



MAGYAR NEMZETI BANK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2012. FEBRUÁR 28-I ÜLÉSÉRŐL

Közzététel időpontja: 2012. március 14. 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

Januárban a fogyasztóiár-index 5,5, a maginfláció 4,9 százalék volt. Az infláció 1,4 százalékponttal, míg a maginfláció 1,6 százalékponttal emelkedett az előző hónaphoz képest. A decemberi inflációs jelentésben publikált előrejelzéshez képest mind a fogyasztóiár-index emelkedése, mind a maginfláció magasabban alakult. A vártnál magasabb adathoz a januári áfa, a korábbi jövedéki és egyéb indirektadó-változásokon kívül az átmeneti év eleji árfolyamgyengülés hatására emelkedő üzemanyagárak is hozzájárultak. Elképzelhető továbbá, hogy a januári magasabb adat mögött az áfa-emeléssel egy időben végrehajtott - év elejére előrehozott - áremelések is állhatnak. A januári adatban az indirektadó-emelések mellett módszertani változások is megjelentek. Az adóváltozásoktól megtisztított, inflációs alapfolyamatot megragadó mutatók januárban a korábbi 3 százalékos szintről 4-5 százalék közötti sávba emelkedtek. Bár a beérkező adatok az inflációs nyomás emelkedésére utalhatnak, fontos megjegyezni, hogy az indirektadó-változások miatt az alapfolyamatok megítélését a szokásosnál nagyobb bizonytalanság övezi, így pontosabb képet csak a következő hónapok adatainak ismeretében kaphatunk.

A KSH előzetes, a GDP-komponenseket még nem tartalmazó adatközlése alapján 2011 negyedik negyedévében a bruttó hazai termék 1,4 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest, míg negyedéves alapon 0,3 százalékkal növekedett a GDP. Az adat kedvezőbb lett a decemberi inflációs jelentésben várt 0,9 százaléknál, amit részben egyes kisebb súlyú szektorok teljesítményének kiugróan kedvező alakulása magyaráz, így egyelőre nehezen ítélné meg, hogy a vártnál kedvezőbb növekedési adat mennyiben tekinthető tartós tendenciának.

Bár a szokásos szezonálisnál erőteljesebb decemberi gyárleállások miatt havi alapon csökkent az ipari termelés, ám éves szinten a kibocsátás így is 2,1 százalékos bővülést mutatott. 2011 egészében összességében 5,4 százalékkal nőtt a termelés 2010-hez képest. A feldolgozóipari szektorok közül elsősorban a gépipar és a vegyipar járultak hozzá az ipari termelés emelkedéséhez. Az ipari konjunktúrát 2011 végén is az exportértékesítések vezérelték. A feldolgozóipari export negyedéves alapon 1,7 százalékkal bővült 2011 utolsó negyedévében, míg a belföldi értékesítések tovább csökkentek. A külső keresleti feltételek 2011 negyedik negyedévi csökkenése mellett a magyar ipar exportrendelése is tovább csökkent decemberben.

Bár a novemberi áruforgalmi többlet 2011-ben 3,2 milliárd euro volt, szemben a 2010. évi 2,2 milliárddal, a szezonálisan igazított egyenleg 2011 második felében folyamatosan csökkent. A csökkenő többlet bővülő nettó exportvolumen és romló cserearány eredőjeként alakult ki. A beérkezett adatokból arra következtethetünk, hogy a negyedik negyedévben is számottevő maradhatott a nettó export hozzájárulása a GDP bővüléséhez. Bár a negyedik negyedévben az eurozóna GDP-je csökkent, az előretekintő indikátorok arra engednek következtetni, hogy várakozásainknak megfelelően átmeneti lehet a külső konjunktúra visszaesése.

A fogyasztási kiadásokkal szorosabb kapcsolatban lévő teljes kiskereskedelmi értékesítések volumene az előző év azonos időszakához képest 0,6 százalékponttal bővült. Az eladások enyhe élénkülését számos tényező segíthette. Az értékesítések növekedéséhez hozzájárulhatott a prémiumkifizetések időzítése, a 2012 januári áfa emelés miatt előrehozott vásárlások a tartós cikkek esetében, a forint árfolyamgyengülése kapcsán erősödő külföldi bevásárló turizmus. Ezen hatások 2012 első hónapjaiban korrigálódhatnak. A lakossági fogyasztást meghatározó alapvető makrogazdasági folyamatokban érdemi elmozdulás nem volt megfigyelhető.

