



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2010. SZEPTEMBER 27-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2010. október 6. 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 augusztusában a fogyasztóiár-index 3,7, a maginfláció 1,5 százalék volt, az infláció 0,3 százalékponttal csökkent, a maginfláció 0,2 százalékponttal növekedett az előző hónaphoz képest. A csökkenés főként egyes maginflációs kívüli tételekhez – szabályozatlan árú termékek, jármű és piaci energia – köthető. A maginfláció továbbra is historikusan alacsony szinten áll, a rövidtávú inflációs nyomást megragadói mutatók azonban növekedést vetítenek előre a következő hónapokra.

A piaci szolgáltatások éves inflációja a gyenge kereslet hatásával összhangban továbbra is historikusan alacsony. Augusztusban nagyjából a hónapra jellemző szezonálisnak megfelelően alakultak a szektor árai. Az iparcikkek szezonálisan igazított árai az elmúlt hónapok csökkenését követően július után augusztusban is stagnáltak. A forint árfolyam leértékelődésének hatása egyelőre kevésbé érzékelhető az adatokban, a következő hónapok iparcikk inflációját azonban már érdemben emelheti. A feldolgozott élelmiszerek szezonálisan igazított árszintje az előző havi csökkenést követően növekedett, míg a feldolgozatlan élelmiszereké a korábbi emelkedést követően stagnált. A gyenge árfolyam és az év eleji kedvezőtlen időjárás elsősorban az előbbi termékkörben eredményezheti az árak további növekedését.

A KSH részletes adatközlése szerint 2010 második negyedében a bruttó hazai termék 1,0 százalékkal (a naptári hatásokat is figyelembe véve 0,8 százalékkal) bővült az előző év azonos időszakához képest, negyedéves alapon azonban csak stagnált az első negyedév 0,6 százalékos bővülését követően. A magyar gazdaság növekedésének motorja továbbra is a külpiaci konjunktúra, a belső kereslet az augusztusi inflációs jelentésben vártnál némileg kedvezőtlenebbül alakult. Ennek megfelelően termelési oldalon egyedül az ipar járult hozzá pozitívan a hozzáadott érték változásához. Felhasználási oldalon az első negyedévhez hasonlóan számottevő maradt a nettó export és a készletváltozás bővülése, utóbbi a folyamatosan élénkülő ipari termeléshez és a növekvő kivitelhez köthető. 2010 második negyedében a háztartások fogyasztási kiadásai és a bruttó állóeszköz-felhalmozás is tovább csökkent.

Júliusban valamelyest mérséklődött az ipari termelés dinamikája, az előző év azonos hónapjához viszonyítva 9 százalékkal nőtt, míg a megelőző hónaphoz képest 1 százalékkal csökkent. A bizalmi indexek és rendelési adatok az ipari termelés további, de az év első felében tapasztalathoz képest lassabb bővülését vetítik előre 2010 második felére. A készletfeltöltés és az állami keresletélénkítő lépések kifizetésével azonban fékeződhet a nemzetközi konjunktúra, ezért az év első feléhez képest lassabb növekedés várható.

2010 júliusában enyhén emelkedett a kiskereskedelmi értékesítések volumene az előző hónaphoz képest, míg az éves indexekben a bázishatások miatt látványos javulás volt megfigyelhető. Tekintve, hogy az aktuális adatban érdemi egyedi hatások is megjelentek, illetve a lakossági fogyasztást meghatározó legfontosabb makrogazdasági tényezőkben kedvező elmozdulás nem tapasztalható, ezért a fogyasztás vártnál korábban bekövetkező fordulatát ezen egyhavi adat még nem vetíti előre.

Az előzetes adatok alapján a külkereskedelmi egyenlegben nincs jele fordulatnak, bár az import dinamikája júliusban meghaladta az exportét. Az import gyors növekedése részben egyedi tételekhez köthető, a szezonálisan igazított áruforgalmi többlet pedig hasonló mértékű volt, mint az előző hónapokban.

