



MAGYAR NEMZETI BANK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV  
A MONETÁRIS TANÁCS  
2012. SZEPTEMBER 25-I ÜLÉSÉRŐL

**Közzététel időpontja: 2012. október 10. 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

Külső és belső okok miatt romló konjunkturális helyzet és emelkedő infláció jellemezte az elmúlt időszak makrogazdasági folyamatait. A romló keresleti környezet ellenére az inflációs adatok a várakozásoknál magasabbnak bizonyultak. A gyenge növekedés és a magas inflációs kettősége előrejelzési horizontunk nagy részében jellemző maradhat. A költségvetési célok elérését célzó kormányzati intézkedések és az elmúlt negyedévben kibontakozó költségsokkok hatásai jövőre is tartósan a cél fölött tartják az inflációt, ami várhatóan 2014 második felében süllyed 3 százalékra.

A magyar gazdaság 2012 elején recesszióba került és a következő évben is csak mérsékelt ütemű növekedésre számítunk. A gyenge reálgazdasági teljesítmény részben a globális konjunktúra lassulását, részben belső tényezők hatását tükrözi. A külső keresletünk az év végétől ismét élénkülhet, ám a fejlett gazdaságok elhúzódó válságkezelése miatt a következő években is csak visszafogottan növekedhet. Ezzel együtt a hazai növekedés forrása továbbra is az export marad. A belföldi szereplők elhúzódó mérlegkiigazítása miatt a belső kereslet gyenge marad. Ezt a hatást felerősíti, hogy a hitelkínálat továbbra is visszafogott, a bankrendszer hitelezési kondíciói tartósan szigorúak maradhatnak. A háztartások reáljövedelme az idén érdemben csökkenhet, aminek hatása a fogyasztás elhúzódó visszaesésében is jelentkezik. A bizonytalan keresleti kilátások és a szabályozói környezetet jellemző kockázatok miatt a vállalatok beruházási aktivitása továbbra is gyenge marad. A tartósan visszafogott beruházási aktivitás mellett a gazdaság potenciális növekedése az idei évben tovább mérséklődhetett és ebben érdemi elmozdulásra a következő években sem számíthatunk. Előrejelzésünk szerint a kibocsátás a teljes horizonton elmarad a potenciális szintjétől.

A gyenge konjunktúra és a kedvezőtlen jövedelmezőségi helyzet miatt a vállalati szféra munkakereslete tartósan visszafogott maradhat. A kormányzat munkahelyvédelmi intézkedései elsősorban a meglévő munkahelyek megtartását segítheti, így a versenyszféra foglalkoztatása az idei évi enyhe csökkenést követően 2013-ban is csak mérsékelt ütemben növekedhet. Bár a munkanélküliség magas marad, ez részben strukturális okokra vezethető vissza, így mérséklődhet a laza munkapiaci környezet bérleszorító ereje. Az adminisztratív intézkedések miatt az idei évben jelentősen gyorsult a nominálbérek növekedése. A magas bérdinamika és a romló konjunkturális környezet a fajlagos bérköltségek további emelkedéséhez vezetett. A kormányzati kompenzációs eszközök rövid távon ellensúlyozhatják a vállalati bérköltség emelkedését, ám hosszabb távon a magas fajlagos bérköltségek inflációs kockázatokat okozhatnak, különösen a munka-intenzív ágazatokban.

Az elmúlt hónapok adatai a vártnál magasabb inflációt mutattak. Az infláció gyorsulását döntően a nyersanyagárak emelkedésének első körös hatásai okozták, ám a gyenge kereslet ellenére a költségsokkoktól szűrt inflációs alapfolyamatok is romlottak. Az év eleji szinten ragadó maginfláció arra utal, hogy a gyenge kereslet árleszorító hatása némileg gyengülhetett. A növekedési kilátások romlása ellenére a világszerte nyersanyagárak az elmúlt hónapokban jelentősen emelkedtek. A globálisan gyenge terméseredmények következtében különösen erős áremelkedés jellemezte a mezőgazdasági termékeket. A nyersanyagárak emelkedése előbb a maginfláción kívüli

tételek árait emeli, majd fokozatosan megjelenik a maginflációban is. A teljes előrejelzési horizonton negatív kibocsátási rés mellett erőteljes másodkörös hatásokra nem számítunk. Az infláció az előrejelzési horizont jelentős részében számottevően 3 százalék fölött alakulhat, és csak 2014 második felében kerülhet összhangba az inflációs céllal.