Decemberben számottevően gyorsult a nemzetgazdasági bérindex. Ennek hátterében nagy részben az áll, hogy míg 2010 végén a vállalatok a kedvezőbb adószabályok miatt 2011 elejére halasztották a prémium-kifizetéseiket, a tavalyi évben ehhez hasonló

prémiumáttolást nem tapasztaltunk. A rendszeres bérek a versenyszféra egészében 5,3 százalékos éves bérnövekedést mutattak. A decemberi inflációs jelentésben szereplő előrejelzésnél 0,6 százalékponttal magasabb bérdinamika nagy részét a már említett átmeneti hatások magyarázzák, ám ezek kiszűrésével is a versenyszféra év végi bérkiáramlása a várakozásainknál gyorsabbnak bizonyult, amit elsősorban a piaci szolgáltató ágazatok fokozatosan gyorsuló bérnövekedése okozott.

Pénzügyi piacok

A legutóbbi kamatdöntés óta változó, enyhén optimista hangulat jellemezte a nemzetközi pénzügyi piacokat. A kockázati étvágy ingadozását legnagyobb részben a Görögországhoz kapcsolódó fejlemények határozták meg. Hosszú bizonytalanságot követően az időszak utolsó napjaiban végül mind a magánbefektetők veszteségeirása és kötvénycsere-programja, mind a nemzetközi szervezetek második, 130-145 milliárd eurós segélycsomagja terén sikerült megállapodásra jutni. A következő évekre vonatkozó megszorításokhoz kötődő implementációs kockázatok azonban továbbra is jelentősek, így a bejelentéseknek csak korlátozott pozitív hatása volt.

A görög események mellett a fejlett jegybankok kommunikációja és monetáris lazítási lépései segítették a befektetői hangulat stabilizálódását. Valószínűleg még éreztették kedvező hatásukat az EKB decemberi likviditásbővítő intézkedései, valamint a február 29-i, újabb 3-éves LTRO tender közeledése is inkább a piacok megnyugvása irányába mutatott. Az elmúlt hetekben a FED hangsúlyosan kommunikálta, hogy tartósan laza monetáris kondíciókat képzelnek el a döntéshozók, az angol és a japán jegybank pedig mennyiségi lazítási programja bővítését jelentette be. A január végén megtartott EU-csúcson a várakozásoknak megfelelően a szigorúbb fiskális ellenőrzés irányában történtek lépések, az ESM indítását pedig hivatalosan is 2012 júliusára hozták előre.

A hazai folyamatokat tekintve az 5 éves CDS-felár 70 bázispontos csökkenése alapján a hazai kockázati megítélés érdemben javult az elmúlt egy hónapban, amit a CDS felárak dinamikáját figyelembe véve - a január első felében tapasztalt pozitív fejleményekhez hasonlóan - legnagyobb részben külső tényezőkhöz köthetünk, de februárban már a kedvező országspecifikus tényezők is hozzájárultak a felárcsökkenéshez. Hasonló képet mutat a német állampapírokhoz viszonyított 5 éves devizakötvény-felár alakulása: egy hónap alatt 60 bázisponttal, 735 környékére csökkent a különbözet. Az óvatosan optimista globális befektetői hangulat mellett több kedvező országspecifikus tényező is éreztette hatását. Az IMF tárgyalásokhoz kapcsolódó erősen pozitív, bizakodó piaci attitűd mellett a várakozásoknál kedvezőbb GDP adatot és az MNB új eszközeinek bejelentését is pozitívan fogadták a piacok, a várakozásokat meghaladó fogyasztói árindex további alakulása tekintetében pedig a legtöbb szereplő inkább a kiváró álláspontra helyezkedett.

A kockázati megítélésre a legnagyobb hatást jelenleg egyértelműen az IMF/EU tárgyalások alakulása gyakorolja, az ezzel kapcsolatos akár pozitív, akár negatív hírek, de akár az előrelépés hiánya vagy késése is érdemi változást okozhatnak a hazai kockázati megítélésben és eszközárakban.