A versenyszféra bérdinamikája továbbra is visszafogottan alakult, a júliusban végrehajtott béremelés megfelelt az elmúlt években megfigyelt szezonálisnak. A bruttó átlagkeresetek 3, a rendszeres bérek 2,9 százalékkal növekedtek az előző év azonos hónapjához képest. A szezonálisan igazított adatok alapján a feldolgozóipari éves index az év eleji átmeneti gyorsulást követően visszatért a tavalyi év végére jellemző mérsékeltebb 4-5% körüli ütemhez. A piaci szolgáltatások bérezése változatlanul historikusan alacsonyan, 3 százalék alatt alakult júliusban. Összességében a beérkezett adatok a vártnál némileg erőteljesebb munkapiaci alkalmazkodásra utalnak.

A foglalkoztatottak létszáma nem mutatott érdemi változást júliusban az előző hónapokhoz képest, a stagnálás valamennyi ágazatra jellemző volt. A beérkezett adatok megerősítik, hogy a kibocsátás fordulatát késve követve, az elmúlt negyedévben a versenyszféra foglalkoztatása is túljuthatott a mélypontján.

Pénzügyi piaci folyamatok

A legutóbbi kamatlétszám óta eltelt időszak során a nemzetközi piaci hangulat vegyes képet mutatott. A menedékeszközök árai ismét historikus csúcsokat döntöttek, ugyanakkor a fontosabb tőzsdeindexek az időszakot összességében csak enyhén (Eurostoxx +3, S&P +4,5 százalékos) emelkedéssel zárták. Az eszközárak alakulása szempontjából leginkább a nagy jegybankok, különös tekintettel a Fed politikájára vonatkozó várakozások, valamint az eurozónával kapcsolatos felerősödő félelmek voltak meghatározóak. Az elmúlt hónap során megjelent tengerentúli makroadatok jellemzően összhangban voltak a korábban felvázolt, lassuló kilábalást mutató képpel. Az eurozóna romló megítéléséhez leginkább a közelmúltban elvégzett banki stressz-tesztek hitelességével, az ír bankrendszer konszolidálásának költségvetési hatásaival és a mediterrán országok adósságpályájával kapcsolatos félelmek járultak hozzá leginkább. Mindezek eredményeképp Portugália és Írország hozamfelára számottevően emelkedett.

Az elmúlt hónap során a kelet-közép-európai régiót csak mérsékelten sújtották a globális hangulat ingadozásai. A hazai eszközárak alakulásában ugyanakkor országspecifikus tényezők is fontos szerepet játszottak. Az időszak első felében kedvezőtlenül hatottak hazánk kockázati megítélésére az IMF-fel való szerződés megújítását elvető politikai nyilatkozatok, kedvező piaci fogadtatása volt viszont a Kormány 2011-es hiánycél tartására vonatkozó elköteleződésének. Ugyanakkor mind a piaci elemzők, mind a hazánkat figyelmeztető két hitelminősítő intézet vélekedése szerint az októberi önkormányzati választások után olyan konkrét intézkedések bejelentésére lesz szükség, melyek a fenntartható növekedéssel összhangban, hitelesen garantálják a vállalt hiánypálya teljesítését. Ennek hiányában leminősítésekre és a magyar eszközárak leértékelődésére lehet számítani.

A hazai CDS ára összességében 12 bázisponttal emelkedett az augusztusi kamatdöntő ülés óta. Ez ugyan enyhén elmarad a lengyel vagy a román felár emelkedésétől, nem tér el azonban jelentősen a hasonló szinten álló országok változásától. Jóllehet hazánk az időszak első felében e tekintetben alulteljesítő volt, az utóbbi két hét során felárunk mind abszolút, mind relatív értelemben számottevően csökkent. A forint árfolyama szintén nagyobb kilengést mutatott a régió más devizáihoz képest, összességében azonban nem volt érdemben alulteljesítő az időszak egészében. Az euro/forint árfolyam az időszak eleji 278-ról egészen 289,5 forint/euróig gyengült, majd visszatért a kezdeti szintjére. A forint a svájci frankkal szemben az időszak első felében ennél nagyobb mértékben gyengült (210-ról egészen 226 forint/frank fölé) a frank euróval szembeni erősödése miatt, a hó végére azonban a frank/forint árfolyam is megközelítette nyitó szintjét. Utóbbiban az is szerepet játszott, hogy a svájci jegybank legutóbbi közleményében lefelé módosította a növekedési és inflációs előrejelzését, ami a frank gyengülését eredményezte.

