



MAGYAR NEMZETI BANK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV  
A MONETÁRIS TANÁCS  
2012. JÚNIUS 26-I ÜLÉSÉRŐL

**Közzététel időpontja: 2012. július 11. 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](http://www.mnb.hu/Monetaris_politika/donteshozatal/mnbhu_mt_jegyzokonyv)

## 1. MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

### Makrogazdaság

Májusban a fogyasztóiár-index 5,3, a maginfláció 4,8 százalék volt. Az infláció 0,4 százalékponttal, a maginfláció 0,3 százalékponttal csökkent az előző hónaphoz képest. Az alacsonyabb maginfláció mögött elsősorban az iparcikkek árcsökkenése áll, míg a maginfláción kívüli tételek közül az üzemanyagárak mérséklődésének volt jelentős hatása. Az iparcikkek árszintjének csökkenését részben egyedi tényezők okozták, de a gyenge kereslet áremeléseket korlátozó hatása is tükröződött benne. A gyenge kereslet hatását mutatja a piaci szolgáltatások mérséklődő inflációja is. A feldolgozott élelmiszerek ára szezonálisan igazítva lényegében stagnált májusban. A maginfláción kívüli tételeknél az üzemanyagárak májusi csökkenése érdemben járult hozzá a májusi infláció mérséklődéséhez. Az adóváltozásoktól megtisztított, inflációs alapfolyamatot megragadó mutatóink mérséklődő alapfolyamatot mutattak.

Az ipari termelés áprilisban jelentősen visszaesett. Márciushoz képest 4,0 százalékkal csökkent a termelés szezonálisan igazított szintje, míg a naptári hatástól és szezonaritástól szűrt éves index 4,7 százalékkal esett vissza. A feldolgozóipar főbb ágazatainak termelése többnyire csökkent. Az új rendelési adatok ugyanakkor arra utalnak, hogy az autóiipari nagyberuházások a következő negyedévek során érdemben támogathatják a szektor növekedését. A növekedés korábbi motorjának számító exportértékesítések dinamikáját 2011 negyedik negyedévével kezdve folyamatos csökkenés jellemezte. Az export és az import közel azonos mértékben esett vissza áprilisban, így az áruforgalmi többlet nem változott.

A KSH részletes adatközlése szerint 2012 első negyedévében a bruttó hazai termék 0,7 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A részletes adatközlés megfelelt az előzetes adatközlésben publikált adatoknak és megerősítették a konjunktúra lassulására utaló jeleket. A versenyszektor belföldre termelő ágazatai továbbra sem járultak hozzá a növekedéshez, valamint az exportorientált ágazatok hozzáadott értéke is mérséklődött. A felhasználás oldali folyamatok közül a háztartások fogyasztása enyhén csökkent a negyedik negyedévhez képest. A lakossági beruházások a kedvezőtlen lakáspiaci folyamatokkal összhangban tovább mérséklődtek. Folytatódnak ugyanakkor a gépgyártással kapcsolatos jelentős fejlesztések. A nettó export 2012 első negyedévben is pozitívan járult hozzá a GDP növekedéséhez, ugyanakkor jelentős volt a lassulás a korábbi negyedévekhez képest.

A KSH adatközlése szerint 2012 első negyedévében a nemzetgazdasági beruházások volumene 8,6 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. Az erőteljes visszaesés háttérében részben több nagyberuházás tavaly év végi befejezése áll. Ugyanakkor a makrogazdasági környezet sem támogatta az idei év első három hónapjában a beruházási aktivitás élénkülését. Előretekintve tartósan alacsony beruházást vetít előre a fokozatosan romló külső környezet, a lakossági mérlegalkalmazkodás, a költségvetési kiigazítás és a tovább romló hitelezési aktivitás.

Áprilisban a bruttó átlagkeresetek a nemzetgazdaságban 2,5 százalékkal, a versenyszférában 6,5 százalékkal nőttek, míg az államháztartásban 7,3 százalékkal csökkentek az előző év azonos időszakához képest. A rendszeres keresetek növekedésének üteme mind a költségvetési, mind a versenyszférában csökkent az év eleji

mértékhez képest. A rövidtávú folyamatokat megragadó mutatók visszafogott bérnövekedést jeleznek. A választható béren kívül juttatásokban továbbra is visszafogás tapasztalható az előző évhez képest.

