



MAGYAR NEMZETI BANK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2012. DECEMBER 18-I ÜLÉSÉRŐL

Közzététel időpontja: 2013. január 16. 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

Javuló kockázati megítélés és visszafogott reálgazdasági teljesítmény kettőssége jellemezte az elmúlt időszak gazdasági folyamatait. Folytatódott a kibocsátás visszaesése, amihez belső és külső tényezők egyaránt hozzájárultak. Az infláció a recessziós környezet ellenére tartósan az inflációs cél felett alakult. Előretekintve az infláció rövid távon főleg a maginfláción kívüli tételek áralakulásának hatására jelentősen mérséklődhet, középtávon azonban a vállalati szektort terhelő kormányzati intézkedések áthárítása emeli a költséginflációs nyomást. A költségvetési célok elérését célzó kormányzati intézkedések és a gazdaságot érő költségsokkok jövőre is tartósan a cél fölött tartják az inflációt, ami várhatóan 2014 második felében csökken 3 százalékra.

A magyar gazdaság 2012 elején recesszióba került, és a következő két évben is csak mérsékelt ütemű növekedés várható. A gyenge reálgazdasági teljesítmény részben a globális konjunktúra lassulását, részben belső tényezők hatását tükrözi. A külső piacokon tapasztalt lassulás mérsékli az export bővülését, ennek ellenére a növekedés forrása továbbra is az export marad. A belföldi szereplők elhúzódnak mérlegkiigazítása miatt a belső kereslet visszafogottan alakulhat. Ezt a hatást felerősíti, hogy a hitelezési feltételek tartósan szigorúak maradhatnak, illetve a gazdasági környezetet számottevő bizonytalanság övezi. A fogyasztás és a beruházás jövő évi csökkenését 2014-ben lassú élénkülés követheti. A tartósan alacsony beruházási aktivitás következtében várhatóan nem fog érdemben bővülni a gazdaság potenciális kibocsátása az elkövetkező két évben. A jegybank szakértői előrejelzései szerint a kibocsátás a teljes horizonton elmarad a potenciális szintjétől.

A gyenge konjunktúra és a vállalati költségeket emelő kormányzati intézkedések miatt a vállalatok munkakereslete tartósan visszafogott maradhat. A foglalkoztatás bővülése várhatóan csak 2014-ben kezdődhet meg. A munkanélküliség emelkedése részben strukturális okokra vezethető vissza, azonban az elkövetkező időszakban a munkapiaci környezet ezt figyelembe véve is laza marad. Az idei évben jelentősen gyorsult a nominálbérek növekedési üteme, amiben számottevő szerepe volt az év eleji adminisztratív béremeléseknek. A kormányzati bérkompenzációs rendszer bevezetése tompította a költségemelő hatást, azonban a fajlagos bérköltségek így is emelkedtek és rontották a vállalatok profithelyzetét. A vállalati alkalmazkodást segíti, hogy a jövő évtől érvénybe lépő munkahelyvédelmi program mérsékli az érintett munkavállalók foglalkoztatásának költségeit.

Az őszi hónapokban jelentősen lassult az éves infláció, azonban továbbra is a cél felett alakult. A magas infláció mögött főként a nyersanyagársokkok és a kormányzati indirektadó-emelések álltak. A mérsékeltbb inflációs alapfolyamatok a gyenge kereslet dezinflációs hatására utalnak. Előretekintve az infláció rövid távon főleg a maginfláción kívüli tételek áralakulásának hatására mérséklődhet, középtávon azonban a vállalatok termelési költségeit emelő kormányzati intézkedések inflációs nyomást okozhatnak. A teljes előrejelzési horizonton negatív kibocsátási rés mellett erőteljes másodkörös hatások nem várhatók. Az infláció az előrejelzési horizont túlnyomó részében számottevően a 3 százalékos cél fölött alakulhat, az inflációs cél 2014 második felében érhető el.

A jegybank szakértői előrejelzésével konzisztens kamatpályát meghatározó makrogazdasági tényezők továbbra is ellentétes irányba mutatnak. A negatív kibocsátási rés önmagában lazább monetáris politikát indokolna. Az előrejelzés alappályájában az a feltételezés érvényesül, hogy a vállalatok a termelési költségeiket emelő intézkedésekhez – a gyenge keresleti környezet mellett is – részben az árazáson keresztül alkalmazkodnak, ami inflációs nyomást okoz. A jegybank szakértői előrejelzése szerint a horizont első felében a szigorítás és a lazítás irányába mutató tényezők kioltják egymást, és az előrejelzési horizont második felében nyílhat tér kamatcsökkentésre.

