



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2011. NOVEMBER 29-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2011. december 7. 14 óra

A jegybanktörvény (a Magyar Nemzeti Bankról szóló, többször módosított 2001. évi LVIII tv.) 3.5 (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

Októberben a fogyasztóiár-index 0,3 százalékponttal 3,9 százalékra emelkedett, míg a maginfláció változatlanul 3 százalék volt. A szeptemberi inflációs előrejelzéshez képest az infláció 0,2 százalékponttal magasabban alakult, a maginfláció megfelelt a várakozásnak. A fogyasztóiár-index emelkedése elsősorban az üzemanyagok és az iparcikkek gyorsuló inflációjához köthető. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatók továbbra is a 2-3 százalékos sávban maradtak.

A KSH előzetes, a GDP-komponenseket még nem tartalmazó adatközlése alapján a bruttó hazai termék 2011 harmadik negyedévében 1,4 százalékkal, az első háromnegyedévben 1,8 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest, míg negyedéves alapon 0,5 százalékkal növekedett. Az adat kedvezőbb az elemzői várakozásoknál, ugyanakkor gyengébb a szeptemberi előrejelzéshez viszonyítva.

Szeptemberben az ipari termelés szintje növekedett. A kibocsátás augusztushoz képest 2,1 százalékkal emelkedett, az előző év azonos időszakához képest pedig 3 százalékkal bővült. Bár a harmadik negyedév mindhárom hónapjában nőtt a termelés, negyedéves alapon mindössze 0,4 százalékos növekedés volt tapasztalható, ami kizárólag a feldolgozóipari export bővülésének köszönhető.

Az export volumene élénkült, míg az importvolumen visszaesése mérséklődött. A külkereskedelmi termékforgalom szeptemberben ismét jelentős többletet mutatott, így továbbra is a nettó export maradhatott a GDP növekedésének fő hajtóereje a harmadik negyedévben. Ugyanakkor az előretekintő indikátorok megerősítik a nemzetközi konjunktúra gyengülését. A cserearány tovább romlott augusztusban, ami az energiahordozók áralakulása mellett a gépipar romló cserearányával magyarázható.

A kiskereskedelmi forgalom volumene (gépjármű, és alkatrész értékesítések nélkül) munkanaphatástól szűrve 0,3 százalékkal bővült szeptemberben, a fogyasztási kiadásokkal szorosabb kapcsolatban lévő teljes kiskereskedelmi értékesítések volumene 0,7 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakához képest. A havi változásokat mérő trendmutatóink szeptemberben a kiskereskedelmi értékesítések volumenének stagnálását jelzik. A szeptemberi inflációs jelentésben előre jelzettekkel ellentétben a beérkezett adatok nem támasztják alá a fogyasztási kiadások emelkedését. A kedvezőtlenebb konjunkturális környezet és a svájci frank erősödése miatt az év hátralévő részében a fogyasztási kiadások enyhe csökkenésére lehet számítani.

A versenyszférában az év elején tapasztalt gyorsuló bérnövekedés a harmadik negyedévben megtört. A versenyszférában a teljes munkaidős foglalkoztatottak száma továbbra is stagnál, ráadásul a részmunkaidősöket is tartalmazó létszám bővülése is lassult. A konjunktúra romlásával előtérbe kerültek a rugalmasabb foglalkoztatási formák, így létszámnövekedés csak a részmunkaidősök körében, valamint a munkaerő-kölcsönzésben figyelhető meg. A teljes nemzetgazdaságban a foglalkoztatottak száma - az előző év negyedik negyedévéhez képest - 40 ezer fővel emelkedett.

Pénzügyi piacok

A nemzetközi pénzügyi piacokon az elmúlt heteket a befektetői hangulat fokozatos romlása jellemezte. A kockázatvállalási hajlandóság csökkenéséhez főként az eurozóna tagállamainak egyre szélesebb körét érintő szuverén adósságválság, az eurozóna bankrendszerének romló likviditási- és tőkehelyzete, valamint az Egyesült Államok fiskális politikájával és konjunkturális kilátásaival kapcsolatos bizonytalanság növekedése járult hozzá. Az eurozónával szembeni befektetői attitűd korábban nem tapasztalt mértékű romlását jelzi, hogy Németországban szokatlanul alacsony kereslet jellemezte a 10 éves államkötvény aukcióját, és a másodpiaci hozam is meredeken emelkedni kezdett.

Magyarország kockázati megítélése számottevően romlott az elmúlt egy hónapban. Az időszak nagy részében ez alapvetően a nemzetközi piaci környezet kedvezőtlen alakulásával volt magyarázható. Ezt a hatást fokozta, hogy a kockázatkerülővé váló befektetői attitűdre a nemzetközi összehasonlításban kockázatosabbnak számító magyar eszközök árai érzékenyen reagálnak. Az 5 éves magyar CDS-felár 600 bázispont fölé emelkedett. A kockázati felárak növekedése mind a forintban, mind a devizában denominált kötvények hozamemelkedésében tükröződött. A Kormány és az IMF közötti tárgyalások bejelentése csak átmenetileg és mérsékelten javította a magyar eszközök kockázati megítélését. Miután a Moody's spekulatív kategóriába minősítette le az ország államadósságát, újabb, nagymértékű hozamemelkedés és forintleértékelődés következett be.

