



MAGYAR NEMZETI BANK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2012. MÁJUS 29-I ÜLÉSÉRŐL

Közzététel időpontja: 2012. június 13. 14 óra

A jegybanktörvény (a Magyar Nemzeti Bankról szóló, többször módosított 2011. évi CCVIII 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

Áprilisban a fogyasztóiár-index 5,7, a maginfláció 5,1 százalék volt. Az infláció 0,2 százalékponttal, a maginfláció 0,1 százalékponttal nőtt az előző hónaphoz képest. Az alapfolyamatokat meghatározó termékkörök áremelkedése mérséklődött az év eleji megugrást követően, azonban az éves indexek továbbra is magasak. A márciushoz képest magasabb maginfláció mögött a dohánytermékek áremelkedése áll, aminek hatását a feldolgozott élelmiszerek inflációjának mérséklődése tompította. Az iparcikkek adóhatásoktól szűrt, szezonálisan igazított hó/hó inflációja a márciusi korrekciót követően áprilisban újra gyorsult. A piaci szolgáltatások áralakulása megerősítette, hogy az áfa-emelés következtében az év eleji átárázásokban megjelenhetett a későbbi áremelések előrehozása is. Az adóváltozásoktól megtisztított, inflációs alapfolyamatot megragadó mutatóink 3 százalék körül alakultak.

Az ipari termelés márciusban mérsékelt ütemben bővült. Februárhoz képest 0,6 százalékkal emelkedett a termelés szezonálisan igazított szintje. Az előző év azonos időszakához képest 1,6 százalékkal csökkent a kibocsátás, ám naptári hatástól és szezonaritástól szűrt éves index 0,6 százalékkal növekedett. Az első negyedév egészében visszaesés jellemezte az ipart, ami szerepet játszhatott a GDP csökkenésében is. A növekedés korábbi motorjának számító exportértékesítéseket stagnálás közeli negyedéves dinamika jellemezte, havi indikátoraink alapján viszont a következő hónapokban élénkülhet az exportértékesítés. A külkereskedelmi egyenleg márciusban romlott, ami az exportnál gyorsabban növekedő import mellett alakult ki. A cserearány romlása lassult márciusban, ami főként az energiahordozók árscökkenéséhez köthető.

Márciusban a bruttó átlagkeresetek a nemzetgazdaságban 2,7 százalékkal, a versenyszférában 5,8 százalékkal nőttek, míg az államháztartásban 4,5 százalékkal csökkentek az előző év azonos időszakához képest. A rendszeres keresetek növekedésének üteme mind a költségvetési, mind a versenyszférában számottevően csökkent az év eleji mértékhez képest. A versenyszférában az év eleji adminisztratív béremelésnek tulajdonítható jelentős mértékű bérindex-növekedés korrigálódott. A rendszeres keresetek esetében szintén a bérdinamika lassulása figyelhető meg. Az alapfolyamatokat megragadó havi mutatóink nem utalnak további bérgyorsulásra. Az év eleji adminisztratív béremelések miatti emelkedő bérköltségekhez a vállalatok a nem rendszeres bérelemek visszafogásával is alkalmazkodnak. A prémiumon kívül a választható béren kívüli juttatásokban is csökkenés figyelhető meg.

A kiskereskedelmi forgalom volumene februárban munkanaphatástól szűrve 1,4 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakához képest. A fogyasztási kiadásokkal szorosabb kapcsolatban lévő teljes kiskereskedelmi értékesítések (mely tartalmazza a gépjármű és alkatrész értékesítéseket is) volumene az előző év azonos időszakának értékét 0,4 százalékkal haladta meg. Márciusban a kiskereskedelmi forgalom volumene munkanaphatástól szűrve 0,9 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakának értékét. Éves összevetésben az első negyedév egészét tekintve enyhén bővültek a gépjármű értékesítéseket is tartalmazó eladások. A lakossági fogyasztást leginkább meghatározó makrogazdasági folyamatok közül a háztartások reáljövedelmi helyzete romlott az év elején, míg a hitelaktivitás változatlanul gyenge. Az év eleji adminisztratív

béremelések ellenére a reál nettó keresetek csökkentek az első negyedévben. A beérkezett adatok értékelését egyedi hatások nehezítik. A forint árfolyam februári erősödése után a nem rezidens háztartások vásárlásai az előző hónapokhoz képest kevésbé támogathatták a hazai kiskereskedelmi eladásokat. Márciusban viszont az április eleji húsvét miatti vásárlások is hozzájárulhattak a forgalom növekedéséhez. Összességében a beérkezett adatok összhangban vannak a márciusi inflációs jelentésben bemutatott előrejelzésünkkel.

