



MAGYAR NEMZETI BANK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV  
A MONETÁRIS TANÁCS  
2013. FEBRUÁR 26-I ÜLÉSÉRŐL

**Közzététel időpontja: 2013. március 13. 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

Az év első hónapjában jelentősen csökkent az infláció, a fogyasztóiár-index és a maginfláció is 3,7 százalékra mérséklődött. Az infláció mérséklődéséhez a 2012. januári áfaemelés hatásának bázisból való kikerülése mellett az inflációs alapfolyamatok kedvező alakulása járult hozzá. A középtávú inflációs kilátásokat megragadó mutatók (a keresletérzékeny és a ritkán változó árú termékek inflációja) 1,5 százalék közelébe süllyedtek. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatók, a feldolgozott élelmiszerek árainak stagnálása és a piaci szolgáltatások adószűrt éves indexének historikusan alacsony szintre süllyedése a gyenge kereslet erős árleszorító hatását jelzi. Februárban az infláció tovább csökkenhet, mivel ekkor jelenik meg a rezsicsökkentés hatása a fogyasztóiár-indexben.

Az előzetes adatközlés alapján 2012 negyedik negyedében a bruttó hazai termék 2,7 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A beérkező adat az év egészét tekintve 1,7 százalékos visszaeséssel konzisztens. Az előzetes adat kedvezőtlenebb az elemzői várakozásoknál és a jegybank decemberi inflációs jelentésében bemutatott GDP-pályánál. Az ipari termelés jelentős visszaesést mutatott, ami a globális konjunktúra lassulása mellett egyedi tényezők hatására vezethető vissza. A mezőgazdaság egész évben negatívan járult hozzá a gazdaság teljesítményéhez. Bár a GDP felhasználási oldali tételei az elmúlt negyedévre még nem állnak rendelkezésre, a rövid távú konjunktúramutatók arra utalnak, hogy a vártnál gyengébb teljesítmény a gyengülő export mellett jelentős részben a belső kereslethez is köthető.

2012 negyedik negyedében az ipar teljesítménye nagymértékben hozzájárulhatott a gazdaságnak a jegybank által vártnál nagyobb visszaeséséhez. Az ipari termelés 2012 decemberében 7,6 százalékkal esett vissza az előző év azonos időszakához képest. A feldolgozóipari ágazatok széles körében folytatódott az elmúlt hónapokra jellemző csökkenés. Az új exportrendelések – a novemberben látott kiugró értéket követően – a decemberi adatok szerint visszaestek. A külkereskedelmi egyenleg decemberben jelentős mértékben romlott, ami az export kismértékű és az import jelentősebb emelkedése mellett valósult meg. Az európai bizalmi- és konjunktúraindikátorok 2013 első felére az exportszektor helyzetének javulását jelzik.

A kiskereskedelmi forgalom volumene decemberben 2,1 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakának értékétől. A lakossági fogyasztást leginkább meghatározó tényezők közül a reál nettó keresetösszeg éves összevetésben továbbra is csökkent. Leginkább a tartós termékek értékesítései estek vissza, ami összhangban áll a visszafogott hitelaktivitással, a gyenge lakáspiaci folyamatokkal és a romló jövedelemkilátásokkal. A beérkezett adatok lefelé mutató kockázatot jelentenek a jegybank negyedik negyedévre vonatkozó fogyasztási előrejelzésére.

2012 decemberében a bruttó átlagkeresetek a nemzetgazdaságban 4,9 százalékkal, a versenyszférában 8,3 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához képest. A versenyszférában az év eleji jelentős gyorsulást követően a bérlétszám lassulása volt megfigyelhető. 2012-ben az átlagos prémiumkifizetések kismértékben csökkentek 2011-hez képest. A rendszeres kereseteken alapuló alternatív bérlétszám mutató az alapfolyamatok lassulását jelezte 2012-ben. Összességében a versenyszféra bérlétszám

2012-ben a jegybanki szakértők várakozásának megfelelően alakult; a 2013-as béralakulással kapcsolatban az év eleji bér adatok lesznek kiemelt jelentőségűek.

