



MAGYAR NEMZETI BANK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2012. NOVEMBER 27-I ÜLÉSÉRŐL

Közzététel időpontja: 2012. december 5. 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

A legutóbbi kamatdöntés óta beérkezett makrogazdasági adatok rövid távon a szeptemberi inflációs jelentésben vázolt alappályánál alacsonyabb inflációs és a jegybanki várakozásoknak megfelelő konjunkturális környezetre utalnak. Az infláció októberben számottevően lassult, amit elsősorban az üzemanyagárak mérséklődése és a szabályozott árak visszafogott alakulása magyaráz. Nem mutattak érdemi elmozdulást a hazai konjunktúramutatók az elmúlt hónapban. A hazai kibocsátást a harmadik negyedévben is enyhe csökkenés jellemezte. A gazdaságot továbbra is érdemi szabad kapacitások jellemezhetik. Külső piacaink lassulása az év végéig várakozásainknak megfelelően alakulhat.

Októberben 6,0 százalékra csökkent a fogyasztóiár-index, míg az éves maginfláció 5,1 százalékos volt. Az inflációs folyamatokat az üzemanyagok árának mérséklődése, az elmúlt hónapokban erősebb szinten stabilizálódó árfolyam, az év közepén hatályba lépő kormányzati intézkedések és a változatlanul gyenge kereslet határozta meg. A nyári hónapoktól kibontakozó nyersanyagár-sokk az őszi hónapokban begyűrűzött a feldolgozatlan élelmiszerek árába. A feldolgozott élelmiszereknél szeptemberben és októberben is a vártnál kisebb áremelkedést tapasztaltunk, a nyersélelmiszer-árak alakulása miatt azonban a következő hónapokban változatlanul a termékkör inflációjának emelkedésére számítunk. A középtávú inflációs kilátásokat megragadó mutatóink enyhén csökkentek.

Az ipari termelés 2012 szeptemberében havi összevetésben mérséklődött. Augusztushoz képest 1,7 százalékkal csökkent a termelés szezonálisan igazított szintje. A 2011-ben kezdődött fokozatos lassulást a huzamosabb ideje gyenge belső kereslet mellett az elmúlt negyedévekben fokozatosan romló külső konjunkturális helyzet magyarázza, amit a járműipar bővülő termelése csak mérsékelten tudott ellensúlyozni.

A hazai ipari kilátások a korábbi hónapokhoz képest romlottak. Az új rendelések a márciusi és az áprilisi kiugró értékek után az év eleji szint alá csökkentek, miközben a német új rendelések is mérsékelt visszaesést mutatnak. Összességében a hazai ipari termelés alapfolyamataiban az év végéig nem számíthatunk jelentősebb változásra.

Az építőipari termelés augusztusban kedvezően alakult, melynek háttérében egyrészt a tavalyi igen alacsony bázis, másrészt az állami infrastrukturális beruházásoknál megfigyelt jelentős bővülés (út- és vasútfelújítás) állt. Szeptemberben éves összevetésben 6,8, míg havi alapon 5,1 százalékos növekedést figyelhettünk meg. A lendületes szeptemberi emelkedést nagyobb részt átmenetinek tekintjük, mely az állami beruházások kifutásával korrigálódhat.

A kiskereskedelmi forgalom volumene augusztusban 3 százalékkal volt alacsonyabb az előző év azonos időszakának értékénél. A rövid bázisú indikátorok a lakossági vásárlások lassú, de folyamatos csökkenésére utalnak. A forgalom visszaesése a termékek széles körében megfigyelhető. Továbbra is a tartós fogyasztási cikkek iránti kereslet csökken a legerősebben. A lakossági bizalmi indikátor értéke továbbra is alacsony szinten áll. A beérkezett adatok alapján a nemzetgazdasági beruházási és fogyasztási kereslet a harmadik negyedévben is változatlanul visszafogottan alakult.

Szeptemberben a bruttó átlagkeresetek a nemzetgazdaságban 3,7 százalékkal, a versenyszférában 6,6 százalék emelkedtek, míg a rendszeres keresetek éves indexei rendre 4,3 és 6,8 százalék voltak. Az év első felében megfigyelt markáns béremelkedéseket követően az utóbbi hónapokban némileg mérséklődött a versenyszféra bérezési üteme. Ez a mérséklődés a feldolgozóipar ágazataiban erőteljesebben jelentkezett, mint a piaci szolgáltatások esetében. Lehetséges magyarázatként felmerülhet a műszakpótlékok szabályozásának évközbéli változtatása, ill. az ipari termelés szeptemberi visszaesése. A pótlékok szabályozásának változása akár tartós bérmérséklődéshez is vezethet. Másfelől, ha inkább a gyenge szeptemberi ipari konjunktúra magyarázza a bércsökkenést, akkor a következő hónapokban nem zárható ki ennek korrekciója. A folyamat tartósságának megítélésére, valamint az idei évi bérezés érdemi megítélésére az év utolsó hónapjának adatai alapján lesz mód.

