



MAGYAR NEMZETI BANK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2012. AUGUSZTUS 28-I ÜLÉSÉRŐL

Közzététel időpontja: 2012. szeptember 12. 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

Júliusban a fogyasztóiár-index 5,8, a maginfláció 5,1 százalék volt. Az infláció és a maginfláció is 0,2 százalékponttal emelkedett az előző hónaphoz képest. A beérkező adat mind az infláció, mind a maginfláció tekintetében meghaladta az előrejelzést és a piaci várakozásokat. Másfelől a keresletoldali inflációs nyomás visszafogottan alakult, alternatív trendinflációs mutatóink csökkentek júliusban. A várakozásokat meghaladó mutatószámok háttérben több tényező áll. A maginfláció gyorsulását az indirektadó-emelések és a feldolgozott élelmiszerek áremelkedése okozta. Továbbá az iparcikkek júniusban megfigyelt, egyedi hatásokra visszavezethető áremelkedése annak ellenére, hogy a havi árdinamikát nem emeli tovább, az éves indexet a vártnál magasabban tartja. A maginfláción kívüli tételek esetében a magasabb infláció elsősorban a feldolgozatlan élelmiszerek erőteljes áremelkedéséhez köthető. Összességében a gyengülő belföldi kereslet következtében a reálgazdaság oldaláról érkező inflációs nyomás mérsékelte, miközben a bejövő adatok, a vártnál magasabb olajár és a kibontakozóban lévő élelmiszerár-sokk felfelé mutató kockázatot jelentenek. Ezeket a hatásokat a forint erősebb árfolyama tompíthatja.

2012 második negyedében folytatódott a magyar gazdaság visszaesése, a KSH előzetes adatközlése alapján a bruttó hazai termék 1,2 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A GDP a tavalyi stagnálást követően az idei évben második negyedéve csökken, így a hazai gazdaság technikai értelemben recesszióba süllyedt. A beérkezett előzetes adat alapján a reálgazdasági pályára vonatkozó képünk lefelé revideáljuk.

Az ipari termelés év eleje óta tapasztalt visszaesése folytatódott, júniusban az előző év azonos időszakához képest 0,6 százalékos, míg májushoz képest 0,2 százalékos csökkenést tapasztaltunk. A járműgyártás év eleje óta jelenős mértékben élénkült. Ezzel szemben a feldolgozóipar több ágazatát stagnálás vagy csökkenés jellemezte. Az exportértékesítés dinamikájának – 2011 negyedik negyedében kezdődő – csökkenése folytatódott, miközben az ipari értékesítés volumene is visszafogott maradt. A külkereskedelmi egyenleg júniusban emelkedett, ami az exportnál nagyobb mértékben csökkenő import mellett valósult meg. A cserearány ismét romlott májusban, ami főként az energiahordozók áremelkedéséhez köthető. Összességében a beérkezett adatok kedvezőtlenebb hazai és külső konjunktúrát vetítenek előre, ami tovább fékezheti a hazai exportot, illetve ipari termelést.

Az építőipari termelés volumene júniusban a kiigazítatlan adatok szerint és munkanaphatástól szűrve is 11,2 százalékkal maradt el az egy évvel korábbtól, így az év első hat hónapjában a termelés 10,1 százalékkal esett vissza az előző év azonos időszakához képest.

A kiskereskedelmi forgalom volumene májusban munkanaphatástól szűrve 2,5 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakának értékétől. A fogyasztási kiadásokkal szorosabb kapcsolatban lévő teljes kiskereskedelmi értékesítések (mely tartalmazza a gépjármű és alkatrész értékesítéseket is) volumene az előző év azonos időszakának értékénél 1,8 százalékkal volt alacsonyabb. A lakossági fogyasztást leginkább meghatározó tényezők közül a reál nettó keresettömeg továbbra is csökken éves összevetésben, emellett a

változatlanul gyenge hitelaktivitás is korlátozza a fogyasztásra fordítható kiadásokat. Összességében az értékesítések alapfolyamata visszaesést jelez, így a háztartások fogyasztási kiadásának első negyedéves stagnálását követően a továbbiakban csökkenésre számíthatunk.