A kockázati megítélés javulásával összhangban az állampapír-piaci hozamok is érdemben tovább mérséklődtek. Az 5 és 10 éves hozamok 60-70 bázisponttal csökkentek, a 3 hónapos referenciahozam esetében pedig 40 bázispontos csökkenést tapasztaltunk. A bankközi hozamgörbe teljes szakasza 60-70 bázisponttal tolódott lejjebb.

A külföldiek állampapír-állománya az időszak egészében összesen 75 milliárd forinttal nőtt, amivel ismét megközelítette a tavaly szeptemberben elért historikus csúcsát. A növekmény nagy részét éven belüli lejáratú papírok vásárlása okozta.

A forint az elmúlt egy hónapban folytatta az euróval szembeni erősödést, az árfolyam a 300 körüli szintről 288-ig csökkent, ami 4 százalékos felértékelődésnek felel meg. A régiós devizák 1,5-2,5 százalékos erősödését figyelembe véve a forint felülteljesítette a szomszédos országok devizáit, így azt mondhatjuk, hogy a kedvező globális-regionális tendenciák mellett a korábbi országspecifikus gyengülési hullám korrekciója is

érezhetően megjelent az árfolyamban. A forint erősödését támogatta, hogy a külföldiek egy hónap alatt 460 milliárd forinthez jutottak a spot devizapiacra, és emellett rendkívül intenzíven, 150 milliárd forintot meghaladó mértékben építettek ki a forint erősödése esetén nyereséges spekulatív pozíciókat.

Az FX-swap piacon a január közepi jelentős feszültségek az éven belüli szegmensben - azon belül is elsősorban a rövidebb futamidőkön - mostanra lényegesen mérséklődtek, azonban az éven túli bázis swap szpredek esetében csak mérsékelt javulás volt tapasztalható, melynek nagy része az utóbbi napokban következett be. Az 5 éves bázis swap szpred az előző kamatdöntés óta csak visszafogottan, 320-ról 270 bázispontig korrigált.

Az FRA hozamok alapján - figyelembe véve a BUBOR-alapkamat különbséget 40 bázispontos mértékét - a februári ülésre vonatkozóan a piacon beárazott kamatvárakozások becsléseként a 0 és 25 bázispont közti intervallum adható. A lényegesen megbízhatóbbnak tartott Reuters Poll alapján a fenti intervallumnak határozottan az alsó szélét tartották valószínűnek az elemzők: a 24 megkérdezett mindegyike az alapkamat szinten tartására számított. Az IMF tárgyalásokról nyilatkozó elemzők többsége április-május környékét jelölte meg a tárgyalások várható lezárásának időpontjaként. A további kamatpályára vonatkozóan a nyilatkozók legtöbbször az év harmadik, vagy negyedik negyedében számítottak az első kamatcsökkentésre, feltéve, hogy létrejön az IMF megállapodás és az eurozóna adósságválsága sem mélyül tovább. A feltételezett IMF megállapodás előtti további szigorító lépéseket két elemző valószínűsített.

A Portfolio.hu által megkérdezett 12 elemző szintén az alapkamat szinten tartására számított a februári kamatdöntő ülésen. A nyilatkozók mindegyike kiemelte, hogy a hosszabb távon további tartásra, majd csökkentésre vonatkozó előrejelzések azon a feltevésen alapultak, hogy az IMF tárgyalások viszonylag nyugodt körülmények közt megszületnek. A legtöbb elemző ugyanakkor hangsúlyozta az ezzel kapcsolatos erős bizonytalanságot, hivatkozva arra, hogy eddig alig történtek konkrét lépések a tárgyalásokkal kapcsolatban. Mindez arra utalt, hogy a piacon nem voltak teljes mértékben beárazva a negatív kockázatok.

A bankrendszer helyzete

Januárban a bankrendszer vállalati hitelállománya a decemberinél ugyan jelentősen kisebb mértékben, de csökkent. A forint vállalati hitelek átlagos kamatában a korábbi stagnálás után hitelösszegetől függetlenül emelkedést láttunk decemberben. A háztartási hitelállomány januárban is nagymértékben csökkent a devizahitelek végtörlesztése miatt. A forinthitelek nettó kibocsátása eközben erősen pozitív volt (meghatározóan a végtörlesztésekhez kapcsolódó forint kiváltó hitelek miatt). Az átlagos hitelköltség mutató a már leszerződött lakáshiteleknél november után decemberben is nőtt, a szabad felhasználású jelzáloghiteleknél viszont nem volt lényeges változás.

