



**MAGYAR NEMZETI BANK**

**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV  
A MONETÁRIS TANÁCS  
2010. NOVEMBER 29-I ÜLÉSÉRŐL**

**Közzététel időpontja: 2010. december 8. 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](http://www.mnb.hu/Monetaris_politika/donteshozatal/mnbhu_mt_jegyzokonyv)

# 1. Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

## Makrogazdaság

2010 októberében a fogyasztóiár-index 4,2 százalékkal volt magasabb az egy évvel korábbi értékénél, a maginfláció ugyanebben az időszakban 1,8 százalék volt. A kedvezőtlen inflációs folyamatok háttérében az emelkedő élelmiszerárak állnak. Az iparcikkek áraiban a nyár eleji árfolyamgyengülés hatása továbbra sem érzékelhető, és - tekintettel arra, hogy az árfolyam azóta erősödött - már egyre kevésbé várható annak megjelenése. A szolgáltatások inflációja továbbra is historikusan alacsony, amit a szektor visszafogott bérdinamikája is támogat. A nyers-élelmiszerárak emelkedésének hatása az augusztusi inflációs jelentésben vártnál lényegesen nagyobb mértékben jelent meg a feldolgozott élelmiszerek áraiban. A lakosság inflációs várakozásai továbbra is érdemben meghaladják a jegybank inflációs célját.

A munkaerőpiacot laza kondíciók jellemezik. A versenyszféra augusztusban tapasztalt kiugró béremelkedése szeptemberben korrigálódott, és továbbra is az igen visszafogott 4 százalékos éves emelkedési ütem jellemzi. A foglalkoztatottak létszámának emelkedése az elmúlt hónapokban elsősorban a feldolgozóiparhoz volt köthető. Miután ez a szektor komoly munkaerő tartalékokat halmozott fel a válság alatt, az ipari konjunktúra ellenére a létszám emelkedése visszafogott maradt. A foglalkoztatottak enyhe emelkedése és a növekvő munkapiaci aktivitás miatt a munkanélküliségi ráta csak lassan csökken. A harmadik negyedévben ez a mutató 11 százalékon állt.

Előzetes adatok szerint a GDP a harmadik negyedévben 1,6 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. Az ipari termelési és kiskereskedelmi értékesítési adatokból arra lehet következtetni, hogy növekedés motorja továbbra is az exportszektor lehet, azonban a belső kereslet már feltehetően egyre kevésbé fékezi a növekedést.

Az ipari termelés a harmadik negyedévben 3 százalékos növekedést mutatott. Magyarország főbb exportpartnereinek bizalmi indexei alapján a kedvező külpiaci környezet az év hátralévő részében is fennmaradhat. A belső keresletben történő fordulatra utalhat, hogy az elmúlt negyedévekben már az ipari vállalatok belföldi értékesítései is emelkedésnek indultak. A külkereskedelmi áru- és szolgáltatásforgalom egyenlege az elmúlt hónapokra jellemző magas szinten stagnál.

A kiskereskedelmi adatok az elmúlt hónapokban kedvezőbben alakultak az augusztusi inflációs jelentésben előrevetített pályánál. A trendfolyamatok azt valószínűsítik, hogy a fogyasztásban az idei évre várt fordulat már a harmadik negyedévben bekövetkezhetett. Az erősödő fogyasztásban a mérsékelten emelkedő keresettömeg mellett a lakossági várakozási indikátorok régóta megfigyelhető javulása állhat. A szektor hitelfelvételi aktivitása ugyanakkor továbbra is lényegesen elmarad a válság előtt megfigyelhető dinamikától.

A harmadik negyedében folytatódott a lakáspiaci konjunktúra visszaesése. A használatbavételi engedélyek száma 35, a kiadott építési engedélyeké 27 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A lakáspiaci folyamatok általában késéssel követik a makrogazdasági környezet változását, ezért a fordulat az ingatlanszektorban még várat magára. A háztartások lakáscélú hitelfelvétele továbbra sem mutatja az ingatlanpiaci kereslet élénkülésének jeleit.