Pénzügyi piacok

Az áprilisi kamatdöntés óta látványosan romlott a globális kockázatvállalási hajlandóság a nemzetközi pénzügyi piacokon. A globális kockázelutasítás indikátorai meredek emelkedést mutattak, a VIX index és az EMBI Global kötvényszpred index is a 2011. december eleji szintjeikre tértek vissza. A hangulati mutatók romlásával párhuzamosan a kockázatos eszközök intenzív eladói nyomás alá kerültek, és ismét erős kereslet bontakozott ki az egyes menedékeszközök iránt: az amerikai és német 10 éves állampapírok hozama 20-30 bázisponttal csökkent, az euro/svájci frank-árfolyam 1,201 körül ingadozott. A tőkepiacokon, globális szinten 3-10 százalékos visszaesés mutatkozott egy hónap leforgása alatt. A nyersanyagpiacon hasonló mértékű árcsökkenés volt megfigyelhető, a Brent típusú nyersolaj 118 dollár közeléből 108 dolláros szintre mérséklődött.

A meglehetősen kedvezőtlen nemzetközi pénzpiaci hangulatot az előző hónaphoz hasonlóan ezúttal is nagyrészt az eurozónabeli fejlemények határozták meg. A politikai jellegű sokkok terén a francia és görög választási eredmények befolyásolták a pénzügyi piacokat. A kettő közül is elsősorban a rendkívüli módon felerősödött görög belpolitikai bizonytalanság rontotta a piaci hangulatot. A májusi választásokat követően végül nem sikerült kormányképes koalíciót létrehoznia a megszorítások folytatása mellett kiálló két pártnak, és a júniusra kiírt ismételt választásokon nem kizárt, hogy a szigorú kiigazító lépéseket és ennek következtében az EU/IMF hitelprogramot is elutasító erők szerzik meg a parlamenti többséget. A Görögországban kialakult patthelyzet közeli állapot kézzel fogható közelségbe hozta az országnak az eurozónából történő kilépését vizionáló forgatókönyvek életbelépését. A periféria kötvényszpredek tágulásában és az euro/dollár árfolyam leértékelődésében részben a görög kilépés kockázatainak és a potenciális fertőzési hatásoknak a beárazása jelenhetett meg. A görög mellett a francia választás kimenetele is növelte a válság sikeres menedzselésének kockázatát, miután a francia elnökváltással a stabilitási paktum és a közös eurokötvény kibocsátás terén is törés mutatkozik az idáig összehangoltan működő német-francia tengelyben.

A megemelkedett kockázatérzékelés másik gócpontja a spanyol bankrendszer gyenge tőkeellátottsága valamint toxikus hitelportfoliója, ami a bankszektor külső segítség nélküli állami feltökésítésén és egyes bankok kimentésén keresztül tovább ronthatja Spanyolország adósságpályáját. A bankszektor kritikus állapotát, illetve a szuverén romló szolvenciáját tükrözték a közelmúltban megjelent leminősítések illetve a hitelkockázati mutatók (kötvényszpredek, CDS felár) emelkedése. A globális hangulatot mindemellett a konjunktúra kilátások is mérgezték, miután több fontosabb előrejelző indikátor is kritikus szinteket ért el az valutaövezetben. Némileg árnyalja a kedvezőtlen képet, hogy az első negyedéves GDP adatok között többségében voltak a vártnál jobb eredmények és

a meglepően jó német teljesítménynek köszönhetően az Eurozóna egyelőre elkerülte a visszaesést. Az Egyesült Államok kilábalása továbbra is törékenynek mutatkozik az elmúlt hónapban megjelent makroadatok alapján, pozitívan értékelhető azonban a vártnál jobb profiteredmény hozó negyedéves gyorsjelentési szezon.

A hazai piaci folyamatokkal kapcsolatosan két, egymástól jól elkülöníthető és egymással ellentétes hatást lehet kiemelni. Egyrészt az időszak elején az Orbán-Barroso találkozót követően kiadott, az EU/IMF hiteltárgyalások megindítására nézve kedvező Bizottsági közlemény hatására rövid időn belül látványos erősődéssel reagáltak a magyar eszközök, az országhozzárti prémium érdemi csökkenésével néhány piaci mutatónk többhavi csúcsra erősödött. A kedvező országhozzárti sokk pozitív hatását ellensúlyozta az időszak hátralévő részében a fokozatosan romló globális piaci környezet, aminek következtében néhány indikátor esetében ismét az előző kamatdöntés idején tapasztalt szinteket lehetett megfigyelni. A kedvezőtlen globális kockázattállalási hajlandóság a feltörekvő országokat fokozottabban érintette, ezt jelzi a feltörekvő régióban jelentkező tőkekivonás és kötvényfelár tágulás.

