



MAGYAR NEMZETI BANK

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

**Közzététel időpontja: 2012. május 9. 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](http://www.mnb.hu/Monetaris_politika/donteshozatal/mnbhu_mt_jegyzokonyv)

## 1. MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

### Makrogazdaság

Márciusban a fogyasztóiár-index 5,5, a maginfláció 5,0 százalék volt. Az infláció és a maginfláció is 0,4 százalékponttal csökkent az előző hónaphoz képest. A maginfláció csökkenését nagyrészt a feldolgozott élelmiszerárak - bázishatásból, illetve az aktuális havi folyamatokból következő - mérséklődése okozta, de a piaci szolgáltatások inflációja is visszafogottan alakult. Ezek hatását részben ellensúlyozta az alkohol és dohány termékkör - részben a jövedéki adó emelése miatti - drágulása. Az év eleji - áfa-emeléssel egyidejűleg koordináltan végrehajtott - áremelést követően korrekció volt megfigyelhető, melyet az egyes részletek áralakulása is alátámaszt. Az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatók a januári megugrást követően csökkentek, és a korábbi időszakra jellemző 2-3 százalékos sávban tartózkodnak.

Az ipari termelés februárban csekély mértékben bővült. Januárhoz képest 0,4 százalékkal emelkedett a termelés szezonálisan igazított szintje. Az előző év azonos időszakához képest ugyan 1,1 százalékkal nőtt a kibocsátás, ám ez elsősorban a 2012. februári szökőnapnak volt köszönhető: a naptári hatástól és szezonalitástól szűrt éves index 3,1 százalékkal csökkent. Az elmúlt hónapokban az ipar termelését és értékesítéseit csökkenő tendencia jellemezte. A növekedés korábbi motorjának számító exportértékesítések visszaesését a stabilizálódó belföldi értékesítések részben ellensúlyozták. A külkereskedelmi egyenleg februárban javult, ami stagnáló euro alapú export és mérséklődő import mellett alakult ki. A cserearány romlása lassult januárban, amely változását továbbra is főként az energiahordozók áralakulása határozza meg.

A kiskereskedelmi forgalom volumene januárban munkanaphatástól szűrve 0,6 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A fogyasztási kiadásokkal szorosabb kapcsolatban lévő teljes kiskereskedelmi értékesítések (mely tartalmazza a gépjármű és alkatrész értékesítéseket is) volumene az előző év azonos időszakának értékét 0,7 százalékkal haladta meg. A lakossági fogyasztást leginkább meghatározó makrogazdasági folyamatok közül a háztartások reáljövedelmi helyzete romlott januárban. Az év eleji adminisztratív béremelések az átlagbér alatt keresőknél ellensúlyozták az adóterhelés növekedésének hatását, azonban az infláció év eleji gyorsulása erodálta a jövedelmek vásárlóértékét. A forint számottevő gyengülése a tavalyi év végéhez hasonlóan élénkíthette a nem rezidens háztartások vásárlásait.

Februárban a bruttó átlagkeresetek a nemzetgazdaságban 6,9 százalékkal, a versenyszférában 8,9 százalékkal, az államháztartásban 2,1 százalékkal, míg a rendszeres bérek ennél is nagyobb mértékben emelkedtek. A versenyszférában januárhoz képest a bruttó átlagkeresetek éves dinamikája - döntően a tavaly februári alacsony prémium-kifizetések bázishatása miatt - gyorsult. A rendszeres bérek esetében a magas béreindex továbbra is döntően az alacsonyabb bérű foglalkoztatottak esetében végrehajtott jelentős, év eleji adminisztratív béremeléseknek köszönhető. Erre utal, hogy az eltérő konjunkturális feltételek ellenére a rendszeres bérek gyorsulása mind a feldolgozóiparnál, mind piaci szolgáltatásoknál hasonló ütemben alakult. Az minimálbéremelés hatását kiszűrő, alapfolyamatokat megragadó havi mutatóink nem mutatnak további bérgyorsulást. Az adminisztratív béremelések miatt megemelkedő bérköltség

jelentős részét a kormányzati kompenzáció fedezi, így a számottevően gyorsuló bérindex nem jelenti a vállalatok hasonló ütemű bérköltség-növekedését. Az év első hónapjaiban a reál nettó keresetek kb. 2 százalékkal csökkenhettek.