Az elmúlt hónapokban a hazai eszközök kockázati felárának mérséklődése növelte a monetáris politika mozgásterét. Az alap-előrejelzés szerint az inflációs kilátások romlása a monetáris kondíciók szigorítását, míg a gyenge kereslet a kondíciók lazítását okozza. Az előrejelzési horizont első felében ezen hatások kioltják egymást, így az előrejelzés alappályája az augusztusi kamatszint tartós tartásával konzisztens.

### Pénzügyi piacok

A hazai pénzügyi piaci folyamatokat kettősség jellemezte az augusztusi és szeptemberi kamatdöntések között eltelt időszak során. Egyfelől folytatódott a globális befektetői hangulat javulása, ami kedvezően hatott a magyar mutatókra, másrészt az országspecifikus tényezők emelték a hazai eszközök kockázati felárait. A legtöbb piacon az előbbi tényező hatása erősebb volt, így a mutatóink nagyobb része összességében javult.

Az EKB kötvényvásárlási programja a piaci szereplők szerint érdemben mérsékli a katasztrófa-forgatókönyvek valószínűségét. A kockázati étvágy emelkedése irányába hatott továbbá, hogy szeptember 12-én a német alkotmánybíróság jóváhagyta az ESM felállítását, és a német források növelését parlamenti jóváhagyáshoz köthette. Az amerikai jegybank szeptemberi ülésén bejelentette a harmadik mennyiségi lazítási programot. A bejelentésben leginkább az okozott pozitív meglepetést, hogy a Fed nem szabott időbeli korlátot a programnak. A válságkezelés szempontjából pozitívnak ítélt jegybanki lépések nyomán a globális pénzpiaci mutatók az augusztusban kibontakozott emelkedés után tovább erősödtek. A kedvező globális hangulat tovább növelte a feltörekvő régióknak az alacsony globális hozamkörnyezet miatt amúgy is komoly vonzerejét a befektetők szemében. Különösen jól profitáltak a pozitív külső környezetből a közép-európai térség tőkepiacai.

Az országspecifikus kockázati megítélést szeptemberben is leginkább az IMF-tárgyalások várt alakulása, az ezzel kapcsolatos bejelentések, nyilatkozatok befolyásolták, bár ezúttal az augusztusi kamatdöntésnek is volt piaci hatása. A kormányzati kommunikációban az IMF feltételekkel és a 2013-as költségvetési törvény tervezetével kapcsolatos nyilatkozatok, illetve a tárgyalások időzítésére vonatkozó bejelentések növelték a megállapodással kapcsolatos bizonytalanságot.

Az augusztusi kamatdöntő ülés óta eltelt időszak elején a meglepetést okozó MNB-kamatdöntéssel párhuzamosan másfél, majd a lengyel konjunktúra kilátások romlásával egy időben további egy százalékkal gyengült a forint az euróval szemben. A kurzus napi mozgásait többnyire nemzetközi események határozták meg, de szerepet játszottak az IMF-tárgyalással kapcsolatos bejelentések is. A kockázati mutatókat tekintve az augusztusi kamatdöntést követően tovább folytatódott a hazai CDS-felár csökkenése, az 5 éves szpred a 370-380 bázispontos sávba mérséklődött egyértelműen a nemzetközi folyamatoknak köszönhetően

Az állampapír-piaci hozamok alakulása lényegében a kockázati megítélés változását követte. A javuló nemzetközi befektetői hangulat hatására a referenciahozamok a legtöbb lejáraton 10-25 bázispont közötti mértékben csökkentek. Az aukciók többségét megfelelő szintű kereslet jellemezte, az aukciós hozamok is mérsékelten süllyedtek az időszak során. A külföldiek forint állampapír-állománya újabb rekordot döntött, szeptember közepén 4800 milliárd közelébe emelkedett. A nemrezidensek MNB-kötvény portfóliója 210 milliárd forinttal csökkent.

Az elemzők többsége a kamat 6,75 százalékon tartását várta a Monetáris Tanács szeptemberi ülésén, többségük a negyedik negyedév során várt csökkentést. Év végére vonatkozóan a kamatvárakozások 6 és 6,75 százalék között szóródtak, az elemzők kétharmada 6,5 százalékos év végi irányadó kamatot prognosztizált. 2013 év végére az elemzők 6 százalék körüli kamatszintet várnak.

