



MAGYAR NEMZETI BANK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV  
A MONETÁRIS TANÁCS  
2012. JÚLIUS 24-I ÜLÉSÉRŐL

**Közzététel időpontja: 2012. augusztus 8. 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

Júniusban a fogyasztóiár-index 5,6, a maginfláció 4,9 százalék volt. Az infláció 0,3 százalékponttal, a maginfláció 0,1 százalékponttal nőtt az előző hónaphoz képest. A fogyasztói-árindexnek az inflációs jelentés várakozásainál magasabb értéke döntően egyedi tételek átmeneti hatásának tudható be. Másfelől az alapfolyamatok és az adóváltozásoktól megtisztított, inflációs alapfolyamatot megragadó mutatóink júniusban is mérsékeltek maradtak, jelenleg 1-2 százalék között tartózkodnak. A maginfláció magasabb értéke mögött elsősorban az iparcikkek inflációjának gyorsulása áll, míg a maginfláción kívüli tételek közül a feldolgozatlan élelmiszerek áremelkedésének volt a legnagyobb hatása. Az iparcikkek szezonálisan igazított hó/hó inflációja júniusban emelkedett, ezen belül a nem-tartós iparcikkek árai egyedi hatások következtében nőttek, míg a tartós iparcikkek árcsökkenése a termékek széles körében jelentkezett. A feldolgozatlan élelmiszerek szezonálisan igazított árszintje enyhén emelkedett az előző hónaphoz képest. Összességében a gyengülő belföldi kereslet következtében a reálgazdaság oldaláról érkező inflációs nyomás továbbra is mérsékelte, miközben az év eleji adóemelések, a Széll Kálmán terv intézkedései és a frissen bejelentett jövedékiadó-emelés tartósan cél fölött tartják az inflációt.

Az ipari termelés májusban 0,4 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A termelés májusban megfigyelt jelentős, havi alapú emelkedése ellenére az év elejétől kezdve visszaesés jellemzi az ipart. Az ágazati termelési adatok alapján májusban már érezhető hatását az autóiipari nagyberuházásokból fakadó kapacitásbővülés, ugyanakkor más szektorok visszafogottabb alapfolyamatai egyelőre ellensúlyozhatták ezt. Az exportértékesítések dinamikáját 2011 negyedik negyedétől kezdve folyamatos lassulás jellemezte, továbbá az elmúlt hónapokban az ipar belső és külső értékesítése egyaránt stagnált. A külkereskedelmi egyenleg májusban emelkedett, ami az importnál nagyobb ütemben növekvő export mellett valósult meg. A cserearány romlása lassult áprilisban, ami főként az energiahordozók árcsökkenéséhez köthető. Mindazonáltal több nemzetközi szervezet lefelé revideálta júliusi előrejelzésében a világgazdasági növekedésre vonatkozó várakozásait. Ezzel összhangban felvevőpiacaink az év második felétől várt élénkülését kockázatok övezik, és a külső kereslet erőteljesebb lassulása tovább fékezheti a hazai exportot, illetve ipari termelést.

Az építőipari termelés volumene májusban a kiigazított adatok szerint és munkanaphatástól szűrve is 15,2 százalékkal maradt el az egy évvel korábitól, így az év első öt hónapjában a termelés 10,8 százalékkal esett vissza az előző év azonos időszakához képest.

A kiskereskedelmi forgalom volumene áprilisban munkanaphatástól szűrve éves összevetésben 2,7 százalékkal csökkent, míg a fogyasztási kiadásokkal szorosabb kapcsolatban lévő teljes kiskereskedelmi értékesítések (mely tartalmazza a gépjármű és alkatrész értékesítéseket is) volumene 1,4 százalékkal volt alacsonyabb az előző év azonos időszakának értékénél. A lakossági fogyasztást leginkább meghatározó tényezők közül a reál nettó keresettömeg éves összehasonlításban csökken, emellett a változatlanul gyenge hitelaktivitás továbbra is korlátozza a fogyasztásra fordítható kiadásokat. Összességében az értékesítések alapfolyamata visszaesést jelez, így a

háztartások fogyasztási kiadásának első negyedéves stagnálását követően a továbbiakban csökkenésre számítunk.