Pénzügyi piacok

A legutóbbi kamatdöntés óta eltelt időszak első felét - az amerikai elnökválasztást megelőzően - nyugodtabb, kiváráó hangulat jellemezte. A választást követően azonban előtérbe kerültek az automatikus költségvetési kiigazító intézkedésekkel kapcsolatos félelmek, a hónap hátralévő részében a kiigazító csomag körüli bizonytalanságok határozták meg a piaci hangulatot. Az Európai Bizottságnak a tagállamok államadóságának helyzetéről, illetve a növekedési kilátásokról adott pesszimista prognózisa rontotta a befektetői hangulatot. A kínai gazdaságra vonatkozó előrejelzésekben ugyanakkor már kisebb pozitív fordulat volt tapasztalható, illetve néhány amerikai makroadat és az európai adósságválság kedvező fejleményei is inkább a hangulatjavulás irányába hatottak. A legfontosabb fejlett piaci tőzsdeindexek összességében estek, a feltörekvő piaci hozamok és az eurozóna periféria kötvényeinek hozamai enyhe emelkedést mutattak. A dollár mintegy 1,5 százalékkal erősödött az euróval szemben.

A legutóbbi kamatdöntés óta a hazai pénzpiaci indikátorok többsége csak mérsékelt mozgást mutatott, lekövetve a nemzetközi piaci ingadozásokat. A belföldi hírek közül rövidebb-hosszabb ideig piacbefolyásoló hatással bírtak az önkormányzati adósság központi átvállalásával kapcsolatos fejlemények és az újabb, 90 milliárd forintos kormányzati kiigazító csomag bejelentése, valamint az IMF tárgyalásokkal kapcsolatos fejlemények. A legfrissebb IMF nyilatkozatok valamint a múlt héten bejelentett kormányzati intézkedések után megnőtt azon elemzők száma, akik szerint nem kerül sor megállapodásra a kormány és a Valutaalap között.

A Magyarország piaci megítélését jelző mutatók vegyes képet mutattak. A forint árfolyama mérsékelt kilengésekkel viszonylag szűk sávban, 280 és 286 forint/euro között ingadozott. A hazai deviza árfolyama az időszak nagy részében párhuzamosan mozgott a lengyel zloty árfolyamával. A külföldi szereplők devizapiaci állományainak alakulásából és az árfolyam-derivatívák áraiból kedvezőtlenebb kép rajzolódik ki a piaci várakozásokat illetően. A másodpiaci állampapírhozamok a legutóbbi kamatdöntés óta csökkentek; az utolsó másfél hónapban ugyanakkor már inkább a hosszú hozamok stagnálása, kismértékű emelkedése volt jellemző, míg a görbe rövid oldalán inkább enyhén mérséklődtek. A külföldiek állampapír-állománya nem változott lényegesen. Az aukciókat ingadozó kereslet jellemezte.

Míg a megelőző hónapban erőteljesen csökkent a magyar CDS felár, a legutóbbi kamatdöntés óta érdemi emelkedés történt. A kiinduló 270-es szintről 320 fölé nőtt a szpred, majd az időszak végén 300 körüli szintre csökkent. Dekompozíciós módszertanunk alapján a magyar felár növekedése nagyobb részben országspecifikus okokból fakadt. Az államadósság időszak végi leminősítése mérsékelt pénzügyi reakciókat váltott ki, ugyanakkor a hazai eszközök kockázatának emelkedését mutatja.

A novemberi Reuters felmérésben a válaszoló 20 elemző döntő többsége, 17 szereplő 25 bázispontos kamatcsökkentést valószínűsített a Monetáris Tanács novemberi ülésére, míg 3 válaszadó tartást várt. A decemberi ülést illetően azonban megosztottak a várakozások. Az FRA jegyzések alapján a piaci szereplők is a lazítás folytatását árazzák.

