



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2011. DECEMBER 20-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2012. január 11. 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

Az elmúlt hónapok inflációs adatai nem okoztak számottevő meglepetést, ugyanakkor mind a hazai, mind a globális növekedési kilátások jelentősen romlottak. A nyár óta gyengébben alakuló árfolyampálya rontja az inflációs kilátásokat, amit a hazai, illetve globális növekedési kilátások további romlása által teremtett erősebb dezinflációs környezet csak részben ellensúlyoz. Az indirektadó-emelés és a gyengébb árfolyam közvetlen inflációs hatásának eredményeképp az infláció 2012-ben számottevően meg fogja haladni az inflációs célt. 2013-ban ugyanakkor már a gyenge kereslet dezinflációs hatása dominál és alacsonyabb inflációs környezet várható.

A növekedési kilátások romlása több tényezőhöz köthető.

A globális lassulás jelentősen fékezi a magyar gazdaság növekedését. Az európai bankrendszer problémái és számos EU tagállam államadósságának fenntarthatósága érdekében hozott fiskális megszorító intézkedések lassabb növekedéshez vezetnek a felvevőpiacainkon. A nemzetközi előrejelzésekkel összhangban a fő felvevőpiacunknak számító eurozónában a növekedés 0,5 százalékos körül alakulhat 2012-ben. A külső kereslet lassulása ellenére a következő két évben továbbra is az export jelenti majd a hazai növekedés támaszát, bár mind 2011-ben, mind 2012-ben a korábbinál visszafogottabb exportnövekedésre lehet számítani.

A belső kereslet bővülése a következő időszakban sem várható. A háztartások fogyasztását érdemben mérsékelheti a jövedelem-kilátásokkal kapcsolatos nagyfokú bizonytalanság, valamint a törlesztőrészletek magas szintje. A fiskális kiigazító intézkedések következményeként a pénzügyi transzferek is csökkenhetnek. A minimálbér-emelés, illetve a személyi jövedelemadó tervezett kiengedése ellenére a jövőre gyorsuló infláció mellett a háztartások reáljövedelme általánosan csökkenhet 2012-ben. A devizahitelek végtörlesztése csak hosszabb távon járulhat hozzá a fogyasztás élénküléséhez, ugyanakkor a gyenge árfolyam miatt megemelkedett törlesztőrészletek csökkentik a programból kimaradó háztartások rendelkezésre álló jövedelmét.

A rendkívül gyenge hitelezési aktivitás ugyancsak visszafogja a növekedést. A bankrendszer tőkeellátottságát a romló növekedési kilátások mellett az anyabankok likviditási és tőkehelyzetét negatívan érintő euroövezeti adósságválság is csökkenti, ami a hitelkínálati korlátok erősödéséhez vezethet. Jelentősebb javulásra az előrejelzési horizonton sem a lakossági, sem a vállalati hitelezésben nem várható.

A beruházási aktivitás élénkülése továbbra sem várható. A hitelkondíciók szigorodása és a konjunkturális helyzet újbóli elbizonytalanodása miatt néhány nagy, egyedi, a feldolgozóiparban végrehajtott beruházás csak részben ellensúlyozza a vállalatok várhatóan alacsony beruházási aktivitását. Bár az EU források felhasználása a következő években emelkedhet, ezzel párhuzamosan a közvetlen költségvetési forrásokból megvalósuló projektek nagyságrendje csökkenhet.

A növekedési kilátások romlásának egy része tartósnak tekinthető, így a potenciális kibocsátás növekedési üteme is csökken. Ugyanakkor a gazdaság kibocsátása továbbra is jelentős mértékben marad el a potenciálistól, így összességében a reálgazdaság dezinflációs hatása továbbra is erős.

A kormányzatnak a foglalkoztatás bővítését célzó lépései a munkakínálatot a következő években kis mértékben emelik. A gyenge konjunktúra miatt ugyanakkor nem várható a foglalkoztatás érdemi bővülése. Összességében a munkapiaci kondíciók a teljes előrejelzési horizonton lazák maradnak. Bár a minimálbér 2012-re tervezett emelése a

bérdinamika átmeneti gyorsulását okozhatja, a következő két évben érdemi költségoldali árnyomás a munkapiac irányából nem valószínű.