A külföldiek a forintpozíciója az időszak egészében nem változott számottevően: jóllehet az első három hét során közel 300 milliárd forintot adtak el a devizapiacra, ennek nagy részét később visszavásárolták. Ez idő alatt swap állományuk közel 170 milliárd forinttal nőtt, amiből 80 milliárd MNB-kötvények, 90 milliárd forint állampapírok vásárlásában csapódott le.

A hosszú hozamok egy átmeneti emelkedés után szintén mérséklődtek, azonban még így is az időszak eleji szintek fölött tartózkodnak: a tízéves hozam 6,7 százalékról 7,5 százalékig ment fel, jelenleg pedig 6,9 százalékon áll. Az elmúlt hónap során végrehajtott aukciók többsége jól sikerült, az ÁKK a jelentős túljegyzésnek köszönhetően sok esetben a tervezettnél nagyobb mennyiséget értékesített.

A rövid hozamok az időszak első felében számottevően emelkedtek, és a szeptember 9-i csúcspont idején a pénzügyi görbe eleje egy havonta 25 bázisponttal emelkedő kamatpályával volt konzisztens. Jóllehet azóta a kamatemelési várakozások mérséklődtek, így is 20-30 bázisponttal emelkedtek a hozamok az időszak eleji szintekhez képest. Így az 1, 2 és 3 hónap múlva induló időszakra vonatkozó FRA jegyzések rendre 11, 33 és 44 bázisponttal magasabbak az aktuális alapkamatnál. A Reuters által megkérdezett elemzők teljesen egyhangúan az alapkamat tartását várják a mostani ülésre. Emellett abban is meglehetősen erős az összhang, hogy a lazítási ciklus már elérte a végét: mindössze két elemző szerint csökkenhet tovább az alapkamat. Bár az idei év végi kamatszintre adott prognózisok alapján az elemzők a változatlan kamatszintet tekintik alapforgatókönyvnek, a számszerű értékekhez fűzött megjegyzések alapján valószínűsíthető, hogy kockázati pályaként egy komolyabb szigorítás is benne van a várakozásokban. Ezt erősíti, hogy az első kamatemelés időpontját illetően viszont erős megosztottság mutatkozik: 2010 októbere és 2012 első negyedéve között szóródtak az előrejelzések.

A bankrendszer helyzete

Az első félévi jelentős visszaesés után júliusban és augusztusban is enyhe növekedést tapasztaltunk a vállalati hitelek állományában. Ezzel szemben a háztartási hitelek augusztusban is a megelőző hónaphoz hasonló mértékben, 20 milliárd körüli összeggel csökkentek.

Várakozásaink szerint a háztartások hitelállományának visszaesése továbbra is folytatódhat, illetve a kontrakció a vállalati hitelek esetén újra elkezdődhet.

A romló makrogazdasági és pénzügyi környezet arra ösztönözheti a bankokat, hogy további mérlegalkalmazkodást hajtsanak végre. A hitelezési veszteségek jelentősen növekednek; a háztartási portfólió esetén a forint svájci frankkal szembeni gyengülése és a tartósan magas munkanélküliség miatt, a vállalati portfólió esetén pedig a kereskedelmi ingatlanhitelek várakozásunknál nagyobb mértékű nem teljesítése következtében. A hitelezési veszteségeken túl a bankadó kivetése is rontja a bankok tőkeakkumulációs képességét, ami arra ösztönzi a bankokat, hogy a hitelezési aktivitásuk visszafogásával állítsák helyre tőkemegfelelésüket.

