



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2011. AUGUSZTUS 23-I ÜLÉSÉRŐL**

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

1. MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

Makrogazdaság

2011 júliusában a fogyasztóiár-index 3,1, a maginfláció 3,2 százalék volt. Ez az infláció esetében 0,4 százalékpontos csökkenést, a maginfláció esetében pedig 0,2 százalékpontos emelkedést jelent az előző hónaphoz képest. Az adat mértékét és szerkezetét tekintve is megfelel a júniusi inflációs jelentésben bemutatott pályának. Az inflációt júliusban a feldolgozatlan élelmiszerek árcsökkenése mérsékelte. Ugyanakkor a magas nyersanyagárak begyűrzésének következtében - a kereslet kedvezőtlen alakulása ellenére - a maginfláció júliusban tovább emelkedett. Ezen heterogén hatások eredőjeként az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatók sávja továbbra is a 1,5-2,5 százalékos tartományban maradt.

A GDP-komponenseket még nem tartalmazó, előzetes adat alapján 2011 második negyedévében a bruttó hazai termék 1,5 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest, viszont az előző negyedévhez viszonyítva stagnált. Az adat gyengébb lett az előzetes elemzői várakozásoknál és a júniusi inflációs jelentésben bemutatott GDP pályánál is. A gazdaság lassulása nagyobb a régióban jellemzőnél. Szlovákia növekedése töretlen, míg Csehország esetében enyhe lassulást láthattunk.

Termelési oldalon az elmúlt hónapok adatai már előrevetítették a hazai konjunktúra második negyedéves lassulását. Az ipari termelés szintje júniusban ismét csökkent. Negyedéves szinten az ipar kibocsátása 1,6 százalékkal maradt el az első negyedévtől. A külső kereslet lassulásával párhuzamosan tovább fékeződött a feldolgozóipari kivitel, míg a belföldi értékesítésben az utóbbi hónap lassú élénkülése helyett ismét visszaesés tapasztalható. Összességében az ipari termelés lassulását az elmúlt hónapokban folyamatosan romló nemzetközi konjunktúra okozta, ám a negyedév gyenge teljesítményében egyedi tényezők is szerepet játszhattak.

Az ipari termelési folyamatokkal összhangban a külkereskedelmi termékforgalom dinamikája is fékeződött júniusban. Az előzetes adatok alapján az export szintje 2,9 százalékkal, míg az import szintje 0,9 százalékkal esett vissza májushoz képest, azonban a visszafogottabb dinamikák ellenére az áruforgalmi többlet továbbra is jelentős maradt.

A lakossági beruházás a korábbiaknál is visszafogottabban alakulhatott, 2011 második negyedévében tovább folytatódott a lakáspiac visszaesése. A használatba vételi engedélyek száma 36 százalékkal, a kiadott építési engedélyek száma pedig 18 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakában megfigyelttől. A jelenlegi makrogazdasági környezetben a foglalkoztatás és a hitelezési aktivitás érdemi növekedésére nem lehet számítani, ezért a következő negyedévekben sem várható fordulat a lakossági beruházásokban.

A fogyasztási kiadásokkal szoros kapcsolatban lévő teljes kiskereskedelmi értékesítések volumene 2011 májusában 1,1 százalékkal bővült az előző év májusához képest, azonban az első öt hónapban lényegében stagnált az előző év azonos időszakához képest. A lakossági fogyasztást meghatározó legfontosabb makrogazdasági tényezők közül a reál nettó keresettömeg az év első hónapjaiban számottevő növekedést mutatott az szja kiengedés és az előző évektől eltérő mértékű és ütemezésű prémiumkifizetések miatt. Azonban a munkapiaci alapfolyamatokat jobban

megragadó rendszeres bérek dinamikája mérsékelt maradt, a teljes munkaidős foglalkoztatottak létszáma pedig stagnál. A svájci frank árfolyamának erősödése növeli a devizaadósok törlesztőterheit, ami a harmadik negyedévben érdemben csökkentheti a rendelkezésre álló jövedelmet.

A júliusi hónap folyamán bejelentett új álláslehetőségek száma az előző hónaphoz képest 12,8 százalékos csökkenést mutatott. Ebből a bejelentett nem támogatott állások száma az előző hónaphoz és előző év júliusához viszonyítva is visszaesést mutatott. Az öt vagy ennél több főt foglalkoztató vállalkozásoknál 2011 júniusában 0,4 százalékkal dolgoztak kevesebben az előző év júniusához képest. Ugyanezen időszakban a havi bruttó átlagkeresetek 4,7 százalékkal haladták meg az előző év azonos időszakának szintjét. Ezen belül a versenyszférában az átlagbérek növekedése 4,1 százalékos, míg a költségvetés területén 4,9 százalékos volt. A beérkezett adatok megerősítik a laza munkapiaci feltételek bérleszorító hatását.