A KSH által közzétett munkaerő-felmérés adatai szerint 2012 első negyedében enyhén csökkent a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma. Folytatódott az aktivitás bővülése, a munkapiacra belépők rövid távú elhelyezkedési esélyeit azonban rontja a gyenge konjunktúra és a vállalatok létszámalkalmazkodása. A versenyszektorban csökkent a létszám, az államháztartás létszám-bővülése mögött a közmunkaprogramok állnak. A versenyszférán belül a létszámcsökkenés mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatásoknál jelentkezett. A munkanélküliségi ráta továbbra is 11 százalék fölött van, a munkapiac változatlanul lazának tekinthető.

### Pénzügyi piacok

A Monetáris Tanács május végi kamatdöntése óta változóan alakult, összességében enyhén javult a globális kockázatvállalási kedv. Az időszak végére a kockázati mutatók (VIX, VDAX, EMBI) és a menedékeszközök árai május közepi értékeik közelébe csökkentek vissza. Az euro fél százalékot erősödött a dollárral szemben, ami nem ellensúlyozza a május során elkönnyvelt 6 százalékos gyengülést. Az euro/svájci frank árfolyam továbbra is az 1,2-es árfolyamküszöbhez tapad. Az áru piacokon intenzív árcsökkenés volt tapasztalható, ami az olaj esetében jelentős - 15 százalékot meghaladó - esést eredményezett, amivel a Brent típusú kőolaj ára 90 dollár alá mérséklődött.

Az elmúlt egy hónapban alapvetően a görög és a spanyol fejlemények álltak a befektetői figyelem középpontjában. Görögországban a megismételt választásokat a megszorítások végrehajtása szempontjából elkötelezettebbnek tűnő pártok nyerték, amit alapvetően pozitívan fogadtak a piacok. A koalícióalakítás körüli kezdeti bizonytalanság és a görög program részleges újratárgyalására vonatkozó nyilatkozatok miatt ugyanakkor a piacnyugtató hatás csak átmenetinek bizonyult. A visszafogott piaci reakciókat tekintve a választások kimenetelét a piaci szereplők inkább csak a rövidtávon bekövetkező görög kilépés kockázatának csökkenéseként értékelhették, ugyanakkor továbbra is nagy a bizonytalanság azzal kapcsolatban, hogy kivitelezhetők-e az új kormánytól elvárt intézkedések.

A Görögországgal kapcsolatos enyhe megnyugvás hatásait elsősorban a spanyol helyzet fokozódása ellensúlyozta. A hónap során felerősödtek a találgatások a bankrendszer feltőkésítési igényének nagyságával és annak módjával kapcsolatban. Június közepén a spanyol kormány végül külső segítségért folyamodott és az előzetes egyeztetések alapján a központi költségvetésen át 100 milliárd eurós csomagot kaphat uniós forrásokból. A piacok első reakciója pozitívnak volt mondható, ugyanakkor később ismét az aggodalmak erősödésének lehettünk tanúi. A tíz éves spanyol állampapírhozam igen volatilis alakult az elmúlt időszakban, összességében azonban csak 20 bázisponttal, 6,6 százalékra nőtt.

Nemzetközi téren továbbra is a görög és spanyol fejlemények lehetnek a meghatározók, de a gyenge makroadatokra tekintettel egyre inkább a figyelem középpontjába került a Fed újabb mennyiségi lazítási körének lehetősége is.

A hazai pénzügyi piaci folyamatokat részben külső, részben hazai hatások befolyásolták az elmúlt hónapban. Az országspecifikus javulás feltehetően az IMF tárgyalásokkal kapcsolatos fejleményekhez köthető. A forint az időszak első napjaiban 299-től 307-ig

gyengült az euróval szemben, ezt követően azonban a kedvező nemzetközi tendenciák nyomán fokozatosan erősödő pályára állt és az időszak végére az árfolyam elérte a 287-es szintet. A forint az összességében 4 százalékos erősödéssel felülteljesítőnek számít a régióban. A külföldiek a devizapiacon az elmúlt hónap első felében inkább forint elleni, a hónap második felében már inkább forint melletti pozíciókat építettek ki, melynek eredőjeként összességében nem változtak érdemben spekulatív pozícióik. Az árfolyam ferdeségi mutatói továbbra is viszonylag magas szinten tartózkodnak, ami a gyenge irányú kockázatok jelenlétére utal. Érdemes kiemelni, hogy a forint/euro árfolyam rendkívül volatilisnek mondható.