A hitelezés visszafogása több okból is elsősorban a vállalati szegmensben érvényesülhet. Egyrészt a vállalati hitelek átlagos futamideje jóval rövidebb, mint a háztartási hiteleké, ezért ha gyors alkalmazkodásra van szükség, akkor az a vállalati hiteleken keresztül érhető el. Másrészt a vállalati hiteleken az átlagos kamatmarzs kisebb, mint a háztartási hiteleken, ezért a bankok számára jövedelmezőségi szempontból is a vállalati hitelezés visszafogása indokolt. Harmadrészt, a kockázattal súlyozott eszközökben (a tőkemegfelelési mutató nevezője) a vállalati hitelek nagyobb kockázati súllyal szerepelnek, így egységnyi vállalati hitel leépítése jobban növeli a tőkemegfelelési mutatót, mint egységnyi háztartási hitel leépítése. Az MNB augusztusban publikált Hitelezési felmérése is ebbe az irányba mutat. A vállalati hitelsztenderdek esetében a 2007 óta tartó szigorítási ciklus véget ért ugyan, de a jelenlegi igen szigorú hitelezési feltételek fennmaradása tartósan ígérkezik. Összességében tehát a bankrendszer továbbra sem fogja segíteni a gazdaság fellendülését.

A vállalati hiteleknél a 90 napon túl lejárt hitelek adósonként számított aránya 12,2 százalékra növekedett. Az átlagos hitelállományhoz viszonyított 12 havi kumulált értékvesztés június végén a vállalatoknál megközelítette a 3 százalékot, ami becslésünk szerint augusztusban is ezen a szinten maradt. A háztartási szegmensben 90 napon túli késedelembe esett hitelek adósonként számított aránya elérte a 9,4 százalékot 2010 félévének végén. Egyúttal a hitelezési veszteségek portfólióarányos értéke is 3 százalékos szintre nőtt, ami augusztusban is hasonló szintet mutatott.

2010 első nyolc hónapjában a bankrendszer összesített adózás előtti eredménye 197 milliárd forint volt. A júniusi jelentős veszteség után júliusban gyakorlatilag nulla volt az adózás előtti eredmény, míg augusztusban 22 milliárd forintos adózás előtti nyereséget produkált a bankrendszer. Az elmúlt 12 havi adózatlan eredményből számított ROE a 2009. évi 12,5 százalékról így 2010. augusztus végére 8,4 százalékra csökkent. A tőkemegfelelési mutató július végén 12,9 százalékot mutatott.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy 2010-ben megkezdődött a magyar gazdaság kilábalása a recesszióból, a kibocsátás azonban csak lassan tér vissza potenciális szintjéhez. Az infláció a tartósan gyenge kereslet miatt a monetáris politika számára releváns időhorizonton megközelítheti a 3 százalékos inflációs célt, ezért – amíg ellenkező irányba mutató adatok nem érkeznek be - a jelenlegi környezetben a kamatpolitikának kiváró stratégiát érdemes követnie.

A testület tagjai egyetértettek abban, hogy a gazdasági kilábalás a korábban vártnál lassabb lehet, amiben a belső keresleti tényezők játszanak elsősorban szerepet. Többen felhívták a figyelmet arra, hogy a háztartások eladósodottsága kedvezőtlenül alakul a szektor várható vagyoni helyzetét és bevételeit figyelembe véve. A törlesztő-részletekkel összefüggő kényszer-megtakarításokon túl a háztartások hitelvállalási hajlandósága is mérséklődhetett, ezért a háztartások finanszírozási képessége várhatóan tartósan emelkedik. Ezt a folyamatot tovább erősítheti a bankrendszer visszafogott hitelezési aktivitása is.

