az időszak közepéhez képest mérséklődtek, a júliusi kamatdöntés előtti szinthez képest azonban összességében emelkedtek a beárazott kamatemelési várakozások. Jelenleg az 1 hónap múlva induló 3 hónapos időszakra 9 bázisponttal, a 6 hónap múlva induló időszakra pedig 28 bázisponttal magasabb szintet implikálnak a jegyzések az aktuális alapkamatnál. A határidős hozamok tehát folyamatosan emelkedő kamatpályával konzisztensek. A Reuters által megkérdezett elemzők egyhangúan az alapkamat tartására számítanak a mostani ülésen. Ami az év hátralévő részére vonatkozó várakozásokat illeti, ugyan az év végi alapkamatra adott előrejelzések emelkedtek múlt hónaphoz képest, átlaguk még így is 6 bázisponttal a jelenlegi alapkamat szintje alatt van. Az elemzői várakozások és a hozamok eltérését az magyarázhatja, hogy rövid távon az irányadó kamattartása lehet a piac által legvalószínűbbnek vélt forgatókönyv, és a hozamokban feltehetően inkább kisebb valószínűséggel jelenik meg egy esetleges rendkívüli kamatemelés vagy a szigorítási ciklus kezdete az idei évre.

A bankrendszer helyzete

A hitelaggregátumok alakulásában továbbra sem látható tendenciaváltás. Az előzetes adatok alapján 2010 júliusában a vállalati hitelállomány stagnált az előző havi jelentős csökkenés után. Várakozásunk szerint azonban a csökkenés folytatódhat a belső kereslet visszafogottságának, és a szigorú hitelezési feltételek következtében. Az MNB augusztusban publikált Hitelezési felmérése szerint a vállalati hitelszertenderdek esetében a 2007 óta tartó szigorítási ciklus véget ért, ugyanakkor a jelenlegi igen szigorú hitelezési feltételek fennmaradása tartós maradhat. A háztartási hitelek júliusban is a megelőző hónaphoz hasonló mértékben, 20 milliárd körüli összeggel csökkentek. Ugyanakkor pozitív fejlemény, hogy a forinthitelek térnyerése tovább folytatódott 2010 júniusában, az új hitelszerződésekben belül a megelőző hónaphoz hasonlóan 80 százalékot tett ki a forintalapú hitelek aránya.

2010 második negyedében a banki portfólió minősége jelentősen romlott, valamint az ebből származó hitelezési veszteségek emelkedtek. A hitelezési veszteségek korábbi hónapokban

megfigyelhető csökkenésének megfordulását a háztartási portfólió esetén a forint svájci frankkal szembeni gyengülése, a vállalati portfólió esetén pedig a kereskedelmi ingatlanhitelek várakozásunknál nagyobb nem teljesítése okozta.

A háztartási szegmensben adósonként számolva, a 90 napon túli késedelembe esett hitelek aránya elérte a 9,4 százalékot 2010 első félévének végén. Egyúttal a hitelezési veszteségek portfólióarányos értéke is 3 százalékos szintre nőtt. A korábbi 2,4 százalékos várakozásunk feletti értéket szinte teljes egészében az előrejelzésünkhöz használnál 15 százalékkal gyengébb árfolyam magyarázta. A háztartási hitelporfólió romlásához hozzájárult az átstrukturálás lassulása is. A jövőbeli kilátásokat pedig negatívan befolyásolja, hogy az átstrukturált hiteleken belül folyamatosan növekszik a visszaesők aránya. Bár a hitelek újratárgyalása rövid távon mérsékli az elszorított veszteséget, hosszabb távon azonban – a kilábalás elhúzódása esetén – megnő az átstrukturált hitelek nemteljesítővé válásának kockázata. A legfrissebb Hitelezési felmérés szerint a háztartási hiteleknek az újból legalább 30 napos késedelembe esők aránya 2010 második negyedévének végére 25 százalékra emelkedett.