Az augusztusi döntés nyomán a legrövidebb lejáratokon az FRA-jegyzések mérséklődtek, a hosszabb lejáratokon viszont enyhén emelkedtek. Az FRA-görbe továbbra is csökkenő kamatpályát áraz. A jegyzések szeptemberre kamattartással voltak konzisztensek, a következő 25 bázispontos lépést októberre árazták. A kamatciklus alja a görbe alapján 5,75-6 százalékos alapkamaton alakulhat ki.

#### A bankrendszer helyzete

A bankrendszer vállalati hitelezése júliusban az előző hónaphoz hasonló mértékben csökkent. A csökkenés egyaránt érintette a forint és a devizaállományt is, és a nagy bankok többségét egy kivétellel a mérséklődés jellemezte. A vállalati forinthitelek átlagos kamata júliusban nem változott érdemben.

A háztartási hitelállomány az előző hónapban látottnál kissé nagyobb mértékben csökkent augusztusban. Ezt részben okozhatta a nem teljesítő devizahitelek részleges elengedés melletti forintra váltása. A változás forinthitelezés növekedésének és a devizaállomány csökkenésének eredőjeként valósult meg. Az új háztartási hitelek kibocsátása továbbra is gyenge a bankrendszerben.

A külföldi források kiáramlásának júliusig megfigyelhető lassulása után az előzetes augusztusi adatok alapján a forráskivonás újra felgyorsult. A kiáramló források kétharmada devizaforrás volt. A külföldi forráskivonás ellenére a bankrendszer nettó swapállománya év eleje óta folyamatosan csökken.

2012. augusztus végén a bankrendszer éven belül kumulált adózás előtti eredménye lényegesen elmaradt az előző év azonos időszakának eredményétől (egy éve az adózás előtti eredmény 230 milliárd forint volt). A bankrendszeri jövedelmezőség továbbra is erőteljesen koncentrálnak. A teljes szektor tőke megfelelési mutatója kissé emelkedett, és jelentősen meghaladja a szabályozói minimum-követelmény szintjét.

## 2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács szeptemberi kamatdöntő ülésén úgy ítélte meg, hogy az éves fogyasztóiár-index tartósan a cél fölött maradhat. A testületi tagok többsége szerint a kormányzati indirektadó-intézkedések és a kibontakozóban lévő költségsokkok magasan tartják az inflációt. Egyes tagok megítélése szerint a gyenge reálgazdasági teljesítmény mögött elsősorban ciklikus tényezők állnak, és a gyenge belföldi kereslet és a laza munkaerőpiac dezinflációs hatása előbb-utóbb érvényesülni fog. Egy tag hangsúlyozta,

hogy a másodkörös hatások kockázata alacsony. Mások ugyanakkor arra hívták fel a figyelmet, hogy az egyszeri hatásoktól megtisztított, az inflációs alapfolyamatot jellemző mutatók is emelkedtek, vagyis a korábban vártnál nagyobb mértékű lehet a költségsokkok árakba való begyűrűzése. Volt, aki azt emelte ki, hogy a gyenge reálgazdasági teljesítmény alapvetően az eurozóna válságára vezethető vissza. Az is elhangzott, hogy a gyenge reálgazdasági teljesítmény mögött vélhetően nagyrészt strukturális okok húzódnak meg, melyek következtében a visszafogott kereslet dezinflációs hatása kisebb a vártnál. Több tanácsstag hangsúlyozta, hogy a szeptemberi inflációs előrejelzés alappályája szerint az inflációs cél elérése 2014 második felére várható, feltéve, hogy az alapkamat augusztusi szintje tartósan fennmarad.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a gazdaság növekedési kilátásai romlottak, a kibocsátás a 2012-es csökkenést követően jövőre is csak lassan növekedhet. Az egyaránt tartósan magas munkanélküliség és alacsony beruházási aktivitás következtében a gazdaság potenciális növekedése visszafogott marad. A csökkenő reáljövedelmek, a folytatódó mérlegkiigazítás, az általánosan szigorú hitelezési feltételek és a bizonytalan gazdasági környezet következtében a belső kereslet tartósan visszafogott lesz. A növekedés forrása az idén érdemben lassuló, majd jövőre várhatóan visszafogottan bővülő export marad. Nem volt egységes ugyanakkor a testület véleménye a tekintetben, hogy a gazdasági növekedés visszaesése mennyiben tulajdonítható strukturális, illetve ciklikus tényezőknek.