A májusi munkaerő-felmérés alapján a foglalkoztatottak száma 2 százalékkal, míg a munkanélküliek száma 2,6 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A foglalkoztatottak számának bővülése mögött feltételezhetőleg továbbra is a közmunkaprogramokban foglalkoztatottak növekvő száma áll, miközben a munkanélküliségi ráta változatlanul 11 százalék felett alakul.

Májusban a bruttó átlagkeresetek a nemzetgazdaságban 6,4 százalékkal, a versenyszférában 9,4 százalékkal emelkedtek, míg az államháztartásban (a közfoglalkoztatottakkal együtt) 0,6 százalékkal csökkentek az előző év azonos időszakához képest. A versenyszféra bérindexe ismét az év eleji magas érték körül alakult. A kiugró bérnövekedést részben különböző összetételhatások és specifikus ágazati bérezések magyarázhatják. A konjunktúrafolyamatok nem támasztják alá a magas bérkiáramlást – ezt jelezheti, hogy a vállalatok továbbra is érdemben visszafogják a nem rendszeres kereseti elemek kifizetését. Összességében egyelőre bizonytalan annak megítélése, hogy a bérindex májusi gyorsulása mennyiben tekinthető az alapfolyamatok emelkedésének. Ezzel együtt a beérkezett adat felfelé mutató kockázatot jelent a 2012. évi bérnövekedésre adott előrejelzésünkre.

### Pénzügyi piacok

A júniusi és júliusi kamatdöntések közötti időszakban meglehetősen változékonyan alakultak a nemzetközi pénzügyi folyamatok, összességében a globális kockázatkerülés csökkent. A június végi EU-csúcs látványos enyhülést hozott a nemzetközi piacokon. Ugyancsak javította a globális hangulatot, hogy több meghatározó jegybank (EKB, BoE, PBOC) a növekedési kilátások romlásának hatására enyhítette a monetáris kondíciókat. Az EU-csúcsot követően a befektetők fókuszába ismét a növekedési kilátások romlása került, amit részben az időszak alatt publikált gyenge makroadatokra, részben több nagy intézet (OECD, IMF) lefelé módosított növekedési prognózisára lehet visszavezetni. A piacokat továbbra is aggasztja a spanyol bankrendszer helyzete, a bankmentőcsomagról egyelőre nem született teljes körű döntés. Az eurozóna válságkezelésével kapcsolatos bizonytalanságot jelezheti, hogy a dollár/euro árfolyam további közel 2 százalékot süllyedt az időszak alatt.

Mindezek nyomán a kockázatos eszközök árfolyamai összességében emelkedést mutattak. Az amerikai tőzsdék 1,5-2,5, az európai fejlett tőzsdeindexek 4-7, míg az ázsiai mutatók valamivel szélesebb szórásban 1-6 százalékkal kerültek magasabbra. A globális kockázattávallás erősödését támasztja alá a kiemelt kockázatkerülési mutatók süllyedése is. Az eurozóna periféria szuverén felárai is mérséklődtek az időszak alatt, a másodpiaci hozamcsökkenés mellett az aukciós kibocsátások is jól sikerültek. Mindamelllett jól érzékelteti a prémiumeszközök iránti befektetői igényt, hogy a német szuverén állampapírok mellett egyéb magas minőségű eurozóna állampapírok 1-2 éven belüli hozamai is negatív tartományba süllyedtek.

A hazai pénzügyi piaci folyamatokat az összességében kedvezően alakuló globális környezet mellett az EU/IMF-tárgyalások várható hosszára, gördülékenységére vonatkozó várakozások befolyásolták. A tárgyalások előtt megjelent nyilatkozatok alapján lassú és konfliktusoktól sem mentes folyamatra számítanak az elemzők. A hiteltárgyalással kapcsolatos várakozások mellett arra is figyeltek a szereplők, hogy a csökkenő kockázati

prémium következtében lehetővé váló monetáris lazítást várhatóan mikorra időzíti a Tanács. Ennek kapcsán a piaci elemzők rámutatnak arra, hogy a kamatcsökkentés időzítésében egymásnak némileg ellentmondó üzeneteket fogalmaztak meg a tanácstagok, ami jelzi a Tanács megosztottságát a kérdésben. A piaci mutatóink összességében javultak, bizonyos eszközökben azonban az érzékenységünk által indokoltnál kisebb mértékben reagáltunk a kedvező globális sokkokra.

