



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2011. JANUÁR 24-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2011. február 9. 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 decemberében a fogyasztóiár-index 4,7 százalékkal volt magasabb az egy évvel korábbi értékénél, a maginfláció ugyanebben az időszakban 2,0 százalék volt. Az éves átlagos infláció 2010-ben 4,9 százalék lett. Az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatók 3 százalék körül stabilizálódtak. A piaci szolgáltatások inflációja mérsékelt maradt, ami tükrözi a visszafogott belső kereslet és a magas munkanélküliség árazási döntésekre gyakorolt fegyelmező erejét. Az infláció emelkedésében az üzemanyagok és élelmiszerek drágulása mellett kismértékben az iparcikkek áremelkedése is szerepet játszott. A feldolgozott élelmiszerek áraiba egyelőre a vártnál kisebb mértékben gyűrűzött be a nyers élelmiszerek áremelkedése. A járműüzemanyag-árak erőteljes drágulása összhangban van az olajárak nemzetközi alakulásával. A lakosság inflációs várakozásai tartósan magas szinten maradtak.

A magyar gazdaság növekedése továbbra is az élénk külső keresleten alapul. Az előzetes áruforgalmi adatok alapján ismét dinamikusan bővült az export, míg az import növekedési üteme nem változott érdemben a korábbi hónapokhoz képest. A bővülő ipari exportnak köszönhetően a novemberi áruforgalmi egyenleg rekord mértéket ért el. A január-novemberi kumulált áruforgalmi többlet 3,3 milliárd euro volt. A cserearány tovább javult az előző hónaphoz képest.

A megelőző hónapok visszafogott adatait követően 2010 novemberében élénkült az ipari konjunktúra, és a szezonálisan igazított adatok alapján az előző hónaphoz képest több mint 4 százalékkal emelkedett a termelés szintje. Az ipari konjunktúrát továbbra is a feldolgozóipari export vezérli. Az exportorientált szektorok kibocsátása nőtt, a belföldi értékesítések növekedése ugyanakkor megtorpant, ami a belföldi kereslet törékenysége utal. A beérkezett októberi kiskereskedelmi adat is az élénkülés elhúzódó jellegére és törékenysége hívja fel a figyelmet, így alátámasztja a fogyasztás lassú kibontakozására vonatkozó jegybanki prognózist. A konjunktúraindikátorok arra utalnak, hogy a külső kereslet 2010-2011 fordulóján továbbra is segítheti a magyar gazdaság kilábalását.

A változatlanul laza munkapiaci feltételek következtében a bérek növekedése továbbra is visszafogott. A versenyszféra bruttó átlagkeresete 1,6 százalékkal emelkedett, míg a prémiumok nélkül vett rendszeres keresetek 3 százalékkal nőttek az előző év azonos időszakához képest. A visszafogott bérezés mind a feldolgozóiparra, mind a piaci szolgáltatásokra jellemző volt. A piaci szolgáltatásoknál emellett a novemberben szokásos prémium kifizetések számottevő mérséklődése is megfigyelhető volt. A béradatok értékelését nehezíti, hogy a vállalatok a 2011. januártól hatályba lépett személyi jövedelemadó-változások miatt a béremelések és prémium kifizetések egy részét 2011-re halaszthatják. Átmeneti megtorpanást követően a foglalkoztatottak száma

novemberben tovább emelkedett. A növekedés döntően a feldolgozóiparhoz köthető, ami összhangban van az ipari konjunktúrának az év utolsó hónapjaiban megfigyelt alakulásával. A munkanélküliség a historikusan magas 11 százalékos körüli szint környékén maradt.

Pénzügyi piacok

A decemberi kamatdöntés óta eltelt időszakban alapvetően optimista befektetői hangulat jellemezte a globális pénzügyi piacokat. A kockázatos eszközök árai általában emelkedtek, magasabban zártak a fejlett és fejlődő országok részvénypiaci indexei és folytatódott a nyersanyagárak emelkedése. A kockázati indexek, valamint a fejlett országok vállalati CDS-kompozit indexei csökkentek, és mérséklődött a fejlődő kötvénypiaci kockázatokat mérő EMBI Global. Több mint 2 százalékkal erősödött az euro a dollárhoz képest.

