



MAGYAR NEMZETI BANK

**RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2011. MÁJUS 16-I ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2011. június 8. 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

Makrogazdaság

2011 áprilisában a fogyasztóiár-index 4,7, a maginfláció 2,7 százalék volt, mindkét mutató 0,2 százalékponttal magasabb az előző havi értéknél és meghaladja a márciusi alappályában szereplő előrejelzést is. Az infláció emelkedését a nyersanyagárak (olaj, mezőgazdasági termékek) meredek növekedése, illetve azok vártnál erősebb begyűrűzése okozza. Ennek hatása a maginfláció komponensei közül megjelenik a feldolgozott élelmiszerek számottevő áremelkedésében is. Az iparcikkek és piaci szolgáltatások árai ugyanakkor a gyenge belső kereslet hatására továbbra is visszafogott emelkedést mutattak. Mindezen hatások eredőjeként az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatók mérsékelt, 2-3 százalék közötti árnyomást jeleznek.

Éves összevetésben - szezonálisan igazítva, naptári hatásoktól szűrve - 2,2 százalékkal, az előző negyedévhez képest 0,7 százalékkal bővült a magyar gazdaság az idei év első három hónapjában. Bár a GDP adat részletei egyelőre nem ismertek, valószínűsíthető, hogy az élénkülő növekedést változatlanul az erős külső keresletre alapozó ipari termelés okozza, miközben a belföldi felhasználásra termelő ágazatok teljesítménye továbbra sem mozdulhatott el a mélypontról. A beérkezett GDP adat enyhén (0,2 százalékponttal) elmarad a márciusi inflációs jelentésben bemutatott rövid távú előrejelzéstől.

Az előzetes márciusi ipari termelés adat szerint a szektor kibocsátása a kiemelkedő január-februári növekedés után korrekciót mutatott. Az első negyedév egészében ezzel együtt is 3,2 százalékkal bővült az ipari termelés az előző negyedévhez képest. Mindez megerősíti, hogy az ipari konjunktúra érdemben támogathatta a gazdaság növekedését az év elején. A februári külkereskedelmi adatok szerint az áruexport volumene éves alapon 20,6, az importvolumen 14,6 százalékkal bővült. Az erőteljes exportnövekedés összhangban áll az ipari termelés élénkülésével.

A belföldi keresletről érkező információk továbbra is kedvezőtlen képet mutatnak. A kiskereskedelmi értékesítések volumene stagnált februárban, míg a lakossági bizalmi indikátor értéke az elmúlt hónapokban csökkent. Mindez arra utal, hogy a háztartások fogyasztási kereslete az első negyedévben visszafogottan alakulhatott. Az első negyedévben tovább folytatódott a lakáspiaci konjunktúra csökkenése, a használatba vételi engedélyek 35, a kiadott építési engedélyek 51 százalékkal csökkentek az előző év azonos időszakához képest.

A februári béradatok továbbra is összhangban vannak azzal az értékeléssel, hogy a laza munkapiaci környezetnek köszönhetően a versenyszférában visszafogott bérezés valósul meg. A szezonálisan igazított és a prémiumáttolások hatásaitól szűrt bérindeks az elmúlt hónapokban 4 százalékos alatti növekedést mutatott, ami jelentősen alacsonyabb a válság előtt jellemző bérdinamikánál. Az ágazatok eltérő konjunkturális helyzete a bérek alakulásában is tükröződik, a feldolgozóiparban és a pénzügyi ágazatban gyorsabb, a piaci szolgáltatások területén visszafogottabb bérnövekedés figyelhető meg. Az állami szférában az elmúlt hónapokban stagnáltak a bérek. Az intézményi statisztika szerint a versenyszférában foglalkoztatottak létszáma februárban stagnált, amivel a munkerőfelmérés január-márciusi nemzetgazdasági adatai is összhangban vannak.