A bankrendszer helyzete

A bankrendszer vállalati hitelezése az előző havi kismértékű emelkedést követően októberben újból mérséklődött. A csökkenést döntően a hosszú lejáratú devizahitelek csökkenése eredményezte, miközben a forinthitelek állománya nőtt. A vállalati forinthitelek átlagos kamata mérséklődött az előzetes adatok szerint. Az új kibocsátású hitelek átlagos kamatlába októberben 29 bázisponttal csökkent, így augusztus óta összesen 95 bázispont volt a csökkenés teljes mértéke.

A háztartási hitel-állomány az előző hónapokban látottaknál nagyobb mértékben mérséklődött októberben. Az állománycsökkenést a deviza- és a forinthitelek együttes mérséklődése eredményezte, jóllehet az utóbbiak csökkenése döntő részben az októberre előrehozott bér- és szociális juttatások folyósításával függhet össze. Az új háztartási hitelek kibocsátása továbbra is gyenge a bankrendszerben, a végtörlesztések óta változatlanul rendkívül alacsony szinten van. Októberben a háztartási lakáscélú és a fogyasztási hitelek átlagos kamata egyaránt csökkent.

A 2012 októberében végzett hitelezési felmérés alapján a háztartási hitelek feltételei enyhültek 2012 harmadik negyedében mind a lakás-, mind a fogyasztási hitelek esetén főként az árjellegű tényezőkben. A vállalati szegmensben a korábbi negyedekhez hasonlóan további szigorítások figyelhetők meg a nem árjellegű hitelezési feltételekben, amiket a gazdasági kilátásokkal és iparág-specifikus problémákkal magyarázták a bankok. Várakozásaik alapján a mostani és a következő negyedében nem lehet számítani a feltételek jelentős változására egyik hitelszegmensben sem.

A pénzügyi stabilitási szempontból kulcsfontosságú piacok felől érkező stressz mérésére használt Rendszerszintű Pénzügyi Stressz Index (REPSI) lényegében stagnált az elmúlt hónapban. A bankrendszer likviditási kockázata is változatlanul alacsony volt októberben. A szabályozói szint feletti likviditási puffer emelkedett a hónap folyamán, ami ugyancsak a bankrendszer kielégítő likviditási helyzetét mutatja. A tőke stresszteszt index harmadik negyedévi értéke a bankrendszer javuló sokkellenálló-képességét jelzi, ami elsősorban az anyabankok által idén végrehajtott tőkeemeléseknek köszönhető. Előretekintve azonban addicionális kockázatot jelent a bankadó nemrég bejelentett megtartása. A hazai bankrendszer működésével kapcsolatban kiemelt kockázatot jelent a forráskivonás, a magas nem teljesítő hitelállomány és annak esetleges alulfedezettsége, valamint az alacsony jövedelemtermelő-képesség, ami a hitelezés további visszafogását eredményezheti.

2012. szeptember végén a bankrendszer éven belül kumulált adózás előtti eredménye lényegesen alulmúlta az előző évi időarányos profitot. A harmadik negyedévi gyenge

adatot elsősorban értékvesztés-elszámolások okozták. A bankrendszeri jövedelmezőség nemzetközi összehasonlításban is rendkívül alacsony, ami továbbra is jelentős versenyhátrányt jelez. A bankrendszeren belül a jövedelmezőség aszimmetriája kiemelkedően nagy.

2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaság recesszióban van, a külső és belső keresleti tényezők egyaránt gyenge növekedést vetítenek előre. A növekedés újraindulása csak jövőre, az exportpiacok élénkülése esetén várható. A kibocsátás elmarad a potenciális szintjétől, a munkanélküliség pedig meghaladja a strukturális tényezők által meghatározott hosszú távú szintjét. A kedvezőtlen beruházási dinamika, valamint a tartósan magas munkanélküliség arra utal, hogy a gazdaság potenciális növekedése is érdemben elmarad a válság előtti ütemétől. A Monetáris Tanács többsége úgy gondolja, hogy a gazdaságot jelentős kapacitásfelesleg jellemzi, így a gazdaságot érő költségsokkok nem rontják a középtávú inflációs kilátásokat, lecsengésük után a gyenge kereslet dezinflációs hatása érvényesül. Más tanácstagok szerint ugyanakkor a beruházások elmaradása, a hitelszűke és a kiszámíthatatlan szabályozás következtében a potenciális kibocsátás jelentős visszaesése csökkenti a gyenge kereslet dezinflációs hatását.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az infláció októberi lassulását elsősorban az üzemanyagárak mérséklődése és a szabályozott árak visszafogott alakulása magyarázza. A rövid távú inflációs kilátások főként a maginfláción kívüli kört érintő kedvező tényezők miatt javultak. A fogyasztóiár-indexet alapvetően az élelmiszerárak emelkedése, az adóemelések és más adminisztratív intézkedések tartják magasán. Az infláció idén jelentősen, jövőre az ideinél mérsékeltebben meghaladhatja a célt, azonban az árszintemelő sokkok kifizetésével egyre inkább a gyenge belső kereslet dezinflációs hatása érvényesül. A tanácstagok többsége szerint ennek mértéke elegendő ahhoz, hogy a 3 százalékos inflációs cél 2014-ben elérhető legyen a jelenleginél lazább monetáris kondíciókkal is. A többi döntéshozó szerint a jelenleg rendelkezésre álló információk alapján a cél eléréséhez a kamatszint tartása szükséges, szerintük a vállalati költségeket emelő kormányzati intézkedések jelentős felfelé mutató inflációs kockázatot hordoznak. Ezek a tagok arra is felhívták a figyelmet, hogy az erős inflációs nyomás mellett egyre kevésbé horgonyozottak az inflációs várakozások. A tanács tagjai egyetértettek annak fontosságában, hogy a vállalatoknál jelentkező költségoldali inflációs nyomás mérséklése, illetve a foglalkoztatás bővülése érdekében a bérek és ezen belül a minimálbérek jövő évi emelkedése összhangban álljon a gazdaság termelékenységének változásával.