Januárban összességében a külföldi forrásállomány csökkent, de kisebb mértékben, mint azt decemberben láttuk. A kiáramlás alapvetően forintban történt. A nettó swapállomány a külföldi devizaforrás kiáramlás ellenére csökkent, ami elsősorban az erősödő forint miatti árfolyamhatásnak és a csökkenő letéti követelményeknek köszönhető. A csökkenés ellenére az állomány továbbra is kiemelkedő, illetve az MNB-re való bankrendszeri ráutaltság is számottevően emelkedett januárban. Ugyanakkor fontos jelezni, hogy februárban a feszültségek már oldódtak és az MNB swapeszközök kihasználtsága is csökkent.

A IV. negyedév folyamán tovább nőtt a nem teljesítő hitelek aránya a háztartási portfólión belül. Az értékvesztés eredményrontó hatása ugrásszerűen, nőtt. A romlást mindkét esetben nagyrészt a végtörlesztés indokolta. A vállalati portfólión belül a 90 napnál nagyobb késétségben levő ügyfelek aránya várakozásainknak megfelelően nőtt.

Valószínűleg részben a tovább romló gazdasági kilátások és a gyengülő árfolyam következményeként az értékvesztés eredményrontó hatása is emelkedett.

2011. december végén a bankrendszer éven belül kumulált adózás előtti eredménye az előzetes adatok alapján 45 milliárd forint veszteség volt. A bankrendszer adózás előtti 12 havi gördülő ROA mutatója -0,15, míg ROE mutatója -1,7 százalék volt, ami nemzetközi összehasonlításban rendkívül alacsony. A rossz eredményt nagyrészt a bankadó, és a végtörlesztés miatti egyszeri veszteség magyarázta. A bankrendszeren belül a jövedelmezőség aszimmetriája kiemelkedően nagy. A tőkemegfelelési mutató a 2010. decemberi 13,3 százalékról 2011. december végére 13,5 százalékra növekedett.

2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a legfrissebb adatok nem változtatták meg alapvetően a reálgazdasági és inflációs kilátásokat. A befektetői hangulat javulása ugyanakkor kedvezően hatott az elmúlt hónapban a hazai és nemzetközi pénzügyi piacokra. A Monetáris Tanács továbbra is fontosnak tartja azt, hogy a Kormány és az Európai Unió, illetve a Nemzetközi Valutaalap között minél előbb megegyezés szülessen, ami a finanszírozási kockázatok csökkentése mellett kedvezően befolyásolná a gazdasági és inflációs kilátásokat, növelné a monetáris politika mozgásterét.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az előző kamatdöntés óta beérkezett adatok nem írták felül a makrogazdasági helyzetértékelést, bár az előzetes GDP adat, és a januári fogyasztói-árindex némi meglepetést okoztak. Többen ezért úgy látták, hogy a gazdasági folyamatok stratégiai áttekintésével érdemes a márciusi inflációs jelentés lezárásáig várni. Egyes tanácsstagok azt hangsúlyozták, hogy a magyar gazdaság tavalyi 1,4 százalékos növekedése - a német függőség ellenére - meghaladta az EU átlagát, továbbá a kiskereskedelmi folyamatok is kedvezően alakultak. Elhangzott ugyanakkor olyan vélemény is, hogy a fiskális élénkítés is segítette tavaly a hazai növekedést, és idén ennek a korrekciója mehet végbe. Egyes tanácsstagok arra figyelmeztettek, hogy Magyarország recesszió-közeli állapotban van, romló külpiaci kereslettel szembe, és a beruházások elmaradása miatt a potenciális növekedés további romlásának kockázatai növekedhetnek. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a lakossági megtakarítási adatok és a bankközi hitelezési felmérések egyaránt a kedvezőtlen gazdasági tendenciák folytatására utalnak.

Több tanácsstag felhívta a figyelmet arra, hogy az infláció várhatóan csak átmenetileg emelkedik meg az idei év elején az indirekt adók emelése következtében. Egyes tanácsstagok ugyanakkor arra figyelmeztettek, ha az olajár tovább emelkedik, akkor a nemzetközi inflációs nyomás és a hazai importált infláció növekedhet.

