



MAGYAR NEMZETI BANK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2012. JANUÁR 24-I ÜLÉSÉRŐL

Közzététel időpontja: 2012. február 15. 14 óra

A jegybanktörvény (a Magyar Nemzeti Bankról szóló, többször módosított 2011. évi CCVIII 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

Decemberben a fogyasztóiár-index 4,1, a maginfláció 3,3 százalék volt. Az infláció 0,2 százalékponttal csökkent, míg a maginfláció 0,2 százalékponttal emelkedett az előző hónaphoz képest. A fogyasztói-árindex megfelelt a decemberi inflációs jelentés várakozásainak, míg a maginfláció valamelyest alacsonyabban alakult. Az éves átlagos infláció 2011-ben 3,9 százalék lett, ami megegyezik a decemberi inflációs jelentésben publikált értékkel. A fogyasztóiár-index csökkenéséhez elsősorban a feldolgozott élelmiszerek és az üzemanyagok mérséklődő inflációja járult hozzá. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatók a novemberi emelkedést követően az előző időszakra jellemző 2-3 százalék közötti sávban alakultak.

Novemberben élénkült az ipari termelés, a kibocsátás az előző év azonos időszakához képest 3,5 százalékkal bővült. A termelés havi alapon mért növekedése az ágazatok széles körében megfigyelhető volt. Az ipari konjunktúrát továbbra is a feldolgozóipari export vezérli; a belföldi értékesítések visszaesése novemberben is folytatódott. A külső keresleti feltételek 2011 második felében számottevően romlottak, ami miatt a kedvező novemberi adat ellenére nem várható rövid távon érdemi fellendülés az iparban.

Az októberi adatok arra utalnak, hogy az áruexport volumene 2011 második félévében stagnált, az importé pedig enyhén mérséklődött. A megtorpanó export összhangban áll a külső kereslet második félévi gyengülésével. Bár a nettó export volumene jelentős maradt, a cserearány októberben számottevően romlott, amit elsősorban az energiahordozók importárának emelkedése magyaráz. Az áruforgalmi egyenleg szezonálisan igazított többlete 2011 közepe óta kissé csökkent.

A beérkezett adatok alapján nem történt érdemi elmozdulás a lakosság fogyasztási kiadásaiban. A teljes kiskereskedelmi értékesítések októberben havi összevetésben stagnáltak, amit trendmutatóink is megerősítettek. A decemberi inflációs jelentésben a fogyasztási kiadások negyedik negyedévben bekövetkező enyhe csökkenésével számoltunk, a kedvezőtlenebb konjunkturális környezet, az erős svájci frank árfolyam, illetve a végtörlesztési program miatt elhalasztott fogyasztási kiadások következtében. A beérkezett egyhavi kiskereskedelmi adat ezzel összhangban van.

A korábbi hónapokhoz képest némileg emelkedett a versenyszféra bérdinamikája 2011 novemberében. Ennek hátterében nagy részben a feldolgozóipar gyorsuló bérindexe állt, amit a kedvező novemberi ipari konjunktúra okozhatott. A novemberi ipari termelési adatok esetében azonban erős munkanaphatást figyelhető meg, amely kiszűrésével a versenyszféra bérezése a korábbi hónapoknak megfelelően visszafogottnak tekinthető.

Pénzügyi piacok

A decemberi és januári kamatdöntések között eltelt időszakban enyhén növekedett a globális kockázatvállalási hajlandóság, a nemzetközi pénzügyi piacokon a befektetők döntései az óvatosan optimista attitűd felerősödésére utalnak. Ennek hátterében az elmúlt időszakban megjelent relatíve kedvező reálgazdasági adatok, az európai pénzügyi piacokon tapasztalt feszültségek enyhülése és az eurozóna tagállamok decemberhez képest érezhetően kedvezőbb feltételek mellett lezajlott kötvénykibocsátása áll. Az eurozóna bankrendszerében kialakult bizalmatlanság mérséklődéséhez és a centrum-periféria kötvényszpredek szűküléséhez érdemben járulhattak hozzá az Európai Központi Bank likviditásbővítést célzó új eszközei. Mindezek következtében a globális piacokon a kockázatos eszközök áremelkedését lehetett megfigyelni. A képet árnyalja a szuverén kötvénypiacon, hogy a német és angol eszközök tovább erősítették menedékstátuszukat,

valamint hogy számos ország, köztük több AAA besorolású hitelminősítése is romlott, emellett a görög kötvénycsere-program körüli kockázatok is emelkedtek.