Júniusban a bruttó átlagkeresetek a nemzetgazdaságban 4,1 százalékkal, a versenyszférában 7,3 százalékkal emelkedtek, míg az államháztartásban (a közfoglalkoztatottakkal együtt) 3,1 százalékkal csökkentek az előző év azonos időszakához képest. A korábbi hónapokban tapasztalt magas bériáramlás megállt és a májusi kiugrás korrigálódni látszik. A mérséklődő nettó keresetnövekedés és a gyorsuló infláció eredményeként a versenyszektor reálbérei a májusi 1,1 százalékos növekedést követően 1,2 százalékkal csökkentek, ami az első félév átlagában 3,7 százalékos reálbércsökkenést jelent. A nemzetgazdasági létszám esett: mind a versenyszférában, mind a közmunkások nélküli állami szektorban csökkent a foglalkoztatottság. Eközben a munkanélküliségi ráta a második negyedévben meghaladta tavalyi értékét, továbbra is magasán (10,9 százalék) alakult.

Pénzügyi piacok

A júliusi kamatdöntést követően az eurozóna válságkezelésével kapcsolatos fejlemények befolyásolták leginkább a globális piaci folyamatokat. A fennálló problémák, valamint a válságkezelés gyakorlati megvalósítását övező viták miatt a vizsgált időszak elején inkább kockázatkerülés és negatív hangulat uralkodott a spanyol bankrendszer és államháztartás finanszírozási problémái miatt. Ugyanakkor a július végi EKB vezetői nyilatkozatok, valamint az Európai Központi Bank augusztus eleji döntésével kapcsolatos spekulációk hatására jelentősebb fordulat állt be a piaci hangulatban. Augusztus második hetétől csendesebb lett a kereskedés, és a mutatók alakulását kisebb, iránytalanul váló mozgások jellemezték, egyedül néhány makroadat megjelenése befolyásolta a piacokat. Az USA-ban több fontos mutató (foglalkoztatás, PMI adatok, kiskereskedelem) meghaladta a várakozásokat, míg Európából a vizsgált időszak során inkább a borús konjunktúra kilátásokra utaló adatok érkeztek.

Összességében a kockázatvállalási hajlandóságban bekövetkezett pozitív fordulatnak köszönhetően érdemben javultak a globális jelentőségű pénzpiaci mutatók, több indikátor az ideai csúcspont közelébe érkezett. A vezető tőzsdeindexek 5-9 százalékkal kerültek az indulószint fölé, a fontos kockázati mutatók csökkentek. Az eurozóna válságkezelésével kapcsolatos remények hatására az euro 4 százalékos erősödött a dollárral szemben. A német és az amerikai hosszú kötvényhozamok 20-30 bázisponttal emelkedtek, míg az eurozóna periféria hozamszintje érdemben csökkent. Részben a globális hangulat javulása, részben geopolitikai feszültségek éleződése eredményezte a Brent nyersolaj árának 12 százalékos emelkedését.

A hazai pénzügyi piaci folyamatokat alapvetően a kedvezően alakuló globális környezet befolyásolta leginkább. Bár az időszak elején a kormányzati szereplők IMF-tárgyalásokkal kapcsolatos optimista nyilatkozatai pozitívan hatottak hazánk piaci megítélésére, egyéb országspecifikus tényezők nem befolyásolták érdemben a hazai folyamatokat. Sem a megjelenő makroadatokat, sem a jövő évi költségvetés módosításával kapcsolatos hírek nem hatottak érdemben a hazai eszközárakra és a forint árfolyamára. A piaci mutatóink egyértelműen javultak, de a legtöbb részpiacot alacsony likviditás és kivárási jellemezte, különösen augusztus második hetétől kezdve.