Pénzügyi piacok

Az előző kamatdöntés óta enyhe hangulatjavulás volt megfigyelhető a nemzetközi piacokon. A Görögországnak nyújtott segítség, a kötvény-visszavásárlási program sikere és a spanyol bankmentő csomag átutalása javították az eurozóna válságának kezelhetőségével kapcsolatos kilátásokat. Ugyancsak pozitív fogadtatásra talált az Európai Bizottság által készített, a teljes gazdasági és monetáris unióra vonatkozó hosszú távú terv is. Ugyanakkor árnyalja a képet Franciaország és az ESM Moody's általi leminősítése, emellett az olasz miniszterelnök lemondásával kapcsolatos hírek is a hangulat átmeneti romlásának irányába hatottak. Továbbra is megkülönböztetett figyelem kíséri a költségvetési megszorításokról és az adósságplafon emeléséről folyó amerikai tárgyalásokat. Ezzel kapcsolatban eleinte a szembenállást hangsúlyozó nyilatkozatok voltak jellemzőek, az elmúlt napok megváltozott hangneme viszont ismét a megállapodás létrejöttével kapcsolatos optimizmust erősíti. Kedvező piaci hatásuk volt az új kínai vezetés nyilatkozatainak és intézkedéseinek, amelyekben a gazdasági növekedés fenntartásának prioritása mellett foglaltak állást.

Az elmúlt hetekben a vezető tőzsdeindexek némileg emelkedtek; a kockázatvállalási mutatók az USA esetében enyhén romló, a feltörekvő piacoknál jelentősen javuló kockázatvállalási kedvet jeleztek. A periféria országok állampapírhozamai az elmúlt két hétben stagnáltak vagy csökkentek. Olaszország esetében az időszak elején tapasztalt esés részben visszakorrigált a belpolitikai bizonytalanságra reagálva, Görögországban viszont jelentős csökkenés volt megfigyelhető az európai segéllyel kapcsolatos előrelépés, illetve a kötvény-visszavásárlási program beindulása miatt. Az euro erősödött a dollárhoz képest, az árfolyam elérte az 1,3-at. A svájci frank kissé gyengült az euróhoz képest. A Brent kőolaj ára a közel-keleti konfliktus enyhülésével kis mértékben csökkent.

Az előző kamatdöntés óta a hazai pénzügyi indikátorok, a nemzetközi tendenciákat lekövetve, mérsékelt mozgást mutattak. A hazai híreknek nem volt érdemi piaci hatása: sem az előző kamatdöntés, sem az S&P általi leminősítés nem befolyásolta tartósan a piaci folyamatokat. Külön érdemes kiemelni, hogy az IMF tárgyalásokkal kapcsolatos hírekre is csak minimálisan reagált a piac. Kormányzati részről bejelentésre került, hogy jövő év első negyedében tervez az ÁKK devizakötvény-kibocsátást. A forint árfolyama szinte a teljes időszak alatt viszonylag szűk sávban mozgott, enyhe forintgyengülést mutatva az előző kamatdöntés óta. A Reuters december eleji devizapiaci felmérése alapján elmondhatjuk, hogy a forint árfolyamára vonatkozó várakozások nem változtak lényegesen. A magyar CDS felár lényegében stagnált az időszakban, az országspecifikus és a nemzetközi tényezők hatása kiegyenlítette egymást. A devizakötvényeink hozamfelára kismértékű csökkenést mutatott.

Jelentősen csökkentek a másodpiaci állampapírhozamok, a tízéves kötvény referenciahozama 2,5 éves mélypontra esett. Az elmúlt időszak állampapír-aukcióit élénk kereslet jellemezte. A külföldiek forint állampapír-állománya tovább emelkedett, ezzel egy időben a nem rezidens szereplők portfóliójának átlagos hátralévő futamideje csökkent.

A bankközi piaci jegyzések alapján lejjebb tolódtak a kamatvárakozások: a következő két hónapra két 25 bázispontos kamatcsökkentést árazott be a piac.

