



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2011. JÚNIUS 20-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2011. július 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/Monetaris_politika/donteshozatal/mnbhu_mt_jegyzokonyv

1. Az MNB szakértőinek helyzetértékelése a makrogazdasági és pénzügyi piaci fejleményekről

Makrogazdaság

Az MNB júniusi inflációs jelentése szerint az infláció 2011 eleje óta végbement emelkedését a világpiaci nyersanyagárak felől érkező költségnyomás okozta. A magas nyersanyagárak begyűrűztek a feldolgozott élelmiszerek áraiba, az olajár emelkedése pedig gyorsan megjelent az üzemanyagok árában. A költségsokkok miatt rövid távon továbbra is 4 százalék körül alakulhat az infláció. Az előrejelzés a világpiaci nyersanyagárak csökkenését feltételezi, ami középtávon mérsékli az inflációt. A gyenge kereslet és a laza munkaerőpiac együttese pedig továbbra is tompítja a másodkörös hatások mértékét. Középtávon a szabályozott energia árakban az elmúlt hónapok költség-emelkedése mellett a korábbi negyedévek nyersanyagár-emelkedése is megjelenhet, ami 2012 elején átmenetileg megakasztja a dezinflációt. Az előrejelzés alappályája szerint az infláció a jelenlegi kamatszint huzamosabb ideig történő fenntartásával 2012 végére érheti el az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos szintet.

A gazdasági növekedés szerkezeti kettőssége továbbra is megfigyelhető: a recesszióból való kilábalás fő forrása a külső kereslet, amihez a belső kereslet csak fokozatosan zárkózik fel. Az erőteljes nemzetközi keresletnek köszönhetően az ipari termelés 2009 eleje óta szinte töretlen növekedést mutat, míg a szolgáltató-ágazatok teljesítménye változatlanul gyenge. A tényleges kibocsátás a stáb becslése szerint még mindig több mint 3 százalékkal maradhat el a potenciális szintjétől. A kapacitások kihasználtsága az exportra termelő ágazatokban már elérheti a historikusan jellemző mértéket, miközben a szolgáltató szektorban változatlanul érdemi szabad kapacitások lehetnek jelen.

A növekedési kilátásokat külső piacaink bővülése mellett a magánszféra válságot követően elhúzódó mérlegkiigazítási folyamata, és a Széll Kálmán tervben valamint a konvergencia programban megfogalmazott kormányzati intézkedések határozzák meg. Az előrejelzés szerint a növekedés mind idén, mind jövőre a potenciális növekedést némileg meghaladó lesz, azonban a kibocsátási rés így is az előrejelzés teljes horizontján negatív marad. A kibocsátási rés záródását a változatlanul erős külső kereslet vezeti, míg a belső keresleti tételek tartósan elmaradnak középtávú egyensúlyi értéküktől.

A lakossági fogyasztási kiadások 2009 vége óta stagnálnak, és nem mutatják az élénkülés jeleit. Több tényező is arra utal, hogy a fogyasztás visszafogott alakulása az MNB korábbi előrejelzéseinél tartósabb folyamat lehet. Az év elején a háztartásoknál keletkező - elsősorban az szja-kiengedésből és az év végi

prémium-kifizetésből adódó - jelentősebb többletjövedelem nem érhető tetten a fogyasztás emelkedésében. Az óvatossági megfontolások változatlanul nagyon erősek a háztartások döntéseiben, melynek eredményeként a megtakarítási ráta a válság alatt elért magas szinthez képest is tovább emelkedett. A lakosság továbbra is több hitelt törleszt, mind amennyit új forrásként felvesz. A gyenge hitelaktivitásban mind keresleti, mind kínálati tényezők szerepet játszanak.

Az előrejelzés alappályája szerint a fogyasztás huzamosabb ideig elmaradhat hosszú távú trendjétől. A háztartások fogyasztását továbbra is a bizonytalan jövődelem-kilátások és a magas adósságállomány miatt elhúzódó mérlegalkalmazkodás határozza meg, amit nehezít a devizahitelek törlesztő-részleteinek megemelkedése. Az óvatos fogyasztói magatartásra csak korlátozott hatással lehet az adósmentő csomag. Míg rövid távon a reálhozam-kifizetés élénkítheti a fogyasztási kiadásokat, addig a Széll Kálmán-tervben és a konvergencia programban megfogalmazott intézkedések átmenetileg rontják a háztartások jövedelmi pozícióját.

A vállalati beruházások élénkülését a továbbra is gyenge belső kereslet, a szigorú hitelfeltételek és a különadók jelenléte akadályozza. Bár a magánszektor beruházásai növekedtek az első negyedévben, ez alapvetően néhány nagy autóipari vállalathoz köthető, és az ezen a körön kívül eső ágazatok esetében inkább a meglévő kapacitások erőteljesebb kihasználására és a beruházások elhalasztására lehet számítani.

