



**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2011. MÁRCIUS 28-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2011. április 6. 14 óra

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

1. Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

A stáb márciusi előrejelzésének alappályája szerint a 3 százalékos inflációs cél 2012 végére elérhető további monetáris szigorítás nélkül. Az energia- és nyersélelmiszer-árak globális emelkedése begyűrűzik a fogyasztói árakba, ami 2011 során 4 százalék körüli szinten tartja az árindexet, 2012-ben pedig 3,4 százalékos éves átlagos inflációt eredményez.

A költségsokkok maginflációs tételekbe való begyűrűzését visszafoghatja a laza munkaerőpiac és az alacsony belső kereslet. Bár a nyersanyagárak jelentősen növekedtek az elmúlt hónapokban, a maginflációs tételekbe történő begyűrűzésük lassabb a historikus megfigyelések alapján várthoz képest. A piaci szolgáltatások inflációja továbbra is alacsony, és az inflációs alapfolyamatokat mérő mutatószámok is csökkentek a 2010 végi emelkedést követően. A versenyszektort továbbra is mérsékelt bérdinamika jellemzi, bár a beérkező bér adatok értékelése a 2010. végi prémiumok 2011-re történő áttolásának és egyéb egyedi torzító hatások miatt bizonytalan. A munkanélküliségi ráta tartósan 10 százalékos felett maradhat, így a laza munkapiaci kondíciók hosszabb ideig fennmaradnak. A vállalatok ezért árai emelése helyett visszafogottabb bérezéssel is javíthatják profitabilitásukat.

2011-ben tovább élénkülhet a gazdaság növekedése. A gazdaság bővülését továbbra is a dinamikus alakuló export-értékesítések vezetik, azonban 2011-ben már a belső kereslet is növekedésnek indul. A potenciálisnál gyorsabb gazdasági növekedés hatására a kibocsátási rés az előrejelzési horizonton számottevően szűkül, de mindvégig negatív marad. Ennek oka, hogy a belföldi kereslet élénkülését a szigorú banki hitelkörnyezet, a válság előtt felhalmozott adósságok törlesztő-terhei, a csak lassú javulást mutató munkaerő-piaci folyamatok és az emelkedő nyersanyag-árak miatt növekvő infláció is akadályozza. A Széll Kálmán terv megvalósítása 2012-ben visszafoghatja a belső kereslet élénkülését, így megállítja a kibocsátási rés záródását.

A márciusi előrejelzés alappályája szerint az első két hónap kedvezőtlen folyamatai ellenére az idei évben már eljőhet a fordulóponthoz a vállalati hitelezésben. A korábban vártnál későbbi fordulóponthoz hitelkínálati okokra vezethető vissza. A vállalati hitelállomány negyedéves állományváltozása csak 2011 végén válhat érdemben pozitívvá. A háztartási hitelezésben később, 2012 második felében várható a fordulat. Az adókiengedés, nyugdíjpénztári reálhozam-kifizetés miatt a jövedelmek növekedése 2011-ben a korábbi évekhez képest ugyan jelentősen emelheti a lakossági fogyasztást, de a válság alatt felerősödő óvatossági megfontolások hatására a pénzügyi megtakarítások is emelkedhetnek. Bár a bankrendszer stabilitását a magas tőkeellátottság és likviditási pufferek miatt nem fenyegetik közvetlen kockázatok, a rövid külföldi források magas szintje, valamint a portfólióromlás és a bankadó miatt továbbra is csökkenő jövedelmezőség nehézségeket jelenthet.

A globális pénzügyi piaci hangulat alakulását alapvetően a kedvező világgazdasági növekedési kilátások, illetve az eurozónában megemelkedett szuverén kockázatok határozták meg az elmúlt hónapokban. A hazai eszközárak alakulásában a globális hangulat mellett országspecifikus tényezők is szerepet játszottak. A magyar államadósság besorolásának leminősítése nem váltott ki érdemi és tartós piaci reakciókat, a lépések már jelentős mértékben be voltak árazva. Bár kockázati felármutatóink némileg továbbra is meghaladják a régiós országokra jellemző szintet, az év elején jelentősen csökkentek, ami a kormány strukturális átalakítást célzó intézkedéseire vonatkozó optimista várakozásokat tükrözött. A külföldiek állampapír-állománya számottevően emelkedett. A március elején bejelentett átalakítások összetétele és mértéke nem tért el jelentősen a várakozásoktól, így érdemi változást nem okozott a piaci folyamatokban. A kamatemelési ciklus november végi beindulása hozzájárulhatott a külföldiek forinteszközök iránti keresletének élénküléséhez, ez azonban főleg a rövid lejáratú eszközök állományában és a forintárfolyam enyhe felértékelődésében tükröződött. A szigorítás hatására emelkedtek a pénzpiaci és banki kamatok, azonban ezalatt az inflációs várakozások is emelkedtek, így az előretekintő reálkamatokban vélhetően kevésbé jelent meg a szigorítás hatása.