A hazai öt éves CDS-felár a 40 bázispontos növekedést követően 100 bázisponttal mérséklődött, így az időszak végére 530 bázispont környékére csökkent. A CDS-felár alakulását a globális-regionális tendenciákkal összevetve arra következtethetünk, hogy a csökkenésben közel azonos arányban volt szerepe országspecifikus és globális-regionális motívumok megjelenésének. A hazai 5 éves devizakötvény-felár a hónap során érdemben, 750-ről 660 bázispontig csökkent, ami főként az utolsó napokhoz köthető.

A 10 éves állampapírhozam az időszak első hetében 50 bázisponttal nőtt, azonban azóta 100 bázisponttal, 8 százalékra mérséklődött. Az éven belüli szegmensben 7,1 százalék körüli hozamok alakultak ki az időszak végére. Az elmúlt hónap állampapír aukciói összességében kedvezően értékelhetők: bár volt példa viszonylag alacsony kereslet melletti kibocsátásra, a lefedettség a legtöbb esetben 2-3-szoros volt. A külföldi szereplők állampapír-állománya nem változott érdemben, továbbra is a historikus csúcs környékén áll.

A megjelent elemzések és a Reuters Poll alapján a piaci szereplők a 7 százalékos alapkamat tartását valószínűsítették a Monetáris Tanács júniusi ülésén. A további kamatpályára vonatkozó várakozásoknál az EU-IMF megállapodás létrejötte továbbra is 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 megállapodás átlagosan várt időpontja az előző havi felméréshez hasonlóan 2012 októberére.

Az FRA jegyzések alapján szintén az alapkamat tartását árazta a piac a júniusi ülésre. A 3X6-os FRA jegyzések a hónap során 25 bázisponttal tolódtak lejjebb, ami azt jelenti, hogy 3-6 hónapos horizonton beárázódott egy 25 bázispontos kamatcsökkentés, ami összhangban lehet az októberre várt IMF-megállapodással.

### A bankrendszer helyzete

Májusban tovább mérséklődött a bankrendszer vállalati hitelállománya, igaz csak enyhén. Valós fordulatot továbbra sem látunk a vállalati hitelezésben, figyelembe véve, hogy az első negyedévben összesen 120 milliárd forinttal csökkent a vállalatok banki finanszírozása. A forint vállalati hitelek átlagos kamata a kisebb összegű hitelek esetén nem változott lényegesen április folyamán, míg az 1 millió euró feletti hitelösszegeknél nőtt. A háztartási hitelezésben a végtörlesztések lezárultával konszolidálódott a havi nettó állományváltozás volumene. Márciusban a forinthitelek nettó kibocsátása gyakorlatilag nulla volt, vagyis a teljes állomány csökkenés a devizahiteleken realizálódott. A forint szabad felhasználású jelzáloghitelek kamatában az első három hónap folyamán folyamatos növekedést láttunk, ami áprilisban is folytatódott. A nagyon

alacsony kibocsátott mennyiség azonban torzítja az adatot. A forint lakáshitelek kamata enyhén nőtt, ugyancsak alacsony bruttó flow mellett.

A hét nagybanknál a külföldi források az előzetes májusi adatok alapján az előző hónaphoz képest mérsékeltebb ütemben csökkentek. A csökkenésben a devizaforrások mérséklődése játszott meghatározó szerepet. A forráskivonás és a gyengülő árfolyam miatti növekvő letéti igények miatt devizaszükséglet jelentkezett. Ezt a magánszektorral szembeni folytatódó alkalmazkodás és a növekvő swapállomány ellensúlyozta. A nagybankok swapállománya emelkedett.

Az I. negyedév folyamán tovább nőtt a nem teljesítő hitelek aránya a háztartási portfólión belül. 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. május végén a bankrendszer éven belül kumulált adózás előtti eredménye 90 milliárd forint volt, ami lényegesen alulmúlta az előző év azonos időszakának 130 milliárd forintos profitját. emelkedett április folyamán, azaz továbbra is igen jó a bankrendszer tőkehelyzete. Az aszimmetria azonban továbbra is nagy.

## 2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács megítélése szerint idén a gazdaság kibocsátása csökken, és a növekedés csak 2013-ban indulhat meg. A kibocsátás az elkövetkező időszakban elmarad potenciális szintjétől. Az adóváltozások és más adminisztratív intézkedések következtében az infláció hosszabb időszakon keresztül a cél felett alakul.