Hazánk piaci mutatóinak alakulását szinte kizárólag a Nemzetközi Valutaalappal megkötendő hitel-megállapodás körüli események határozták meg. Így többek között a hitelkérelem elindítására vonatkozó kormányzati szándékról szóló kommunikáció változása, valamint a nemzetközi szervezetek által a megállapodás előfeltételeként kikötött, aggályosnak talált jogszabályok megváltoztatására felszólító üzenetekre reagáló kormányoldali nyilatkozatok. Általánosságban elmondható, hogy a Kormány és a nemzetközi szervezetek közötti feszültség fokozatos kieleződésével párhuzamosan romlottak a mutatók, majd a január 4-5-i kifejezetten turbulens napokban tetőző negatív tendencia a megegyezés melletti kormányzati kommunikációval megfordult és javulásnak indult.

Mindezek fényében Magyarország kockázati megítélése érdemben romlott a megelőző kamatdöntés óta, ami a régiós pozíció érdemi gyengülésével járt együtt. Az 5 éves CDS-jegyzés az 5 héttel korábbi 580-as szintről 620-630 bázispont közelébe emelkedett, miközben a közép-kelet európai régióban inkább az enyhén javuló megítélés volt jellemző. A romló tendenciát szinte kizárólag országspecifikus faktor magyarázza. A kritikus január 5-i napon 735 bázisponton zártak a jegyzések, azt követően némi enyhülés mutatkozott. A kockázati megítélésünkben jelentkező romló tendencia a hitelminősítői döntésekben is jelentkezett: előbb a Standard&Poor's, majd januárban a Fitch Ratings is „BBB-” kategóriába rontotta hazánk besorolását. Ezzel mindhárom nagy intézetnél a befektetésre nem ajánlott kategóriába került Magyarország. A kormányzati kommunikációban megjelenő, a nemzetközi szervezetekkel történő megállapodás melletti egyre erősebb elkötelezettség érezhető javulást eredményezett az országgkockázat alakulásában, így az elmúlt napokban már a megítélésünk javulása volt domináns. Ugyanakkor az erős bizonytalanság és a magas piaci volatilitás továbbra is fennmaradt.

Az országspecifikus események a devizaárfolyam alakulásban is tetten érhetők. A december 20. és január 5. közötti időszak alatt látványosan elszakadt a régiós folyamatoktól az euro/forint árfolyama, és amíg a benchmark országok árfolyama 1-2,5 százalékot gyengült, addig a hazai fizetőeszköz közel 6 százalékkal értékelődött le az euróval szemben. A kormányzati kommunikációs fordulat bekövetkeztével az árfolyam alakulása látványos javulással ledolgozta a január első hetének végéig felhalmozott veszteségét, megközelítve a 304-305-ös szintet. Ezzel együtt továbbra is alulteljesítőnek számít a zlotyval szemben, ami az 5 hetes időszak alatt közel 3,5 százalékot erősödött. Mind az intenzív gyengülés, mind pedig az erősödés számottevően megnövekedett volatilitás mellett ment végbe.

A január első hetében tapasztalt intenzív forintgyengüléshez a nem-rezidens szereplők devizapiaci aktivitása is hozzájárulhatott. A spot piacon az említett héten mintegy 120 milliárd forintot adtak el és eközben mintegy 33 milliárd forint értékben építettek föl szintetikus forint elleni határidős pozíciót. Hozzá kell tenni, hogy bár a megfigyelt spotpiaci eladás mértéke jelentős, extrémnek azonban nem tekinthető, ehhez hasonló vagy nagyobb mennyiségű eladásra több példát is találni a 2011-es évben. A forint elleni árfolyampozíció-felvétel mértéke ugyancsak nem volt kirívó. A külföldiek állampapír állománya érdemben bővült, és ismét 3900 milliárd környékén található. A kritikus január első hetében megfigyelt mérsékelt eszköz-eladást követő állomány-bővülést magyarázhatja, hogy a kialakult magas hozamszintek kedvező beszállási pontot jelenthettek a magasabb hozam érdekében magasabb kockázatot felvállaló befektetőknek.