A márciusi előrejelzés alappályája körül a Monetáris Tanács kockázaterzékelése alapján kiválasztott három kockázati pályája ellentétes irányú inflációs kockázatokot jelenít meg. Az első azt feltételezi, hogy a beruházások válság alatt megfigyelt visszaesése tartósabb folyamat annál, mint ahogy azzal az alappálya számol. Emiatt kisebb lehet a jelenlegi kibocsátási rés, ami mérsékeltebb deflációs hatással jár. A második forgatókönyv szerint a növekedés beindulásával a vállalatok a felhalmozott költségnyomást nagyobb mértékben érvényesítik az áraikban, és az erősebb költségbegyűrzés nyomán az alappályában bemutatottnál erősebb másodkörös inflációs hatások jelentkezhetnek. Ennek oka lehet az inflációs várakozások horgonyozatlansága. Ez a két kockázati pálya magasabb inflációs és kamatpálya irányába mutat. A harmadik forgatókönyv azt valószínűsíti, hogy a lakossági hitelkínálat szigorúbban alakul az alappályában feltételezettnél. Ebben az esetben kevésbé záródik a kibocsátási rés, ami alacsonyabb inflációs és kamatpályát implikál.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

Az alapkamatról történő döntés előtt a Monetáris Tanács áttekintette a makrogazdasági és pénzügyi piaci folyamatokat valamint a „Jelentés az infláció alakulásáról” című kiadványt. A Monetáris Tanács egységes volt abban a tekintetben, hogy a kamatdöntés kapcsán a kiindulópontot a márciusi inflációs jelentés alappályájában szereplő prognózis jelenti, amely szerint a jelenlegi 6 százalékos alapkamat biztosíthatja, hogy 2012 második felében 3 százalékra mérséklődjön az infláció.

A Monetáris Tanács több tagja ismét kiemelte a döntéshozatal szempontjából már a korábbi hónapokban is meghatározó kettősséget, mely szerint a növekedés a külső konjunktúra élénkülésének következménye, a belső kereslet ugyanakkor továbbra is visszafogott. Ez a kettősség az inflációs folyamatokban is tükröződik. Míg az energiaárakat és a feldolgozatlan élelmiszerárakat ért sokkok felülmúlják a korábbi várakozásokat, a visszafogott belső kereslet és laza munkaerőpiac fékezi az ár- és béremeléseket, és a különadók áthárításának jelei sem láthatók. Elhangzott, hogy a korábbi várakozásoktól is elmaradó belső keresletben meghatározó szerepe van a bérdinamika – laza munkaerőpiaci helyzettel összefüggésbe hozható – lassulásának, és a hitelek törlesztőrészeleteinek svájci frank erősödéséhez köthető növekedésének. Az egyik tanácsstag kiemelte, hogy a személyi-jövedelemadó terhek mérséklése egyelőre nem látszik a fogyasztási folyamatokban, amire magyarázatot adhat, hogy a többlet jövedelem a magasabb jövedelmű, alacsonyabb marginális fogyasztási rátával rendelkező csoporthoz került.

A Monetáris Tanács helyzetértékelése során az inflációs folyamatok mellett áttekintette Magyarország kockázati megítélésének alakulását is. A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az előző Inflációs jelentés óta eltelt időszakban számottevően mérséklődött a Magyarországgal szembeni kockázati prémium, ami részben a kormányzat Széll Kálmán tervben felvázolt egyensúlyjavító intézkedéseire köthető pozitív várakozásokhoz, részben az inflációs cél elérése iránti elkötelezettség – kamatemelésekben is kifejeződő – jelzéséhez köthető, de a kedvező folyamatban szerepet játszott a feltörekvő piacokkal szembeni bizalom erősödése is.