### Pénzügyi piacok

A nemzetközi pénzügyi piacokon az előző kamatdöntés óta érdemben romlott a befektetői hangulat. A kockázatos eszközök feláremelkedése számos piacon megfigyelhető volt. Mind a fejlett, mind a feltörekvő piacokon érdemben csökkentek a részvényindexek, a feltörekvő piacokon a kötvényfelárak emelkedése és a devizák gyengülése volt megfigyelhető. A befektetői kockázatkerülést legjobban tükröző VIX-index is számottevően emelkedett az elmúlt hetekben.

A piaci hangulatot továbbra is egyrészt a kedvezőtlen fiskális pozícióval rendelkező európai országok finanszírozási kockázata, másrészt az amerikai makrogazdasági adatok, és ezzel összefüggésben a Fed esetleges további gazdaságélénkítő intézkedéseire vonatkozó várakozások határozzák meg. Az eurozónában a görög államadósságot övező bizonytalanság csökkenésével Spanyolország került a piaci szereplők érdeklődésének középpontjába. A spanyol kötvényhozamok számottevően emelkedtek, az elmúlt hetekben a vegyes képet mutató aukciók, és a kormányzat egyensúlyjavító intézkedéseinek implementációját övező kockázatok növekedésével párhuzamosan. Az Egyesült Államokban a makrogazdasági - főként a munkaerő-piaci - adatok kedvezőtlenül alakultak, ami a piaci szereplők szerint növelte egy újabb mennyiségi lazítási program esélyét, habár a Fed legutóbbi kamatdöntő üléséről készült jegyzőkönyv tartalma ennél némileg óvatosabb megközelítést tükrözött a döntéshozók részéről.

Számos jel utal arra, hogy a feltörekvő piaci eszközökkel szembeni befektetői attitűd romlott az elmúlt egy hónapban. Emelkedtek a feltörekvő piaci szuverén kötvényfelárak és gyengültek a devizák a dollárral szemben. Az EMBI kötvény-felár mintegy 40 bázisponttal tágult, a dollár pedig átlagosan 2-3 százalékkal erősödött a feltörekvő piaci devizákkal szemben. Ezzel párhuzamosan a fejlett piacokról a feltörekvő piacokra irányuló tőkeáramlás számottevően mérséklődött. A befektetői hangulat romlása a feltörekvő piacok közül a kelet-közép-európai térséget is sújtotta. Ennek a kedvezőtlen trendnek a folytatódása Magyarországot is érzékenyen érintheti.

A globális befektetői hangulat romlása Magyarország számára azért jelent különösen nagy kockázatot, mert ráerősíthet hazai folyamatok miatt egyébként is sérülékeny kockázati megítélésre. A befektetők kockázati étvágójának csökkenése tükröződik a CDS-felárak alakulásában is. Az 5 éves magyar CDS mintegy 60 bázisponttal emelkedett az időszakban, és elérte az 595 bázispontot. A feláremelkedés mértéke nagyobb volt, mint a közép-európai országokban megfigyelhető átlagos elmozdulás. Magyarország kockázati megítélését a nemzetközi piaci folyamatok határozták meg. Az ország relatív kockázati megítélésének enyhe romlását alapvetően az a strukturálisan fennálló jelenség okozta, hogy a magyar eszközárak az átlagosnál érzékenyebben reagálnak a globális befektetői hangulatban bekövetkező változásokra. Az országspecifikus tényezők közül továbbra is az EU/IMF-hitelkeretről szóló tárgyalások fejleményei tekinthetők meghatározónak az ország kockázati megítélése szempontjából. Az elmúlt hetekben ebben a kérdésben érdemi változás nem történt, az egyedileg megjelenő, egymással ellentétes információk hatásai pedig összességében kiegyenlítették egymást.

Az elmúlt egy hónapban is fennmaradt az a kedvezőtlen jelenség, hogy a magyar devizakötvények felárai a mintegy 100 bázisponttal magasabb szinten vannak, mint amit a CDS-felár indokolna. Az 5 éves eurokötvény kötvény kamata mintegy 25 bázisponttal emelkedett, ami 785 bázispontos felárat jelent a hasonló lejáratú német állampapír hozamához képest. Kedvező fejlemény, hogy a külföldiek forintállampapír-állománya az utóbbi hetekben érdemben emelkedett. Ezt a képet azonban árnyalja, hogy az állománynövekedés jelentős részben a külföldi anyabankok és magyar leányvállalataik közötti tranzakcióknak volt köszönhető, nem pedig a végbefektetők megnövekedett keresletének.