A hazai ötéves CDS-felár mintegy 40 bázispontos csökkenést követően 480 bázispont környékére mérséklődött. A közép-kelet európai országok átlagához valamint a valamivel szélesebb földrajzi régiót átfogó CEEMEA térség átlagához mérten szintben nagyobb csökkenést tudtunk felmutatni. Árnyalja a képet azonban, hogy a százalékos változás mértéke a régió átlagos csökkenésénél alacsonyabb, ami arra enged következtetni, hogy a kedvező globális környezet javulására a bétánk által indokoltnál kisebb mértékben javultunk.

A forint/euro árfolyam közel azonos szinten állt a július kamatdöntéskor, mint egy hónappal korábban. A vizsgált időszak alatt a lengyel zloty és a cseh korona is 2 százalékos erősödött, igaz a zloty esetében meghatározó volt a kamatcsökkentési várakozások felerősödése nyomán meginduló nem-rezidens kötvényvásárlás devizaárfolyam-hatása.

Az FX-swap piacon a negyedév végén a piaci szereplők egy részénél jelentkező mérlegoptimalizációból fakadó likviditási feszültség volt tapasztalható, amely a rövid futamidejű forint implikált hozamok jelentős mértékű, mintegy 300-350 bázispontos átmeneti csökkenéséhez vezetett. A fordulónapot követően a felárak normalizálódtak és a külföldiek által leépített MNB-kötvény állománya is a korábbi szintjére emelkedett.

Az állampapír-piaci hozamokban látványos csökkenés volt megfigyelhető a 3 évnél hosszabb szegmensben, ahol közel 80-85 bázisponttal kerültek lejjebb a jegyzések. Az 1 és 3 év közötti tartományban 40-60, míg a kincstárjegyek esetében mérsékeltebb, 15-20 bázispont körüli hozamcsökkenés jelentkezett. A kedvező folyamat lényegében egybe esik a globális környezet látványos javulásával. A szűken vett régión belül hazánkban volt tapasztalható a legnagyobb mértékű hozamenyhülés, néhány futamidőn a mienket megközelítő elmozdulásra még a cseh állampapír-piacon lehetett példát találni. A pozitív folyamatok az aukciókon is megjelentek, ahol a rendkívül élénk keresletnek köszönhetően csökkenő hozamok mellett több ízben is meg tudta emelni az aukciós kibocsátást az ÁKK.

A júliusi Reuters felmérésben megkérdezett 20 elemző többsége, 16 elemző a jelenlegi 7 százalékos alapkamat tartását valószínűsítette a Monetáris Tanács júliusi ülésére. Négy elemző azonban 25 bázispontos kamatcsökkentésre számított, ami a májusi és júniusi felmérésben látott egyöntetű 7 százalékos várakozáshoz képest enyhén csökkenő konszenzusos várakozásra utal. A további kamatkilátásokra vonatkozó várakozásoknál az EU/IMF-megállapodás létrejötte továbbra is fontos bizonytalansági tényező. Az elemzők többsége szerint az év utolsó negyedévében jöhet létre a megállapodás a nemzetközi szervezetekkel, és ekkor várja a többség a kamatcsökkentések megkezdését is.

Július folyamán csökkent a piaci szereplők kamatvárakozása. Az FRA-jegyzések alapján a júliusi ülésre még az alapkamat tartását árazta a piac. Ugyanez mondható el az augusztusi ülésre is, szeptemberre azonban már inkább a 25 bázispontos csökkentéshez rendel nagyobb valószínűséget a piac. Bár a jegyzések csökkenő trendje már korábban

megindult, a kamatcsökkentési várakozások felerősödésre vélhetően hatással lehetnek a monetáris tanácstagok nyilatkozatai is.

### A bankrendszer helyzete

A hazai bankrendszer vállalati hitelállománya júniusban az előző hónapokhoz képest nagyobb mértékben mérséklődött. Csökkent mind a forint, mind pedig a devizaállomány. Az előző hónapokhoz képest viszonylag nagyobb állománycsökkenés a hitelek lejárat szerkezetével magyarázható: júniusban jellemzően nagyobb lejáratok koncentrálnak, mint az év többi hónapjában. A vállalati hitelek átlagos kamata májusban az alacsonyabb összegű, 1 millió euro alatti szerződések esetén nem változott érdemben, míg a nagyobb összegű szerződések esetén kismértékű csökkenésről beszélhetünk.