A Monetáris Tanács úgy ítélte meg, hogy az elmúlt időszakban hazánk kockázati megítélése jelentősen javult. Egyes tagok ugyanakkor arra hívták fel a figyelmet, hogy a hazai kockázati felárak mérséklődését a nemzetközi fejlemények okozták, miközben az országspecifikus feláraink némileg romlottak az elmúlt hónapban. A testület tagjai az államadósság finanszírozási kockázatainak további csökkentése és az alacsonyabb kockázati felárak érdekében továbbra is kiemelt fontosságúnak tartják, hogy a kormány és az Európai Unió, illetve a Nemzetközi Valutaalap között minél előbb megegyezés szülessen.

A Magyar Nemzeti Bank szakértői által szeptemberben készített inflációs jelentés alappályája mellett a Monetáris Tanács két alternatív forgatókönyvet tartott relevánsnak. Az első forgatókönyvben az alappályánál kedvezőbb potenciális kibocsátással, rosszabb ciklikus pozícióval és erősebb dezinflációs hatással számolt a Tanács. E scenárió szerint a válság kisebb mértékben erodálhatta a potenciális kibocsátást, és a strukturális munkanélküliség is alacsonyabb lehet, mint az alappályájában. Amennyiben ez a feltételezés helytálló, akkor a gazdaság ciklikus helyzete rosszabb, a dezinflációs hatás erősebb, így a költségsokkok közvetlen hatásának lecsengésével az infláció csökken. A testület tagjainak többsége szerint e kockázati pálya mentén az inflációs cél lazább monetáris kondíciók mellett is elérhető. A második kockázati pálya azt feltételezi, hogy az elmúlt évekre jellemző magas infláció miatt a várakozások horgonyozottsága gyengülhetett. Erre utal az inflációs alapfolyamatok romlása azt elmúlt hónapokban, aminek a magyarázata az lehet, hogy a tartósan cél fölötti infláció és a folyamatosan érkező kedvezőtlen költségsokkok hatására a gazdasági szereplők inflációs várakozásai megemelkedhettek. Ilyen esetben a költségsokkok várakozásokon keresztül érvényesülő, ún. másodkörös inflációs hatásának nagyobb a valószínűsége. Ehhez a kockázati pályához az alappályánál szigorúbb monetáris politika, azaz monetáris szigorítás szükséges.

A kamatdöntési opciók vitája során a tanácsstagok többsége úgy látta, hogy a potenciális növekedés lassulása ellenére a gazdaságot továbbra is számottevő kapacitásfelesleg jellemzi. A gyenge belső kereslet emiatt érdemben tompítja a költségsokkok inflációs hatását, megítélésük szerint a költségsokkok közvetlen hatásának lecsengése után az inflációs cél teljesülni fog. Ezzel szemben más tagok úgy látták, hogy a fennálló strukturális problémák miatt a monetáris feltételek lazítása nem képes a reálgazdaság érdemi élénkítésére. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az infláció magas szintjében jelentős tételt képvisel az átmenetinek tekinthető indirektadó-emelés, valamint az egész Európát érintő élelmiszerár-növekedés, mely hatások eliminálására a monetáris politika nem rendelkezik eszközökkel.

A Tanács többsége úgy ítélte meg, hogy az európai adósságválságot kezelő intézkedések számottevően javítják a globális pénzügyi piaci környezetet, ami a hazai pénzügyi eszközök felárát is tartósan mérsékelte. Több tanácsstag hangsúlyozta, hogy jelentős és tartós javulás következett be az elmúlt hónapok során hazánk kockázati megítélésében.

A várható inflációs és pénzügyi piaci folyamatokat, valamint a tartósan gyenge keresletet figyelembe véve összességében a Tanács többségének megítélése szerint az inflációs cél a monetáris politika számára releváns horizonton a jelenleginél lazább monetáris kondíciókkal is elérhető. Ezzel szemben mások a magas inflációs alapfolyamatra és a strukturális reálgazdasági problémákra való hivatkozással az alapkamat szinten tartása mellett érveltek.

A testület tagjai egyetértettek abban, hogy további kamatcsökkentésre abban az esetben kerülhet sor, ha a kedvező pénzügyi piaci folyamatok tartósak és a középtávú inflációs kockázatok mérsékeltek maradnak.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 25 bázispontos csökkentését négy tanácsstag támogatta, míg hárman a kamatszint tartása mellett szavaztak.

#### **Szavazatok:**

<b>alapkamat 6,50 százalékra történő csökkentése mellett:</b>	4	Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Kocziszky György
<b>alapkamat 6,75 százalékos szinten tartása mellett:</b>	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. október 30-án tartja, amelyről 2012. november 14-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.