### Pénzügyi piacok

A legutóbbi kamatdöntés óta eltelt időszakban a globális pénzügyi piaci fejlemények nem vettek új irányt, a befektetői hangulat továbbra is nagyon támogató. Február során több kockázati mutató is historikusan kedvező értéket ért el, az időszak utolsó napjaiban tapasztalt hangulatromlás ugyanakkor a legtöbb mutatót a január végi értékekre mozdította vissza. Az elmúlt egy hónapban napvilágot látott európai és tengerentúli makroadatokat erősítik azt a kettősséget, ami a konjunktúraadatok és az előzetes hangulatindikátorok szétválásában az utóbbi időszakban jelentkezett: miközben kedvezőtlen európai és amerikai növekedési adatokat publikáltak, a beszerzésimenedzser-indexek, az üzleti hangulatindexek és a lakossági bizalmi indikátorok valamivel kedvezőbben alakultak.

Az eurozóna válságával kapcsolatban a hónap során a spanyol és olasz politikai stabilitáshoz köthető aggodalmak kerültek előtérbe, ami átmenetileg az eurozóna piaci mutatóiban is kismértékű romlást eredményezett. Az időszak egészét tekintve az olasz hozamok valamelyest emelkedtek, a spanyol hozamok pedig a január végi értékeik közelében maradtak. Piaci vélemények szerint a feltörekvő európai régióban publikált gyenge növekedési és kedvező inflációs adatok további monetáris lazítás irányába mutatnak. Az adatközlések Lengyelországban a kamatcsökkentési ciklus folytatódásához vezethetnek, Csehországban pedig növelhetik a jegybank intervenciós hajlandóságát.

Hazánk kockázati megítélése összességében nem változott jelentősen. Míg a forint árfolyamának alakulása és a hozamgörbe elmozdulása a hangulat javulására utalt az elmúlt hónap során, a CDS-felár növekedésében a kockázati megítélés enyhe romlása tükröződik. A forint árfolyama fokozatosan erősödött. A hozamgörbe teljes szakasza körülbelül 30 bázisponttal tolódott lejjebb, így az éven belüli szakaszon 5 százalékot, a hosszabb lejáratokon pedig 6 százalékot enyhén meghaladó referenciahozamok alakultak ki. Az FX-swap piaci felárak likvid piaci kondíciók mellett minden lejáraton historikusan is alacsony szintre süllyedtek. Az 5 éves CDS-felár ezzel ellentétben enyhén emelkedett, ami nagyrészt a regionális folyamatokkal összhangban álló romlást jelez.

A februárban végrehajtott 3,25 milliárd dollár értékű devizakötvény-kibocsátás piaci fogadtatása kedvező volt. Az 5 és 10 éves kötvények hozamszintje (4,2, illetve 5,43 százalék) az amerikai állampapírok felett 335, illetve 345 bázispontos felárat jelent, ami a várakozásoknál kedvezőbb, ugyanakkor régiós összevetésben - a többi kockázati mutatóhoz hasonlóan - viszonylag magasnak számít. Elemzői vélemények szerint a devizakötvény-kibocsátási terv jelentős részének teljesülésével mérséklődtek a rövid távú finanszírozási kockázatok, így csökkenhet a forint állampapírpiacon nehezedő nyomás is.

A hónap során publikált GDP- és inflációs adat hatására fokozódtak a rövid távon várt kamatcsökkentési várakozások. Emellett a beárazott kamatpálya lefelé tolódott, mélypontja 4,4 százalék környékére csökkent, melyet az év utolsó hónapjaiban ér el. Az alacsonyabb kamatpályára vonatkozó várakozások erősödése a piaci árjegyzésekben és az elemzői előrejelzésekben egyaránt megmutatkozott.

## A bankrendszer helyzete

A bankrendszer vállalati hitelállománya 2013 januárjában csökkent. A csekély mértékű állományváltozást a devizahitelek növekedése és az ezt enyhén meghaladó mértékű forintállomány-csökkenés eredményezte. A vállalati forinthitelek átlagos kamata tovább csökkent az év utolsó hónapjában. Az új kibocsátású hitelek átlagos kamatlába 30-40 bázisponttal lett alacsonyabb, mint egy hónappal korábban. Augusztus vége és december vége között így már 1-1,5 százalékponttal lett alacsonyabb az átlagos kamatláb.