Mind a bankközi, mind pedig az állampapír-piaci hozamok jelentősen megemelkedtek a decemberi és a januári kamatdöntés között. Az 5 éves időhorizonton a benchmark papírok fixingjei 45-92 bázisponttal voltak magasabban a januári kamatdöntés előtt, ahol a

legnagyobb emelkedést a 3 éves futamidőn lehetett megfigyelni. A bankközi hozamgörbe ennél némileg kisebb mértékben tolódott feljebb, így a kamatswap-szpredek valamelyest (12-36 bázisponttal) szélesedtek. A fokozott kockázatérzékelés az állampapír aukciók gyenge eredményein is érezte hatását.

Magyarország kockázati megítélésének romlásával az FX-swap piacon jelentős feszültség bontakozott ki a kamatdöntést megelőző két hétben. Egyes piaci szereplőknél fellépő limitszűkítési problémák következtében a forinteszközök csökkentéséből felszabaduló forintlikviditás a fedezetlen bankközi kihelyezéshez képest nagyobb biztonságot jelentő FX-swap piacra áramlott, ami a korábbinál relatíve nagyobb keresletet támasztott a deviza iránt, lejjebb nyomva a forint implikált kamatot. A turbulencia legerőteljesebben az egyhetes szegmensen jelentkezett. A kamatdöntést megelőző napokban a jegyzések némileg emelkedtek, ami a feszültségek enyhülésére utal.

Az FRA-jegyzések szintén számottevő mértékben emelkedtek meg a decemberi és januári kamatdöntések között. Az 1x4-es futamidőn a jegyzés és a jelenlegi alapkamat különbsége 80 bázispont, a 2X5-ös és 3x6-os futamidőn további 26, illetve 39 bázisponttal magasabb a különbség. A kamatemelési várakozások a BUBOR-ban is megjelennek: az egy hónapos futamidőn 7,26 százalék, míg a három hónapos futamidőn 7,64 százalékon álltak a bankközi jegyzések.

A januári Reuters felmérés alapján az elemzők többsége 2012 első negyedévére várja a kamatszint tetőzését. A kamatciklus tetejét 7,5-8 százalék között becslik, az előrejelzések átlaga 7,66 százalék volt, ami 49 bázisponttal magasabb az előző Reuters felmérésben szereplő konszenzusnál. A 2012 végére vonatkozó várakozások is emelkedtek, a prognózisok átlaga 32 bázisponttal 7,2 százalékra nőtt.

A bankrendszer helyzete

December folyamán a bankrendszer vállalati hitelállománya jelentős mértékben csökkent, melyben a deviza- és a forinthiteleknek egyaránt része volt. A csökkenésben jelentős része lehetett az év végi mérlegforduló nap miatti törlesztéseknek. A forint vállalati hitelek átlagos kamatában a nagyobb összegű hitelek esetén enyhe emelkedés volt látható novemberben, miközben a többi hitel esetében nem következett be érdemi változás a kamatokban. A háztartási hitelállomány decemberben is nagymértékben csökkent a devizahitelek végtörlesztése miatt. A forinthitelek nettó kibocsátása eközben erősen pozitív volt (meghatározóan a végtörlesztésekhez kapcsolódó kiváltó hitelek miatt). A korábbi stagnálás után aggregált szinten az átlagos hitelköltség-mutató a már leszerződött lakáshiteleknel nőtt novemberben, a szabad felhasználású jelzáloghiteleknel nem folytatódott a korábbi lassú emelkedés.

Az előzetes, nem auditált adatok alapján 2011-ben a bankrendszer veszteséges évet tudott maga mögött. A jövedelmezőségi folyamatokban továbbra is erős a koncentráció, illetve az aszimmetria. A veszteségességben meghatározó szerepet tölt be a bankadó és a december 31-ig megtörtént végtörlesztésekhez kapcsolódó veszteség. A rendszerszintű tőkeemegfelelési mutató november végén is magas volt.

Előretekintve kockázatcsökkentő tényező lehet a 2011. december 15-én létrejött megállapodás a Kormány és a Bankszövetség között. Egyúttal előremutató lehet az EBRD által koordinált un. „Bécsi kezdeményezés” folytatásaként január 17-én elindított szakmai párbeszéd („Bécs 2.0”), amelynek célja, hogy a nemzeti szintű szakpolitikai döntések összehangolásával elkerülhetővé váljanak a fejlett európai bankrendszer alkalmazkodásának határokon átívelő negatív hatásai. Az egyeztetésben résztvevő hazai intézmények (az MNB, az NGM és a PSZÁF) álláspontja szerint a Bécs 2.0 kezdeményezés fontos és előremutató lépés a térség gazdaságainak erősítése irányába.