Az októberi kamatdöntés óta eltelt időszak nagy részében a forint árfolyama trendszerűen gyengült, és elérte a 317 forint/eurós szintet. A forint nagyobb mértékben értékelődött le, mint a közép-európai régió többi devizája. Az árfolyamgyengülést részben globális, részben országspecifikus tényezők magyarázták. Utóbbiak közül a kedvezőtlen hitelminősítői nyilatkozatokat lehet kiemelni. A devizapiacra a forint elleni pozíciók kiépülése folyamatos volt. Emellett kedvezőtlen fejlemény volt, hogy a rezidens vállalati szereplők határidős devizaeladásai a forintgyengülést nem fékezték a korábban megszokott mértékben. Az árfolyam-alakulásban a Kormány és az IMF közötti tárgyalások bejelentése után a forint az euróval szemben átmenetileg mintegy 4 százalékkal, 305 forint/euróig erősödött. A leminősítés bejelentése után azonban ismét 317-re emelkedett a forint/euro árfolyam.

A külföldiek forinteszközök iránti kereslete tovább mérséklődött. A nem-rezidensek tulajdonában lévő állampapírok állománya mintegy 66 milliárd forinttal csökkent az elmúlt egy hónapban. Ez az állománycsökkenés elsősorban az egy évnél rövidebb lejáratú papírokat érintette. A kötvények esetében a másodpiac likviditása számottevően romlott, így kisebb összegű eladások is jelentős hozamemelkedést okoznak. Ezzel párhuzamosan a külföldiek devizakihelyező FX swap ügyleteinek állománya dinamikusán emelkedik, ami hozzájárulhat a fennmaradó értékpapír-állomány devizaárfolyam-kockázatának fedezéséhez. A külföldiek FX swap állományának növekedésének hátterében álló másik tényező a magyar bankok végtörlesztés miatti megnövekedett devizaigényének kielégítése lehet.

A legutóbbi kamatdöntés óta a kamatvárakozások érdemi megváltozása volt megfigyelhető. A kamatemelési várakozások az elmúlt egy hónapban számottevően erősödtek. Ez a folyamat a legjobban az FRA-hozamokban tükröződött, emellett a többi bankközi hozam és az állampapírhozamok alakulásában is látszott. Újdonság, hogy a 3 hónapos BUBOR megemelkedett, és jelenleg mintegy 40 bázisponttal haladja meg az alapkamat szintjét. Az FRA-hozamok alapján következő 3-6 hónapra összesen 125-150 bázispontos kamatemelést áraz a piac.

A bankrendszer helyzete

Október folyamán a bankrendszer vállalati hitelállománya 30 milliárd forinttal nőtt, amit döntően a rövid forint hitelek állományának emelkedése okozott. Az emelkedés valószínűleg nem tekinthető fordulópontnak, egyszeri, kiugró értékről lehet szó. A forint hitelek átlagos kamatában a leszerződött állomány tekintetében nem volt lényeges változás szeptember folyamán, míg az ajánlati kamatok szeptember végén, október elején emelkedni kezdtek. A háztartási hitelállomány októberben közel 200 milliárd forinttal csökkent a devizahitelek végtörlesztése miatt. A forinthitelek nettó kibocsátása eközben enyhén pozitív volt. Az átlagos hitelköltség mutató októberben a lakáshiteleknel nem változott aggregált szinten, a szabad felhasználású jelzáloghiteleknel viszont folytatódott a 2010 vége óta tartó folyamatos, lassú emelkedés.

A III. negyedév folyamán tovább nőtt a nem teljesítő hitelek aránya a háztartási hitelportfólión belül. A vállalati portfólión belül a 90 napnál nagyobb késétségben levő ügyfelek aránya a II. negyedévben látott nagy megugrás után nem változott. Valószínűleg a romló gazdasági kilátások következményeként jelentősen növelték a bankok a vállalati portfólióra képzett értékvesztést. A növekedés főként a rosszul teljesítő projekthitel-állományhoz volt köthető. Ennek eredményeként a portfólió egészének, illetve a projekthiteleknek külön is nőtt a fedezettsége.

2011. szeptember végén a bankrendszer éven belül kumulált adózás előtti eredménye 112 milliárd forint volt, ami 2011 júniusához képest 65 milliárd forintos visszaesés. A jövedelmezőségi folyamatokban továbbra is erős a koncentráció, illetve az aszimmetria. A megugró mérleg szerinti veszteségek miatt a bankrendszer tőke megfelelési mutatója szeptemberben csökkent.

2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az inflációs és reálgazdasági folyamatok a szeptemberi inflációs előrejelzés várakozásainak közelében alakultak. A jövőt illetően viszont a tartósan gyenge forint-árfolyam egyrészt az infláció kockázatait növeli, másrészt mind a háztartások mind az állam mérlegpozícióját olyan mértékben rontja, hogy a nyomában megjelenő alkalmazkodási kényszer a magyar gazdaság növekedési kilátásait jelentős mértékben rontja.