Pénzügyi piacok

Magyarország kockázati megítélésének javulása az áprilisi kamatdöntést követő időszakban a korábban tapasztaltnál mérsékeltebb ütemben folytatódott, aminek a hatása a legtöbb pénzügyi piaci szegmensben megmutatkozott. Az elmúlt egy hónapban a forint árfolyama a főbb devizákkal szemben mérsékelten erősödött, az állampapír-piacon az éven túli lejáratokon 5-10 bázispontos hozamcsökkenés következett be, a kockázati felárak mérséklődtek, a külföldi szereplők forint melletti pozíció-felvétele és forinteszköz-vásárlása folytatódott.

A kockázati felárak mérsékelt csökkenésére egy alapvetően optimista befektetői hangulattal jellemezhető nemzetközi piaci környezetben került sor. Az ország kockázati megítélésének javulásában részben regionális, részben országspecifikus tényezők játszottak szerepet. Az egész közép-európai térségre jellemző volt, hogy az eszközárak az elmúlt hetekben tapasztalható átmeneti globális prémiumsokkokra nem reagáltak olyan érzékenyen, mint a tavalyi év végén, illetve az idei év első hónapjaiban.

Hosszabb, többhónapos időszakra visszatekintve megállapítható, hogy a magyar kockázati felár-mutatók a régió átlagához viszonyítva mérsékelt javulást mutatnak: a forint a legtöbb régiós devizával szemben felértékelődött, a devizakötvények hozamai, valamint a CDS-felárak nagyobb mértékben csökkentek, mint a tágabb régió többi országában. Az utóbbi hetekben már nem folytatódott a relatív javulás, hanem a kedvezőbb megítélés megszilárdulását lehetett megfigyelni.

A kamatvárokozások tekintetében érdemi változás nem történt az elmúlt egy hónapban. Habár az elemzők körében mind a márciusi, mind az áprilisi inflációs adat negatív meglepetést okozott, a reakciók alapján a rövid- és középtávú monetáris politikára vonatkozó várokozásokat ez nem változtatta meg érdemben.

A piaci várakozások és az elemzői konszenzus alapján rövid távon továbbra is az irányadó kamat tartása tekinthető alapforgatókönyvnek. Az FRA-jegyzésekben folyamatos csökkenés volt megfigyelhető az elmúlt 1 hónap során. A határidős kamatláb-megállapodások jegyzéseiben továbbra is közel 100 százalékos valószínűséggel jelenik meg a tartás lehetősége a következő hónapokra vonatkozóan. Míg korábban a fél-egy éves időtávon nagyobb valószínűséget rendelt a piac a 25 bázispontos emeléshez, mint a tartáshoz, jelenleg ezeken a lejáratokon is egyértelműen a 6 százalékos szint közelébe süllyedtek a jegyzések.

A Reuters májusi felmérése alapján év végére a szakértők kétharmada 6 százalékos kamatszintet vár, az ettől felfelé és lefelé való eltérések aránya hasonló és a jelenlegi kamatszint 50 bázispontos környezetén belül változik. 2012 végére vonatkozóan az elemzői kamatvárakozások 4,5 és 6,5 százalék között szóródnak, a medián az áprilisi felméréshez hasonlóan 5,75 százalék. Az alapkamatra vonatkozó előrejelzések szórása mind 2011-re, mind 2012-re vonatkozóan jelentősen csökkent, ami arra utal, hogy a várakozások homogénebbé váltak.