A lakáspiacon - az erőteljes keresleti korlátok és a jelentős túlkínálat miatt - további visszaesést következhet. A bizonytalan munkapiaci környezet, a szigorúbb hitelkondíciók és a felhalmozódott lakásállomány negatívan hat a piac folyamataira. Az elfogadott adósmentő csomag átmenetileg javíthatja a legrászorultabb háztartások helyzetét. A lakossági beruházás stabilizálódása csak a jövő év közepétől várható.

A válság során megfigyelt munkaerő-tartalékolás következtében a gazdasági kilábalás nem járt a foglalkoztatás egyidejű, jelentősebb bővülésével. A versenyszférában továbbra sem tapasztalható érdemi létszámbővülés, a tovább növekvő aktivitás pedig historikusan is magas szinten tartja a munkanélküliséget. A gazdaság növekedésével párhuzamosan a foglalkoztatás is fokozatos, lassú bővülést mutathat, ám az aktivitás emelkedésével a munkanélküliségi ráta a jelenlegi 10 százalékos szint körül stagnálhat. A rokkantnyugdíjasokat érintő szabályozás szigorodása várhatóan erősíti az aktivitás emelkedését.

Változatlanul erős a laza munkapiaci feltételek bérleszorító hatása, így a munkapiac oldaláról jelentkező inflációs nyomás alacsony. Ezt támasztja alá, hogy 2011 áprilisában a versenyszféra bruttó béréi továbbra is visszafogottan, átlagosan 4 százalékos ütemben bővültek. A laza munkapiaci kondíciók mellett a munkát

terhelő adók csökkentése is lehetőséget teremt arra, hogy a költségsokkok miatt elszenvedett jövedelemromlást a vállalatok a bérköltségek leszorításán keresztül ellensúlyozzák. Összességében az előrejelzési horizonton egészen a laza munkapiaci kondíciók fennmaradására, és így a bruttó bérek mérsékelt ütemű növekedésére lehet számítani.

A magánszektor hitelállománya tovább csökkent az első negyedévben. Bár a nemzetközi tapasztalatok is azt mutatják, hogy recessziót követően a gazdasági kilábalást általában késve kíséri a hitelezés felfutása, a hazai bankpiacon számos jele van hitelkínálati korlátok erőteljes érvényesülésének. A vállalatok esetében a hosszú lejáratú hitelek, a lakossági szektorban elsősorban a devizahitelek állománya mérséklődött. A hitelezési felmérés alapján 2011 első negyedévében tovább nehezedett a vállalatok számára a hitelhez jutás. A bankszektor leginkább a jó hitelképességű vállalati ügyfelekre koncentrál, akikért erős árverseny zajlik. A háztartási szegmensben a nem-árjellegű feltételek érdemben nem változtak. A jelzáloghitelek esetén mind a teljes hitelköltség, mind pedig a kamatfelár emelkedett. A hitelezés élénkülésére a háztartások esetében a jövő év közepétől lehet számítani.

Külső egyensúlyi pozícióinkat továbbra is a robusztus külső kereslet által vezérelt kedvező export, valamint az alacsony fogyasztás és beruházás nyomán kialakult lanyha belső felhasználás kettőssége határozza meg. Ennek következtében 2010-ben régiós összehasonlításban is magas szintre, a GDP 4 százaléka közelébe emelkedett a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége, amiben elsősorban a magánszektor pozíciójának javulása játszott szerepet.

Külső pozícióink tovább javulhat a következő években, aminek háttérében a javuló reálgazdasági egyenleg és az európai uniós transferek fokozódó beáramlása áll, és az, hogy ezt csak részben ellensúlyozza a jövedelemegyenleg emelkedő hiánya. Külső finanszírozási képességünk javulását 2011-ben az SNA-szemléletű államháztartás pozíciójának erőteljes romlása mellett a magánszektor pozíciójának érdemi javulása határozza meg, míg 2012-ben a további javulást már egyértelműen az államháztartás egyenlegének - elsősorban a Széll Kálmán- terv intézkedéseihez köthető - javulása okozza, miközben a magánszektor nettó megtakarításai enyhén mérséklődnek.

Pénzügyi piacok

A nemzetközi pénzügyi piacokon uralkodó befektetői hangulatot alapvetően a rövid távon enyhén romló konjunkturális kilátások, illetve az eurozóna periféria országaiban zajló szuverén adósságválság legújabb hulláma befolyásolta. A kockázatos eszközök áralakulásában bekövetkező erőteljes korrekcióhoz a fejlett országokban beindult, illetve a közeljövőben várható monetáris szigorítás következtében enyhén felerősödő kockázatkerülés is hozzájárulhatott. A

tőkeáramlás irányában a biztonságosabbnak ítélt pénzügyi eszközök portfólión belüli felülsúlyozása dominált, ugyanakkor a feltörekvő piacok kockázati megítélése továbbra is pozitív.

