



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2011. OKTÓBER 25-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2011. november 16. 14 óra

A jegybanktörvény (a Magyar Nemzeti Bankról szóló, többször módosított 2001. évi LVIII 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

A szeptemberi maginflációs adat megfelelt az inflációs jelentés előrejelzésének, a fogyasztói árindex azonban két tizeddel alacsonyabb volt az előrejelzettnél. Az eltérés a feldolgozatlan élelmiszereknél jelentkezett, és a módszertani változás vártnál kisebb hatásából származott.

Augusztusban folytatódott az ipari termelés élénkülése, az előző év azonos időszakához képest 4,4 százalékkal nőtt a kibocsátás. Az élénkülés mögött továbbra is az export áll, a feldolgozóipari export mintegy 5 százalékkal nőtt, miközben a belföldi értékesítések tovább csökkentek. A konjunktúraindikátorok vegyes képet mutatnak: szeptemberben mérséklődött a német új ipari rendelések dinamikája, miközben a hazai bizalmi index nem romlott tovább.

2011 augusztusában a nemzetgazdaság egészében a bérek 6,5 százalékkal nőttek a korábbi év azonos időszakához képest. A versenyszféra éves bérindexe 5,9 százalék volt, ami gyorsulást mutat a júliusi adathoz képest. A teljes munkaidőben foglalkoztatottak száma stagnált. A konjunktúra romlásával a versenyszektorban ismét előtérbe kerültek a rugalmas foglalkoztatási formák, ennek megfelelően nőtt a részmunkaidőben foglalkoztatottak száma és a munkaerő-kölcsönzés.

A részletes fizetési mérleg adatok szerint a 2. negyedévben a GDP 3,5 százaléka nőtt a gazdaság külső finanszírozási képessége. Augusztusban a felülről számított finanszírozási képesség csökkent. Az alulról számított finanszírozási képesség azonban további javulást mutat, 12 havi rekord szintre emelkedett. Ennek megfelelően folytatódott a bankok és a vállalatok külső adósságának csökkenése. A háztartások megtakarításai augusztusban szinten maradtak.

Pénzügyi piacok

A nemzetközi pénzügyi piacokon az elmúlt heteket a befektetői hangulat erős ingadozása jellemezte. A kockázatvállalási hajlandóság alakulását főként a globális konjunktúrával, az európai válságkezeléssel és az eurozóna bankrendszerével kapcsolatos hírek határozták meg. A globális piacok további eszközár-alakulása szempontjából kiemelt jelentőségűek lesznek a soron következő európai uniós, illetve G20 csúcstalálkozók eredményei.

Magyarország kockázati megítélése összességében tovább romlott az elmúlt egy hónapban, a CDS-felár gyakorlatilag végig 500 bázispont felett alakult, és a két és fél éves csúcspontnak számító 570 bázispontot is elérte. Az időszak utolsó szakaszában mutatkozó csökkenés elsősorban a globális hangulatjavulásra volt visszavezethető, a feltörekvő piaci referencia-országokhoz képest összességében így is érdemben nőtt a különbség, azaz az országspecifikus hatások az abszolút szint emelkedése mellett a relatív pozíció romlását is előidézték.

A kockázati megítélés határozott romlását mutatják a Magyarországgal foglalkozó piaci elemzések. Az indokok között elsősorban a növekedési kilátások romlását, a jövő évi

költségvetés tarthatóságával kapcsolatos kételyeket illetve a végtörlesztéshez kapcsolódóan a devizapiacra nehezedő nyomást, illetve a pénzügyi stabilitási kockázatok erősödését említik. A külföldiek nettó eladóként jelentek meg a forinteszközök piacán: állampapír-állományuk mintegy 130 milliárd forinttal 3829 milliárd forintra csökkent az előző kamatdöntés óta. A lejáró kötvényeiket és diszkont-kincstárjegyeiket nem újították meg a nem-rezidens szereplők. Ennek hatása az állampapír-aukciókon jelentkező csökkenő keresletben is megmutatkozott. A külföldi szereplők forinteladása mintegy 100 milliárdot tett ki az elmúlt hónapban. Az FX-swap piacon belül a feszültség jelei mutatkoznak a legrövidebb futamidőkön, emelkedtek és magas szinten tartózkodnak a felárak, amit részben az euro/dollár piacon tapasztalható feszültségek magyaráznak. Ezzel szemben a hosszabb, 3 hónapon túli futamidőkön a régiós tendenciákkal összhangban csökkentek a felárak.

Az elmúlt hetekben a forint árfolyama meglehetősen széles, mintegy 15 forintos sávban ingadozott, s összességében mintegy 3-4 százalékkal került gyengébb szintre az euróval és dollárral szemben. A kamatdöntést megelőző napokban az árfolyam-várákozások gyenge irányú ferdesége is látványosan megugrott. Az árfolyam-alakulásban változó volt a globális, regionális és országspecifikus tényezők szerepe: bár az országspecifikus tényezők nyomán esetenként a forint látványosan levált a régiós devizákról.