A döntéshozók egyetértettek abban is, hogy a közelmúltban bejelentett kormányzati intézkedések alátámasztották a kormány elköteleződését az alacsony költségvetési hiánypálya iránt. Ugyanakkor a tanács szerint a nemzetközi szervezetekkel történő megállapodást övező kockázatok emelkedése kedvezőtlenül hathat az ország kockázati megítélésére. Néhány döntéshozó aggodalmát fejezte ki annak kapcsán, hogy nem folynak ilyen irányú tárgyalások. A tanács tagjai egyetértettek az Európai Unióval, illetve a Nemzetközi Valutaalappal történő megállapodás fontosságában a kockázati megítélés javulása, az államadósság fenntarthatósága, valamint a hitelezés támogatása és a befektetői környezet kiszámíthatósága érdekében. A tanács többsége szerint a magyar államadósság S&P általi leminősítése szintén kedvezőtlenül érintheti az ország kockázati

megítélését, még ha a lépésnek azonnali számottevő piaci hatása nem is volt. A döntéshozók egyetértettek abban, hogy a globális piaci hangulat jelenleg támogató, ami kedvezően hat az ország kockázati megítélésére. Néhány tanácsstag ugyanakkor arra hívta fel a figyelmet, hogy ez az állapot nem feltétlenül tartós, az eurozóna fundamentális problémái továbbra sem oldódtak meg, és Magyarország relatív kockázati megítélése az elmúlt hónapban romlott.

A kamatdöntés vitája során a tanácsstagok összegezték érveiket az alapkamat csökkentése, illetve tartása mellett. A Monetáris Tanács többségének megítélése szerint a gazdaságot továbbra is számottevő kapacitásfelesleg jellemzi, a gazdaságot érő költségsokkok ezért nem rontják a középtávú inflációs kilátásokat, és lecsengésük után a gyenge kereslet dezinflációs hatása érvényesül. A javuló globális pénzügyi piaci környezet a kormányzat alacsony költségvetési hiány melletti erős elköteleződésével együtt a hazai pénzügyi eszközök felárát is tartósan mérsékelheti. Mindezeket figyelembe véve megítélésük szerint alacsonyabb kamatszint indokolt. A kamat szinten tartását támogató döntéshozók szerint a költségvetési intézkedések emelik a termelési költségeket és visszafogják a potenciális növekedést, ezért érdemben rontják a középtávú inflációs kilátásokat, továbbá a kockázati felár alakulása körüli bizonytalanság sem teszi lehetővé a lazítást. Megítélésük szerint az inflációs cél csak az alapkamat tartása mellett érhető el.

Az elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 25 bázispontos csökkentését négy tanácsstag támogatta, míg hárman a kamatszint tartása mellett szavaztak. A jövőbeni monetáris politikai lépések tekintetében a tanács tagjai egyetértettek abban, hogy további kamatcsökkentésre akkor kerülhet sor, ha a kedvező pénzügyi piaci folyamatok folytatódnak és a középtávú inflációs kilátások a 3 százalékos céllal összhangban alakulnak.

Szavazatok:

alapkamat 6,00 százalékra történő csökkentése mellett:	4	Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Kocziszky György
alapkamat 6,25 százalékos szinten tartása mellett:	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 Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2012. december 18-án tartja, amelyről 2013. január 16-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.