A kedvező folyamatok hátterében részben a kedvezőbb amerikai és európai makrogazdasági adatok és a globális reálgazdasági folyamatokkal kapcsolatos javuló bizalom álltak. A kedvező befektetői hangulatot támogatta ugyanakkor a laza amerikai fiskális és monetáris politika is. Európában a perifériális országok problémái nem enyhültek, de az emelkedő kockázati étvágy következtében a régió CDS és kötvényfelárai is mérséklődtek. Az időszakon belül Portugáliával kapcsolatban erősödtek a pénzügyi segítségnyújtás igénylésére vonatkozó várakozások, bár a januári kötvényaukciót a piaci szereplők sikeresnek tekintették.

Magyarország piaci megítélésével és pénzügyi folyamataival kapcsolatban lényeges kérdés, hogy a kormányzat milyen strukturális reformokat jelent be februárban. Az időszak során elhangzott költségvetési szigorításra vonatkozó előzetes bejelentések kedvezően hatottak, ugyanakkor a szereplők hiányolták az intézkedések részleteit. A gazdaságpolitikai program hitelessége jelentheti a „vívásasztót” a leminősítés vagy a hitelminősítések tartása, és így a hazai eszközök spekulatív vagy befektetési besorolása között. A hazai piaci folyamatokban ugyanakkor továbbra is meghatározóak a nemzetközi tényezők. Az időszakon belül a magyar CDS felárak január elején - átmenetileg - közel 30 bázisponttal 402 bázispontig emelkedtek, majd január közepén az induló szint közelébe kerültek vissza. Ez a minta, kisebb amplitúdóval ugyan, de a régió legtöbb országának CDS-feláraiban és devizaárfolyamában is megmutatkozott és látszott a német tőzsdeindexben, valamint az euro/dollár árfolyamban is. A kockázati mutató magasabb értékei idején a befektetők alapvetően az európai adósságválság terjedésével voltak elfoglalva, leginkább tehát ez a nemzetközi tényező határozta meg a CDS felárak és az árfolyam dinamikáját is. Az időszak egészét tekintve a magyar 5 éves CDS felár az induló 375 bázisponthoz képest keveset változott, az időszak végén 386 bázispontot tett ki. Az 5 éves devizakötvény felára a német benchmarkhoz képest mintegy 17, az 5 év múlva 5 éves pénzpiaci hozam felára az eurozóna hasonló mutatójához képest 7 bázisponttal csökkent.

A forint az euróval szemben összességében keveset változott, az időszak eleji 277-ről 275 forint/euróra csökkent. A forint/svájci frank árfolyam az időszak közepén 225-ös értékek körül járt, az időszak végére azonban jóval az induló 218-as szint alá, 212 forint/svájci frankra ereszkedett vissza. A forint/euro spot árfolyamot követték a risk reversal szpredek, melyek összességében abszolút értékben csökkentek. A gyenge irányú ferdeség mutatói is lejjebb kerültek.

A decemberi kamatdöntés óta a nem-rezidensek kezében lévő állampapír-állomány összességében 55, az MNB-kötvény állományuk 8 milliárd forint értékben bővült. Az FX swap piacon a külföldiek nettó pozíciója közel 100 milliárd forinttal emelkedett, a spot devizapiacon forintvásárlóként léptek fel mintegy 200 milliárd forint értékben.

Állampapírok elsődleges piacán az aukciók többnyire a szokásos, magas túljegyzési arány mellett zajlottak. A januári kötvénykibocsátások esetében a hosszabb futamidőkön visszafogott keresletet piaci elemzők a nyugdíjpénztárak távolmaradásával indokolták. A másodpiaci állampapírhozamok többnyire követték a kockázati mutatók alakulását. A görbe laposodott, a rövid és hosszú lejáratokon 10 bázispont körüli, a görbe középső szakaszán viszont ennél lényegesen nagyobb, 20-40 bázispontos csökkenés volt regisztrálható.