Pénzügyi piacok

A nemzetközi befektetői hangulat - bár a kamatdöntést megelőző hónap eltérő előjelű fejleményeinek következtében összességében kismértékben javult - továbbra is rendkívül kedvezőtlen. A világ meghatározó jegybankjainak november végi összehangolt likviditásbővítő lépése, illetve néhány - az Egyesült Államok növekedési kilátásai szempontjából - kedvező makroadat jelentősen erősítette a kockázatvállalási kedvet, december elején pedig az EKB és az EU válságkezelő lépéseivel kapcsolatos optimista várakozások járultak hozzá az alapvetően bizakodó attitűd fennmaradásához. Az EKB szerepvállalásához fűződő felfokozott várakozások hűtése (kötvénylvásárlási program kibővítésének cáfolata), illetve a vártnál enyhébb EKB-s lépések ugyanakkor jelentős korrekcióhoz vezettek a kockázatos eszközök piacain. Az idei utolsó EU csúcson elért eredmények nem okoztak meglepetést, a válságkezelő lépések bejelentését követően a piacok enyhén lefelé vették az irányt.

Az ideges befektetői környezetben az ország kockázati megítélése és a hazai eszközárak továbbra is érzékenyen reagálnak a globális folyamatokra. Emellett fokozott piacmozgató hatása a hazai IMF-EU tárgyalásokkal kapcsolatos fejleményeknek lehet.

Hazánk kockázati megítélése 2011. november 29. és 2011. december 20. között alapvetően a nemzetközi trendeket követve javult az elmúlt időszakban. Az 5 éves CDS-felár 621-ről 580-ra korrigált, ami azonban historikus összehasonlításban továbbra is kiugróan magas érték. Ezzel párhuzamosan, 50-60 bázispontos csökkenés után ismét 9 százalék alá került az elmúlt hetekben az 5 éves forintban denominált és deviza államkötvények hozamszintje. A hozamcsökkenéshez hozzájárulhatott, hogy az elmúlt néhány hétben megtört a külföldiek forinteszközeinek szeptember óta tartó trendszerű csökkenése. A legutóbbi kamatdöntés óta eltelt időszakban többnyire elfogadható kereslet és csökkenő hozamok mellett zajlottak az állampapír aukciók. A három hónapos DKJ-k esetében stabil 3-4-szeres, a hosszabb állampapírok esetében 2-3-szoros lefedettség volt jellemző.

A forint november vége óta a globális folyamatokhoz kapcsolódóan, erősen volatilis árfolyamalakulás mellett, összességében 2,5 százalék körüli mértékben erősödött az euróval szemben. Az árfolyam erősödését támogatta, hogy november vége óta a devizapiacra a külföldi szereplők a forint melletti pozíciók kiépítése (illetve a forint elleni pozíciók leépítése) irányába mozdultak el.

A forint az elmúlt hetekben régiós viszonylatban felülteljesítőnek volt mondható, ugyanakkor a szeptember óta bekövetkezett 16 százalékos leértékelődést tekintve ez inkább az eddigi - a régiós átlagnál gyengébb - teljesítmény részleges korrekciójaként értékelhető. A forinttal kapcsolatban is elmondható, hogy a globális folyamatok továbbra is felerősödve tükröződnek az árfolyamban.

Az euro/forint FX-swap piacon a legrövidebb lejáratokon jelentkező komoly feszültségekre utalt az egynapos FX-swap felárak jelentős megugrása, a feszültségek azonban december közepére feloldódtak. A 3 és 6 hónapos futamidőn továbbra is magas szinten vannak a szpredek.

A piaci árazások alapján a piac decemberre 50 bázispontos szigorítást áraz, a jövő év első két ülésére vonatkozóan pedig egy, esetleg két 25 bázispontos emelés közt billeg.

