



MAGYAR NEMZETI BANK

**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV  
A MONETÁRIS TANÁCS  
2011. ÁPRILIS 18-I ÜLÉSÉRŐL**

*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](http://www.mnb.hu/Monetaris_politika/donteshozatal/mnbhu_mt_jegyzokonyv)

# 1. Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

## Makrogazdaság

2011 márciusában a fogyasztóiár-index 4,5, a maginfláció 2,5 százalék volt, mely rendre 0,4, illetve 0,6 százalékpontos emelkedést jelent az előző hónaphoz képest. A fogyasztóiár-index alakulása konzisztens az alappályával, azonban szerkezetében némileg eltér a várttól. A meglepetés egy része egyedi, rövidtávú hatásoknak tulajdonítható, nagyobbik része azonban a költségsokkok maginflációba való begyűrűzéséből származik. Az erősödő költségoldali árnyomás a feldolgozott élelmiszerek inflációját számottevően, míg az iparcikkek és piaci szolgáltatások árdinamikáját mérsékeltebben emelte. A trendinflációs mutatók sávja a 2010 második felében megfigyelt szintek közelébe emelkedett.

Az ipari termelésre vonatkozó februári adatok az inflációs jelentés előrejelzésével összhangban dinamikus bővülést mutattak. A termelés szerkezete ugyanakkor kettősséget mutat, az élénkülés elsősorban a kedvező nemzetközi konjunktúrának köszönhető, míg az ipar belföldi értékesítései visszafogottan alakultak. A külkereskedelmi adatok alapján a szezonálisan igazított áruforgalmi többlet historikus magasságba emelkedett; a január-februári kumulált többlet 844 millió euro volt, szemben a tavalyi év azonos időszakában mért 592 millió euróval. Összhangban az ipari termelés robusztus élénkülésével, februárban folytatódott az áruexport dinamikus bővülése. Ezzel szemben az áruimport dinamikája fékeződött, ami arra utal, hogy a januári kiugró növekedésben egyedi hatások is közrejátszottak. A februári ipari és külkereskedelmi adatok arra utalnak, hogy a nettó export növekedési hozzájárulása 2011 elején számottevő lehetett. A külső kereslet erejét tükrözik a nemzetközi konjunktúra indikátorok is.

A márciusi foglalkoztatási adatok (NFSZ) szerint sem az álláskereső, sem az új álláshelyek illetve munkanélküliek számában nem volt érdemi elmozdulás. Ennek megfelelően a munkapiacot továbbra is laza kondíciók jellemzik, ami tompítja a költségsokkok okozta inflációs nyomást.

## Pénzügyi piacok

Magyarország kockázati megítélésének javulása a márciusi kamatdöntést követő első két hétben folytatódott, aminek a hatása a legtöbb pénzügyi piaci szegmensben megmutatkozott: a forint árfolyama mindegyik főbb devizával szemben erősödött, az éven túli lejáratokon 20-25 bázispontos hozamcsökkenés következett be, a kockázati felárak tovább mérséklődtek, a külföldi szereplők forint melletti pozíció-felvétele és forinteszköz-vásárlása folytatódott. Az utolsó héten azonban a nemzetközi hangulat romlását a hazai eszközárak is lekövezték, bár a korrekció mértéke eltérő volt az egyes részpiacokon. Összességében az

árfolyam az euróval és a frankkal szemben nem változott, az éven túli állampapír referencia-hozamok 10 bázispont körüli mértékben csökkentek, a kockázati felármutatók (CDS-ár, devizakötvény-felár, euróhoz viszonyított 5 év múltvai 5 éves hozamfelár) 240-250 bázispont környékére mérséklődtek.

Bár Magyarország piaci megítélése egyértelműen javult az elmúlt időszakban, a nemzetközi összehasonlítás alapján a kedvező folyamatok érdemi része régiós tendenciákra vezethető vissza, a legutolsó hetek alapján az országspecifikus tényezők javulásban játszott szerepe csökkent. Erre utal, hogy a Magyarországhoz hasonló kockázati megítélés alá eső országok esetében is a devizakötvény, valamint CDS-felár nagyságrendileg azonos mértékű csökkenését lehetett megfigyelni az elmúlt hónapokban.

A piaci várakozások alapján rövid távon továbbra is változatlanul az irányadó kamattartása tekinthető alapforgatókönyvnek. Mind a piaci jegyzések, mind az elemzői várakozások abba az irányba mutatnak, hogy a következő hónapok során nem valószínűsítene kamatváltoztatást a piaci szereplők.

Az FRA-jegyzésekben csak enyhe ingadozás volt megfigyelhető az elmúlt 3 hét során. A határidős kamatláb-megállapodások jegyzéseiben nagyobb valószínűséggel jelenik meg a tartás lehetősége 2011 harmadik negyedévéig, míg az év végére közel azonos valószínűséggel áraz a piac tartást illetve 25 bázispontos emelést.

Az elemzők egyöntetűen az alapkamat tartására számítottak a Tanács áprilisi ülését illetően. A további kamatpolitikát tekintve azonban megosztottság mutatkozik: bár a Reuters felmérése alapján az elemzők között többségben vannak azok, akik szerint a kamatemelési ciklus véget ért, a 21 válaszból két elemző júniusra már emelést vár, míg év végére vonatkozóan 6 százalékos konszenzus mellett 5,50 és 6,75 százalék közötti prognózisok érkeztek. Az első kamatcsökkentés várt időpontjára vonatkozó válaszok meglehetősen széles tartományban mozogtak.