A bankközi hozamok alapján becsült hozamgörbe is laposodott a görbe középső és hosszú lejáratain a hozamok mintegy 10 bázisponttal mérséklődtek. Az FRA görbe laposabbá vált. Az egy és két hónap múlva induló kamatforwardok egy-egy 25 bázispontos emelést áraznak a januári és februári MNB ülésekre. Az éves lejárat körüli FRA-hozamok viszont csökkentek, így év végéig összesen az év eleji emeléseken kívül még egy 25 bázispontos szigorítással kalkulál a piac. A pénzpiaci hozamgörbéhez képest az állampapír-piaci hozamgörbe rövid oldala alacsonyabb MNB kamatvárakozással lenne konzisztens, ugyanakkor piaci információk alapján az állampapír-piaci görbe rövidoldalát jelenleg egy átmeneti tényező - egy nagyobb lejárat előtt megemelkedett DKJ-kereslet - lefelé torzítja.

A Reuters által készített felmérés alapján a megkérdezett elemzők többsége - huszonöt elemzőből tizenkilenc - a Monetáris Tanács hétfői ülésén 25 bázispontos kamatemelést vár, 6 elemző az alapkamat tartását prognosztizálta.

A bankrendszer helyzete

A vállalati hitelállomány csökkenése decemberben is folytatódott. Az előzetes adatok alapján a teljes bankrendszerben magas, 30 milliárd forintot meghaladó kiáramlást figyelhattunk meg. A negatív nettó flow-t jelentős részben a forint hitelek állományának csökkenése okozta. A korábbiaktól eltérően a rövid hiteleknél is jelentős volt a kiáramlás. A vállalati hitelezésben továbbra sem látjuk, hogy fordulóponthoz érkeztünk volna, bár a tavalyi év második felében már lényegesen kisebb volt a csökkenés, mint az elsőben. Rövid távon továbbra sem várjuk, hogy a banki hitelezés támogatja majd a növekedést. A háztartási hitelek esetében sem láthattunk 2010 decemberében trendváltásra utaló jeleket.

A visszaesés előzetes adatok szerinti decemberi mintegy 44 milliárd forintos mértéke a novemberinél magasabb volt.

2011-ben elsőként a vállalati piacon, majd a háztartásoknál is elindulhat a hitelezés növekedése. A fordulópontra további kitolódásának kockázata azonban jelentős, és a decemberi 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 likviditási kockázatok megítélésében továbbra is kiemelt figyelmet érdemel a bankrendszer külföldi forrás és swap-állománya. A novemberi jelentős külföldi forrás kiáramlás után a decemberi előzetes adatok szerint újabb, nagymértékű forrás kiáramlás volt a bankrendszerben. A swap-állomány nagysága a decemberi külföldi forráscsökkenéssel párhuzamban jelentősen emelkedett a bankrendszerben, hiszen a hitelintézetek így zárták a nyíló pozíciójukat. Az ebből fakadó kockázatokat kissé enyhíti, hogy január első napjaiban viszont forrás-beáramlást tapasztaltunk. Az egy éven belül lejáró források aránya enyhén csökkent.

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, 2011-ben 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 a gazdaság fellendülésével párhuzamosan idén csökkenésnek indulhat, részben az alacsonyabb hitelezési veszteségek, részben a jelenleginél nagyobb hitelnövekedés következtében.

A hazai bankrendszer jövedelmezősége decemberben főként a bankadó második részlete miatt romlott. A bankrendszer tőkehelyzete továbbra is megfelelő, az aggregált tőkemegfelelési mutató november végén 13 százalék volt.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács többségének megítélése szerint a gazdaságot érő költségsokkok miatt a következő negyedévekben az infláció várhatóan érdemben meghaladhatja a 3 százalékos célt, ami az inflációs várakozások horgonyzottságát kedvezőtlenül érintheti, és növelheti a másodkörös inflációs hatások kockázatát, ezért a monetáris kondíciók további szigorítására van szükség.