A bankrendszer helyzete

A bankrendszer vállalati hitelezése a hét legnagyobb bankra vonatkozó előzetes adataink alapján csökkent. A csökkenést döntően a devizahitelek csökkenése eredményezte, miközben a forinthitelek állománya nem változott lényegesen. A vállalati forinthitelek átlagos kamata mérséklődött az előzetes adatok szerint. Az új kibocsátású hitelek átlagos kamatlába októberben tovább csökkent, így augusztus óta összesen közel száz bázispont volt a csökkenés teljes mértéke.

A háztartási hitel-állomány az előző hónapokban látottaknál kisebb mértékben mérséklődött novemberben az előzetes adatok alapján. Az új háztartási hitelek kibocsátása továbbra is visszafogott a bankrendszerben, a végtörlesztések óta változatlanul rendkívül alacsony szinten van. Októberben a háztartási lakáscélú és fogyasztási hitelek átlagos kamatlába 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 magyaráztak a bankok. Várakozásaik alapján a mostani és a következő negyedévben 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 november közepe óta, így historikusan továbbra is alacsony szinten áll. 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.

2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a gazdaság növekedési kilátásai romlottak, a kibocsátás a következő két évben is csak mérsékelt ütemben bővíthet. A növekedés forrása a gyengébb külső kereslet mellett is az export marad, miközben a belső kereslet visszafogottan alakulhat. Néhány tanácsstag kiemelte, hogy az exportteljesítmény is elmarad a régiós átlagtól. Tovább folytatódik a hazai szereplők mérlegkiigazítása, a szigorú hitelezési feltételek és a bizonytalan gazdasági környezet következtében a fogyasztás és a beruházás jövőre tovább csökkenhet, amit csak 2014-től követhet lassú élénkülés. A tartósan alacsony beruházási aktivitás és a magasan maradó munkanélküliség következtében a gazdaság potenciális kibocsátása az elkövetkező két évben is alig bővíthet.

A Monetáris Tanács úgy látja, hogy a munkanélküliség elmúlt években tapasztalt emelkedése részben tartós, strukturális problémákat tükröz, azonban az elkövetkező időszakban a munkapiaci környezet ezt figyelembe véve is laza marad. A gyenge növekedési kilátások és a vállalatok kedvezőtlen jövedelmezőségi helyzete mellett a minimálbér és a garantált bérminimum emelése is akadályozza a foglalkoztatás bővülését, ami a versenyszférában csak 2014-ben kezdődhet meg. Bár a jövő évtől érvénybe lépő munkahelyvédelmi program mérsékli az érintett munkavállalók foglalkoztatásának költségeit, a versenyszektor jövedelmezőségét rontó kormányzati intézkedések további vállalati alkalmazkodást vetítenek előre.

A makrogazdasági folyamatok várható alakulását számottevő bizonytalanság övezi. A magyar gazdaságot negatív kibocsátási rés és magas infláció mellett érik a vállalatok termelési költségeit emelő újabb kormányzati intézkedések. A magas infláció főként a nyersanyagárak és a kormányzati indirektadó-emelések hatását tükrözi, miközben az inflációs alapfolyamatok mérsékeltebb dinamikát mutatnak. A tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az infláció rövid távon jelentősen mérséklődhet, főleg a maginfláción kívüli tételek miatt. Középtávon azonban a vállalati szektort terhelő kormányzati adóintézkedések és a minimálbér-emelés az árakon keresztül történő áthárítást erősíthetik, ami a teljes termelési folyamaton keresztül végiggyűrűző költséginflációs nyomást okoz. A monetáris politika számára releváns középtávú inflációs kilátások szempontjából meghatározó, ugyanakkor számottevő bizonytalanságot hordoz, hogy a kedvezőtlen növekedési kilátások és a gyenge belső kereslet mellett a vállalati költségeket emelő intézkedések milyen mértékben és időzítéssel jelennek meg az árakban. Ez elsősorban azon múlik, hogy a vállalatok milyen módon alkalmazkodnak termelési költségeik növekedéséhez. Az alkalmazkodási csatornák egymáshoz viszonyított erőssége attól függ, hogy a szabad kapacitások mennyire fegyelmezik az árazást és a bérezést, illetve mennyire horgonyoztak az inflációs várakozások.