2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a decemberi inflációs jelentés óta beérkezett makrogazdasági adatok az inflációs jelentés várakozásainak megfelelnek, ugyanakkor a kockázatok megítélése tekintetében nem volt egységes a tagok véleménye. Egyes testületi tagok megítélése szerint - elsősorban a hazai gazdaságpolitikát övező növekvő bizonytalanság következtében - Magyarország romló kockázati megítélése érdemi eltérést jelent a decemberi előrejelzés alappályájához képest. A többség ezzel szemben úgy ítélte meg, hogy hazánk kockázati megítélésében a decemberi romlást követő januári fordulat tartós trendet jelez.

Magyarország kockázati megítélésének alakulásával kapcsolatban egyes tanácsstagok hangsúlyozták, hogy érdemi romlás következett be a decemberi kamatdöntő ülést követő két-három hét folyamán, amit csak részben ellensúlyozott a január második hetétől kezdődő korrekció. Utóbbi elsősorban a forint árfolyamának alakulásában volt tetten érhető, miközben a CDS-felár és az állampapíroktól elvárt hozamok csak kevéssé csökkentek. Az FX-swap piacon január közepén tapasztalt feszültségek szintén arra utalnak, hogy a Magyarországot övező bizalom nem állt helyre. Más testületi tagok ezzel szemben azt hangsúlyozták, hogy bár a mutatók rosszabb képet mutatnak a januári kamatdöntés napján az egy hónappal korábbinál, a romló trend január 5-ét követően megfordult, a mutatók jelentősen javultak mélypontjuk óta.

Hazánk kockázati megítélésének alakulásával kapcsolatban egyes testületi tagok hangsúlyozták, hogy mind a december közepétől január első hetéig tartó romlás, mind a január második hetétől kezdődő javulás elsősorban országspecifikus tényezőkhöz köthető. A korrekcióban szerepet játszhattak ugyan globális és regionális események, azonban Magyarország kockázati megítélésének javulására nem kerülhetett volna sor a hazai bizalom erősödése nélkül, ami elsősorban a Nemzetközi Valutalappal és Európai Unióval való tárgyalásokkal kapcsolatos megváltozott kormányzati kommunikációnak köszönhető. Más tanácsstagok megítélése szerint, míg Magyarország kockázati megítélésének romlása egyértelműen a hazai eseményekhez köthető, a januári javulásban a hazai bizalomerősödés mellett elsősorban a globális-regionális kockázati étvágy alakulása játszott szerepet.

A Monetáris Tanács egyöntetű véleménye szerint továbbra is fontos, hogy a Kormány és az Európai Unió, illetve a Nemzetközi Valutaalap között minél előbb megállapodás szülessen a finanszírozási kockázatok csökkentése érdekében. Egyes tanácsstagok úgy vélték, hogy a nemzetközi szervezetekkel történő megállapodásig a monetáris politika feladata a monetáris feltételek szigorításával stabil pénzügyi környezet megteremtése. Más tanácsstagok ezzel szemben bízva a tárgyalások mielőbbi sikeres lezárásában, nem tartották szükségesnek a monetáris politikai szigorítást, és hangsúlyozták annak jelentős reálgazdasági költségeit. A tanácsstagok többsége ebben a helyzetben kivárá magatartást tartott indokoltnak.

A Monetáris Tanács tagjainak többsége az alapkamat szinten tartása mellett tette le voksát. A testületi tagok egyetértettek abban, hogy amennyiben hazánk kockázati megítélése és inflációs kilátásai érdemben tovább romlanak, további kamatemelés válhat szükségessé.

Szavazatok:

<i>alapkamat 7,00%-os szinten tartása mellett:</i>	4	Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Kocziszky György
<i>alapkamat 7,50%-ra történő emelése mellett:</i>	3	Karvalits Ferenc, Király Júlia, Simor András

Jelen voltak:

Bártfai-Mager Andrea

Cinkotai János

Gerhardt Ferenc

Karvalits Ferenc

Király Júlia

Kocziszky György

Simor András

A Kormányt Palotai Dániel, a Nemzetgazdasági Minisztérium főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2012. február 28-án tartja, amelyről 2012. március 14-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.