A háztartási hitelezési folyamatok a korábbi hónapokéhoz hasonló képet mutatnak: júniusban tovább mérséklődött a szektor hitelezése, amely a forinthitelezés minimális csökkenése mellett döntően a devizaállományon realizálódott. Az új háztartási hitelek kibocsátása továbbra is gyenge a bankrendszerben, az a végtörlesztések óta változatlanul rendkívül alacsony szinten van. Májusban a háztartási lakáscélú és szabad-felhasználású hitelek átlagos kamatának kismértékű csökkenése volt tapasztalható.

A hét nagybank külföldi forrásállománya az előzetes júniusi adatok szerint kismértékben nőtt. A növekedés fele forint-, fele devizaforrás volt. A csekély mértékű forrásbeáramlás mellett a hét nagybank nettó swapállománya júniusban jelentősen csökkent. A csökkenés hátterében elsősorban a forintárfolyam erősödése, valamint az emiatt csökkenő letéti követelmény igények állnak. Mindezekon felül a nagybankok magánszektortal szembeni devizapozíciója is érdemben javult az elmúlt hónapban, ami nagyobb részben a csökkenő devizahitel-állománynak, kisebb részben a növekvő devizabetéteknek köszönhető.

A rendelkezésre álló májusi adatok alapján a bankrendszer külföldi forrásállománya csökkent. Az év első öt hónapjában a bankrendszerből kiáramlott külföldi forrás állománya továbbra is megfelel a Stabilitási jelentésben publikált, illetve az azóta frissített alappálya-sáv közepének.

2012. június végén a bankrendszer éven belül kumulált adózás előtti eredménye 60 milliárd forint volt, ami lényegesen elmarad az előző év azonos időszakának eredményétől. A bankrendszeri jövedelmezőség továbbra is erőteljesen koncentrálnak. A teljes szektor tőke megfelelési mutatója nem változott érdemben – az átlagos tőkehelyzet továbbra is kedvező a hazai bankrendszerben, azonban egyedi szinten jelentős aszimmetria érvényesül.

## 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 nagy többsége kiemelte, hogy az inflációs folyamatokat a korábban is megfigyelt ellentétes irányú hatások alakítják. Egyfelől a reálgazdaság oldaláról érkező inflációs nyomás változatlanul mérsékelt, ugyanakkor az év eleji áfa- és jövedéki adóemelések, a Széll Kálmán-terv 2.0 intézkedései, illetve a június végén bejelentett, jövő évre vonatkozó kormányzati intézkedések az inflációt tartósan a cél felett tartják. A

fiskális intézkedések inflációs hatását ugyan tompítja a gyenge belső kereslet és a laza munkaerőpiac, de összességében az áfa- és jövedékiadó-emelések hatására az infláció nemcsak 2012-ben, hanem 2013-ban is a cél felett marad, így a cél elérése csak 2014 folyamán valószínű. Egyes tagok arra hívták fel a figyelmet, hogy az inflációs alapfolyamatok kedvezőek, várakozások nem mutathatóak ki, az adószűrt maginfláció a teljes előrejelzési horizonton a jegybank inflációs célja alatt várható. Ezzel szemben voltak, akik arra világítottak rá, hogy a Magyar Nemzeti Bank inflációs célja a fogyasztóiár-indexhez kapcsolódik. Mások a potenciális növekedés erős lassulását és az output gap gyorsabb záródását, valamint az inflációs várakozások állandóságát hangsúlyozták.

A testület tagjai egyetértettek abban, hogy az idei csökkenő kibocsátást követően a GDP szerény mértékű növekedése várható 2013-ban. A kibocsátás az előrejelzési horizonton elmarad potenciális szintjétől, és ennek megfelelően a munkanélküliségi ráta is tartósan magas szinten ragad, ami laza munkaerőpiacot vetít előre. A növekedés fő támaszát továbbra is az export jelenti majd, bár – összhangban a magyar export számára fontos felvevőpiacok kilátásaival – 2012-ben itt is érdemi lassulás várható. A csökkenő lakossági reáljövedelem, a bankrendszeri mérlegalkalmazkodás következtében előálló szigorú hitelfeltételek és a fiskális kiigazítás következtében romlanak a belső fogyasztás lehetőségei.