A kockázati mutatóink alakulásában jól tetten érhetőek a fenti folyamatok. Az 5 éves CDS felárunk az időszak eleji pozitív országhozzárti tényező hatására egy hét leforgása alatt 600 bázispontról 500 bázispontra csökkent. Az EU/IMF tárgyalások terén bekövetkezett pozitív fordulat beárzását követően a romló külső környezet hatására azonban ismét a 600 bázispontról szint közelébe került a felár. A devizakötvény-felárak is hasonló pályát írtak le. Az 5 éves eurokötvény bund feletti hozama a kezdeti közel 120 bázispontról csökkenésből az időszak végére 70 bázispontról visszaadott, jelenleg 7,6 százalékon áll a mid hozam.

A forint/euro árfolyam a legutóbbi kamatdöntés óta összességében mintegy 1 százalékos gyengült, és az időszak közepén elért 280-285 sáv (kezdeti 5,2 százalékos, közel 17 forintos erősödés) után ismét a 300-as szint környékén jegyzik a devizapárt. Az árfolyamvárakozások opciós indikátorai a pozitív országhozzárti fordulatot követően kialakult erősebb forint/euro árfolyam szintek tartósságának irányába mutattak, a globális faktorok által hajtott forintgyengülési hullámmal azonban ismét a várható leértékelődés irányába mozdultak a jegyzések. Az FX-swap piacon ugyancsak a kezdeti javulást követően a szpred-tágulás volt jellemző, ahol 3 hónapos futamidőn közel azonos (160 bázispontról), míg 6 hónapos futamidőn mintegy 55 bázispontról magasabb szinten (210 bázispontról) vannak a felárak.

Az állampapír-piacon a hosszabb futamidejű papírok hozamai összességében 20-50 bázispontról vannak alacsonyabban, mint a legutóbbi kamatdöntés idején, igaz az Orbán-Barroso találkozót követő 100 bázispontról hozamcsökkenéshez képest már lényegesen gyengébb árfolyamok mellett kereskednek az államkötvényekkel. Az ÁKK által megtartott állampapír aukciókat egészséges, néhol kiugró kereslet jellemezte és a kedvező hozamajánlatok hatására több esetben meg is emelte a tervezett kibocsátást az adóssághozzárti.

A piaci kamatvárakozások tekintetében az FRA-piac alapján összességben hasonló kép rajzolódik ki, mint egy hónappal ezelőtt: a következő fél éves időszakra a jelenlegi alapkamat tartását várják a szereplők. Az időszak elején a 3x6-os futamidőtől kezdődően megjelenő 25 bázispontról csökkentési várakozás a romló piaci hangulatban fokozatosan

kiárazódott, és az utóbbi napokban pedig már enyhén meghaladták a 3 hónapos BUBOR-t a jegyzések.

A Reuters felmérése alapján ismét a kamat tartása volt az elemzői konszenzus a Monetáris Tanács júniusi ülésére. A további kamatpályára vonatkozó várakozásoknál az EU-IMF megállapodás létrejötte fontos bizonytalansági tényező. Az elemzők többsége szerint az alapforgatókönyv továbbra is az, hogy a második félévben létrejön a megállapodás a nemzetközi szervezetekkel, ami ezt követően lehetővé teszi a kamatcsökkentések megkezdését. A 2012 végére vonatkozó kamatvárakozások átlaga (6,72 százalék) alig változott az előző felméréshez képest, a medián várakozás ugyanakkor 25 bázisponttal 6,75 százalékra emelkedett. A 2013-as év végére vonatkozóan az előző hónaphoz hasonlóan 6 százalékos alapkamatot valószínűsítene.

A bankrendszer helyzete

Áprilisban kis mértékben mérséklődött tovább a bankrendszer vállalati hitelállománya, valós fordulatot azonban továbbra sem látunk a vállalati hitelezésben. A forint vállalati hitelek átlagos kamata nem változott lényegesen március folyamán. A háztartási hitelezésben a végtörlesztések lezárultával konszolidálódott a havi nettó állományváltozás volumene. Márciusban negatív volt a forinthitelek nettó kibocsátása, amely a válság kezdete óta lényegében folyamatosan pozitív volt. A forinthitelek állományának visszaesését az magyarázta, hogy márciusban a bruttó kibocsátás jelentősen csökkent. A forint szabad felhasználású jelzáloghitelek kamatában az első három hónap folyamán folyamatos növekedést láttunk.