## **Pénzügyi piacok**

A nemzetközi befektetői hangulatra az októberi kamatdöntés óta eltelt időszak első felében a Fed újabb mennyiségi lazításával kapcsolatos várakozások erősödése, illetve az intézkedés bejelentése, majd az időszak második felében az Írország finanszírozási helyzetével kapcsolatos hírek gyakorolták a legnagyobb befolyást. Előbbi fejlemények nyomán optimizmus bontakozott ki a nemzetközi piacokon, a tőzsdeindexek, nyersanyagárak jelentősen emelkedtek, a kockázatos eszközök iránti kereslet megnőtt, a dollár érdemben gyengült. A kedvező hangulat azonban az ír problémák miatt átmenetinek bizonyult és az időszak második felében érdemi korrekció következett be: a fejlett és feltörekvő tőzsdéket egyaránt érdemi esés jellemezte, az euro 1,40 feletti szintekről 1,32-ig gyengült. A piacokat az Írországnak nyújtott EU-IMF mentőcsomag bejelentése sem nyugtatta meg, így az időszak végét is a kockázatkerülés fennmaradása jellemezte. A kockázati felár-emelkedés a periféria tagországokat érintette a legerőteljesebben, ugyanakkor a közép-kelet-európai feltörekvő régió a korábbiakkal szemben viszonylag ellenállóan mutatkozott.

Magyarország kockázati megítélése romlott az elmúlt egy hónapban, bár az egyes piacokon eltérő mértékben volt érezhető a változás: az árfolyam viszonylagos stabilitásával és a külföldi szereplők forinteszköz-vásárlásaival szemben a kockázati indikátorok és hosszú forinthozamok érdemi emelkedése állt. Az 5 éves magyar szuverén CDS-felár összességében csaknem 50 bázisponttal emelkedett a legutóbbi kamatdöntő ülés óta, ami a - periféria eurozóna tagországokat leszámítva - markánsan kiugrónak számít nemzetközi összehasonlításban, azaz Magyarország relatív pozíciója is jelentősen romlott. Az euróhoz viszonyított 5 év múlva induló 5 éves forward hozamfelár mintegy 30 bázisponttal emelkedett, miközben a hasonló lengyel felár stagnált, az 5 éves magyar eurokötvény német kötvényhez viszonyított felára mintegy 20 bázisponttal emelkedett, ami szintén relatív romlásnak (is) számított a régióban.

A forintárfolyam viszonylag szűk sávban, 270 és 278 forint/eurós szintek között ingadozott az időszak legnagyobb részében, viszont az utolsó napokban érdemi gyengülést mutatva 280-as szintre emelkedett. Régiós viszonylatban a forint az időszak első felében inkább felül-, a második felében inkább alulteljesítőnek számított, összességében a relatív pozícióban is megfigyelhető volt némi romlás.

Mindemellett az implikált volatilitások és a risk reversal jegyzések azt mutatják, hogy a hosszabb távú árfolyam-várakozásokban egyelőre nem következett be lényeges változás.

A külföldiek a forintpozíciója összességében tovább emelkedett: az azonnali devizapiacra a nem-rezidensek mintegy 50 milliárd forintot vásároltak az elmúlt hónapban. Ezzel párhuzamosan a külföldiek érdemben növelték forint állampapír-portfóliójuk értékét: a 140 milliárd forintos növekmény többé-kevésbé egyenletesen oszlott meg a különböző lejáratú szegmensek között. Ugyanakkor, bár az időszak folyamán átmenetileg historikus csúcsra emelkedett a külföldiek által tartott MNB-kötvény állomány, a teljes időszakot tekintve 100 milliárdos csökkenés volt megfigyelhető ebben az eszközben. Mindezek mellett forint melletti spekulatív pozíció felvétele történt: a spot és FX-swap ügyletek egyidejű kötésével felvett szintetikus határidős pozíciójuk mintegy 35 milliárd forinttal emelkedett.

A külföldiek forint állampapírjainak állománynövekedése ugyanakkor érdemi hozamemelkedés mellett ment végbe. Az éven túli referencia állampapírok hozamai mintegy 80 bázisponttal emelkedtek a legutóbbi kamatdöntés óta, aminek nyomán ismét mindegyik éven túli benchmark hozam bőven 7 százalék fölött, a 10-15 éves hozamok 7,8 százalék környékén találhatóak. Ezzel párhuzamosan az állampapír-piaci forward hozamgörbe hosszú szakaszán 7 százalék fölé emelkedtek a hozamok.

Az állampapír-aukciók vegyes eredményeket hoztak: míg a diszkontkincstárjegyek kibocsátása során továbbra is jellemző maradt a magas kereslet és - elsősorban a 3 hónapos DKJ esetében - a relatíve stabil aukciós hozamok, a kötvényaukciókat egyértelműen érdemben emelkedő átlaghozamok jellemezték, a túljegyzés mértéke pedig jelentős ingadozásokat mutatott.