A Tanácsstagok egyöntetű véleménye szerint a jelenlegi döntési helyzetben továbbra is kiemelt fontosságú a pénzügyi piaci folyamatok értékelése. A januári kamatdöntés óta a kockázati megítélésben javulás volt tapasztalható, részben a külső környezet konszolidációja, részben az Európai Központi Bank és más európai intézmények válságkezelési döntései nyomán. Ennek hatására csökkentek a CDS felárak, erősödött a forint árfolyama. Emellett mérséklődött a magyar államkötvények hozama, zárult a jegybanki irányadó kamat és a rövid állampapír-piaci hozamok közötti különbség, és enyhült a swap piacon tapasztalt feszültség.

A tanácsstagok többsége abban is egyetértett, hogy országspecifikus okok miatt is javult a hazai kockázati megítélés. Mindez közrejátszhatott az állampapírállomány növekedésében is. Egyes tanácsstagok az országspecifikus tényezők között a januári kamatdöntés kedvező fogadtatását, és a miniszterelnök januári beszédének pozitív visszhangját emelték ki. Többen ugyanakkor arra figyelmeztettek, hogy az elmúlt egy-másfél hónapban bekövetkezett javulás ellenére Magyarország kockázati megítélése

továbbra is lényegesen rosszabb, mint a tavalyi év közepén volt. Egyes tanácsstagok szerint a piac egyelőre csak megelőlegezte a bizalmat Magyarországnak, és a várt intézkedések elmaradása és halasztása esetén növekszik annak a valószínűsége az idő előrehaladtával, hogy a forinteszközök külföldi befektetői megítélése ismét kedvezőtlen irányba változik. Többen kiemelték, hogy a háztartások devizaadósságból származó árfolyamkockázatának csökkenése ellenére a magyar gazdaság árfolyamkitettsége nem szűnt meg, csak átstrukturálódott a belföldi szektorok között.

Egyes tanácsstagok a költségvetési hiány múltbeli folyamatos csökkenésére, valamint a legújabb gazdaságpolitikai bejelentések üdvös hatásaira hívták fel a figyelmet. A BKV, és a gyógyszerkassza támogatásának további mérséklődése, a beszerzés stop elrendelése, az elektronikus útdíj tervezett bevezetése, valamint Magyarország EU költségvetési paktumához történő csatlakozásának parlamenti támogatása egyaránt kedvezően hathat a fiskális kilátásokra, és így Magyarország megítélésére.

A kamatpolitikai kérdések egyeztetése során a tanácsstagok többsége egyetértett abban, hogy a piac egyértelműen elfogadta és visszaigazolta a januári jegybanki alapkamat tartására vonatkozó döntést. A februári kamatdöntési opciókat áttekintve a tanácsstagok egyetértettek abban, hogy továbbra is fokozott óvatossággal kell eljárni a monetáris politikai döntéshozatal során. A tagok közös nevezőn voltak abban a kérdésben is, kitüntetett fontosságú az, hogy a magyar Kormány az IMF és az EU között a pénzügyi védőhálóra vonatkozó megállapodás mielőbb létrejöhessen. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a monetáris politikai döntéshozatal szempontjából a reálgazdasági kockázatok visszafogottabbak és továbbra is inkább a kockázati megítélés bizonytalansága meghatározó. Az inflációs, reálgazdasági és stabilitási kockázatokat egyaránt figyelembe véve, a tanácsstagok többsége a 7 százalékos alapkamat szinten tartása mellett érvelt. Többen ugyanakkor úgy látták, hogy az inflációs kilátások és a kockázati megítélés érdemi romlása esetén kamatemelés válhat szükségessé.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat szinten tartását 6 tanácsstag támogatta, míg egy tag a kamatszint 25 bázispontos csökkentésére szavazott.

Szavazatok:

<i>alapkamat 7,00 százalékos szinten tartása mellett:</i>	6	Bártfai-Mager Andrea, Gerhardt Ferenc, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Kocziszky György, Simor András
<i>alapkamat 6,75 százalékra történő csökkentése mellett:</i>	1	Cinkotai János

Jelen voltak:

Bártfai-Mager Andrea

Cinkotai János

Gerhardt Ferenc

Karvalits Ferenc

Király Júlia

Kocziszky György

Simor András

A Kormányt Nátrán Roland, a Nemzetgazdasági Minisztérium helyettes-államtitkára képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2012. március 27-én tartja, amelyről 2012. április 11-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.