A hazai pénzügyi eszközökkel szemben mutatott befektetői attitűdöt a feltörekvő piacok kedvező megítélése, a régióval kapcsolatos kockázatérzékelésben jelentkező viszonylagos stabilitás, valamint néhány ország-specifikus tényező befolyásolta. A portugál és görög adósságválság legújabb hulláma csak korlátozott mértékben hatott a régiós felárakra, az időszak végén csak enyhén emelkedett a magyar kockázati prémium. A viszonylagos stabilitáshoz ország-specifikus tényezőként a konvergencia program kedvező nemzetközi fogadtatása, a forint kamatfelára, valamint az erős első negyedéves külkereskedelmi mutatónk is hozzájárulhatott. A nem rezidens szereplők tovább növelték a magyar eszközökkel szembeni kitettségüket. Az eszközvásárlás elsősorban az állampapír-állomány jelentős bővülésében jelentkezett.

A piaci árak és az elemzői kommentárok összességében arra utalnak, hogy a következő hónapokra változatlanul egyöntetű várakozásnak tekinthető az alapkamat tartása, sőt, emellett a kétoldalú inflációs kockázatok kiegyensúlyozottsága miatt a piaci szereplők többsége az idei évben már nem vár kamatváltoztatást. A következő kamatlépés időpontjára és irányára vonatkozóan nem rajzolódik ki egyértelmű elemzői konszenzus.

A bankrendszer helyzete

A vállalati hitelek áprilisi, kismértékű emelkedése után májusban ismét csökkent az állomány. A bankközi kamat feletti felár a vállalati hiteleknél 2,5 és 2,6 százalékpont közötti sávban stagnál 2010 második féléve óta mind az euroalapú, mind pedig a forintalapú hiteleknél. Figyelembe véve, hogy a hitelezési veszteségek miatti felár jelentősen emelkedett a válság óta (230-250 bázispont között alakul) a kialakult kamatfelár alacsonynak tekinthető, különösen az euroalapú hiteleknél, ahol a külföldi és deviza források költségei is jelentősen emelkedtek a válság óta. Az alacsonynak tekinthető felárak, azonban a bankok szelekciójára utalnak, mivel a jobb minőségű ügyfelek juthatnak alacsonyabb felár mellett hitelhez. Ráadásul a vállalatok hitelfelvételi lehetősége tovább nehezült az első negyedévben, hiszen a bankok nagyobb részt szigorították feltételeiket. Ráadásul további szigorítást terveznek.

A háztartási hitelállomány leépülése tovább folytatódott májusban a devizahitelek leépülésének, valamint a forintfolyósítások alacsony volumenének eredményeként. A hitelkondíciók ebben az esetben is szigorodtak az első negyedév folyamán. Ugyanakkor markáns különbség 2010-hez képest, hogy elsősorban a hitel költségei drágultak nem pedig a nem-árjellegű feltételek szigorodtak. A költségek emelkedését csak részben magyarázza az alapkamat fokozatos emelése, hiszen az első négy hónapban több mint 100 bázispontos volt a THM-ek emelkedése.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

Az alapkamatról történő döntés előtt a Monetáris Tanács áttekintette a makrogazdasági és pénzügyi piaci folyamatokat valamint az MNB szakértői által készített „Jelentés az infláció alakulásáról” című kiadványt, mely szerint a jelenlegi 6 százalékos alapkamat huzamosabb ideig történő fenntartásával 2012 végére elérhető a 3 százalékos középtávú inflációs cél.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az Inflációs Jelentés alappályája alapján erősödött az a korábbi előrejelzésben is szereplő kettőség, miszerint a növekedés a külső konjunktúra élénkülésének következménye, a belső kereslet ugyanakkor továbbra is visszafogott. A kettőség tükröződik az inflációs folyamatokban is. Míg a nyersanyagárakat ért sokkok hatása – és ezen belül elsősorban a korábbinál is magasabb olajárpályája – önmagában növelné az inflációt, a visszafogott belső kereslet és laza munkaerőpiac fékezi az ár- és béremeléseket. Elhangzott az is, hogy a háztartási energiaár-befagyasztás későbbre tolása megváltoztatja az inflációs pálya lefutását és az előrejelzési horizont közepén növeli az inflációt.