Pénzügyi piacok

A nemzetközi pénzügyi piacokon az elmúlt hetekben kedvezőtlen befektetői hangulat alakult ki, és egyes periódusokban szokatlanul nagymértékű volatilitás volt megfigyelhető az eszközárak alakulásában. Ehhez alapvetően három tényező járult hozzá: az eurozóna egyes tagállamainak növekvő szuverén kockázatai, a világgazdaság konjunkturális kilátásainak romlása és az Egyesült Államok leminősítése. Míg utóbbi esetében nem váltak diszfunkcionálissá a pénzügyi piacok, előbbi két tényező egyrészt várhatóan hosszabb távon éreztetheti a hatását, másrészt közvetlenül is érintheti a magyar pénzügyi rendszert. Az elmúlt időszakban ez a közvetlen hatás már tükröződött a svájci frank erősödésében és a magyar szuverén CDS-felár emelkedésében.

Magyarország kockázati megítélése a legutóbbi kamatdöntés óta érezhetően romlott. A felárak Magyarországon érzékenyebben reagálnak a nemzetközi pénzügyi piacokon tapasztalható kockázati sokkokra, mint a közép-európai régió legtöbb országában. Ebben a tekintetben az elmúlt hetekben bekövetkezett feláremelkedés sem tér el érdemben az elmúlt évek kockázatkörülö periódusaiban megfigyelt elmozdulásoktól. Ennek az érzékenységnak olyan fundamentális okai vannak, amelyekben az utóbbi időben érdemi változás nem történt. Az elmúlt egy hónapban nem befolyásolta az eszközárakat országspecifikus esemény, hanem továbbra is az jellemző, hogy a globális tényezők hatnak erősebben.

Pozitívként értékelhető mindazonáltal, hogy a kockázati felármutatók emelkedése ellenére a külföldiek állampapír-állománya viszonylagos stabilitást mutatott az elmúlt hetekben. Ezen kívül azt is érdemes kiemelni, hogy az állampapír-aukciókon élénk kereslet bontakozott ki. Habár a másodpiacon a hozamemelkedés átmenetinek bizonyult és jelenleg alacsonyabb szinten áll a hozamgörbe, mint egy hónappal ezelőtt, nem állítható, hogy ez a kockázati felár csökkenését jelentené. A kockázati feláralakulás megítéléséhez figyelembe kell venni, hogy az elmúlt egy hónapban a referenciaértéknek tekintett hosszú lejáratú német állampapírok hozama mintegy 70 bázisponttal csökkent, így az forint állampapírhozamokban hasonló mértékű feláremelkedés tükröződik, mint ami a CDS-felár alakulásában látszik.

Kedvező fejleményként értékelhető, hogy a forint árfolyama az elmúlt hetekben viszonylag szűk sávban ingadozott az euróval szemben, a jelenlegihez hasonló mértékű kockázati prémium-sokkok során megfigyelt ingadozáshoz képest. Némileg árnyalja a képet, hogy az opciós piaci jegyzések

alapján az árfolyam-várakozások eloszlásának ferdesége a gyengébb árfolyamszintek felé tolódott el.

A kockázatos eszközök felárainak emelkedése mellett az is megfigyelhető, hogy az európai bankrendszer egyre kedvezőtlenebb feltételek mellett jut dollárlikviditáshoz, és a bankközi eurohitelezés terén is óvatosabbá váltak a bankok. Ezzel párhuzamosan a magyar bankrendszer devizalikviditálásában is növekvő feszültséget tapasztaltunk.

Az FRA-jegyzések alapján a piaci kamatvárakozások a rövid lejáratok esetében érdemben nem változtak, míg a 6-9 hónapos horizonton egyértelműen az alacsonyabb kamatszint irányába mozdultak el. Érdemes azt is kiemelni, hogy a hosszabb távú kamatpálya alakulására irányuló spekulációra gyakran használt 2 éves kamatswap hozama is számottevően csökkent. A Reuters augusztusi felmérésében megkérdezett elemzők mind az alapkamat tartását várták a Monetáris Tanács keddi ülésére. Az év végére az elemzői várakozások a változatlan kamatszint irányába mutatnak, a megkérdezett 20 elemző közül mindössze 3 számol egy 25 bázispontos csökkenéssel. A piaci elemzők között megjelentek olyan értékelések, hogy az inflációs és reálgazdasági folyamatok a monetáris lazítás irányába mutatnak, a Reuters felmérésében azonban a - jegybank előrejelzésével összhangban - a júliusinál a következő hónapok vonatkozásában magasabb inflációs adatokra számítanak a megkérdezett elemzők, hosszabb távú várakozásaikat pedig nem változtatta meg a 3,1 százalékos adat megjelenése. Ebből következően a jelenlegi kamatszint fennmaradására vonatkozó várakozás nem csak a kedvezőtlen külső környezet miatt megemelkedett kockázati prémiummal, hanem az inflációs várakozásokkal is konzisztens.