A bankrendszer helyzete

A korábban tapasztalt folyamatos csökkenést követően a hét nagybank vállalati hitelállománya áprilisban az előzetes adatok szerint kismértékű élénkülést mutatott. A növekedés a korábbiaknál kisebb devizahitel-állomány csökkenés eredménye volt. A vállalati forint hitelek átlagos hitelköltség mutatója nem változott lényegesen márciusban, a kamatemelési ciklus kezdetétől számítva az 1 millió euro érték alatti hitelek kamata így is 0,6 százalékkal, az 1 millió euro érték feletti hitelek kamata pedig 0,86 százalékkal lett magasabb. A háztartási hitelállomány leépülése tovább folytatódott a devizahitelek leépülésének, valamint a forintfolyósítások alacsony volumenének eredőjeként. A teljes nettó kiáramlás 24 milliárd forint volt. Az átlagos hitelköltség mutató mind a lakás-, mind a szabad felhasználású jelzáloghitelek esetében nőtt márciusban. Novemberhez képest így előbbi esetében 0,66 százalékponttal, utóbbinál pedig 1,38 százalékponttal emelkedtek a kamatok.

Az előzetes adatok alapján 2011 I. negyedévében tovább nőtt a háztartásoknál a nem teljesítő hitelek aránya, az állományarányos hitelezési veszteségek ugyanakkor csökkentek. Az értékvesztéssel való fedezettség viszont nem változott lényegesen. A vállalatoknál a jegybank várakozásainak megfelelően a nem-teljesítő hitelek (NPL) aránya 2010 utolsó negyedévében tapasztalt csökkenése átmenetinek bizonyult, 2011 első negyedévében ismételten nőtt az NPL arány. Az értékvesztés eredményrontó hatása a vállalati hiteleken tovább csökkent, a fedezettség viszont a korábbi szinten maradt.

A bankrendszer és fiókok adózás előtti eredménye 2011 első három hónapjában kisebb volt, mint az előző év hasonló időszakában látott 148 milliárd forintos értéknél. Ennek ellenére az eredmény alakulása pozitívnak tekinthető, hiszen

2010-ben a teljes év profitja alig haladta meg a 70 milliárd forintot a második félév nagy veszteségei miatt. A bankrendszeri tőkemegfelelési mutató nem változott lényegesen az idei év folyamán.

2. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a gazdaságot érő költségsokkok miatt az infláció rövidtávon számottevően meghaladhatja az inflációs célt, jövő év végére azonban változatlan jegybanki alapkamat mellett 3 százalék közelébe süllyedhet. A testület megítélése szerint továbbra is kétirányú kockázatok azonosíthatóak az inflációs folyamatokban: a nyersanyagárak, illetve azok erőteljesebb begyűrűzése felfelé mutató, míg a korábban vártnál is gyengébb belső kereslet lefelé mutató kockázatokat jelent.

Mind az infláció, mind a maginfláció meghaladta az inflációs jelentés előrejelzési alappályáját a március óta eltelt rövid időszakban. Egyes tagok szerint ebben az is szerepet játszott, hogy a nyers élelmiszereknek a feldolgozott élelmiszerek áraiba történő átgyűrűzése felgyorsulhatott. Elhangzott ugyanakkor olyan vélemény is, hogy az év első négy hónapjának árdinamikája alapján a nyersanyagárak emelkedése - a cukor egyedi és kiugró áremelkedését figyelmen kívül hagyva - továbbra sem jelent árrobbanást, és az alapanyagárak esetleges korrekciója az inflációs hatást megfékezheti. Bár az olaj nemzetközi jegyzésére összességében emelkedett az elmúlt hónapokban, az emelkedés hazai benzinárakba történő átgyűrűzését fékezheti az, hogy az üzemanyagok áralakulását befolyásoló késztermékek tőzsdei árai kevésbé emelkedtek, valamint a forint a dollárral szemben felértékelődött. Elhangzott olyan vélemény is, hogy a háztartási energiaár-befagyasztás feloldása tovább növelheti az inflációt az év második felében. Más vélemények szerint a szabályozott árak körében egy új árképzési rendszer bevezetése várható, és ezzel a kormányzat elejét tudja majd venni a túlzott áremeléseknek.

