



MAGYAR NEMZETI BANK

**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2010. DECEMBER 20-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2011. január 12. 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

2010 novemberében a fogyasztóiár-index 4,2 százalékkal volt magasabb az egy évvel korábbi értékénél, a maginfláció ugyanebben az időszakban 1,8 százalék volt. A beérkezett adat megerősíti, hogy az év közepétől az infláció emelkedésnek indult, az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatóink az elmúlt hónapokban 3 százalék közelébe emelkedtek. Az iparcikkek és a piaci szolgáltatások inflációja novemberben is mérsékelt maradt, utóbbit a visszafogott kereslet mellett a szektor alacsony bérdinamikája is támogatja. A feldolgozott és a feldolgozatlan élelmiszerek ára novemberben tovább emelkedett, annak mértéke azonban elmaradt várakozásainktól. Rontott a kilátásokon az inflációs jelentés publikálása után bejelentett benzináremelés. Így a 2010 végére várt infláció vélhetően előrejelzéseinknek megfelelően fog alakulni.

A KSH részletes adatközlése szerint 2010 harmadik negyedében a bruttó hazai termék 1,7 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A szezonálisan igazított adatok alapján 0,8 százalékkal nőtt a hazai össztermék az előző negyedévhez képest. A magyar gazdaság bővülését továbbra is a külpiaci konjunktúra támogatja, azonban a harmadik negyedévben a belső kereslet élénkülése is megfigyelhető volt. Ennek megfelelően bár továbbra is az erőteljes ipari termelés a növekedés alapja, a piaci szolgáltatások hozzáadott értéke is meghaladta az egy évvel korábbi szintet.

A belső kereslet élénkülése mögött ellentétes irányú folyamatok húzódnak meg. Az elmúlt hét negyedév visszaesését követően újra bővült a háztartások fogyasztása, a vállalatok pedig jelentős készletfelhalmozást hajtottak végre. A beruházások ugyanakkor továbbra is visszafogottan alakulnak, ami kedvezőtlenül érinti a hosszú távú növekedési kilátásokat. A beruházások visszaesését az állami infrastrukturális beruházások csökkenése és a lakáscélú beruházások elmaradása okozhatta, amit csak részben tudott ellensúlyozni a feldolgozóipari állóeszköz bővülés.

Az előzetes külkereskedelmi adatok arra utalnak, hogy októberben a korábbi hónapok trendjének megfelelően folytatódott a termékforgalom növekedése, így az áruforgalmi többlet szezonálisan igazított szintjében sem történt érdemi változás. Az ipari termelés októberben a szezonálisan igazított adatok alapján 1 százalékkal maradt el a szeptemberi teljesítménytől. A lassulásban kiemelt szerepe lehetett a belföldi értékesítések újabb visszaesésének, ami ellentmond a belföldi kereslet fokozatos élénküléséről alkotott képünknek. Ezzel szemben az exportértékesítések dinamikája továbbra is kiemelkedő. A bizalmi indexek historikusan magas szintje ugyanakkor arra enged következtetni, hogy az ipari termelés bővülése tovább folytatódik, és nem várható újabb visszaesés.

A versenyszféra bérei októberben 3 százalékkal nőttek az előző év azonos időszakához képest. A visszafogott bérezés mind a feldolgozóiparra, mind a piaci szolgáltatásokra jellemző volt. A rendszeres bérek historikusan alacsonynak tekinthető növekedése a laza munkapiac erős bérleszorító hatására utal. A munkaerő felmérés harmadik negyedéves adatai szerint a foglalkoztatás növekedése megtorpanni látszik. Mivel az aktivitás szintje érdemben nem változott, a munkanélküliség továbbra is historikusan magas szinten, 11 százalék körül áll.

Pénzügyi piacok

A novemberi kamatdöntés óta eltelt időszakban alapvetően optimista befektetői hangulat jellemezte a nemzetközi pénzügyi piacokat. A kockázatos eszközök árai emelkedtek, nőttek az amerikai és a német hozamok. A derűlátás megmutatkozott a főbb nyersanyagok drágulásában és a kockázati indexek csökkenésében is. A VIX-index április óta nem látott szintre csökkent, több fejlett tőzsdeindex is éves csúcs közelébe ért. A devizapiacra a dollár gyengült a főbb fejlett devizákkal szemben, a feltörekvő piaci devizák pedig felértékelődtek.