A hét nagybanknál a külföldi forráskiáramlás márciusi megtorpanása az előzetes áprilisi adatok alapján átmenetinek bizonyult. A bankok a forráskivonás következtében kieső devizalikviditást alapvetően aktivitásuk csökkentéséből finanszírozták: egyrészt a háztartásokkal és a vállalatokkal szemben fennálló hitelállományuk, másrészt pedig a külfölddel szembeni kitétséjük csökkent, amit az árfolyam erősödése miatt mérséklődő margin call igények is magyarázhatnak.

Az I. negyedév folyamán tovább nőtt a nem teljesítő hitelek aránya a háztartási portfólión belül. A növekedést jelentős részben a végtörlesztés miatti állománycsökkenés magyarázta, de az újra beforduló átstrukturált hitelek is növelték a mutatót. Az értékvesztés eredményrontó hatása csökkent a negyedév során, azonban a végtörlesztés hatásait figyelmen kívül hagyva a mutató nagyjából változatlan volt. A vállalati portfólión belül a 90 napnál nagyobb késétségben levő ügyfelek aránya várakozásainktól kissé elmaradó mértékben, míg a 30-90 napos késétségben levő hitelek aránya jelentősen nőtt. A tisztítás hiánya miatt továbbra is jelentős terhet jelent a romló vállalati portfólió a bankrendszernek. Az értékvesztés eredményrontó hatása az év végi jelentős emelkedés után szinten maradt. Az alacsonyabb értékvesztés képzés mellett is nőtt a nem teljesítő portfólió fedezettsége, és jelentősen csökkent a bankok között szórás.

2012. március végén a bankrendszer éven belül kumulált adózás előtti eredménye 41 milliárd forint volt, ami lényegesen alulmúlta az előző évi 80 milliárd forintos profitot. A bankrendszeri szinten tapasztalt eredmény mellett ki kell emelni, hogy egyedi banki szinten továbbra is nagyon erős heterogenitás mutatkozik a profitabilitásban, miközben több bank veszteségesen működik. A tőke megfelelési mutató 2011. márciusi 13,8 százalékról 2011. december végére 13,5 százalékra csökkent, majd 2012. első negyedévének végére 14,3 százalékra emelkedett. Az első negyedévi növekedés egy

részét a rendelkezésre álló tőke növekedése, más részét a csökkenő hitelállomány miatti tőkekövetelmény mérséklődés (végtörlesztés hatása) magyarázza.

2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács megítélése szerint a gazdaság növekedési kilátásai rövid távon kedvezőtlenek, és a növekedés csak 2013-ban indulhat meg. A kibocsátás az elkövetkező időszakban elmarad potenciális szintjétől. Az adóváltozások és a költségsokkok következtében a gyenge belső kereslet és a laza munkaerőpiac ellenére az infláció tartósan magasán alakulhat a következő negyedévekben. Az áfát és a jövedéki adót érintő tavalyi és ideji intézkedések, a 2011 második felétől bekövetkezett árfolyamgyengülés és a 2012 eleji olajár-emelkedés idén érdemben növelik a fogyasztóiár-indexet. A Széll Kálmán terv keretében bejelentett intézkedések közvetlenül emelik a 2013-as inflációt, ugyanakkor szűkítik az aggregált keresletet, korlátozva a másodkörös inflációs hatások kialakulását. A tartósan cél feletti infláció miatt azonban a tanácstagok túlnyomó része szerint a másodkörös hatások megjelenése nem zárható ki, ezért a monetáris politikának kitüntetett figyelemmel kell kísérnie az inflációs alapfolyamatok és a bérezés alakulását.

A testület tagjai egyetértettek abban, hogy a vártnál lényegesen gyengébb első negyedéves előzetes GDP adatot részben az egyes ágazatokat érintő átmeneti hatások, részben a makrogazdasági alapfolyamatok vártnál gyorsabb romlása magyarázhatják. A külső környezet erőteljesebb romlása rontja a hazai export rövid távú kilátásait. Bár felvevőpiacaink év közepétől várt élénkülését növekvő kockázatok övezik, az elmúlt negyedévekben kiépült feldolgozóipari kapacitások termelésének felfutása javíthat az export növekedésén. A belföldi kereslet azonban várhatóan még tovább mérséklődik az elkövetkező negyedévekben. A bizonytalan jövedelem-kilátások, a folytatódó banki mérlegalkalmazkodás, a szigorú hitelfeltételek, valamint az aggregált keresletet csökkentő költségvetési intézkedések továbbra is visszafogott beruházási aktivitást és lakossági fogyasztást vetítenek előre.