A bankok háztartási hitelállománya mérséklődött januárban. A csökkenés a devizaállományon realizálódott, a forinthitelek stagnáltak. A bankrendszerben az új háztartási hitelek kibocsátása a decemberi adat alapján továbbra is gyenge. Decemberben a háztartási lakáscélú hitelek átlagos kamata nőtt, ezzel szemben a szabad felhasználású jelzáloghitelek átlagos kamata tovább csökkent, s a januári előzetes adat is a decemberihez hasonló tendenciát erősíti meg.

A bankrendszer prociklikus viselkedése csökkent. A hazai pénzügyi piacok stresszszintje november közepe óta összességében alig változott, így historikusan továbbra is alacsony szinten áll. A likviditási pufferral rendelkező bankok többlete a korábbi magas szinthez képest is nőtt. A bankrendszer tőkehelyzete stabil, előretekintve azonban kockázatot jelenthet a bankadó megtartása, illetve a továbbra is gyenge jövedelmezőség. A hazai bankrendszer működésével kapcsolatban kiemelt kockázatot jelent a forráskivonás, a nem teljesítő hitelek állományának magas szintje és esetleges alulfedezettsége, valamint az alacsony jövedelemtermelő-képesség, ami a hitelezés további visszafogását eredményezheti.

A januári előzetes adatok alapján folytatódott a hét nagybank külföldi forrásainak csökkenése. Az állománycsökkenésen túl kedvezőtlen fejlemény, hogy az részben a hosszú hátralévő lejáratú szegmenst érintette. Ennek hátterében elsősorban jövedelmezőségi okok állnak, ugyanis a kedvező swappiaci felárak arra ösztönözhetik a bankokat, hogy drága mérlegen belüli forrásaikat mérlegen kívüli finanszírozásra cseréljék.

A IV. negyedév folyamán a jegybank várakozásainak megfelelően nőtt a nem teljesítő hitelek aránya a háztartási portfólión belül. A vállalati portfólión belül a 90 napnál nagyobb fizetési késedelemben levő ügyfelek aránya viszont szignifikánsan csökkent. 2013 januárjában az előzetes adatok alapján a bankrendszer adózás előtti eredménye 18 milliárd forint volt. A tőkeegyelelési mutató rendszerszinten továbbra is megfelelő, de aszimmetria jelentkezik a bankok között.

## 2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács megítélése szerint a tavalyi recessziót követően a gazdaság növekedése idén indulhat meg újra, azonban mind a külső, és különösen a belső keresleti tényezők csupán mérsékelt bővülést vetítenek előre. A Monetáris Tanács megítélése szerint a gazdaságot kapacitásfelesleg jellemzi. A kedvezőtlen beruházási dinamika, valamint a tartósan magas munkanélküliség ugyanakkor arra utal, hogy a gazdaság potenciális növekedése érdemben elmarad a válság előtti ütemétől. A Monetáris Tanács a gyenge keresleti környezet tartós fennmaradására számít, ami a döntéshozók többsége szerint biztosíthatja, hogy az inflációs nyomás az elkövetkező időszakban alacsony maradjon.

Az infláció januárban a vártnál erőteljesebben lassult, a csökkenés az áruk és szolgáltatások széles köréhez köthető. Mindez az inflációs alapfolyamatok számottevően mérséklődő dinamikájával együtt a gyenge belső kereslet erősebb deflációs hatását tükrözheti. A tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az előrejelzéseknél visszafogottabb ütemű év elejei áremelések, valamint a maginfláción kívüli tételeket érintő kormányzati intézkedések következtében a rövid távú inflációs kilátások jelentős mértékben javultak. A középtávú inflációs folyamatok szempontjából azonban bizonytalanságot jelenthet, hogy a vállalati szektor a kormányzati intézkedések hatására emelkedő termelési költségeit milyen mértékben képes beépíteni az árazásába. Ezért a Monetáris Tanács továbbra is kiemelt figyelemmel követi az inflációs alapfolyamatok alakulását. Több tanácsstag úgy vélekedett, hogy a jelenlegi kedvező inflációs folyamatok tartósságának megítélésében további fontos támpontot jelent majd a jegybank márciusban megjelenő inflációs jelentése. A tanács egyik tagja rámutatott, hogy a tartósan gyenge kereslet deflációs hatása még az eddig feltételezettnél is erősebb lehet, így a középtávú inflációs kockázatok a korábban gondoltnál is alacsonyabbnak bizonyulhatnak. Néhány tanácsstag felhívta a figyelmet arra, hogy az erőteljes defláció nem a potenciális növekedés vártnál kedvezőbb, hanem a tény GDP vártnál jóval kedvezőtlenebb alakulásának következménye.