A vállalati hitelek portfólió-minőségében is hasonló folyamatokat lehet megfigyelni, mint a háztartási hiteleknél. Adósonként számolva, a 90 napon túl lejárt vállalati hitelek aránya 12,2 százalékra növekedett. Az átlagos hitelállományhoz viszonyított 12 havi kumulált értékvesztés a vállalatoknál is megközelítette a 3 százalékot, ami jócskán meghaladta a korábbi 2,5 százalékos előrejelzést. Az eltérést itt szinte teljes egészében a kereskedelmi ingatlanprojekt-hitelek vártnál nagyobb hitelezési vesztesége okozta. Az átstrukturált hitelek arányában érdemi változás nem történt 2010 második negyedévében. Ugyanakkor a Hitelezési felmérés adatai alapján a kis- és középvállalati szegmensben és az üzleti ingatlanhitelezésnél az átstrukturálás sikeressége jelentősen romlott. Az átstrukturálás után ismét legalább 30 napos késedelembe esők aránya minkét szegmensben elérte a 20-25 százalékot

2010 első hat hónapjában a bankrendszer (részvénytársasági hitelintézetek és fióktelepek együttvéve) összesített adózás előtti eredménye 176 milliárd forint volt. Az előző hónaphoz képest ez jelentős visszaesést jelent, és idén először az előző évek időarányos szintje alatt található a bankrendszer adózás előtti eredménye. Így az elmúlt 12 havi adózatlan eredményből számított ROE a 2009. évi 12,5 százalékról 2010. június végére 10 százalékra csökkent. Az eredmény csökkenését a megugró értékvesztés-elszámolás, és az egyéb veszteségek növekedése okozta, miközben a jövedelmezőséghez továbbra is pozitívan járul hozzá a kamatmarzs növekedése következtében emelkedő kamatjövedelem. A tőke-megfelelési mutató értéke is csökkent, a május végi 13,1 százalékról június végére 12,6 százalékra.

A bankrendszerrel kapcsolatban nemcsak az aggregált jövedelmezőségi és a tőke-megfelelési mutatók romlása tekinthető kedvezőtlen folyamatnak, hanem kockázatot jelent a bankok közötti aszimmetria növekedése is. Míg 2009 végén a három legnagyobb adózás előtti eredménnyel rendelkező intézményhez volt köthető a bankszektor jövedelmének 60 százaléka, addig 2010 júniusára ez az arány 83 százalékra emelkedett. Az adózás előtti eredmény alapján veszteséges bankok száma 15-ről 17-re nőtt, a mérlegfőösszeg alapú arányuk pedig 5 százalékról 19 százalékra ugrott 2009 vége és 2010 júniusa között.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a gazdasági növekedés idején gyorsulása ellenére a monetáris politika számára releváns időhorizonton a kibocsátás mindvégig elmarad potenciális szintjétől, és a munkanélküliségi ráta is magas marad. A Monetáris Tanács tagjainak megítélése szerint a deflációs folyamat megtörésére lehet számítani, ugyanakkor a testület tagjainak többsége úgy érvelt, hogy az inflációs pálya kedvezőbben alakulhat annál, mint amit a jegybanki szakértői stáb az inflációs jelentés alappályájában felvázolt, elsősorban azért, mert a kibocsátási rés nagyobb lehet, és a hatása erősebben érvényesülhet az előrejelzésben foglaltaknál, így az infláció megközelítheti a 3 százalékos inflációs célt.

Az inflációs folyamatok értékelése során elhangzott olyan vélemény is, hogy a gazdaságban korábban megfigyelt viselkedési mintákat, amelyekre az inflációs jelentés alappályája építkezik, felülírhatják a válság nyomán végbement folyamatok, nevezetesen a bankok és lakosság vártnál erősebb mérlegalkalmazkodása. A háztartások megtakarítása a visszafogott hitelkínálat mellett továbbra is magas maradhat, ami keresleti oldalról fékezheti az inflációt. Egyes tanácsstagok szerint a vártnál alacsonyabb GDP adat arra utal, hogy a kibocsátási rés nagyobb lehet az előrejelzés alappályájában bemutatottnál. A foglalkoztatási és béradatok alapján a munkaerőpiacon sem azonosíthatóak az inflációs nyomás jelei. Többen kiemelték, hogy az inflációs jelentés alappályája körüli kockázatoszlás a jelentésben felvázoltnál kiegyensúlyozottabb lehet, és kedvező jelnek értékelhető, hogy az inflációs várakozások a kedvezőtlen makrogazdasági kilátások ellenére is csökkenést mutattak, mert erre korábban nem nagyon volt példa. Egyes tanácsstagok szerint az elmúlt időszakban az árfolyamingadozás növekedése miatt az árfolyamgyengülés a kereskedelemképes szektorban lassabban éreztetheti hatását, és a tartós iparcikkek áralkulásának elmúlt hónapokban megfigyelt újszerű, deflációt segítő mintázatát a jelenlegi előrejelzési modell nem veszi figyelembe.