A júliusi kamatdöntés óta tovább folytatódott a hazai CDS-felár csökkenése, az 5 éves szpred mintegy 80 bázispontos csökkenést követően a 430 bázispontos szint alá mérséklődött, ami szinte kizárólag a nemzetközi folyamatokhoz volt köthető, országspecifikus tényező az elmúlt egy hónapban érdemben nem befolyásolta a felárat. Az euro/forint árfolyamban is jelentősebb erősödést tapasztalhattuk: 4-5 százalékos felértékelődést követően 275 alá került a hazai deviza árfolyama. A vizsgált időszak végén tapasztalható néhány forintos korrekció ellenére is elmondható, hogy hasonlóan erős szinteken egy éve nem járt a forint az euróval szemben. Ezzel a forint a régió legjobban teljesítő devizája lett: a vizsgált időszak alatt a lengyel zloty és a román lej 3, míg a cseh korona 2,5 százalékkal erősödött.

A hazai FX-swap piacon jóval nyugodtabb kereskedés folyt, mint a második negyedév végén tapasztalt feszültségek időszakában. Mind az overnight, mind a 3 és a 6 hónapos felárak szűk sávban mozogtak, az időszak végére enyhe szűkülés volt megfigyelhető. A külföldiek nettó swap állománya csökkent.

A júliusi kamatdöntés körüli napokban átmenetileg nagyobb mértékben emelkedtek a hazai állampapírhozamok. Augusztusban ezt az emelkedést dolgozták le a piacok. A legnagyobb mérséklődés a 3 és az 5 éves referenciahozam esetében volt tapasztalható: 40-50 bázispontos csökkenés után újra 7 százalék alá esett a hozamgörbe ezen szegmense. A hosszabb, 10-15 éves papírok esetében mintegy 25 bázispontos mérséklődést tapasztalhattunk, míg a hozamgörbe eleje nem változott. Az aukciók többségét megfelelő szintű kereslet és minimális hozammozgások jellemezték.

Az augusztusi Reuters felmérésben megkérdezett 19 elemző többsége, 16 elemző a 7 százalékos alapkamat tartását valószínűsítette a Monetáris Tanács augusztusi ülésére. A piaci árazások alapján az elmúlt időszakban folytatódott a kamatvárakozások mérséklődése. Az FRA-jegyzések alapján az augusztusi ülésre még inkább az alapkamat tartását árazza a piac, de szeptemberre már egyértelműen egy 25 bázispontos csökkentéssel számolnak, míg októberre egy további 25 bázispontos kamatvágást valószínűsítene.

A bankrendszer helyzete

A hazai bankrendszer vállalati hitelállománya júniusban az előző hónapokhoz képest tovább mérséklődött. A forint hitelek állománya ugyan nőtt, de ezt ellensúlyozta a devizahitelek állományának csökkenése. A vállalati hitelek átlagos kamata júliusban az alacsonyabb összegű szerződések esetén nem változott érdemben, míg a nagyobb összegű szerződések esetén kisebb növekedésről beszélhetünk.

A háztartási hitelezési folyamatok a korábbi hónapokéhoz hasonló képet mutatnak: júliusban tovább mérséklődött a szektor hitelállománya, ami a forinthitelezés növekedésének és a devizaállomány csökkenésének eredőjeként valósult meg. Az új háztartási hitelnyújtás, a végtörlesztések óta változatlanul rendkívül alacsony szinten van. Májusban a háztartási lakáscélú és szabad-felhasználású hitelek átlagos kamata nem változott lényegesen.

A júliusi előzetes adatok alapján a hét nagybank külföldi devizaforrás-állománya kis mértékben tovább mérséklődött. A külföldi devizaforrás-kiáramlástól kisebb mértékkel növekedett a swapállomány, mivel folytatódott a bankok magánszektoralatti szembeni alkalmazkodása. A nagybankok július végi nettó swapállománya lényegesen alatta van a

historikus csúcsnak, de továbbra is magasnak tekinthető. A teljes bankrendszerre vonatkozó júniusi adatok szerint a külföldi források jelentősen növekedtek.