A pénzügyi hozamok a kamatemelési várakozások viszonylag folyamatos emelkedését mutatják. A FRA-hozamok az indulásig hátralévő futamidő függvényében növekvő mértékben, 15-40 bázisponttal emelkedtek, aminek eredményeképpen a kamatdöntést megelőzően már az 1x4 hónapos futamidőn volt beárazva egy teljes 25 bázispontos emelés. Az 1, 2 és 3 hónap múlva induló 3 hónapos időszakra vonatkozó határidős kamatláb-megállapodások jegyzései a kamatdöntést megelőző alapkamatnál rendre 26, 34 és 46 bázisponttal magasabb kamatszinttel voltak konzisztensek. Ennek megfelelően a pénzügyi hozamgörbe rövid szakasza szintén meredekebbé vált az elmúlt hónapban, és a jövő év végére 6,5 százalékos alapkamatot implikált.

A befektetési banki véleményekben egyelőre kevésbé jelent meg a monetáris szigorítás közeli lehetősége, az elemzők jellemzően arra számítottak, hogy a jegybank jövő év első negyedévéig kivár az első kamatemeléssel.

A Reuters által készített novemberi elemzői felmérés alapján a megkérdezett elemzők közel egyhangúan a kamat tartására számítottak a Monetáris Tanács hétfői ülésén, egy elemző prognosztizált csak 25 bázispontos elemzést. Kamatváltoztatásra ebben évben csak ketten számítottak a megkérdezett elemzők közül, és a többség jövő évre is nagyobb valószínűséget rendelt a tartáshoz, mint az emeléshez. A felmérés eredményei alapján nem lehetett robusztus megállapítást tenni a kamatemelés kezdetére vonatkozó várakozásokra, mivel a korábbi hónapokban megszokottnál lényegesen kevesebben válaszoltak erre a kérdésre, és a válaszok eloszlásának szórása is viszonylag nagy volt.

## **A bankrendszer helyzete**

A vállalati hitelállomány csökkenése az első félévben jelentős volt, ugyanakkor a harmadik negyedévben a visszaesés mértéke már lassult. Bankrendszeri szinten októberben is csak enyhe, 8 milliárd forintos nettó kiáramlás volt megfigyelhető. A vállalati hitelezésben bekövetkezett fordulatról azonban még korai beszélni, bár valószínű, hogy a mélypontot megközelítettük. A hazai pénzügyi rendszer azonban továbbra is csak csekély mértékben tudja támogatni a gazdaság fellendülését. A háztartási hitelezésben nem láthatók trendváltásra utaló jelek, a visszaesés mértéke 2010 októberében is magas maradt, mínusz 27 milliárd forint volt a nettó hitelállományváltozás.

2011-ben elsőként a vállalatok esetén, majd a háztartásoknál is elindulhat a hitelezés növekedése. A fordulóponyt kitolódásának kockázata azonban magas. A vállalatok esetén a hitelkeresleti oldalról a külső konjunktúra törékenysége, a háztartások esetén a jelentős eladósodottság, magas adósságszolgálati költségek miatti elhúzódó alkalmazkodási folyamat hordozhat kockázatot. Kockázatok jelentkezhetnek a hitelkínálat alakulásában is. Egyrészt a bankadó okozta bizonytalanság, másrészt a svájci frank változatlanul erős szintje miatti portfólióromlás és az ebből származó hitelezési veszteség hathat negatívan a kínálatra.

A hazai bankrendszer likviditási helyzete erős, a likvid eszközök részaránya megfelelő. A likviditási kockázatok megítélésében továbbra is kiemelt figyelmet érdemel a bankrendszer külföldi forrás és swap-állománya. Októberben az előzetes adatok alapján összességében nőtt a bankrendszer külföldi forrás állománya. Ez azonban főként egy bankhoz volt köthető, miközben a többi intézmény esetében inkább folytatódó csökkenés volt megfigyelhető. Az egy éven belül lejárató források aránya pedig növekedett, ami a megújítási kockázatokat erősíti. A swap-állomány nagysága nem emelkedett tovább, és a korábban tapasztalt rövidülés is megállni látszik.

A vállalatok esetén a nem teljesítő bankhitelek aránya 2010. szeptember végére meghaladta a 12,5 százalékot, míg a háztartásoknál 10,6 százalékra emelkedett. Ezzel párhuzamosan az értékvesztés állományarányos értéke a vállalatoknál és háztartásoknál is a júniusi magas, 3 százalékos szinten maradt szeptemberben. A rendelkezésre álló adatok alapján októberre vonatkozó becslés pedig nem mutat változást. A vállalatok esetén a növekvő hitelezési veszteségeket a projekthitelek rossz teljesítménye, míg a háztartások esetén az erős svájci frank, a tartósan magas munkanélküliség és a magas külső finanszírozási költségek hitelkamatokban való megjelenése magyarázzák.