A globális kockázatvállalási hajlandóság az elmúlt hónapban erős maradt, azonban továbbra is kockázatot jelent a kedvező pénzügyi hangulat és a világgazdaság visszafogott növekedési kilátásainak kettőssége. A hazai kockázati megítélés eközben érdemben nem változott. Utóbbival kapcsolatban a testület egy tagja felhívta a figyelmet arra, hogy a támogató pénzügyi környezet mind ez ideig a hazai fundamentumok érdemi javulása nélkül maradt fenn, emiatt a kedvező folyamatok megítélésében fokozott óvatosság lenne indokolt. A tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a sikeres devizakötvény-kibocsátás mérsékelte az ország finanszírozási kockázatait. Egyes tanácsstagok szerint a finanszírozási költségek további csökkenését és a kedvező kockázati megítélés tartós fennmaradását segítheti az Európai Bizottsággal és a Nemzetközi Valutalappal történő együttműködés.

Az augusztus óta tapasztalt forintgyengüléssel kapcsolatban nem volt egységes a testület tagjainak megítélése. Egyes tagok szerint a kedvező globális pénzügyi környezet, a kormányzatnak az alacsony költségvetési hiány melletti elköteleződése a hazai pénzügyi eszközök felárát mérsékelheti, mindezen tényezők pedig indokoltá tehetik a monetáris kondíciók óvatos lazítását. Más tanácsstagok ugyanakkor úgy vélekedtek, hogy a forint augusztus óta tartó gyengülésében fontos szerepet játszottak az eddigi és beárazott kamatcsökkentések, ezért mind az inflációs cél középtávú elérése, mind a lakosság - még mindig magas - nyitott devizapozíciója szempontjából kockázatos lehet a további kamatcsökkentés, helyette kiváró, óvatos monetáris politika indokolt. Néhány tanácsstag arra is felhívta a figyelmet, hogy egyelőre nem látszik érdemi fordulat sem a belföldi fogyasztásban, sem a beruházásban, sem pedig - az erős hitelkínálati korlátok miatt - a hitelezési folyamatokban, így az alacsonyabb jegybanki alapkamatszint a jelenlegi körülmények között nem képes hathatósan támogatni a növekedés beindulását.

A Monetáris Tanács megítélése szerint az elmúlt hónapban beérkezett adatok azt jelzik, hogy a gyenge kereslet deflációs hatása erőteljesen érvényesül, ami a döntéshozók többsége szerint azt valószínűsíti, hogy a vállalatok termelési költségeik emelkedését csak korlátozottan tudják árazásukban érvényesíteni. A tanácsstagok többsége úgy véli,

hogy a kedvező globális pénzügyi piaci környezet a hazai pénzügyi eszközök felárát is tartósan mérsékelheti. Mindezen tényezők tükrében az inflációs cél lazább monetáris kondíciók mellett is elérhető.

Az elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 25 bázispontos csökkentését négy tanács tagja támogatta, míg hárman a kamatszint tartására szavaztak. A jövőbeni monetáris politikai lépések tekintetében a tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az irányadó kamat további csökkentésére akkor kerülhet sor, ha a középtávú inflációs kilátások összhangban maradnak a 3 százalékos céllal, és fennmaradnak a kedvező pénzügyi piaci folyamatok.

#### **Szavazatok:**

<b>alapkamat 5,25 százalékra történő csökkentése mellett:</b>	4	Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Kocziszky György
<b>alapkamat 5,50 százalékos szinten tartása mellett:</b>	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 Monetáris Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2013. március 26-án tartja, amelyről 2013. április 10-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**