A II. negyedév folyamán tovább nőtt a nem teljesítő hitelek aránya a háztartási portfólión belül. A növekedés mértéke meghaladta várakozásainkat, amit részben az állami programok vártnál lassabb haladása, részben az újratárgyalt hitelek visszaesése okozott. Az értékvesztés eredményrontó hatása mérséklődött a negyedév során, a végtörlesztés hatásait figyelmen kívül hagyva a mutató nagyjából változatlan volt. A vállalati portfólión belül a 90 napnál nagyobb késétségben levő ügyfelek aránya tovább emelkedett, míg a 30-90 napos késétségben levő hitelek aránya csökkent. A tisztítás hiánya miatt továbbra is jelentős terhet jelent a romló vállalati portfólió a bankrendszernek. Az értékvesztés eredményrontó hatása június végére csökkent.

2012. július végén a bankrendszer éven belül kumulált adózás előtti eredménye 22 milliárd forint volt, ami lényegesen elmarad az előző év azonos időszakának eredményétől. A bankrendszeri jövedelmezőség továbbra is erőteljesen koncentrálik. A teljes szektor tőke megfelelési mutatója kissé emelkedett, az átlagos tőkehelyzet tehát továbbra is jó a hazai bankrendszerben, azonban egyedi szinten jelentős aszimmetria érvényesül.

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 is elmarad potenciális szintjétől. Az adóváltozások, az adminisztratív intézkedések és a nyersanyagárak növekedése következtében a monetáris politika időhorizontján a fogyasztóiár-index cél felett alakulhat.

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy a beérkezett júniusi és júliusi inflációs adatok az előzetesen vártnál magasabbak voltak, amely a feldolgozott élelmiszerárak növekedése és a jövedéki adó évközi emelése miatt következett be. Többen kiemelték, hogy az inflációs folyamatok szempontjából felfelé mutató kockázatot jelent az év során még várható költségvetési kiigazítás, a vártnál magasabb világpiaci olajár és a kibontakozóban lévő nemzetközi élelmiszerár-sokk. Utóbbi az elmúlt hónapok során a feldolgozatlan élelmiszerek árának alakulásában is visszatükröződött. A fogyasztói árakat érintő sorozatos indirektadó-emelések következtében az árindex 2013-ban is számottevően meghaladhatja a középtávú cél értékét. Egyes tagok megítélése szerint a bérkiáramlás mértéke - a júniusi adatban bekövetkezett korrekció ellenére is - inflációs kockázatokat jelez, míg mások arra hívták fel a figyelmet, hogy a laza munkaerő-piaci kondíciók miatt a béradat nem hordoz jelentős kockázatot az inflációs folyamatok szempontjából. Egyes testületi tagok véleménye szerint a maginflációs folyamatok és a termelési költségek emelkedése növeli az inflációs kockázatokat, míg mások amellet érveltek, hogy a tartósan gyenge belföldi kereslet mellett érdemi másodkörös hatásokra nem lehet számítani. Egy tag felhívta a figyelmet arra, hogy a reszüköltségek esetében a hatóságok - a megelőző időszak nagyarányú díjemeléseivel szemben - rendkívül visszafogottan, csak a tényleges költségekkel arányban emelik az árakat, amely kedvező hatást fejt ki a fogyasztóiár-index alakulására.

A testület tagjai egyetértettek abban, hogy a második negyedéves GDP-adat a konjunktúra-folyamatok romlását tükrözi, az újabb negyedéves visszaesés alapján a magyar gazdaság technikai értelemben recesszióba került, a kibocsátás idén és jövőre is

elmarad potenciális szintjétől. A belső kereslet várhatóan tovább mérséklődik az elkövetkező negyedévekben. Megosztott volt a testület a recesszió okainak megítélésében. Egyes tagok úgy vélték, hogy a romló külső növekedési kilátások mellett elsősorban a szigorú hitelezési feltételek fogják vissza a növekedés lehetőségeit, ezzel szemben mások arra mutattak rá, hogy rossz konjunktúra-kilátásokon túlmenően a nehezen kiszámítható üzleti környezet és a gazdasági szabályozás is jelentősen hozzájárul az aktivitás visszafogásához.