A forint/euro árfolyam a legutóbbi kamatdöntés óta mintegy 1-1,5 százalékkal gyengült, és megközelítette a 300 forint/euro árfolyamszintet. A forint leértékelődésének mértéke némileg nagyobb volt, mint a többi régiós deviza esetében megfigyelhető gyengülés. Az árfolyam 291 és 299 forint között ingadozott, ami szűkebb sávot jelent, mint a korábbi hónapokban megszokott intervallum. A devizaopciók implikált volatilitása kismértékben csökkent. Az FX swap piac az elmúlt hetekben a korábbi hónapokban megfigyelhetőnél kedvezőbb képet mutatott: az eurolikviditás-szerzés felára az egynapos lejáraton 70 bázispont közelébe csökkent, a 3-6 hónapos esetében szegmensben pedig 150 bázispont körül stabilizálódott.

Az állampapírpiacra a hosszú lejáratú hozamok az elmúlt hetekben összességében 15-20 bázisponttal emelkedtek, és megközelítették a 9 százalékot. Az éven belüli hozamok érdemben nem változtak, továbbra is 7,5 százalék közelében vannak.

A piaci árakban a kamatemelési várakozások enyhe emelkedése volt megfigyelhető az elmúlt egy hónapban. Habár a 3 hónapos BUBOR és az alapkamat közötti különbség március végén megfigyelhető 20 bázispont körüli értékről nem mozdult el, a 2, illetve 3 hónap múlva induló határidős kamatok 5-10 bázisponttal emelkedtek. Mindezek alapján a következő 3 hónapra vonatkozóan a piacon beárazott kamatvárakozások becsléseként a 0 és 25 bázispont közti intervallum adható, a tartás korábbinál kisebb valószínűsége mellett.

A Reuters felmérése alapján a kamatdöntő ülésre a kamat tartása az elemzői konszenzus. A hosszabb távú kamatvárakozások nem változtak számottevően az elmúlt egy hónapban. Év végére az elemzők többsége a 6,5 százalékos alapkamatot tartja valószínűnek, egy válaszoló ennél alacsonyabb, egy pedig a jelenleginél magasabb kamatszintet vár. A tartást és a 25 bázispontos csökkentést a válaszolók egyharmada tartja valószínűnek. 2013 végére az elemzők kamatvárakozásának mediánja 6 százalék.

### A bankrendszer helyzete

Márciusban tovább mérséklődött a bankrendszer vállalati hitelezése, azaz továbbra sem látjuk fordulat jeleit. A forint vállalati hitelek átlagos kamata hitelösszegtől függetlenül nőtt az év első két hónapjában. A háztartási hitelezésben a végtörlesztések lezárultával konszolidálódott a havi nettó állományváltozás volumene, de a nettó állomány csökkenés magasabb volt a végtörlesztési időszakot megelőző hónapok átlagánál. Márciusban megközelítette a nullát a forinthitelek nettó kibocsátása, amely a válság kezdete óta lényegében folyamatosan pozitív volt. Ez utóbbi negatív hatásban vélhetően az új kihelyezés visszaesése is szerepet játszik, melynek jelei a februári bankrendszeri bruttó

kibocsátási adatokban is láthatóak. A forint jelzáloghitelek kamatában az első két hónap folyamán folytatódó növekedést láttunk.

A márciusi előzetes adatok alapján a hét nagybank külföldi forrásállománya az előző hónapokban megfigyelt csökkenéssel ellentétben kis mértékben nőtt. A legfrissebb, teljes körű bankrendszeri adatok szerint februárban nagy mértékben csökkent a bankok külföldi forrásállománya, ami teljes egészében a részvénytársasági formában működő hitelintézetekhez köthető. Április első felében azonban újból csökkent a külföldi forrásállomány. A magyar bankrendszer külföldi forrásállományának folyamatos és hosszú ideje tartó csökkenése régiós összevetésben kiemelkedő, Magyarország egyre inkább elszakad a többi országban megfigyelhető tendenciáktól. A márciusi megtorpanás ellenére így továbbra is úgy tűnik, hogy a külföldi források csökkenése akadályozhatja a hitelezés fellendülését. A szűk hitelkínálat továbbra is főként az alacsony hitelezési hajlandóságra vezethető vissza, ugyanakkor főként likviditási oldalról - a kiáramló külföldi források miatt - romló hitelezési képesség növeli egy drasztikus hitelszűke kialakulásának esélyét, elsősorban a vállalati szektorban.