Több tanácstag kifejtette, hogy mind a belföldi fogyasztás alakulásáról kialakult kép változása, mind a nyersanyagárak további növekedése önmagában negatív folyamat. Ugyanakkor az inflációra gyakorolt hatás szempontjából ezen két hatás egymás ellen hat. Ugyanakkor a nyersanyag árak magas volatilitása növeli a makrogazdasági alappályát övező kockázatokat. Mások kifejtették, hogy ugyan az energiaárak jövőbeli alakulásával kapcsolatban valóban erőteljes a bizonytalanság, de az élelmiszerárak alakulása szempontjából kedvező, hogy idén a tavalyinál magasabb és jobb minőségű lehet a búzatermés.

Elhangzott, hogy a belföldi kereslet korábbi előrejelzésben feltételezettnél is lassabb bővülése az előző Inflációs Jelentésben már kockázati pályaként szerepelt, és az azóta beérkezett adatok alapján lett az új előrejelzésben az alappályája része. Az eladósodott háztartások kényszerű mérlegalkalmazkodása következtében annak ellenére nem bővül érdemben a fogyasztás, hogy a 2010-ben elfogadott adólépések, az adósmentő csomag, illetve a reálhozamok kifizetése kapcsán a háztartások egy része az idei évben a korábbinál jelentősen magasabb jövedelem felett rendelkezhet. A teljes előrejelzési horizonton a korábban feltételezettnél lassabb fogyasztásnövekedési pályában ugyanakkor szerepe van annak is, hogy az új előrejelzés már teljes egészében figyelembe veszi a Széll Kálmán terv és a Konvergencia Program intézkedéseinek keresletvisszafogó hatásait.

A Monetáris Tanács helyzetértékelése során részletesen megvitatta az Inflációs Jelentésben felvázolt alternatív forgatókönyveket is, melyek kétirányú inflációs kockázatokat hordoznak. Az alappályánál magasabb inflációt okozna a nyersanyagárak esetleges további emelkedése. A testület egyetértett abban, hogy az energia-ársok közvetlen hatásainak tompítására még erőteljes

kamatlépések esetén is csak korlátozott lehetősége van a Monetáris Tanácsnak. Ugyanakkor több tag kifejtette, hogy a monetáris politikának feladata ezen külső sokkok másodkörös hatásainak tompítása azzal, hogy a várakozásokat az inflációs célnak megfelelő szinten horgonyozza. Elhangzott, hogy a másodkörös hatásokat mérsékelheti, hogy a belföldi kereslet visszafogottsága és a továbbra is laza munkaerőpiac erős ár- és bérleszorító hatással bír. Több tanácsstag is utalt arra, hogy a Magyarországra elmúlt évtizedekben jellemző magas inflációs környezet növeli a másodkörös hatások megjelenésének veszélyét, ugyanakkor ezt tompíthatja a negatív kibocsátási rés dezinflációs hatása. A tanács tagjai közt nem volt egyetértés az inflációs várakozások horgonyozottságáról. Az egyik tag kifejtette, hogy az elmúlt időszakban horgonyzottá váltak az inflációs várakozások, mások szerint viszont továbbra sincsenek összhangban a jegybank inflációs céljával, sőt az elmúlt időszakban még növekedtek is. A Monetáris Tanács döntése során mérlegelt másik magasabb inflációs pályához vezető alternatív pálya az eurozóna periféria országok adósságválságának súlyosbodása, ami növelhetné a hazai eszközök kockázati prémiumát, és a forint leértékelődéséhez vezethetne. Ezzel szemben támogathatja a dezinflációt azon forgatókönyv, miszerint a hazai költségvetést érintő konkrét kiadáscsökkentő intézkedések végrehajtása nyomán tovább javul az ország kockázati megítélése és felértékelődik a forintárfolyam.

A testület egyetértett abban a kérdésben, hogy az alappálya és azt övező kockázatok alapján huzamosabb ideig szükség lehet a kamatszint 6 százalékon történő tartására, mivel ezzel biztosítható, hogy az infláció 2012 végére a jegybank 3 százalékos inflációs céljára mérséklődjön. Több tag kifejtette, hogy önmagában a belső folyamatok alapján rövid távon is sor kerülhetne kamatcsökkentésre, de ezt a külső kockázatok nem teszik lehetővé. Más tagok ezzel szemben jelezték, hogy a külső kockázatok realizálódása esetén kamatemelésre is szükség lehet.

A vitát követően az alapkamat tartására vonatkozó javaslatot a 7 tanácsstag egyhangúlag támogatta.

Szavazatok:

<i>alapkamat 6%-os szinten tartása mellett:</i>	7	Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Kocziszky György, Simor András
--	----------	---

Jelen voltak:

Bártfai-Mager Andrea
Cinkotai János
Gerhardt Ferenc
Karvalits Ferenc
Király Júlia
Kocziszky György

Simor András

A Kormányt Palotai Dániel, a Nemzetgazdasági Minisztérium főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2011. július 26-án tartja, amelyről 2011. augusztus 10-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.