A tagok egyetértettek abban, hogy a visszafogott belső kereslet, a negatív kibocsátási rés jelenti továbbra is a deflációt támogató legfontosabb tényezőt. Megoszlott ugyanakkor a tagok megítélése az adókiengedés és a nyugdíjpénztári reálhozamok kifizetésének háztartási fogyasztásra gyakorolt hatásáról. Többen úgy érveltek, hogy a háztartásokat további mérlegalkalmazkodásra sarkallja a magas eladósodottság, illetve jelentős jövedelemarányos törlesztőteher, így esetleges többletjövedelmüket tartozásaik csökkentésére fordítják majd. Mások szerint nem kizárt, hogy a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének növekedése miatt a fogyasztás az inflációs előrejelzés alappályájánál dinamikusabban fog növekedni, ami az inflációs nyomást erősítheti. A tanácstagok többsége úgy látta, hogy a piaci szolgáltatásokra és az iparcikkekre továbbra is az elmúlt időszakban megfigyelt visszafogott áremelkedés jellemző, elhangzott ugyanakkor olyan vélemény is, hogy a legfrissebb adatok a dinamika enyhe erősödésére utalnak.

A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy Magyarország kockázati megítélése jelentősen és tartósan javult az elmúlt hónapokban. Többen kiemelték ugyanakkor, hogy Magyarország relatív pozíciója nem javult a kelet-közép-európai régiót tekintve az utóbbi hetekben. Megoszlott a tanácsstagok véleménye az euroövezet adósságproblémáinak magyar kockázati megítélésre gyakorolt hatásáról. Ami a kilátásokat illeti, több tanácsstag úgy látta, hogy az adósságválság súlyosbodása nem zárható ki, ami a forinteszközök kockázati megítélését is negatívan befolyásolhatja. A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy a Kormány Széll Kálmán terv melletti elkötelezettsége, a konkrét intézkedések ismertetése, illetve végrehajtása ugyanakkor kedvező hatást gyakorolhat a hazai kockázati megítélésre, és védelmet nyújthat a kedvezőtlen külső tendenciák negatív hatásaitól.

A kamatpolitika lehetőségeinek értékelésekor minden tag a kamatszint tartására vonatkozó javaslatot tett. Legtöbben úgy érveltek, hogy a legfrissebb információk alapján az infláció 2012 végére a jegybank 3 százalékos inflációs célja közelébe süllyedhet, ezért továbbra is érdemes fenntartani a jelenlegi monetáris kondíciókat. Egyes tagok szerint a változatlan kamatszint melletti döntés mellett szólnak a belső kereslet és a külső hatások bizonytalanságaira visszavezethető kétirányú inflációs kockázatok.

A külföldi jegybankok döntéseinek áttekintése kapcsán egyes tagok arra figyelmeztettek, hogy az Európai Központi Bank és a lengyel jegybank kamatemelései miatt a magyarországi monetáris kondíciók regionális összehasonlításban lazulhattak. Mások ugyanakkor azzal érveltek, hogy az MNB már korábban kamatemeléseket hajtott végre, és ezek hatása a késleltetett átgyűrűzés miatt hamarabb, illetve erősebben érvényesülhet, mint az EKB és a lengyel jegybank kamatlépései. Mindez a kamatpolitikára-, árfolyamra-, illetve inflációra vonatkozó várakozások stabilizálódásában is közrejátszott. A kamatdöntést követően publikálásra kerülő márciusi béradatok, azért lesznek különösen fontosak a következő döntéseknél, mert ezeket a szabályváltoztatásokkal összefüggő - év vége és éve eleje közötti bérátcsoportosítások - hatásai már kevésbé fogják torzítani. Többen kiemelték, hogy az inflációs kilátások megítélését és a következő kamatdöntést júniusban már az új inflációs jelentés is segíteni fogja.

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

Szavazatok:

| | | |
|---|---|---|
| <i>alapkamat 6%-os szinten tartása mellett:</i> | 7 | Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Karvalits Ferenc, Király Júlia, Kocsiszky 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. június 20-án tartja, amelyről 2011. július 6-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.