A bankrendszer helyzete

November folyamán a bankrendszer vállalati hitelállománya csökkent. Ez döntően a devizahitelek állományán jelentkezett. A forint vállalati hitelek átlagos kamatában nem volt lényeges változás október folyamán. A háztartási hitelállomány novemberben is nagymértékben csökkent a devizahitelek végtörlesztése miatt. A forinthitelek nettó kibocsátása eközben enyhén pozitív volt. Az átlagos hitelköltség mutató októberben a lakáshiteleknel kissé csökkent aggregált szinten, a szabad felhasználású jelzáloghiteleknel viszont folytatódott a 2010 vége óta tartó folyamatos, lassú emelkedés. Érdemes megjegyezni, hogy a jelzáloghitelek ajánlati kamatait több bank emelte októberben, azonban ez még a hitelebíráások időigénye miatt még nem tükröződhetett a kamatstatisztikákban.

2011. december 15-én létrejött a Kormány és a Bankszövetség közötti megállapodás. A megegyezés kiterjed a kedvezményes végtörlesztés szabályainak szigorítására, utólagos kompenzáció biztosítására, a nem-teljesítő devizajelzáloghitelek kezelésére, a jelenleg is érvényben lévő 3 éves átmeneti árfolyamrögzítési program kibővítésére és a jövőbeli együttműködés kereteit is tárgyaló egyfajta „növekedési paktumra”. A jelenlegi gazdasági helyzetben kiemelt jelentőségű, hogy a kormány és Bankszövetség deklarálták közös elkötelezettségüket a pénzügyi közvetítő rendszer stabilitásának megőrzése, a lakossági deviza-jelzáloghiteladósok helyzetének könnyítése, a magyar gazdaság fellendítése iránt. Időszerű és előremutató, hogy a felek a pénzügyi közvetítőrendszer aktív szerepvállalásának szükséges feltételeként a kiszámítható szabályozási környezetet, illetve a pénzügyi közvetítőrendszer tehervállalási képességének figyelembe vételét határozták meg. A megegyezés a devizaadósok teljes körét pozitívan érinti, a teljesítő és a nem teljesítő adósok egyaránt valamilyen könnyítéshez jutnak, amit nagyobb részt az állam, kisebb részt a bankok biztosítanak. A megállapodásnak három csatornán keresztül is lehet pozitív makrogazdasági hatása. A teljesítő adósok terhei csökkennek, így a rendelkezésre álló jövedelem növekedésén keresztül a fogyasztásuk is erősödhet. A megállapodás javíthat a bankok hitelezési képességén, ami főként a vállalati hitelezésben mutatkozhat meg. Végezetül a megállapodás ceteris paribus kedvezően érinti a gazdaság kockázati megítélését. A 2013-ig kiterjedő előrejelzési horizonton a három csatorna közül az első hatása lehet a legnagyobb: a 2011. decemberi inflációs jelentésben is bemutatott becslések szerint az éves fogyasztás 90 milliárd forinttal lehet magasabb a megállapodás nélküli pályánál.

A III. negyedév folyamán tovább nőtt a nem teljesítő hitelek aránya a háztartási hitelportfólión belül. Az értékvesztés eredményrontó hatása ugrásszerűen nőtt a negyedév folyamán részben az árfolyam hatása miatt, nagyrészt viszont a végtörlesztések miatt. A magasabb értékvesztés-képzés a növekvő fedezettségben is megmutatkozott. A vállalati portfólión belül a 90 napnál nagyobb késedtségben 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.

2011. októberben a bankrendszer éven belül kumulált adózás előtti eredménye kissé növekedett. A jövedelmezőségi folyamatokban továbbra is erős a koncentráció, illetve az aszimmetria, sok bank veszteséges. Bankrendszeri szinten döntően a megugró mérleg szerinti veszteségek miatt a tőkemegfelelési mutató továbbcsökkent októberben is, bár a szeptemberben tapasztaltnál visszafogottabb mértékkel. Bár rendszerszinten a tőkemegfelelés továbbra is megfelelő, egyedi szinten jelentős szóródás figyelhető meg.

2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács az alapkamatról történő döntése előtt áttanulmányozta az MNB szakértői által készített decemberi „Jelentés az infláció alakulásáról” című kiadványt, valamint a makrogazdasági és pénzügyi folyamatokat.