A legutóbbi kamatdöntés óta a hazai kockázati megítélés romlásával és az érdemi forintgyengüléssel a kamatemelési várákozások számottevő erősödése következett be. Az alapkamat és az FRA-jegyzésekből implikált várt kamatszint különbözete egyes napokon az 1x4 hónapos futamidő esetében a 40 bázispontot, a 3x6 hónapos futamidő esetében a 100 bázispontot is meghaladta. Figyelemre méltó, hogy a forintárfolyam és az FRA-hozamok közötti együttmozgás - ami a megelőző hónapokban nem volt jellemző - ismét láthatóan erősödött, azaz a piaci szereplők szerint az árfolyam-alakulás meghatározó tényező lehet a kamatpolitika alakításában. A legfrissebb Reuters elemzői felmérés alapján a megkérdezettek kivétel nélkül a kamatszint tartására számítanak az októberi ülésen, emellett a válaszadók döntő többsége 2011 végére is 6 százalékos alapkamatszintet prognosztizált

A bankrendszer helyzete

Szeptember folyamán a bankrendszer mérlegösszehúzódnása tovább folytatódott. A vállalati hitelállománya augusztus után ismét csökkent. Az állomány szűkülése a devizahitelek növekedése, és a forint hitelállomány jelentős csökkenése mellett valósult meg. A forint hitelek átlagos kamatában nem volt lényeges változás augusztus folyamán (csupán enyhe növekedés volt megfigyelhető). A háztartási hitelállomány leépülése tovább folytatódott szeptemberben. Az átlagos hitelköltség mutató augusztusban a lakáshiteleknel nem változott, a szabad felhasználású jelzáloghiteleknel viszont folytatódott a 2010 vége óta tartó folyamatos emelkedés. A pénzügyi vállalkozásoknak nyújtott források állománya szeptemberben jelentősen csökkent.

A bankrendszer és a fiókok idei évi adózás előtti eredménye 2011 első nyolc hónapjában meghaladta az előző év azonos időszakában tapasztalt szintet, de szeptember folyamán csökkenés következett be. A szeptemberi negatív eredményt részben az előtörlesztés miatt megképzett értékvesztés okozhatta. A képet tovább rontja, hogy jelentős az aszimmetria a bankok között. A bankrendszeri tőke megfelelési mutató nem változott szeptemberben.

2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉS ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Tanácstagok egyetértettek abban, hogy a hazai kereslethiányos reálgazdasági körülmények továbbra is erőteljes árleszorító hatást képviselnek. A háztartásokat további folyamatos alkalmazkodásra és mérlegkiigazításra sarkallja a hiteltörlesztések terhe, és ennek következtében a hazai vásárlóerő további csökkenése sem zárható ki rövidtávon. A vállalati hitelfeltételekben szigorodás tapasztalható, és a vállalatok jövedelmezősége továbbra is romlik. A külső kereslet lassulása már a hazai makrogazdasági statisztikákban is érzékelhető.

A Monetáris Tanács tagjainak megítélése szerint külső tényezők, és hazai gazdaságpolitikai intézkedések hatására nőtt a makrogazdasági és inflációs előrejelzés bizonytalansága. Az euroövezeti adósságválság uniós kezelésére irányuló intézkedések bejelentését, és az új információk feldolgozását követően a decemberi inflációs előrejelzés készítése során lehet majd a középtávú kilátásokat érdemben újraértékelni. Többen úgy érveltek, hogy az indirekt adóemelésekhez, és a forintárfolyam elmúlt hetekben tapasztalt gyengüléséhez köthető inflációgerjesztő hatások csak átmenetiek lehetnek. A testület tagjai ugyanakkor egységesek voltak tekintetben, hogy a monetáris politikának fokozott figyelemmel kell kísérnie az esetleges tovagyrúzó hatások megjelenését a fogyasztóiár-indexben. Volt, aki azt emelte ki, hogy a jelentős minimálbér emelés a költségoldali inflációs nyomást erősítheti. Az egyik tanácstag úgy érvelt, hogy a jelenlegi helyzetben elsősorban az adószűrt maginflációra érdemes fókuszálnia a monetáris politikának. Más tanácstagok ugyanakkor arra hívták fel a figyelmet, hogy a jegybank árstabilitási célja a teljes fogyasztói kosárra vonatkozik, és az árstabilitás fenntartásához a korábbi tapasztalatok szerint a célnál alacsonyabb maginflációs szintet szükséges fenntartani. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az adóintézkedések ismét olyan ársokkot jelentettek, ami nem cseng le a monetáris politika időhorizontján, és a tartósan magas árvárakozások kialakulásának veszélyét hordozza.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a döntéshozatal során a legnagyobb bizonytalanságot jelenleg Magyarország kockázati megítélésének előrejelzése okozza. A tagok egy része úgy látta, hogy az eurozóna periféria országainak válsága rövidtávon enyhülhet az uniós intézkedések részleteinek jóváhagyását és bejelentését követően. Ennek következtében a befektetői hangulat javulhat a közeljövőben, ami a forinteszközök iránti kereslet növekedésével és a forint árfolyamának erősödésével járhat. Ezzel szemben többen azt hangsúlyozták, hogy a nemzetközi környezet kiszámíthatatlansága mellett a devizahitelek végtörlesztése és a 2012. évi költségvetés is bizonytalanságokat hordoz. Egyes tagok kedvezőnek ítélték, hogy a költségvetés hiánya európai viszonylatban továbbra is rendkívül alacsony. Volt azonban, aki azt hangsúlyozta, hogy a hosszabb távú növekedési kilátások romlása a fiskális pálya fenntarthatóságát veszélyeztetheti. Emellett a devizahitelek végtörlesztése iránt is visszafogott az érdeklődés, amiben a bankok magatartása is szerepet játszhat. Egyes tanácstagok külön felhívták a figyelmet arra, hogy több vezető politikus is kilátásba helyezte a végtörlesztési lehetőségek további