A Monetáris Tanács tagjai a kamatdöntés során a kiemelt figyelmet fordították az inflációs folyamatok áttekintésére. A tanácstagok többsége egyetértett abban, hogy a legfrissebb adatok megerősítik a testület előző havi inflációs folyamatokra vonatkozó értékelését. Egyes tanácstagok kiemelték, hogy az iparcikkek árváltozása a vártnál kedvezőbb volt, ami a korábban tapasztaltnál lassabb vagy gyengébb árfolyam-átgyűrűzésre utal. Ennek kapcsán többen azt is kiemelték, hogy a forint árfolyamának inflációs folyamatokra gyakorolt hatása megváltozott az elmúlt időszakban. Az árfolyamgyengülés ugyanis nem csak inflációnövelő hatást fejt ki az importáron keresztül, hanem mérsékli a fogyasztásra fordítható jövedelmet és a tőke költség növekedésén keresztül a beruházásokat is visszafogja, ami keresleti oldalról korlátozza az áremelkedést

Egyes tanácstagok kiemelték, hogy a kényszer- és óvatossági megtakarítások növekedése a fogyasztást hosszú távon is fékezheti, segítve ezáltal a defláció folytatódását. Mások ezzel összefüggésben a fogyasztás importtartalmának csökkenésére hívták fel a figyelmet, ami az árfolyam leértékelődésekből fakadó áremelkedési nyomást is visszafoghatja.

Többen a pozitív fejlemények közé sorolták a bérinfláció mérséklődését, ami ha tartós marad az inflációs várakozásokra, és így a hosszú távú monetáris politikai kilátásokra is kedvezően hathat. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a 2011. évi költségvetési hiánycél melletti kormányzati elkötelezettség miatt a makrokereslet tovább mérséklődhet, ami szintén támogatja a jegybank deflációs politikáját.

Egyes tanácstagok ugyanakkor felfelé mutató inflációs kockázatokra is felhívták a figyelmet. A legfrissebb inflációs adat összességében az augusztusi inflációs jelentés alappályánál gyorsabb árnövekedést jelez rövid távon, hosszabb távon pedig az elmaradt áremelésekből fakadó nyomás erősödhet a gazdasági fellendüléssel párhuzamosan. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a nyersanyag-, valamint a feldolgozott élelmiszer-árak esetében az inflációs jelentés feltevésben szereplőnél kedvezőtlenebb forgatókönyvek valósulhatnak meg, és mindez további felfelé mutató inflációs kockázatokat jelent.

A Monetáris Tanács tagjainak megítélése szerint a költségvetési elkötelezettség a jövő évi 3 százalékos költségvetési hiánycél mellett megállította Magyarország kockázati megítélésének relatív romlását. Többen arra figyelmeztettek ugyanakkor, hogy egyelőre nem ismertek a kötelezettségvállalást alátámasztó konkrét intézkedések. A fiskális egyensúly a fenntarthatóság irányába tett gazdaságpolitikai lépést jelent, ugyanakkor az egyensúlyjavító lépések szerkezete is befolyásolja a monetáris politika mozgásterét.

A Monetáris Tanács többségének álláspontja szerint az inflációs kilátások nem változtak az elmúlt hónapban, így a kamatpolitikának továbbra is kiváró stratégiát érdemes követnie. A

kivárással szél az is, hogy a kormány egyelőre nem hozta nyilvánosságra a költségvetési hiánycélok elérését szolgáló gazdaságpolitikai terveit, ezért a monetáris politika semleges feltételezésekre építkézhet. Egyes tanácsstagok szerint a háztartások eladósodottsága miatt Magyarországon a belső kereslet nagyobb mértékben és tartósabban esett vissza, mint más országokban, így a kamatpolitikai mozgástér is eltér más országokkal összehasonlítva. Egyes tanácsstagok ugyanakkor arra figyelmeztettek, hogy az inflációs kockázatok esetleges jövőbeni emelkedésére a monetáris politikának érdemes azonnal reagálnia, mert a háztartásoknál jelentkező mérleghatások következtében jelenleg lényegesen kisebb költséggel lehet az inflációban korrekciót elérni.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat tartására vonatkozó javaslatot 6 tanácsstag támogatta, míg 1 tanácsstag az alapkamat 25 bázispontos csökkentést támogatta.

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 5,00%-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 Haraszti Katalin, a Nemzetgazdasági Minisztérium főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2010. október 25-én tartja, amelyről 2010. november 17-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.