A kedvező folyamatok hátterében egyrészt az áll, hogy az EU pénzügyminiszterei megegyeztek az ír mentőcsomag részleteiről, másrészt az, hogy az USA-ban a vártnál kedvezőbb makrogazdasági adatok láttak napvilágot. Ezen kívül a tengerentúlon a további mennyiségi lazítással kapcsolatos jegybanki kommunikáció, illetve a fiskális téren tervezett, a gazdasági növekedést érdemben befolyásoló változások voltak hatással az eszközárak alakulására.

A Magyarországgal szembeni befektetői attitűdöt továbbra is kettősség jellemzi. Növekszik a külföldiek forinteszközök iránti kereslete, az ország kockázati megítélésének alakulásáról azonban nem festenek kedvező képet a különböző indikátorok. Utóbbihoz a kormányzati gazdaságpolitikai intézkedéseket övező bizonytalanság mellett az is hozzájárulhatott, hogy a Moody's két fokozattal leminősítette az államadósságot. Az 5 éves szuverén CDS-felár a november végén jellemző 330 bázispont körüli szintről 380 bázispont közelébe emelkedett. Ezzel párhuzamosan a közép-európai országok kompozit indexe érdemben nem változott, ami egyértelműen jelzi, hogy ebben a tekintetben Magyarország relatív pozíciója romlott az elmúlt hetekben. Az 5 éves magyar eurokötvény német kötvényhez viszonyított felára mintegy 30 bázisponttal emelkedett, ami szintén relatív romlásnak számított a régióban. Némileg árnyalja a képet, hogy az euróhoz viszonyított 5 év múlva induló 5 éves forward hozamfelár mintegy 30 bázisponttal csökkent, ami megegyezik a hasonló lejáratú lengyel felár változásával.

A forint az elmúlt három hétben - a többi régiós deviza teljesítményét felülmúlva - több mint 2 százalékkal értékelődött fel az euróval szemben. A kezdeti 280 forint/euro szint fölé csak átmenetileg gyengült az árfolyam, ezt követően fokozatosan 275 forint alá erősödött. A forint erősödésével párhuzamosan az

árfolyam implikált volatilitása a rövid lejáratokon csökkent, a hosszabbakon azonban érdemben nem változott. Az árfolyam gyengülésére vonatkozó várakozások erősödtek: az árfolyam várt eloszlásának - gyengülés irányába mutató - ferdesége magasabb szinten áll, mint novemberben. Az FX swap piacon az implikált forinthozamok nem csökkentek érdemben. Ez arra utal, hogy a magyar bankrendszer devizalikviditás-szerző képessége nem javult az utóbbi hetekben.

Habár a kockázati felárak, és a forintárfolyam alakulása alapján nem lehet egyértelmű képet alkotni a külföldiek forinteszközök iránti keresletének motivációról, a rendelkezésünkre álló adatok jelentős mennyiségű állampapír-vásárlást mutatnak a nem-rezidens szektor részéről. A külföldiek államkötvény állománya november vége óta több mint 70 milliárd forinttal emelkedett, ezen belül 30-30 milliárdot a 3, illetve a 10 éves lejáratokon vásároltak, míg a többi papír esetében nettó értelemben nem volt érdemi állományváltozás. A vásárlások kisebb részben a másodpiacon történtek, nagyobb részben a kötvényaukciókhoz kapcsolódtak. A DKJ-állomány esetében - elsősorban két lejáratához kapcsolódóan - több mint 60 milliárdos csökkenés mutatkozott. Megítélésünk szerint a külföldiek állampapír-vásárlásában az amerikai mennyiségi lazítás miatt a feltörekvő piacokra áramló likviditás meghatározó szerepet játszhat. A külföldiek állampapírok mellett mintegy 230 milliárd forint értékben MNB-kötvényeket is vásároltak ebben a hónapban. Az eszközvásárlásokat alapvetően spot piaci vásárlásokkal finanszírozták, míg az FX swap piacon nettó értelemben devizát helyeztek ki. A külföldiek forint melletti pozíciója összességében mintegy 110 milliárd forinttal nőtt a novemberi kamatdöntés óta.

Állampapír-aukciók az elmúlt hetekben alapvetően kedvező képet mutattak. Az 5-10 éves kötvények iránt a korábbi hónapokban megszokottnál magasabb keresletet támasztottak az elsődleges forgalmazók, igaz, magasabb átlagos hozamszint mellett. Az ÁKK mindazonáltal a jelentős túljegyzésre való tekintettel megemelte a kibocsátott mennyiségeket. Az állampapírok másodpiacán a forgalom számottevően emelkedett, ami jelentős részben a hosszabb lejáratú papírokat érintette.