kiterjesztését. Amennyiben erre sor kerülne, az kedvezőtlenül befolyásolhatná Magyarország kockázati megítélését.

Elhangzott olyan vélemény is, hogy egyre több elemző veti fel a jövő évi recesszió esélyét az euroövezet egészében, ami középtávon Magyarországra szintén kedvezőtlen hatást gyakorolhat. Több tag arra is figyelmeztetett, hogy az európai bankrendszerben a finanszírozási feszültségek erősödtek, és fennáll a hitelezés megállásának veszélye. Egyes tanácsstagok szerint a forint árfolyamának régiós összehasonlításban is tapasztalható gyengülése, valamint a legutóbbi állampapír kibocsátások eredménye is a forinteszközök kockázati megítélésének romlására utal.

A kamatdöntési opciók értékelésekor a Monetáris Tanács tagjainak túlnyomó többsége egyetértett abban, hogy a jelenlegi helyzetben kiváró monetáris stratégiát érdemes folytatni. A reálgazdasági folyamatok indokolttá tennék a monetáris kondíciók lazítását, a globális kockázati megítélés jelentős romlása, valamint a pénzügyi stabilitási kockázatok ugyanakkor megakadályozzák ennek érvényre juttatását. A tagok többsége ateckintetben is egységes álláspontra helyezkedett, hogy az inflációs kilátásokat azt követően lehet értékelni, hogy az euroövezeti periféria adósságválságának rendezésére irányuló intézkedések és a hazai gazdaságpolitikai lépések részletei nyilvánosságra kerülnek.

Megoszlott a tanácsstagok véleménye a jövőben kívánatos monetáris politikai kondíciók és azok kommunikációja tekintetében. Egyes tanácsstagok szerint a kiváró monetáris politika folytatása mellett szól az, hogy az Európai Központi Bank a jövőben várhatóan kamatcsökkentést fog végrehajtani, így a forinteszközök által biztosított kamatfelár növekedhet is. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az euroövezet adósságválságára visszavezethető külső sokkokra nem tud a hazai monetáris politika érdemben reagálni. Többben úgy látták ugyanakkor, hogy a külső körülmények kedvező alakulásának elmaradása, és Magyarország kockázati megítélésének tartós romlása esetén az inflációs kockázatok is emelkedhetnek, és nem kerülhető el a későbbiekben a monetáris kondíciók szigorítása. Egy tanácsstag arra figyelmeztetett, hogy a magasabb infláció, és az adósság infláción keresztül történő csökkentése nem jelenthet reális gazdaságpolitikai alternatívát. A jegybank küldetése és mandátuma ezt nem teszi lehetővé, és egy kis nyitott gazdaságban, amelyben az állam nem kis részben devizában adósodott el, ez nem is lehet sikeres stratégia.

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

Szavazatok:

<i>alapkamat 6,00%-os szinten tartása mellett:</i>	6	Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Karvalits Ferenc, Kocziszky György, Simor András
<i>alapkamat 6,25%-ra történő emelése mellett:</i>	1	Király Júlia

Jelen voltak:

Bártfai-Mager Andrea

Cinkotai János

Gerhardt Ferenc

Karvalits Ferenc

Király Júlia

Kocziszký György

Simor András

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

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2011. november 29-én tartja, amelyről 2011. december 7-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.