A testület tagjai egyetértettek abban, hogy a hazai kockázati megítélés jelentős mértékben, huzamosabb ideje javuló tendenciát mutat. Ugyanakkor egyes tagok hangsúlyozták, hogy a javulás elsősorban külső tényezőkre vezethető vissza, a kedvező nemzetközi befektetői hangulat a válságkezeléssel összefüggő bejelentésekre, a tervezett intézkedésekkel kapcsolatos várakozásokra vezethető vissza. Az euroövezeti országok adósságának fenntarthatóságával kapcsolatos feszültségeket tartósan kezelő intézkedések döntési és alkalmazási kockázata egyelőre megmaradt, az eurózóna országai helyzetének stabilizálódása Magyarország kockázati megítélését javíthatja. A testület tagjai egyetértettek abban, hogy a kockázati prémium jövőbeni alakulása szempontjából fontos a Kormány elkötelezettsége a fegyelmezett költségvetési politika és az Európai Unióval, illetve a Nemzetközi Valutaalappal való megállapodás mellett.

A kamatdöntési opciók vitája során egyes tagok arra hívták fel a figyelmet, hogy a júniusi inflációs jelentés alappályájához képest magasabb inflációs adatok és a felfelé mutató kockázatok miatt nem megalapozott az irányadó kamat csökkentése. Egy tanácsstag arra világított rá, hogy az utolsó inflációs jelentés óta beérkezett makrogazdasági adatok olyan mértékben módosíthatják az inflációs folyamatokról alkotott képet, amit csak a következő inflációs jelentés készítése során tud majd számszerűsíteni a Magyar Nemzeti Bank. Többen azt is kiemelték, hogy a várt kormányzati hiánycsökkentő lépések egyelőre nem ismertek, így annak fogyasztóiár-indexet érintő hatása sem becsülhető meg még az augusztusi kamatdöntés idején.

Megosztott volt a Tanács annak megítélésében, hogy egy monetáris lazítás növelhetné-e a gazdaság kibocsátását. A tagok egyetértettek abban, hogy a reálgazdaság számára súlyos terhet jelent az irányadó kamat magas szintje. Egy tag felhívta a figyelmet, hogy az EKB két alkalommal is kamatot csökkentett, így az alapkamat változatlan szinten tartása már indokolhatatlan szigorítást jelentene, miközben a hazai kockázati prémium az elmúlt 3 hónapban csökkent. A Tanács többsége szerint itt az ideje a növekedés szempontjait is figyelembe venni. Egyes tagok ezzel szemben úgy ítélték meg, hogy egy elsietett kamatcsökkentés - az inflációs folyamatokra és a kockázati megítélésünkre gyakorolt kedvezőtlen hatása mellett - a gazdaság fejlődését és a hitelezés fellendítését korlátozó egyéb tényezők miatt nem is hatna érdemben a gazdaság kibocsátására.

Egyes tanácsstagok felhívták a figyelmet arra is, hogy a kamat csökkentése nem konzisztens a júniusi inflációs jelentés óta kiadott kamatdöntéseket indokló közleményekkel, különös tekintettel az azóta bekövetkezett gazdasági és inflációs folyamatokra.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. A jegybanki irányadó kamat 25 bázispontos csökkentését négy tanácsstag támogatta, míg három testületi tag az alapkamat szintentartása mellett szavazott.

A Tanács megítélése szerint a monetáris kondíciók lazítására csak addig van lehetőség, amíg a gazdaságot érintő kínálati sokkok és árszintemelő kormányzati intézkedések nem okoznak tovagyűrűző inflációs hatásokat, és kockázati megítélésünk javulása is folytatódik.

Szavazatok:

alapkamat 6,75 százalékra történő csökkentése mellett:	4	Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Kocziszky György
alapkamat 7,00 százalékos szinten tartása mellett:	3	Karvalits Ferenc, Király Júlia, Simor András

Jelen voltak:

Bártfai-Mager Andrea

Cinkotai János

Gerhardt Ferenc

Karvalits Ferenc

Király Júlia

Kocziszky György

Simor András

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2012. szeptember 25-én tartja, amelyről 2012. október 10-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.