Az inflációs folyamatok értékelése során a Monetáris tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a költségsokkok fogyasztói árak szélesebb körébe történő átgyűrűzésének sebességét és mértékét igen nagymértékű bizonytalanság övezi. Megoszlott ugyanakkor a tagok véleménye az egyes tényezők: az árfolyam alakulás, a feldolgozatlan élelmiszer- és nyersanyagárak, valamint a kormányzati intézkedések béralakulásra, fogyasztásra, illetve makrokeresletre és inflációra gyakorolt várható hatásainak megítélésében.

A tanácstagok szerint a fogyasztási pályára a háztartási jövedelmeken keresztül jelentős hatást gyakorolhatnak az SZJA-módosítások a következő időszakban. Több tanácstag szerint az adóváltoztatások miatt a magasabb jövedelmű rétegek fogyasztási kereslete emelkedhet elsősorban idén, és kicsi a valószínűsége a lakossági megtakarítási hajlandóság erősödésének. Egyes tanácstagok ugyanakkor arra figyelmeztettek, hogy a magas törlesztő-részletek továbbra is határozottan fékezik a háztartások fogyasztási kiadásait. A fogyasztás alakulásában szintén lefelé mutató kockázatot jelent a bankrendszer várhatóan továbbra is rendkívül visszafogott aktivitása.

Egyes tanácstagok hangsúlyozták, hogy a kibocsátási rés a novemberi előrejelzésnél gyorsabban szűkülhet, részben a fogyasztás élénkülése miatt, részben azért, mert a potenciális kibocsátási szint lényegesen alacsonyabban lehet a korábban feltételezetttnél, elsősorban a tőkeakkumuláció továbbra is alacsony szintje miatt.

A tanácstagok véleménye szerint a bérinflációs folyamatokat is nagyfokú bizonytalanság övezi. Egyes tagok megítélése szerint az elmúlt hónapok historikusan alacsony béradatai arról tanúskodnak, hogy megtört a korábban magas szinten beragadt bérinfláció. Többen azonban úgy látták, hogy a bérdinamika lassulása részben a személyi jövedelemadó változások következtében elhalasztott prémium- és bérkifizetéseket tükrözheti. Az adómódosítások januári hatályba lépését követően erőteljes korrekcióra lehet számítani, ami a bérek mellett a kiskereskedelmi és fogyasztási adatokban is megmutatkozhat.

A tanácstagok megítélése szerint a költségsokkok következtében a fogyasztói árindex a vártnak megfelelő mértékben, de eltérő szerkezetben emelkedett decemberben. Többen kiemelték, hogy az élelmiszer- és olajár-sokk akár tartósan erősebb inflációs hatásokat okozhat, és a novemberi inflációs előrejelzéshez képest erősödtek a felfelé mutató kockázatok. Elhangzott ugyanakkor olyan vélemény is, hogy a maginfláció a nyersélelmiszer-ár sokk

lassabb átgyűrűzése miatt a novemberi előrejelzésben vázolt pálya alatt van, ami a hosszabb távú inflációs kilátások szempontjából kedvező jel. Egyes tanácsstagok ehhez hozzáfűzték, hogy a nyers-élelmiszerárak emelkedésének másodkörös hatásait egyéb tényezők fékezhetik, például az elmúlt egy év tapasztalatai arra utalnak, hogy a visszafogott belső kereslet és a laza munkapiaci feltételek tartósan megváltoztatták a külső sokkok másodkörös hatásainak erejét és sebességét. Más tagok ugyanakkor hangsúlyozták, hogy nincs jele az inflációs várakozások érdemi mérséklődésének, és annak, hogy a korábbi árazási és bérezési gyakorlat tartósan megváltozott volna. Ezért nem lehet feltételezni, hogy a külső sokkok másodkörös inflációs hatásai másképp jelentkeznek a magyar gazdaságban, mint a válság előtt.