A 2012 januárjában bevezetett likviditási előírásoknak a bankok megfelelnek. Kis valószínűségű, komplex stressz esetén, ami pénzügyi piaci zavarok, betétkivonás és árfolyamsokk feltételezett egyidejű bekövetkezését szimulálja, a teljes likviditási puffer továbbra is pozitív marad, ugyanakkor annak mértéke alacsonyabbá válik, mint a szabályozói szint. További kockázatot jelent, hogy a bankrendszer likviditási pozíciója devizában lényegesen rosszabb, mint összességében. Szélsőséges esetben előfordulhat, hogy a különböző devizák közötti átjárhatóság nem biztosított, stresszhelyzetben így jelentős devizalikviditási igény lépne fel.

2012. első három hónapjában az éven belül kumulált bankrendszeri eredmény pozitív volt. Ez azt jelenti, hogy a januári komoly veszteségeket februárban és márciusban képes volt ellensúlyozni a bankrendszer. A veszteséges bankok aránya azonban most is nagy. A február végi TMM rendszerszinten historikusan is magas értéket mutatott. Stressztesztünk alapján két éves, tartós stressz esetén is kezelhető mértékű, 83 milliárdos tőkebevonásra lenne szükség rendszerszinten. A tőkeigény pedig igen koncentráltan jelenik meg.

## 2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács megítélése szerint idén a gazdaság lényegében stagnál, és csak 2013-ban indulhat meg a növekedés. A kibocsátás az elkövetkező időszakban elmarad potenciális szintjétől. Az áfát és a jövedéki adót érintő tavalyi és idei intézkedések, valamint a 2011 második felében bekövetkezett árfolyamgyengülés és a 2012 eleji olajár-emelkedés idén érdemben növelik a fogyasztóiár-indexet. A Széll Kálmán terv keretében frissen bejelentett intézkedések közvetlen hatásukban emelik a 2013-as inflációt is, ugyanakkor szűkítik az aggregált keresletet, ami korlátozhatja a másodlagos inflációs hatások kialakulását. 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 Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az előző kamatdöntés óta napvilágot látott adatok alapvetően nem írták felül a „Jelentés az infláció alakulásáról” című kiadványban

bemutatott előrejelzés alappályáját. Többen ugyanakkor kiemelték, hogy a márciusi fogyasztói-árindex az év első két hónapjának adatait követően már visszaigazolni látszik a márciusi inflációs jelentés azon feltételezését, hogy az ÁFA áthárítás gyorsabb, illetve nagyobb volt. Konszenzus volt a tagok között abban, hogy a kamatdöntést megelőző napon bejelentett Széll Kálmán terv makrogazdasági hatásainak átfogó értékelését az inflációs előrejelzés következő fordulójában lesz lehetőség elvégezni. Egy tanácstag ugyanakkor megjegyezte, hogy a várakozásai szerint, illetve a program bejelentése kapcsán frissített kormányzati előrejelzés alapján is emelkedni fog 2013-ban az infláció az intézkedések hatására. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a megszorító intézkedések egész Európában növelhetik az inflációt, fékezhetik a GDP növekedési ütemét, és emiatt mérsékelhetik az eurozóna országokban az inflációval szembeni monetáris politikai érzékenységet.

A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy a jelenlegi döntési helyzetben kulcsfontosságúak a kockázati megítélésre ható tényezők. Többen kiemelték, hogy rövid távon alapvetően az EU/IMF tárgyalások eredménye változtathatja meg érdemben a külföldi befektetők megítélését Magyarországról. A magyar miniszterelnök és az Európai Bizottság elnöke közötti, kamatdöntés napján lefolytatott egyeztetés, ha előrelépést tükröző bejelentés lát napvilágot, és a hiteltárgyalások viszonylag gyorsan elkezdődhetnek, stabilizálhatja és akár javíthatja is Magyarország megítélését. Ugyanakkor, ha az egyeztetés nem hoz áttörést, akkor a pénzügyi feszültségek gyorsan romló pályát eredményezhetnek.