Az állampapír-hozamgörbe meredeksége csökkent, amihez hozzájárulhatott a globális befektetői hangulat javulása, valamint a likviditási prémium csökkenése. Az éven belüli szakaszon a kamatváltoztatással megegyező mértékű hozamemelkedés volt megfigyelhető. Az 1-3 éves horizonton összességében nem volt érdemi elmozdulás. A hosszú hozamok mintegy 30-35 bázisponttal csökkentek. Az 5 éves államkötvény hozama jelenleg 7,6 százalék, a 10 évesé 7,75 százalék.

A novemberi lépés meglepte a piaci szereplőket, és a várt kamatpálya emelkedését okozta. A várakozások azonban összességében vegyes képet mutattak. A pénzpiaci kamatvárakozásokat tükröző FRA hozamok a decemberi ülésre 25 bázispontos emelést, a következő hónapokra is folyamatos emelést tükröztek. Ezzel szemben a piaci elemzők várakozásai nagyfokú heterogenitást

mutattak. A Reuters felmérése alapján decemberre az elemzők fele tartásra számított. Ez utóbbiak kisebb része az emelési ciklus januári folytatását várja, többen nem adtak előrejelzést januárra, több elemző azonban a következő két ülésre vonatkozóan nem számít kamatemelésre. A decemberre emelésre számító elemzők nagyobb része azonban januárra is emelést vár, így összességében az elemzői konszenzus januárra 5,75%-os alapkamatot mutat.

A bankrendszer helyzete

A vállalati hitelállomány csökkenése novemberben is folytatódott. A teljes bankrendszerben összességében 27 milliárd forintos kiáramlást láttunk. A korábbiaktól eltérően novemberben nemcsak a deviza-, hanem a forinthitelek esetében is negatív volt a nettó flow. A vállalati hitelezésben továbbra sem látjuk, hogy fordulóponthoz értünk volna, bár az idei év második felében már lényegesen kisebb a kiáramlás, mint az elsőben volt. Rövid távon továbbra sem várjuk, hogy a banki hitelezés támogatja majd a növekedést. A háztartások esetében nem látunk trendváltásra utaló jeleket, a visszaesés mértéke 2010 novemberében is magas maradt, -27 milliárd forint volt a nettó flow.

Jövőre elsőként a vállalatok esetén, majd a háztartásoknál is elindulhat a hitelezés növekedése. A fordulópont kitolódásának kockázata azonban magas, és a novemberi adatok alapján ez a kockázat tovább nőtt. A vállalatok esetén a hitelkeresleti oldalról a külső konjunktúra törékenysége, a háztartások esetén a jelentős eladósodottság, magas adósságszolgálat költségei miatt 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. Novemberben az előzetes adatok alapján jelentősen csökkent a bankrendszer külföldi forrás állománya. Az egy éven belül lejáráó források aránya nem nőtt tovább. A swap-állomány nagysága nem emelkedett novemberben, és a korábban tapasztalt rövidülés is megállni látszik. December elején teljes bankrendszeri szinten nyílt a mérlegen belüli devizapozíció és nőtt a swap-állomány. Ezzel együtt nőtt a forrásbevonás költsége és tágultak a swapszpredek.

A vállalatok esetén a nem teljesítő bankhitelek aránya 2010. szeptember végére meghaladta a 12 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 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.

Korábbi várakozásunk ellenére a nem teljesítő hitelek aránya csak később tetőzhet, jövőre a vállalatok és a háztartások esetén már kissé meghaladhatja a 15 százalékot. A nem teljesítő hitelek arányának alakulását nagyban befolyásolja a portfóliótisztítás sebessége, ami jelenleg nagyon alacsonynak mondható. Az értékvesztés állományarányos értéke az idei év végén tetőzhet 3 százalék körül. A gazdaság fellendülésével párhuzamosan a jövő évben fokozatosan csökkenhet, részben az alacsonyabb hitelezési veszteségek, részben a jelenleginél nagyobb hitelnövekedés következtében.

A hazai bankrendszer jövedelmezősége novemberben enyhén javult. A bankrendszer 12 havi gördülő ROE-ja azonban így is 5 százalék alatti volt. Az első 11 hónap adózás előtti eredménye pedig csupán 130 milliárd forint volt (a tavalyi év azonos időszakában 336 milliárd forint volt). Figyelembe véve, hogy az utolsó hónap eredménye általában gyenge szokott lenni, és még 60 milliárd forint bankadót be kell fizetniük a pénzügyintézeteknek, a 2010-es évi profit nagyon alacsony lesz.