A tagok többsége szerint a frissen beérkezett reálgazdasági adatok tükrében mind a múltbeli folyamatok vonatkozásában, mind előretekintve a hosszabb távú trendeket illetően szükséges lehet a növekedési képünk lefelé történő módosítására. Ez egyrészt egy alacsonyabb növekedési trendet jelenthet, másrészt a kapacitások leépülése a kibocsátási rés gyorsabb szűkülését eredményezheti. Ugyanakkor voltak, akik arra hívták fel a figyelmet, hogy egy adat alapján nem lehet a trend alakulására vonatkozó következtetéseket levonni.

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy hazánk kockázati megítélésének alakulását az elmúlt hónapban elsősorban az eurozóna perifériáját érintő fokozódó bizonytalanság, valamint a nemzetközi szervezetekkel való tárgyalások megkezdésével kapcsolatos hírek befolyásolták. A testület tagjai úgy ítélték meg, hogy ebben a helyzetben a monetáris politika mozgásteret rendkívül korlátozott, ezért a Monetáris Tanács továbbra is fontosnak tartja, hogy a Kormány és az Európai Unió, illetve a Nemzetközi Valutaalap között minél előbb megegyezés szülessen, ami a tanácstagok többségének megítélése szerint a finanszírozási kockázatok csökkentése mellett kedvezően befolyásolná a gazdasági és inflációs kilátásokat. Ugyanakkor többen hangsúlyozták, hogy kockázatos lenne a megállapodás megkötéséhez monetáris lazítást kapcsolni, mivel a megállapodás nem jár automatikusan együtt hazánk kockázati megítélésének gyors javulásával.

A bejelentett kormányzati intézkedések értékelésével kapcsolatban egyes tagok elmondták, hogy a Széll Kálmán terv keretében frissen bejelentett intézkedések közvetlen hatásukban emelik mind az ideit, mind a 2013-as inflációt. Mások ugyanakkor azt hangsúlyozták, hogy az árszintet közvetlenül emelő kormányzati intézkedéseknek nincs másodkörös hatása, vagyis a középtávú várakozásokat nem emelik.

A testület tagjai egyetértettek abban, hogy mind a kockázati megítélés alakulását, mind az elmúlt hónapokban beérkezett makrogazdasági adatokat, továbbá a Széll Kálmán terv hatásait a júniusban megjelenő „Jelentés az inflációról” című kiadványban tudja részletesen kiértékelni a Magyar Nemzeti Bank.

A tanácsstagok többsége azon a véleményen volt, hogy a monetáris politika mozgásterét rendkívül szűk a jelenlegi kockázati és makrogazdasági helyzetben, ezért továbbra is változatlan jegybanki alapkamat indokolt. Egy tanácsstag azzal érvelt a kamatcsökkentés mellett, hogy a jelenlegi kamatszint nem áll összhangban az ország fundamentumaival és már bejelentett költségvetési terveivel, ezért az aktuális kamatszint tartása is monetáris szigorításnak felel meg. Megítélése szerint a szigorítás olyan recesszióba taszítaná a gazdaságot, amely spirális hatásokon keresztül nem csökkentené, hanem még növelné is az inflációt. Egy másik tag megítélése szerint azonban a monetáris lazítás a jelenlegi inflációs és pénzügyi piaci helyzetben nem járna együtt a növekedés fokozódásával. Egyes tagok megítélése szerint egyes euroövezeti országok adósságának fenntarthatóságával kapcsolatos kockázatok érdemi növekedése esetén szükségessé válhat az alapkamat emelése.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat szinten tartását 6 tanácsstag támogatta, míg 1 tag a kamatszint 25 bázispontos csökkentése mellett szavazott.

Szavazatok:

alapkamat 7,00 százalékos szinten tartása mellett:	6	Bártfai-Mager Andrea, Gerhardt Ferenc, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Kocziszky György, Simor András
alapkamat 6,75 százalékra történő csökkentése mellett:	1	Cinkotai János

Jelen voltak:

Bártfai-Mager Andrea

Cinkotai János

Gerhardt Ferenc

Karvalits Ferenc

Király Júlia

Kocziszky György

Simor András

A Kormányt Nátrán Roland, a Nemzetgazdasági Minisztérium helyettes-államtitkára képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2012. június 26-án tartja, amelyről 2012. július 11-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.