A nem teljesítő hitelek arányának alakulását nagyban befolyásolja a portfóliótisztítás sebessége, ami jelenleg nagyon alacsonynak mondható. Változatlan portfóliótisztítási sebesség mellett a nem teljesítő hitelek aránya csak később tetőzhet. Jövőre a vállalatok és a háztartások esetén már kissé meghaladhatja a 15 százalékot. Az értékvesztés állományarányos értéke pedig a tavalyi év helyett idén tetőzhet 3 százalék körül, majd a gazdaság fellendülésével párhuzamosan fokozatosan csökkenhet a jövő évben, részben az alacsonyabb hitelezési veszteségek, részben a jelenleginél nagyobb hitelnövekedés következtében.

A hazai bankrendszer jövedelmezősége tovább csökkent. Október végén már 5 százalék alatti volt a bankrendszer 12 havi gördülő ROE-ja. Az első 10 hónap adózás előtt eredménye pedig nem érte el a 100 milliárd forintot (a tavalyi év azonos időszakában 286 milliárd forint volt). Figyelembe véve, hogy a december hónap eredménye általában kedvezőtlen szokott lenni, és decemberben jelentkezik a bankadó második, mintegy 60 milliárd forintos részlete, a bankszektor 2010. végi jövedelmezősége nagyon alacsony lesz. A bankrendszer ROE mutatója a novemberi Stabilitási jelentés előrejelzése szerint 2,5 százalék körül alakulhat.

A pénzügyi rendszer még mindig megfelelő sokkellenálló képességét a kielégítő tőkeellátottság képes biztosítani (szeptember végén bankrendszeri tőkemegfelelési mutató 13,2 százalék volt). A stressz-teszt alappályáján csak minimális mértékű tőkeigény jelentkezik. Bár a bankrendszeri tőkemegfelelési ráta alappálya menti előrejelzésünk szerint csökken, de így is 12 százalék felett marad (beszámítva az idén már bejelentett tőkeemelések hatását), 2011 végére az alappályán osztalékfizetés nélkül pedig újra kissé növekvő mutatóval lehet számolni. A stresszforatókönyv alkalmazása esetén azonban 2010-2011-ben is csökkenne a tőkemegfelelési mutató, de értéke még mindig 11 százalék körül alakulhat. A stresszpályán összességében 40 milliárd összegű pótlólagos tőkeigény valószínűsíthető, ami mind az összege alapján, mind pedig az anyabankok elkötelezettsége miatt alacsony kockázatúnak tekinthető.

## 2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk, a Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány és a pénzügyi piaci helyzet áttekintése után az alapkamat szinten tartása, és 25 bázisponttal történő emelése mellett hangzottak el érvek. A Monetáris Tanács egységes volt abban a tekintetben, hogy a kamatdöntés kapcsán a kiindulópontot a november inflációs prognózis jelenti, amely szerint változatlan monetáris kondíciók mellett 2012-ig a célérték fölött lehet az infláció.

A tanácstagok nagy többsége egyetértett abban, hogy az inflációs kilátások markánsan romlottak az augusztusi inflációs jelentés publikációja óta eltelt időszakban. Felidézésre került, hogy az elmúlt hónapokban a visszafogott bérdinamika ellenére megtört a defláció, amiben elsősorban az élelmiszerárak jelentős emelkedése játszott szerepet. További kedvezőtlen folyamat az inflációs várakozások mérséklődésének megtörése és a 4-5 százalék körüli tartományban történő beragadása. Többen kiemelték, hogy 2011-ben és 2012-ben az élelmiszerár-sokk másodkörös hatása és a középtávú célt meghaladó inflációs várakozások mellett további tényezők is fokozhatják az inflációs nyomást. Az ágazati különadók áthárítása különösen abban az esetben lehet jelentős, amennyiben azok tartósan kivetésre kerülnek. Emellett a magasabb infláció irányába mutat a negatív kibocsátási rés korábban feltételezettnél gyorsabb záródása is. 2011-ben ugyanakkor ezen folyamatokat átmenetileg tompíthatja a gázár-támogatási rendszer meghosszabbítása.