Mások ugyanakkor úgy érveltek, hogy az inflációs jelentésben felvázolt magasabb infláció önmagában monetáris szigorítást indokol és nincs a Tanács birtokában olyan evidencia, ami a gazdasági szereplők jövőbeli inflációval kapcsolatos viselkedési mintái megváltozására utalna. Az árfolyam leértékelődése, és az importált nyersanyagok árának emelkedése miatt némileg erősödhetett az inflációs nyomás. Bár egy költségvetési kiigazítás az inflációs jelentés alapfeltevéseit az infláció szempontjából némileg kedvezőbb irányban befolyásolhatná, de egyrészt ilyen gazdaságpolitikai fordulatot a Monetáris Tanács nem előlegezhet meg, másrészt vélhetően ezek a kormányzati intézkedések sem szorítanak az inflációt a jegybank középtávú céljára. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az inflációs jelentés alappályája számottevően alulbecsülheti a nyersanyagárak jövőbeni alakulását, ami tovább növeli az inflációs kockázatokat.

A testület tagjai közül többen felhívták a figyelmet Magyarország kockázati megítélésének május kezdete óta megfigyelhető romlására. A magyar devizakötvények német kötvényekhez viszonyított felára nagymértékben emelkedett, miközben a CDS-felárok regionális összehasonlításban is kedvezőtlenül alakultak. A kockázati felárok emelkedése különösen hosszabb időhorizontra visszatekintve egyértelmű.

A Monetáris Tanács többségének megítélése szerint az elmúlt időszakban megfigyelt kedvezőtlen irányú folyamatok egyelőre nem indokolják a monetáris kondíciók szigorítását. Egy

esetleges kamatemelési ciklus megindításához a jelenlegi bizonytalan környezetben nem állnak rendelkezésre megfelelő információk, és kisebb hiba fakad abból, ha a jegybank kiváráó stratégiát követ, mint ha indokolatlanul szigorításba kezd.

Többen úgy érveltek, hogy a kockázati prémiumot, valamint az inflációs pályát alapvetően meghatározó forintárfolyam ingadozását a kormányzati gazdaságpolitika körüli bizonytalanság alakította, így kedvező irányú elmozdulásokra is csak a kormányzati tervek nyilvánosságra hozatalát követően lehet számítani. Egyes tanácsstagok ugyanakkor úgy érveltek, hogy az inflációs jelentésben felvázolt erősödő inflációs nyomást a jelenlegi környezetben kisebb reálgazdasági költséggel lehetne tartósan megfékezni, ugyanis a szigorítással járó árfolyamfelértékelődés a belső kereslet szempontjából még gazdaság élénkítő hatású is lehet, ezért a lehetséges előnyöket és költségeket mérlegelve nem érdemes a monetáris kondíciók szigorításával késlekedni.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat tartására vonatkozó javaslatot 4 tanácsstag támogatta, 2 tanácsstag az alapkamat 25 bázispontos emelésére szavazott, míg 1 tanácsstag az alapkamat 25 bázispontos csökkentést támogatta.

Szavazatok:

<i>alapkamat 5,25%-os szinten tartása mellett:</i>	4	Csáki Csaba, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Neményi Judit
<i>alapkamat 5,5%-ra történő emelése mellett:</i>	2	Bihari Péter, Simor András
<i>alapkamat 5,00%-ra történő 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. szeptember 27-én tartja, amelyről 2010. október 6-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.