## **A bankrendszer helyzete**

A vállalati hitelállományt továbbra is a leépülés jellemzi, 2011 márciusában is folytatódott a gyors csökkenés. A mérséklődés döntően a devizahitelek folytatódó leépülésének eredménye, a hónap során a forintbitelek állománya csak minimális mértékben emelkedett. A háztartási hitelállomány leépülése tovább folytatódott a devizahitelek leépülésének, valamint a forintfolyósítások alacsony volumenének eredményeként.

A háztartási szegmensben a nem teljesítő hitelek aránya 11 százalék volt 2010 végén. Az állományarányos hitelezési veszteségek meghaladták a 3 százalékos szintet. A vállalatoknál az utolsó negyedévben csökkent a nem teljesítő hitelek aránya (12,4 százalék volt), ezt azonban a leírások és eladások, illetve a növekvő

átstrukturálás eredményezte. Az értékvesztés eredményrontó hatása 2,6 százalék volt 2010 végén.

## **2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése**

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a makrogazdasági és inflációs folyamatok a márciusi inflációs jelentés előrejelzésében szereplő alappályának megfelelően alakultak az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban. A gazdaságot érő költségsokkok miatt az infláció rövid távon számottevően meghaladhatja az inflációs célt, jövő év végére azonban változatlan jegybanki alapkamat mellett 3 százalék közelébe süllyedhet.

A Monetáris Tanács értékelése szerint a márciusi inflációs adat megfelelt a jegybank előrejelzésének. Többen kiemelték, hogy az inflációs adat összetétele kedvezőtlen volt, és a maginfláció meghaladta a jegybank prognózisát. A tanácstagok ugyanakkor egyetértettek abban, hogy a folyamat tartóságának megítéléséhez több időre van szükség. Egyes tanácstagok szerint a maginflációs adat arra utalhat, hogy a költségoldali inflációs nyomás fogyasztói árakba történő hosszú távú átgyűrűzésének mértéke a korábbi évekhez képest nem változott, csak a sebessége lassult, és az átgyűrűzést a korlátozott belföldi kereslet legfeljebb átmenetileg fékezheti.

Többen arra figyelmeztettek, hogy az inflációs kilátások megítélése azért különösen nehéz jelenleg, mert a mezőgazdasági- és nyersanyag-árak volatilitása nagymértékben növekedett az elmúlt időszakban, és az ebből fakadó bizonytalanság a piaci előrejelzések heterogenitásában is tükröződik. Az olajárak elmúlt hetekben megfigyelt jelentős emelkedésének korrekciója az év további hónapjaiban a tagok többsége szerint nem zárható ki, különösen, ha a líbiai konfliktus rendeződik. Egyes tanácstagok bizonyos élelmiszerárak korrekcióját is elképzelhetőnek tartották a következő hónapokban, ugyanakkor többen a nyers élelmiszerek árainak tartós emelkedését várták. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az első negyedévben a hatósági intézkedések következtében a vártnál némileg kisebb áremelkedésre került sor.

Egyes tanácstagok azt hangsúlyozták, hogy a laza munkaerőpiaci kondíciók, és a költségsokkok visszafogott átgyűrűzése ellenére sem zárható ki az, hogy az inflációs jelentés egyik kockázati forgatókönyvének megfelelően a vállalatok erősödő költségérvényesítési szándéka növekvő inflációs nyomást okoz. Egyes tanácstagok emellett arra figyelmeztettek, hogy amíg a kormány beruházásösztönző lépései nem tudják érdemben kifejteni hatásukat, a beruházások csökkenése kedvezőtlenül hathat a potenciális növekedésre, és így az inflációs nyomást ellensúlyozó negatív kibocsátási rés a vártnál gyorsabban záródhat.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy Magyarország kockázati megítélése az elmúlt időszakban némileg javult, és ennek köszönhetően a forint eszközök iránti befektetői érdeklődés is kedvezően alakult. A pozitív tendenciát

elsősorban a régiós folyamatok, kisebb részben a magyar események okozták. Többen kiemelték, hogy a Széll Kálmán terv javította a befektetői megítélést, egyes tanácsstagok szerint ugyanakkor a terv gyakorlati megvalósítását övező kockázatokat egyelőre nehéz megítélni.

Többen úgy érveltek, hogy, hogy a Kormány Széll Kálmán terv melletti elkötelezettsége, és a konkrét intézkedések ismertetése védelmet nyújthat a kedvezőtlen külső tendenciák hazai kockázati megítélésre gyakorolt negatív hatásaitól.

A kamatpolitika lehetőségeinek értékelésekor minden tag a kamatszint tartására vonatkozó javaslatot tett. A testület tagjai egyetértettek abban, hogy a legfrissebb információk szerint a márciusi inflációs jelentés előrejelzésének mind az alappályája és kockázati forgatókönyvei továbbra is tarthatóak. Elhangzott olyan vélemény is, hogy az Európai Központi Bank (EKB) közelmúltbeli kamatlépése sem befolyásolta a magyar monetáris politika mozgásterét, mert az EKB döntése, és a kapcsolódó kommunikáció nem változtatta meg a piaci szereplők várakozásait, és az események az előrejelzésben szereplő pályának megfelelően valósultak meg. Többen kiemelték ugyanakkor, hogy a nyersanyag- és élelmiszerárak alakulására, illetve az esetleges másodkörös hatások értékelésére kitüntetett figyelmet kell fordítani a következő hónapok döntéseinél.

A vitát követően az alapkamat tartására vonatkozó javaslatot a 7 tanácsstag egyhangúán támogatta.

#### **Szavazatok:**

<i>alapkamat 6%-os szinten tartása mellett:</i>	7	Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Kocziszky György, 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 2011. május 16-án tartja, amelyről 2011. június 8-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**