Elhangzott olyan vélemény is, hogy a gyengébb árfolyam hatása az emelkedő iparcikk inflációban kezd megmutatkozni, ami aggasztó jel, tekintve, hogy a közvetlen árfolyamcsatorna kiemelkedő fontosságú. Mások azt is hangsúlyozták, hogy várakozásaik szerint az európai inflációs nyomás erősödésére lehet számítani. Többen utaltak a korábban bejelentett kormányzati intézkedésekre álláspontjuk ismertetésekor, és arra figyelmeztettek, hogy a különadók várhatóan inflatorikus hatásúak lesznek.

A kamatpolitikai opciók áttekintése során hasonló arányban hangzottak el a jegybanki alapkamat emelése és tartása melletti érvek, míg egy tag kamatcsökkentést javasolt. Több tanácsstag szerint a kamatemelés mellett szól, hogy a költségsokkok következtében magas az inflációs célt tartósan meghaladó fogyasztói áremelkedés kockázata mind a jegybanki információk, mind a piaci előrejelzések alapján. A novemberi és decemberi kamatemelések ellenére ugyanakkor a monetáris kondíciók nem szigorodtak érdemben, az egyéves előretekintő reálkamat csökkent, az árfolyam pedig a kamatemelési ciklus indítása óta kedvezőtlenebbé váló kockázati megítélés miatt nem erősödött. A kamat emelése mellett érvelők hangsúlyozták, hogy az emelés segíti az inflációs várakozások mérséklődését és horgonyzását, erősíti az inflációs cél hitelességét.

A kamatszint tartása mellett érvelők egyetértettek a kamatemelési ciklus megindításának indokoltságával, ugyanakkor megítélésük szerint a makrogazdasági és inflációs kilátások jelentős bizonytalansága óvatos, lassú kamatemelési ciklust indokolnak. A tartás mellett érvelő tagok megítélése szerint több idő szükséges annak eldöntéséhez, hogy az inflációs cél elérése igényel-e további szigorítást. A kamat szinten tartása a túl szigorú monetáris politika beárazásának kockázatát is mérsékelheti.

A kamatszint csökkentése melletti érvként hangzott el, hogy egy ilyen opció segítené elő a beruházások növekedését, a hitelezési aktivitás javulását, és ez szolgálná általánosságban a realgazdaság érdekeit.

A Tanácsstagok egyetértettek abban, hogy a kormányzati intézkedések a következő hónapokban jelentősen befolyásolhatják a jövőbeli monetáris politikai lépéseket.

A fiskális fenntarthatóságot és makrogazdasági egyensúlyt szolgáló lépések javíthatják a kockázati megítélést, erősíthetik az árfolyamot, így növelhetik a monetáris politika mozgásterét, míg intézkedések hiányában egyes tanácsstagok szerint határozott monetáris politikai lépésekre is szükség lehet.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. A tagok kamatdöntési javaslatai a szavazást megelőzően 3-3-1 döntési arányt jeleztek az alábbi döntési táblának megfelelő sorrendben. Az Elnök a jegybanktörvénynek megfelelő, többségi döntéshozatalhoz szükséges szavazati arány elérése érdekében kérte a tanácsstagokat javaslatuk újragondolására. Bihari Péter a döntés meghozatala érdekében támogatta a 25 bázispontos kamatemelést. Az alapkamat 25 bázispontos emelésére vonatkozó javaslatot 4 tanácsstag támogatta, 2 tanácsstag az alapkamat szinten tartására szavazott, míg 1 tanácsstag az alapkamat 25 bázispontos csökkentését támogatta.

Szavazatok:

<i>alapkamat 6,00 %-ra történő emelése mellett:</i>	4	Bihari Péter, Király Júlia, Neményi Judit, Simor András
<i>alapkamat 5,75%-os szinten tartása mellett:</i>	2	Csáki Csaba, Karvalits Ferenc
<i>alapkamat 5,5%-ra történő csökkentése mellett:</i>	1	Bánfi Tamás

Jelen voltak:

Bánfi Tamás
Bihari Péter
Csáki Csaba
Karvalits Ferenc
Király Júlia
Neményi Judit
Simor András

A Kormányt Palotai Dániel, a Nemzetgazdasági Minisztérium főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2011. február 21-én tartja, amelyről 2011. március 18-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.