Több tanácsstag utalt arra, hogy ugyan a Széll Kálmán terv intézkedéseinek részletei nem ismertek, de számottevő növekedési kockázatot jelent, hogy a költségvetési konszolidáció 2012-ben visszafoghatja a belső fogyasztást. Az intézkedéscsomag inflációra gyakorolt hatása kapcsán több tanácsstag elmondta, hogy elsősorban a gyógyszerárakat, valamint a közösségi közlekedést érintő intézkedések lassíthatják a dezinflációs folyamatot. Olyan vélemény is elhangzott, hogy a kormány azon törekvése, hogy a hatósági árak csak a költségek növekedésével összhangban növekedhessenek, tompíthatják a csomag árnövekedésre gyakorolt hatását, és hosszabb távon is támogatthatják a monetáris politika eredményességét. Az egyik tanácsstag kifejtette, hogy arra is van esély, hogy a csomag részleteinek kidolgozása után tovább csökken a Magyarországgal szembeni kockázati prémium, ami az árfolyam-erősödésén keresztül mérsékelheti az inflációs nyomást.

A Monetáris Tanács az Inflációs Jelentés alappályája mellett helyzetértékelése során figyelembe vette a jelentésben felvázolt alternatív forgatókönyveket is. Több tanácsstag kiemelte, hogy jelentős annak a pályának a valószínűsége, hogy a konjunktúra élénkülésével párhuzamosan sor kerül a költségsokkok árakban történő érvényesítésére, amelynek következtében 2012-ben is cél fölött maradhat

az infláció. Ezen forgatókönyv bekövetkeztében szerepe lehet az inflációs várakozások horgonyozatlanságának is. Az egyik tanácsstag kifejtette, hogy mind az infláció mind a gazdasági növekedés szempontjából kedvezőtlen lenne a beruházások visszafogását feltételező forgatókönyv megvalósulása, mivel az alappályánál is alacsonyabb beruházási szint a stáb által becsülnél nagyobb mértékben lassíthatta a potenciális növekedést, és a kisebb negatív kibocsátási résnek mérsékeltebb lehet a dezinflációs hatása. Egy másik tanácsstag szerint ugyanakkor az a legvalószínűbb alternatív pálya, hogy az alappályában szereplőnél is visszafogottabb lesz a bankok háztartási hitelezési képessége és hajlandósága, így a fogyasztási hitelek kínálata a teljes előrejelzési horizonton elmaradhat az alappályában szereplőnél. Ennek következtében alacsonyabb lehet a háztartások fogyasztása, azaz lassabban zárulhat a negatív kibocsátási rés, és erőteljesebb lehet a dezinfláció.

Több tag utalt arra, hogy a kamatemelések és az árfolyam erősödése révén az elmúlt hónapokban szigorodtak a monetáris kondíciók. A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy az Inflációs Jelentés alappályája mentén jelenleg nem indokolt az alapkamat további emelése. Az alternatív forgatókönyvek monetáris politikára gyakorolt hatása kapcsán elhangzott, hogy ugyan az Inflációs Jelentés alapprognózisa szerint az inflációs cél eléréséhez szükséges a jelenlegi 6 százalékos alapkamat hosszabb távon való fenntartása, az alapkamat csökkentését indokolhatná a hitelezés vártnál lassabb élénkülése és az alappályánál kedvezőtlenebbül alakuló belföldi kereslet. Ezzel szemben a jelenleginél szigorúbb monetáris kondíciókra lehet szükség, amennyiben erőteljesebb lesz a költségsokkok begyűrűzése a fogyasztói árakba. Az egyik tanácsstag arra is felhívta a figyelmet, hogy a magyar monetáris kondíciók alakulása nem független a főbb piacok és különös tekintettel az euró-övezet kamatkondícióinak alakulásától. Ezért csökkenthetné a magyarországi monetáris politika mozgásterét az Európai Központi Bank piaci várakozásokat meghaladó mértékű kamatemelési ciklusa, amire az inflációs kockázatok további növekedése esetén kerülhetne sor.

A vitát követően az alapkamat tartására vonatkozó javaslatot a 6 tanácsstag egyhangúlag támogatta.

Szavazatok:

<i>alapkamat 6%-os szinten tartása mellett:</i>	6	Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Simor András
--	---	---

Jelen voltak:

Bártfai-Mager Andrea
Cinkotai János
Gerhardt Ferenc
Karvalits Ferenc

Király Júlia
Simor András

A Kormányt Palotai Dániel, a Nemzetgazdasági Minisztérium főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2011. április 18-án tartja, amelyről 2011. május 4-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.