A tanácstagok többsége szerint az alkalmazkodás az árakban csak kismértékben jelenhet meg a gyenge keresletnek köszönhetően, és a vállalatok nagyobb valószínűséggel fognak bér- és létszámcsökkentés formájában alkalmazkodni. Ezen döntéshozók szerint a kihasználatlan kapacitások következtében csekély tere van a vállalatoknak arra, hogy árazásukon keresztül hárítsák át a megnövekedett termelési költségeiket. Ezért középtávon a jegybank szakértői előrejelzéséhez képest mérsékeltebb inflációs dinamika várható, ami lazább monetáris kondíciókat tesz lehetővé.

Más tanácstagok szerint azonban nem zárható ki az árakban történő alkalmazkodás. Az árakba való áthárítás pontos mértékének megbecsülésében és a középtávú inflációs kilátások megítélésében a jövő év eleji adatok irányadóak lehetnek, ami kiváráó monetáris politikát indokol. Megítélésük szerintük amennyiben a vállalatok az elmúlt években tapasztalt magas inflációs környezet tartós fennmaradására számítanak, a költségnyomás árakba való áthárítása is erőteljesebb lehet. A jövedelmezőség tartós romlása ráadásul a vállalatokat a beruházási aktivitás további visszafogására ösztönözheti, ami a potenciális kibocsátás lassulásához vezethet. Egy tanácstag arra hívta fel a figyelmet, hogy az elmúlt évek tapasztalatai alapján még recessziós környezetben is lehet magas az infláció, és szerinte az alappályában figyelembe vettél és a tanácstagok többsége által vártnál nagyobb mértékben várható a romló vállalati profitkilátások áremeléseken keresztüli kompenzálása. A gazdasági szereplők inflációs várakozásainak emelkedése ráadásul az árazási döntések mellett a bérezésben is érvényesülhet, ami középtávon gátolja a

jövedelmezőség helyreállítását, és összességében csupán magasabb nominális pályához vezet. A magasabb ár- és bérdinamika melletti vállalati alkalmazkodást a jegybank szigorúbb monetáris politikával tudja megakadályozni. A lakossági energiaárak bejelentett csökkentése kapcsán néhány tanácstag az elfojtott infláció jelenségére hívta fel a figyelmet, amely bár rövid távon csökkenti a fogyasztói árakat, középtávon szükségszerűen növelni fogja az inflációt.

A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy a költségvetés hiánya 2012-ben és 2013-ban is a kormányzati célokkal összhangban alakulhat. Az elmúlt hónapokban bejelentett intézkedések jelentős javulást eredményeznek a 2013-as költségvetési egyenlegben. A hiány 2014-ben várható alakulását ugyanakkor jelenleg számottevő bizonytalanság övezi. A költségvetés hosszú távú fenntarthatóságát segítheti a kormány alacsony hiány melletti elköteleződése, a potenciális növekedés lassulása azonban ezzel ellentétes hatású lehet.

A döntéshozók szintén egyetértettek az Európai Unióval, illetve a Nemzetközi Valutaalappal történő megállapodás fontosságában a kockázati megítélés és a hozamok tartósan kedvező alakulása, így az államadósság fenntarthatósága, valamint a hitelezés támogatása és a befektetői környezet kiszámíthatósága érdekében.

Az ország kockázati megítélése az elmúlt hónapokban döntően nemzetközi tényezők hatására számottevően javult. A kockázati megítélés további alakulását a Monetáris Tanács megítélése szerint kétirányú kockázatok övezik. A tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a gyenge világgazdasági konjunktúra és a globális pénzpiacokat jellemző erős kockázatvállalási hajlandóság kettőssége óvatos monetáris politikát indokol. A tanács többségének megítélése szerint ugyanakkor az eurozóna intézményi reformjának előrehaladása, az amerikai költségvetési kockázatok oldódása, valamint a hazai költségvetési konszolidáció eredményességével kapcsolatos várakozások javulása növelheti a monetáris politika mozgásterét. Néhány tag ezzel szemben azon aggodalmának adott hangot, hogy a kedvező piaci hangulat fennmaradását bizonytalanság övezi, amely kivárási monetáris politikát indokol. Több tag felhívta a figyelmet a hazánkat övező befektetői bizalom törekenységére, amelyre az ülést megelőző napon látott hirtelen forintgyengülés is rávilágít.

Az elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 25 bázispontos csökkentését négy tanácstag 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 5,75 százalékra történő csökkentése mellett:	4	Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Kocziszky György
alapkamat 6,00 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 2013. január 29-én tartja, amelyről 2013. február 13-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.