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy rövidtávon a vártnál nagyobb adókiengedés, Magyarország exportpiacainak gyorsabb növekedése, és több egyedi nagyberuházás révén a korábban feltételezettnél gyorsabb lehet a gazdasági növekedés. Ugyanakkor több tanácstag kifejtette, hogy a nem konvencionális gazdaságpolitikai eszközök alkalmazása a kockázati felárak és tőkeköltségek emelkedésén keresztül csökkenthetik a potenciális kibocsátást. Mindez a kibocsátási rés korábban vártnál gyorsabb zárulásában tükröződhet, így a korábban feltételezettnél mérsékeltebb lehet a negatív kibocsátási rés deflációs hatása.

A Monetáris Tanács helyzetértékelése során az inflációs folyamatok alakulása mellett áttekintette Magyarország kockázati megítélésének alakulását is. Ugyan a 3 százalékos költségvetési hiánycél iránti elköteleződést követően átmenetileg csökkent a kockázati felár, de a költségvetési intézkedéscsomag szerkezetének ismertetése után jelentősen romlott az ország külső megítélése, ami a CDS-felár emelkedésében is tükröződött. A kockázati megítélés romlásában jelentős szerepet játszottak a gazdasági környezet kiszámíthatóságát csökkentő kormányzati intézkedések, például a visszamenőleges hatállyal kivetett adók és a magán-nyugdíjpénztári rendszerrel kapcsolatos döntések.

Többen kifejtették, hogy az inflációs jelentésben felvázolt forgatókönyvek közül az alappályánál valószínűbbnek tartják azt az alternatív pályát, miszerint tovább romlik Magyarország kockázati megítélése. Ezen forgatókönyv alapján a kockázati megítélés romlása a költségvetés fenntarthatóságával kapcsolatos kockázatokhoz és részben ezzel összefüggésben a külső finanszírozási költségek növekedéséhez köthető, amit tovább erősíthet az alappályánál kedvezőtlenebb nemzetközi konjunktúra. A kockázati megítélés további romlása tartós árfolyamgyengüléshez, és ezen keresztül – monetáris politikai reakció hiányában – magasabb inflációhoz vezethet. Elhangzott olyan vélemény is, mely szerint az a legvalószínűbb forgatókönyv, hogy a kockázati megítélés romlása mellett az inflációs várakozások a középtávú cél fölött ragadnak be.

A tanácsstagok túlnyomó többségének megítélése szerint az inflációs kilátások romlása és a kockázati felár tartós és jelentős emelkedése külön-külön is kamatemelést indokolna, összhangban a Monetáris Tanács korábbi közleményeiben leírtakkal. Több tanácsstag kifejtette, hogy egy mostani kamatemeléssel a Monetáris Tanács jelezheti az inflációs cél elérése iránti elkötelezettségét, ugyanakkor ehhez a következő hónapokban további kamatemelések lehetnek szükségesek. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a kamatemelésnek reálgazdasági áldozatai lehetnek, bár ezek a magánszektor mérlegeiben felhalmozódott devizaadósságra tekintettel jelenleg viszonylag alacsonynak tekinthetők.

Több tanácsstag hangsúlyozta, hogy a korábbi hónapokban a jelentős, és csak lassan záródó kibocsátási rés dezinflációs hatása miatt kamatemelés nélkül is elérhetőnek tartotta az inflációs célt. A makrogazdasági folyamatokról alkotott kép változásának következtében ugyanakkor már nem elégséges ez a dezinflációs hatás. Volt olyan tanácsstag, aki korábban olyan fenntartható gazdaságpolitikát valószínűsített, amelynek révén jelentős tőkebeáramlásra és a kockázati prémium csökkenésére volt kilátás. Mindez kamatemelés nélkül is biztosította volna az inflációs cél eléréséhez szükséges monetáris kondíciókat. Ezen kedvező folyamatokra azonban jelenleg már nem látott esélyt. Ezzel szemben volt olyan vélemény is, miszerint elképzelhető, hogy olyan strukturális intézkedésekre kerül sor, amik javíthatják az ország kockázati megítélését.

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

#### Szavazatok:

<b><i>alapkamat 5,50 %-ra történő emelése mellett:</i></b>	6	Bihari Péter, Csáki Csaba, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Neményi Judit, Simor András
<b><i>alapkamat 5,25%-os szinten tartása mellett:</i></b>	1	Bánfi Tamás



**Jelen voltak:**

Bánfi Tamás

Bihari Péter

Csáki Csaba

Karvalits Ferenc

Király Júlia

Neményi Judit

Simor András

A Kormányt Erhart Tibor, a Nemzetgazdasági Minisztérium főosztályvezető-helyettese képviselte.

**A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2010. december 20-án tartja, amelyről 2011. január 12-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**