A Tanácstagok többsége az MNB szakértői által készített júniusi inflációs jelentésben megjelenítetthez hasonlóan vélekedett a makrogazdasági kilátásokról. Többen úgy ítélték meg, hogy összességében mind a munkaerő-piacon, mind a tőkefelhalmozásban megfigyelt folyamatok a potenciális növekedés tartós lelassulására utalnak, ami akár a júniusi inflációs előrejelzés alappályájában előre jelzettnél alacsonyabb potenciális növekedést is jelenthet 2013 folyamán.

Egyes tanácstagok hangsúlyozták, hogy az inflációs kilátások érdemben romlottak a márciusi inflációs jelentés alappályájához képest, a legfrissebb előrejelzés szerint az infláció csak 2013 végére kerülhet a cél közelébe, mivel a kormányzati intézkedések a vállalati költségek jelentős és tartós megemelkedését okozzák. Ezzel szemben több testületi tag azt hangsúlyozta, hogy a reálgazdaság oldaláról érkező inflációs nyomás továbbra is rendkívül alacsony, a fogyasztói árakra ható nyomás kizárólag a kormányzati intézkedésekhez kapcsolódik. Egyes tagok szerint ezen intézkedések fogyasztói árakra gyakorolt hosszabb távú hatása jelenleg nem becsülhető meg pontosan, miközben más testületi tag megítélése szerint a keresleti korlátok miatt a kormányzati intézkedéseknek nem lesz másodkörös árszint-emelő hatása. Egy testületi tag arra hívta fel a figyelmet, hogy a hazai inflációs folyamatok szempontjából kitüntetett szereppel bíró kőolaj ára a globális konjunktúra lassulása miatt az elmúlt hónapokban jelentősen csökkent, és megítélése szerint további árcsökkenés sem zárható ki.

A hazai pénz- és tőkepiaci eszközök kockázati megítélése - az elmúlt hónapban megfigyelt kismértékű javulás ellenére - továbbra is kedvezőtlen. A testület tagjai egyetértettek abban, hogy a hazai kockázati felárak a nemzetközi szervezetekkel történő megállapodást követően akár érdemben csökkenhetnek, 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 finanszírozási kockázatok csökkentése mellett kedvezően befolyásolná a gazdasági és inflációs kilátásokat és növelné a monetáris politika mozgásterét.

A monetáris politikai opciók vitája során a tanácstagok többsége egyetértett abban, hogy az inflációs jelentésben előrejelzett makrogazdasági folyamatok júniusban az alapkamat tartását indokolják. Egyes vélemények szerint a kereslet drasztikus visszaesése ugyan kamatcsökkentést indokolna, de hazánk kockázati megítélése továbbra is törékeny, és olyan árszint-emelő sokkok érik a gazdaságot, ami megnöveli a vállalatok termelési költségeit, és fokozatosan begyűrűznek a maginflációba. Többen arra hívták fel a figyelmet, hogy egy esetleges monetáris lazítás a jelenlegi makrogazdasági környezetben nem alkalmas a potenciális növekedés gyorsítására, azonban a stabilitási kockázatok és az inflációs várakozások fokozódásával járna együtt. Egyes tagok megítélése szerint a Monetáris Tanácsnak mindent meg kell tennie a recesszió elkerülése érdekében, míg mások arra hívták fel a figyelmet, hogy a Monetáris Tanács nem rendelkezik olyan eszközzel, ami a potenciális növekedés fokozására alkalmas lenne, a Magyar Nemzeti Bank a stabilitás megőrzésével tud hozzájárulni a Kormány gazdaság-élénkítő lépéseinek sikeréhez. Egy tanácstag megítélése szerint már a kamatszint fenntartása is szigorítást jelent, és mind a reálgazdasági folyamatok, mind a kockázati felárak alakulása már jelenleg is lehetővé teszi az alapkamat csökkentését.

A testület tagjainak többséges egyetértett abban, hogy monetáris lazításra az inflációs kilátások javulása és a kockázati prémium tartós és érdemi csökkenése esetén kerülhet sor, amit időben előre hozhat a Kormány és az Európai Unió, illetve a Nemzetközi Valutaalap között mielőbb megkötendő megegyezés.

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

#### **Szavazatok:**

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

#### **Jelen voltak:**

Bártfai-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 2012. július 24-én tartja, amelyről 2012. augusztus 8-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**