A tagok megosztottak voltak a forintárfolyam leértékelődésének inflációra gyakorolt hatásának megítélésében. Egyes tagok úgy vélték, hogy profitkilátásaik romlása miatt a piaci szereplők már rövid távon kénytelenek lesznek beépíteni a fogyasztói árakba az árfolyamváltozásból és a kompenzációval nem érintett minimálbér-emelésből adódó többletköltségeiket. A leértékelődő forint-árfolyam fogyasztói árakra gyakorolt hatásával kapcsolatban egy tanácstag úgy vélte, hogy az elsősorban a dollár-viszonylatú, kőolajimport esetében jelentős hatású, így az inflációs várakozások meghatározódása szempontjából nagyobb jelentőséggel bíró adószűrt maginfláció csak kisebb mértékben emelkedhet. Más tagok ezzel szemben tapasztalatokra hivatkozva úgy érveltek, hogy a forint euróval szembeni árfolyamának változása mérhető hatással bír a teljes fogyasztói árindex alakulására, beleértve a maginflációt is.

A Tanács tagjai szinte egyöntetűen azon a véleményen voltak, hogy a növekedési kilátások a szeptemberi előrejelzéshez képest számottevően romlottak. Néhányan úgy ítélték meg, hogy az alacsony belső kereslet dezinflációs hatását a forint árfolyamának elmúlt hónapokban végbement gyengülése ellensúlyozhatja, így a 3 százalékos inflációs cél elérése veszélybe került, ami szükségessé teszi a monetáris kondíciók szigorítását. Mások azon a véleményen voltak, hogy ez a kérdés csak a decemberi inflációs jelentés ismeretében dönthető el.

A külső kockázati környezet megítélése tekintetében a tagok azon a véleményen voltak, hogy az eurozóna válsága november második felében mélyült.. A tanácstagok véleménye szerint a külső kockázati környezet romlásához az eurozóna adósságválsága mellett az USA költségvetési hiányának egyre súlyosbodó problémája is hozzájárul.

Egyes tanácstagok szerint az elmúlt hetek forintárfolyam gyengülésében, hazai kockázati felár és hozam emelkedésében túlnyomó részt a nemzetközi befektetői hangulat romlása tükröződött. Megismételték a Monetáris Tanács azon korábbi értékelését miszerint a forint elmúlt időszakban tapasztalt leértékelődése nincs összhangban a magyar gazdaság fundamentumaival. Mások ugyanakkor azt hangsúlyozták, hogy az összességében rendkívül kedvezőtlen külső kockázati környezet mellett a magyarországi fundamentumok alakulása is hozzájárult ahhoz, hogy hazánk kockázati megítélése az elmúlt két hét folyamán jelentősen romlott. Ugyanezen tagok szerint a növekedési kilátásokkal kapcsolatos kockázatok erősödése az emelkedő hozam és gyengülő árfolyam mellett az adósságpálya fenntarthatóságával kapcsolatos kockázatokat növeli. Mindez a hazánkba vetett befektetői bizalom gyengülésében, a forinteszközök relatív teljesítményében is tükröződött.

A Moody's bejelentését, miszerint spekulatív kategóriába minősítette le a magyar államadósságot, néhány tanácsstag váratlan lépésnek ítélte meg tekintettel arra, hogy a leminősítésre a Kormány IMF-tárgyalások megkezdésének szándékára vonatkozó bejelentést követően került sor. Ez utóbbi bejelentést, valamint a Bankszövetséggel folyó tárgyalások tényét több tanácsstag üdvözölte.

Az elmúlt hetek pénzügyi eseményeit összességében értékelve a tanácsstagok egyetértettek abban, hogy a Monetáris Tanács 2011. november 15-i üléséről kiadott közleményében megfogalmazott monetáris politikai kondíciók szigorításának feltétele továbbra is fennáll, ugyanis az európai pénzügyi piacokat jellemző kockázatkerülés tovább súlyosbodott a közlemény kiadása óta eltelt időszakban, valamint Magyarország kockázati megítélése tovább romlott. Ezért a Monetáris Tanács minden tagja egyetértett a monetáris kondíciók szigorításának szükségességében. A tagok egyetértettek abban is, hogy amennyiben az inflációs kilátások és a kockázati megítélés nem mutatnak javulást, a monetáris kondíciók további szigorítására kerülhet sor. Az elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatot. Az alapkamat 50 bázispontos emelését a Monetáris Tanács egyhangúlag támogatta.

Szavazatok:

<i>alapkamat 6,50%-ra történő emelése mellett:</i>	7	Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Kocziszky György, Simor András
---	----------	---

Jelen voltak:

Bártfai-Mager Andrea
Cinkotai János
Gerhardt Ferenc
Karvalits Ferenc
Király Júlia
Kocziszky György
Simor András

A Kormányt Banai Péter Benő, a Nemzetgazdasági Minisztérium helyettes államtitkára képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2011. december 20-án tartja, amelyről 2012. január 11-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.