A bankrendszer helyzete

Július folyamán a bankrendszer vállalati hitelállománya a korábbi folyamatos csökkenés nem folytatódott. A devizahitelek enyhe csökkenését a forint hitelállomány növekedése ellensúlyozta. Az árjellegű tényezőkre júliusi információ még nem áll rendelkezésre, a forint hitelek átlagos kamata nem változott lényegesen június folyamán. A háztartási hitelállomány leépülése tovább folytatódott a devizahitelek leépülésének, valamint a forint állomány lassú növekedésének eredményeként. Az átlagos hitelköltség mutató júniusban a lakáshiteleknel nem változott, a szabad felhasználású jelzáloghiteleknel viszont folytatódott az emelkedés. Összességében nem látszik fordulat a bankrendszer hitelkínálati viselkedésében.

A II. negyedév folyamán folytatódott a háztartásoknál a nem teljesítő hitelek arányának növekedése, amit kisebb részben az állomány folyamatos csökkenése, nagyrészt viszont a portfólióromlás okozott. Az állományarányos veszteségek ezzel szemben csökkentek, elsősorban a bázishatás miatt. A vállalatoknál a nem teljesítő hitelek aránya ugrásszerűen növekedett. Az értékvesztés eredményrontó hatása ebben az esetben is főként a bázishatás miatt kissé csökkent. A nem teljesítő vállalati portfólió fedezettsége emiatt kissé alacsonyabb volt a félév végén.

A bankrendszer és a fiókok adózás előtti eredménye 2011 első hét hónapjának végére meghaladta a tavalyi év hasonló időszakában látottat annak ellenére is, hogy 2010-ben nem kellett még ekkor bankadót fizetni, idén pedig már egyenletesen történik a bankadó elszámolása. A képet azonban árnyalja a bankok közötti aszimmetria (a veszteséges bankok mérlegfőösszeg alapú jelentős részaránya, profit koncentráltága néhány szereplőre). A bankrendszeri tőke megfelelési mutató értéke nem változott lényegesen június folyamán értéke 13,8 százalék volt a hónap végén.

2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉS ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács tagjainak többsége egyetértett abban, hogy a fogyasztói árindex az MNB inflációs előrejelzésében szereplő alappályának megfelelően alakult az elmúlt hónapokban, és a jelenlegi 6 százalékos kamatszint huzamosabb ideig történő fenntartása biztosíthatja, hogy a monetáris politika időhorizontján a 3 százalékos célra süllyedjen az infláció. A legfrissebb hazai és nemzetközi reálgazdasági adatok ugyanakkor kedvezőtlen meglepetést okoztak világszerte, amelynek hosszú távú és áttételes makrogazdasági-, valamint inflációs hatásait a testület a szeptemberi inflációs jelentés tárgyalásakor értékeli.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a gazdasági kilátások jelentősen romlottak az elmúlt időszakban. A vártnál kedvezőtlenebb globális és európai konjunktúra a hazai exportszektor teljesítményében, a fogyasztási és beruházási aktivitásban, illetve a visszafogott nettó működőtőke beáramlásban is tükröződött. Többen úgy látták, hogy Magyarország akár tartós kereslet-visszaeséssel és stagnáló gazdasággal is szembesülhet. Egyes tanácstagok azt hangsúlyozták, hogy az európai adósságválság további súlyosbodása az uniós bankrendszer, illetve a hazai bankok és vállalatok finanszírozási helyzetét tovább nehezítheti, ami a magyarországi hitelezési és gazdasági kilátásokra szintén kedvezőtlenül hathat.