Hazánk kockázati felárai mérséklődtek a júliusi kamatdöntést megelőző hónap folyamán, melynek egyik oka az EKB kamatcsökkenése, illetve a részben az ennek nyomán, az alacsony külső kamatkörnyezet következtében a fejlődő piacok irányába megélnkülő tőkeáramlás volt. Másrészt a nemzetközi szervezetekkel megkezdett tárgyalások sikerességére vonatkozó várakozások is a csökkenés irányába hatottak. Több tanácsstag úgy ítélte meg, hogy ennek ellenére elsősorban a globális tényezők hatottak a kockázati felárak javulására, ami továbbra is változékonyan alakulhat. Egyes tagok arra hívták fel a figyelmet, hogy a régiós értékekhez képest hazánk kockázati mutatói továbbra is magas szinten alakulnak, míg mások úgy ítélték meg, hogy érdemi javulás történt hazánk kockázati megítélésében, mely javulás várakozásaik szerint tovább folytatódhat.

A tanácsstagok többsége úgy ítélte meg, hogy a magas GDP-arányos államadósság és a relatíve magas külső adósság továbbra is sérülékennyé teszi az országot a kedvezőtlen külső sokkokkal szemben. Ezért a Monetáris Tanács változatlanul úgy ítélte meg, hogy az államadósság finanszírozási kockázatainak tartós mérsékléséhez szükség van az IMF/EU-megállapodás mielőbbi megkötésére.

A kamatdöntési opciók vitája során a testületi tagok többsége hangsúlyozta, hogy a monetáris politikát befolyásoló ellentétes irányba ható tényezők között tapasztalható feszültség tovább erősödött a kamatdöntést megelőző hónap során. A júniusi inflációs jelentés alappályájában feltételezettnél kedvezőtlenebb inflációs és béradatok a monetáris szigorítás irányába, míg a kedvezőtlen növekedési adatok a lazább monetáris kondíciók felé mutatnak. Mások ugyanakkor arra hívták fel a figyelmet, hogy az inflációs alapfolyamatok kedvezőek, továbbá a laza munkaerő-piaci kondíciók miatt a kedvezőtlen béradat sem jelent jelentős kockázatot az inflációs folyamatok szempontjából.

Az inflációs folyamatok mellett az ország kockázati megítélésének alakulását is eltérően értékelték a testület tagjai. A többség szerint a kedvezőtlen inflációs folyamatok mellett hazánk kockázati megítélésének érdemi és tartós javulása még nem következett be, ezért

a kamat szinten tartása mellett foglaltak állást. Ezzel szemben a testület más tagjai azt hangsúlyozták, hogy az inflációs alapfolyamatok továbbra is mérsékeltek, a kockázati mutatók pedig a júliusban tapasztalható csökkenéssel megindultak a régiós szintek irányába.

Megosztott volt a Tanács annak megítélésében is, hogy egy esetleges monetáris lazítás növelhetné-e a gazdaság kibocsátását. Egyes tagok azt hangsúlyozták, hogy egy elszármított kamatcsökkentés - az inflációs folyamatokra és a kockázati megítélésünkre gyakorolt kedvezőtlen hatása mellett - nem növelné a gazdaság kibocsátását. Mások ezzel szemben azt hangsúlyozták, hogy a reálgazdaság számára súlyos terhet jelent az irányadó kamat jelenlegi szintje.

Egy tanácsstag úgy ítélte meg, hogy az általa támogatott 25 bázispontos kamatcsökkentés nem jelentene érdemi monetáris lazítást, tekintettel arra, hogy az Európai Központi Bank irányadó eszközeinek kamatát ilyen mértékben csökkentette július folyamán. Ilyen körülmények között megítélése szerint a hazai jegybanki kamat szinten tartása monetáris szigorítással egyenértékű.

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

#### **Szavazatok:**

<b>alapkamat 7,00 százalékos szinten tartása mellett:</b>	5	Bártfai-Mager Andrea, Gerhardt Ferenc, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Simor András
<b>alapkamat 6,75 százalékra történő csökkentése mellett:</b>	2	Cinkotai János, Kocziszky György

#### **Jelen voltak:**

Bártfai-Mager Andrea

Cinkotai János

Gerhardt Ferenc

Karvalits Ferenc

Király Júlia

Kocziszky György

Simor András

**A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2012. augusztus 28-án tartja, amelyről 2012. szeptember 12-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**