A Monetáris Tanács tagjainak egyöntetű véleménye szerint a hazai növekedési kilátások az elmúlt negyedév során egyértelműen kedvezőtlenebbé váltak. A külső kereslet feltételei radikálisan romlottak, a belső keresletet meghatározó fogyasztási kilátások a kormányzati keresletszűkítő intézkedések miatt feltehetően gyengék lesznek.

Ezt a hatást némileg ellensúlyozhatja a Bankszövetség és a Kormány között létrejött megállapodás, melyet a Tanács egyöntetűen üdvözölt. A bankokkal történt megállapodás reálgazdaságra gyakorolt hatása tekintetében ugyanakkor megoszlottak a vélemények: egyes tagok szerint a megállapodásnak rövid távon csekély hatása lesz a hitelezési aktivitásra, míg mások szerint a lakosság devizakitettsége csökkenése önmagában olyan mértékű bizalomerosztó lépés, amire az elmúlt időszakban nem volt példa, így a konstrukció erősítheti a bankok hitelezési aktivitását, ami akár a lakossági fogyasztás emelkedését is okozhatja.

Egyes tanácstagok hangsúlyozták, hogy a hosszú távú potenciális növekedés kilátásait meghatározó beruházási aktivitás alakulása egyértelműen rosszabb képet mutat a szeptemberihez képest. Egy tanácstag véleménye szerint a beruházások visszaesését csak egy stabilizáló gazdaságpolitika képes megfordítani.

Az inflációs kilátások alakulásával kapcsolatban egyes tanácstagok hangsúlyozták, hogy azok egyértelműen romlottak az elmúlt negyedévben. Az inflációs előrejelzés szerint a fogyasztói árindex 2012-ben 5 százalék körül alakulhat az életbe lépő indirektadó-emelések, illetve a forint-árfolyam nyár vége óta bekövetkezett számottevő gyengülésének költségnövelő hatása miatt. Mások ugyanakkor a háztartások csökkenő fogyasztási keresletének dezinflációs hatását hangsúlyozták. Egy tanácstag kiemelte, hogy 2012-2013 folyamán az adószűrt maginfláció várhatóan az inflációs cél alatt alakul.

A testület tagjai egyetértettek abban, hogy Magyarország kockázati megítélésének romlása súlyos mérlegalkalmazkodásra kényszeríti a hazai gazdaság szereplőit. Egyes tanácstagok szerint a rendkívül magas hazai kockázati felár kialakulásában a globális pénzügyi környezet problémái mellett a hazai bankrendszerért tőkesokk és a hosszú távú növekedési kilátásokkal kapcsolatos aggodalmak is jelentős szerepet játszottak. Mások szerint elsősorban az eurozóna elhúzódó válsága okozta a magyar országgkockázat megemelkedését. Több tag kiemelte, hogy a jövő évi költségvetési hiány tartását célzó kormányzati intézkedések ugyan fékezik a belföldi keresletet, azonban hozzájárulhatnak Magyarország kockázati megítélésének javulásához. Egyes tanácstagok szerint a költségvetési kiigazítás szerkezete a hosszabb távú növekedési kilátásokat rontja.

A Nemzetközi Valutaalappal történt kapcsolatfelvételt a Tanács tagjai egyöntetűen üdvözltek. A nemzetközi helyzetet elemezve a Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az európai adósságválság gyors megoldására nem lehet számítani.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy amennyiben a kockázati megítélés és az inflációs kilátások érdemben tovább romlanak, további kamatemelés válhat szükségessé.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 50 bázisponttal történő emelését 5 tanácstag támogatta, míg ketten a 25 bázispontos kamatemelés mellett szavaztak.

Szavazatok:

<i>alapkamat 7%-ra történő emelése mellett:</i>	5	Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Simor András
<i>alapkamat 6,75%-ra történő emelése mellett:</i>	2	Gerhardt Ferenc, Kocziszky György

Jelen voltak:

Bártfai-Mager Andrea

Cinkotai János

Gerhardt Ferenc

Karvalits Ferenc

Király Júlia

Kocziszky György

Simor András

A Kormányt Pleschinger Gyula, a Nemzetgazdasági Minisztérium államtitkára képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2012. január 24-én tartja, amelyről 2012. február 15-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.