A pénzügyi rendszer még mindig megfelelő sokkellenálló képességét a kielégítő tőkeellátottság biztosítja. Október végén 13,3 százalék volt a bankrendszer tőkemegfelelési mutatója, ami enyhe növekedés szeptemberhez képest. A stressztesztünk alappályáján nem jelentkezik tőkeigény. 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 számolunk. A stresszforogatókönyv 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, amit mind az összege alapján, mind pedig a banki tulajdonosok elkötelezettség miatt alacsony kockázatnak tekintünk.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági információk, 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 továbbra is a novemberi inflációs prognózis jelenti, amely szerint változatlan monetáris kondíciók mellett 2012-ig a 3 százalékos cél fölött lehet az infláció.

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy az inflációs kilátások nem változtak érdemben a novemberi kamatdöntés óta eltelt időszakban. Kedvezőnek tekintették a korábbi várakozásaiknál mérsékeltbb élelmiszerár emelkedést, és

az októberi visszafogott bérdinamikát. Ezekkel szemben a tanácstagok véleménye szerint az Országos Érdekegyeztető Tanácson elfogadott béremelési ajánlások és az olajárak emelkedése növelik az inflációs kockázatokat. Több tag kiemelte, hogy az inflációs várakozások szempontjából ezen információk közül a bérajánlásoknak lehet a legnagyobb hatása. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az inflációs cél esetleges megemelésével kapcsolatos sajtóhírek szintén kedvezőtlenek az inflációs várakozások szempontjából.

Az egyik tanácstag véleménye szerint az elmúlt időszak beruházási adatai rámutattak a potenciális kibocsátás alakulása körüli kockázatokra. Az élenkülő fogyasztás pedig a negatív kibocsátási rés korábban vártnál gyorsabb záródására utal. Mindkét folyamat kedvezőtlen az inflációs kilátások szempontjából, mivel kisebb lehet a negatív kibocsátási rés, ami mérsékeltebb deflációs hatással járhat.

A Monetáris Tanács helyzetértékelése során az inflációs folyamatok alakulása mellett áttekintette Magyarország kockázati megítélésének alakulását is. A tanácstagok egyetértettek abban, hogy a feltörekvő piacokba vetett bizalom erősödése ellenére sem javult Magyarország kockázati megítélése. Elhangzott olyan vélemény is, miszerint a 2011 első negyedévére kidolgozandó kiadási oldali reformintézkedések hozzájárulhatnak a kockázati prémium mérséklődéséhez, amennyiben azok megfelelő választ adnak a középtávú költségvetési kockázatokra.

A tanácstagok túlnyomó többsége egyetértett abban, hogy mind az inflációs cél elérése szempontjából, mind pénzügyi stabilitási szempontok alapján kívánatos a monetáris kondíciók szigorítása. Az egyik tanácstag kifejtette, hogy a magánszektor mérlegeiben felhalmozódott devizaadósság következtében az esetleges jelentős és tartós árfolyamgyengülés számottevően növelné a pénzügyi stabilitási kockázatokat, ezért a defláció reálgazdasági áldozata mérsékeltebb a pénzügyi válság előttinél. A tanácstagok ugyanakkor megosztottak voltak az inflációs cél eléréséhez összességében szükséges kamatemelés mértékéről, és az esetleges további lépések időzítéséről. A tanácstagok szerint az inflációs jelentés alappályája alapján az inflációs cél a monetáris kondíciók mérsékelt és fokozatos szigorításával is elérhető. Nagyobb mértékű szigorításra lehet szükség azon tagok szerint, akik az alappályánál valószínűbbnek tartják a kockázati megítélés romlását vagy az inflációs várakozások középtávú cél fölötti beragadását valószínűsítő kockázati pályákat.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 25 bázispontos emelésére vonatkozó javaslatot 4 tanácstag támogatta, míg 1 tanácstag az alapkamat szinten tartására szavazott.

Szavazatok:

<i>alapkamat 5,75 %-ra történő emelése mellett:</i>	4	Bihari Péter, Király Júlia, Neményi Judit, Simor András
<i>alapkamat 5,5%-os szinten tartása mellett:</i>	1	Karvalits Ferenc

Jelen voltak:

Bihari Péter

Karvalits Ferenc

Király Júlia

Neményi Judit

Simor András

A Kormányt Palotai Dániel, a Nemzetgazdasági Minisztérium főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2011. január 24-én tartja, amelyről 2011. február 9-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.