A Monetáris Tanács megítélése szerint az inflációs tényadatok a várakozásoknak megfelelően alakultak. A tagok többsége abban is egyetértett, hogy a lefelé mutató inflációs kockázatok erősödhetnek a várakozásokat alulmúló hazai és globális reálgazdasági teljesítmény miatt, ugyanakkor az inflációs kilátásokra gyakorolt hatás értékeléséhez kivárára van szükség. Egyes tagok szerint a deflációs hatás erősödése már az energia- és nyersanyagárak eddigi korrekciójában is tükröződött. Többen úgy vélték, hogy az inflációs cél a júniusi inflációs előrejelzésben szereplő alappályánál korábban, már 2012 vége előtt elérhető. Rövidtávon ugyanakkor a szezonális hatások miatt a fogyasztói árindex átmenetileg kismértékben emelkedhet is. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a fogyasztási kiadások, és a makrokereslet oldaláról érkező inflációs nyomás a korábban feltételezettnél gyengébb, és a negatív kibocsátási rés csak lassabban záródhat. Egyes tanácstagok ugyanakkor arra figyelmeztettek, hogy az elmúlt két hónapban beérkezett béradatok emelkedése nincs összhangban a makrogazdasági folyamatokkal, ami a tartós árstabilitás elérését veszélyeztetheti. Elhangzott olyan vélemény is, hogy történelmi visszatekintésben is komoly eredménynek tekinthető az elmúlt hónapokra jellemző, tartósan alacsony fogyasztói infláció. Amennyiben az áralakulás szempontjából a múltbeli összefüggések alapján kitüntetett fontosságú augusztusi és szeptemberi inflációs adatok is kedvezőek lesznek, akkor egy alacsonyabb inflációs pályán haladhat tovább Magyarország.

A reálgazdasági kilátásokat, valamint a globális adósságproblémákat övező bizonytalanság miatt a pénzügyi piaci árak ingadozása növekedett. A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy Magyarország továbbra is a sérülékeny országok közé tartozik, így a nemzetközi hangulatromlás felerősítheti, illetve hatott a múltban a forinteszközök kockázati feláaira. Többek szerint a jelenlegi gazdasági környezetben, a bankrendszer komoly kihívásokkal szembesül, mert a portfólióminőség csak hosszú távon javítható.

A testület megítélése szerint továbbra is kulcsfontosságú a kitűzött fiskális célok teljesítése és az adósságcsökkentés folytatása. Ez a kihívás a jelenlegi konjunkturális helyzetben igen nehéz

döntési helyzetekkel és növekvő társadalmi feszültséggel szembesíti Magyarországot. A tanácsstagok megítélése szerint a jelenlegi piaci megítélés megőrzéséhez, illetve javításához ugyanakkor a kormányprogram folytatására és további intézkedésekre van szükség. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az adósságválság kezelése minden érintett érdeke, ami határozott és hosszú távú megoldások kialakítására sarkallhatja a világ és Európa vezetőit, mindez pedig a hazai kockázati megítélést is fokozatosan javíthatja.

A Monetáris Tanács tagjai a kamatpolitika lehetőségeinek értékelése során egyetértettek abban, hogy változatlan jegybanki alapkamat fenntartására van szükség. A globális adósságproblémához kötődő hangulatingadozás fokozottan éreztette a hatását Magyarországon, és a forinteszközök kedvezőtlen kockázati megítélése a monetáris politika mozgásterét a továbbiakban is szűkítheti. A fiskális politikai célok teljesítése során esetlegesen felmerülő nehézségek szintén indokolhatják, hogy a lassabb gazdasági kilábaláshoz és az inflációs nyomás csökkenéséhez a monetáris kondíciók csak fokozatosan alkalmazkodjanak. Többen kiemelték, hogy a jegybanki alapkamat a reálgazdasági kilátásokhoz mérten abszolút értékben, illetve regionális összehasonlításban is magas. Elhangzott ugyanakkor olyan vélemény is, Magyarország eltérően a többi európai országtól még nem érte el inflációs célját, és kedvezőtlen kockázati megítélése miatt is magasabb kamatszint fenntartására kényszerül. Emellett érdemes a monetáris politikának óvatosnak lenni, mert az utóbbi évek tapasztalatai szerint a szűkös kereslet inflációleszorító ereje önmagában nem feltétlenül elég az inflációs cél teljesítéséhez.

A tagok egyetértettek abban, hogy a következő hetekben különösen fontos események, a világ vezetőinek tárgyalásai, a Magyar Kormány lépései, valamint a szeptemberi inflációs előrejelzésből előálló makrogazdasági helyzetkép határozhatja meg a hazai monetáris politika döntési opcióinak halmazát.

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

Szavazatok:

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

Jelen voltak:

Bárfai-Mager Andrea

Cinkotai János

Gerhardt Ferenc

Karvalits Ferenc

Király Júlia

Kocziszky György

Simor András

A Kormányt Gulyás Dávid, a Nemzetgazdasági Minisztérium osztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2011. szeptember 20-án tartja, amelyről 2011. október 5-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.