A tanácsstagok megítélése szerint hosszabb távon ugyanakkor a Széll Kálmán terv intézkedései is befolyásolják a hazai eszközök kockázati megítélését, ahogyan a piaci szereplők fokozatosan feldolgozzák a programhoz kapcsolódó információkat. Többen úgy érveltek, hogy a program a fenntartható költségvetési és adósságpálya irányába tett lépést jelent, ami a Magyarországgal szemben folytatott túlzott deficit eljárás lezárását is közelebb hozza, és a külföldi befektetők megítélését is javíthatja. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a kockázati megítélésre csak akkor lesz egyértelműen pozitív hatással a program, ha a piac úgy ítéli meg, hogy az fenntartható intézkedésekből áll, illetve ha a növekedési potenciált nem rontja jelentősen. Összességében egyelőre nehéz megítélni a bejelentések kockázati megítélésre gyakorolt hatását.

Egyes tanácsstagok a kockázati megítélés értékelése kapcsán arra is figyelmeztettek, hogy a forintban denominált állampapírokból többet kell kibocsátani az idei évben, a devizában történő kibocsátás halasztása miatt, ami idővel növelheti a finanszírozási kockázatokat. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a finanszírozás nehézségei a CDS-felárak és a devizakötvény-hozamok alakulásában is érzékelhetőek voltak az elmúlt időszakban, ami azt jelzi, hogy Magyarország relatív kockázati megítélése romolhatott. Többen arra figyelmeztettek, hogy a globális kockázatvállalási hajlandóság is kedvezőtlen irányba változott az elmúlt időszakban az eurozóna periféria országainak adóssághelyzetével kapcsolatos negatív értékelések miatt.

A kamatpolitikai opciók vitája során a tanácsstagok többsége egyetértett abban, hogy az elmúlt hónapban beérkezett információk és a kockázati megítélés alakulása alapján a márciusban publikált inflációs jelentés alappályája nem szorult felülvizsgálatra, így továbbra is változatlan jegybanki alapkamat indokolt. Többen úgy látták, hogy az EU/IMF tárgyalások eredményes lefolytatása egyértelmű érdeke Magyarországnak, ezért nem

kétséges, hogy a tárgyalásokkal kapcsolatban kedvező hírek fognak napvilágot látni. Ez egyértelműen kedvezően befolyásolhatja a monetáris politika mozgásterét.

Többen ugyanakkor arra hívták fel a figyelmet, hogy a Széll Kálmán tervben részletezett intézkedések az első gyorsértékelés alapján növelhetik az inflációs kockázatokat 2013-ban. Egy tanácsstag úgy értékelte, hogy a pénzügyi közvetítő rendszer helyzete továbbra is törekeny, erőltetett a forráskivonás, érzékelhető a swap-piaci feszültség, a hitelezési folyamatok romlása. Ebben a helyzetben egy jelzésértékű kamatemelés elősegíthetné mind az inflációs kockázatok mérséklődését, mind a hozamgörbe hosszú végének csökkenését, mind a finanszírozási feszültségek enyhülését. Más tanácsstagok a kamatszint azonnali emelését nem támogatták, ugyanakkor egyetértettek azzal, hogy amennyiben a kockázati prémium emelkedése és az inflációs kockázatok növekedése folytatódik, akkor ez a jövőben monetáris politikai reakciókat tehet szükségessé. Egy tanácsstag határozottan elutasította a kamatemelés opcióját, és a kamatcsökkentés mellett érvelt, mert a kamatemelés olyan recesszióba taszítaná a gazdaságot, amely spirális hatásokon keresztül nem csökkentené, hanem még növelné is az inflációt.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat szinten tartását 5 tanácsstag támogatta, 1 tag a kamatszint 25 bázispontos emelésére szavazott, míg 1 tag a kamatszint 25 bázispontos csökkentését támogatta.

#### **Szavazatok:**

<b>alapkamat 7,00 százalékos szinten tartása mellett:</b>	5	Bártfai-Mager Andrea, Gerhardt Ferenc, Karvalits Ferenc, Kocziszky György, Simor András
<b>alapkamat 7,25 százalékra történő emelése mellett:</b>	1	Király Júlia
<b>alapkamat 6,75 százalékra történő csökkentése mellett:</b>	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. május 29-én tartja, amelyről 2012. június 13-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**