



MAGYAR NEMZETI BANK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV
A MONETÁRIS TANÁCS
2013. MÁJUS 28-I ÜLÉSÉRŐL

Közzététel időpontja: 2013. június 12. 14 óra

A jegybanktörvény (a Magyar Nemzeti Bankról szóló, többször módosított 2011. évi CCVIII tv.) 3.5 (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

2 1. MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

Makrogazdaság

3 Áprilisban a fogyasztóiár-index 1,7 százalékra mérséklődött, míg az indirekt adóktól szűrt
4 maginfláció 1,6 százalék volt. A középtávú inflációs folyamatokat megragadó mutatók
5 érdemben nem változtak az előző hónaphoz képest, továbbra is az év eleji alacsony
6 szinten tartózkodnak. A piaci szolgáltatások körében megfigyelt historikusan alacsony
7 infláció a visszafogott belföldi kereslet árleszorító hatását mutatja. A beérkező adatok
8 arra utalnak, hogy a nyomott kereslet korlátozza a vállalati költségek fogyasztói árakba
9 történő áthárítását. A beérkező áprilisi adat alacsonyabb infláció irányába mutat.

10 Előzetes adatközlés alapján 2013 első három hónapjában a GDP negyedéves alapon
11 emelkedést mutatott. Az év elején tapasztalt növekedés a negyedik negyedévi visszaesés
12 korrekciójaként értelmezhető, mely megfelelt a várakozásoknak. Termelési oldalról az
13 egyedi hatások korrekciója mind az iparban, mind a mezőgazdaságban jelentkezhetett.
14 Az alapvetően belföldre termelő ágazatok közül az építőipar teljesítménye növekedett az
15 év elején, míg a kiskereskedelmi adatok alapján a kereskedelem visszaesése
16 mérsékeltebb ütemben folytatódhatott. Felhasználási oldalon a nettó export
17 hozzájárulása továbbra is pozitív lehetett, míg a háztartások fogyasztása a korábbiaknál
18 mérsékeltebb ütemben csökkenhetett. Az egyedi hatások korrekcióját követően a GDP
19 növekedési ütemét az alapfolyamatok határozhatják meg.

20 Az iparban a januári megugrást követően általánosan megtorpanás volt jellemző, az
21 előző év végi visszaesés átmeneti komponensei korrigálódtak. Márciusban az ipar éves
22 alapon 2,9 százalékos csökkenést mutatott az előző évhez képest, negyedéves alapon
23 azonban emelkedett az ipar teljesítménye. Az ipari termelés alapfolyamatai alapvetően
24 nem javultak az előző hónapokban, a beérkezett indikátorok alapján az ipari termelést
25 rövid távon sem hazai, sem külső tényezők nem támogatják érdemben.

26 A mérsékelt inflációs alapfolyamatokban fontos szerepet játszik a nyomott belső kereslet
27 árleszorító hatása. A reálkeresetek az idei év elején stabilizálódtak, a lakossági bizalmi
28 indikátor részben javuló kilátásokat jelez. Mindezek mellett a lakossági fogyasztást az
29 óvatossági megfontolások befolyásolhatják, mely a javuló jövedelmi helyzet mellett is
30 mérsékelt fogyasztási dinamikát vetít előre.

31 Az első negyedévben a versenyszféra bérindexe visszafogottan alakult, mely összhangban
32 van a változatlanul laza munkapiaci környezettel. 2013 márciusában a versenyszféra
33 bruttó átlagkeresete 2,7 százalékkal emelkedett tavaly márciusához képest. Az adatok
34 arra utalnak, hogy a vállalatok a minimálbér-emelésből következő béremeléseken túl a
35 magasabb kereseti kategóriákban nem hajtottak végre érdemi bérfejlesztést. A
36 versenyszféra bérezését az első negyedévben mérsékelt alapfolyamatok jellemezték,
37 mely összhangban van az alacsony inflációs folyamatokkal.

38 Az építőipari termelés márciusban éves alapon 9,9 százalékkal emelkedett, melyhez
39 bázishatások is hozzájárultak. Az építőipari szerződésállomány márciusban 19,6
40 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit, mely az EU források segítségével
41 finanszírozott infrastrukturális projektek növekedését jelzi. A lakossági építőipari
42 termelés továbbra is gyenge teljesítményt mutat.

Pénzügyi piacok

43 Az áprilisi kamatdöntés óta eltelt időszakban a globális piaci hangulat tovább javult. A
44 kockázatvállalási hajlandóságot jelző mutatók szintjei a válság előtti helyzetet idézik. Az
45 optimista hangulat mögött elsősorban a fejlett országok jegybankjainak mennyiségi
46 lazítási programjai állnak: bár a Fed esetében már a QE3 program esetleges kivezetése áll
47 a befektetői figyelem középpontjában, de a japán jegybank eszközvásárlási programjának
48 nagymértékű kibővítése újabb lendületet adott a piacoknak. Ugyanakkor továbbra is
49 megfigyelhető, hogy a pénz- és tőkepiacokon tapasztalt jelentős optimizmust a
50 reálgazdaság állapotát tükröző adatok csak részben, és régióként jelentősen eltérő
51 mértékben támasztják alá, ami pénzügyi folyamatok jövőbeli alakulását övező
52 bizonytalanságra hívja fel a figyelmet.

53 A fejlett tőzszeindexek tovább emelkedtek: mind az S&P, mind a frankfurti DAX
54 historikus csúcsokat ért el. Emellett különösen nagy mértékű volt a japán piacokon
55 tapasztalt erősödés. A feltörekvő piacokat ugyanakkor vegyes tendenciák jellemezték: az
56 ázsiai és a közép-kelet-európai tőzsdék mérsékelt emelkedésével szemben Latin-
57 Amerikában inkább stagnáltak az indexek.

58 Az eurozóna periferián is mérséklődtek a feszültségek: az olasz belpolitikai helyzet
59 stabilizálódása, Görögország felminősítése és a sikeres portugál 10 éves
60 kötvénykibocsátás egyaránt ebbe az irányba hatott, míg Szlovénia leminősítése érdemben
61 nem befolyásolta a folyamatokat. A kedvező globális hangulat az állampapírpiacokat is
62 érdemben befolyásolta: az eurozóna periféria országaiban a hosszú hozamok jelentős
63 volatilitás mellett mérséklődtek, a régiós feltörekvő országok rövid állampapír-hozamai
64 kisebb, míg a hosszú államkötvények hozamai jelentősebb mértékben csökkentek. Ezzel
65 összhangban a menedékeszközök hozamszintje emelkedett.

66 A devizapiacokat is jelentősebb mozgások jellemezték: a QE program lassításáról szóló
67 találgatások hatására az amerikai dollár erősödni kezdett a legtöbb fejlett devizával
68 szemben. A régiós devizák közül a román lej stagnált, míg a lengyel zloty és a cseh
69 korona gyengült az euróhoz képest.

70 A legutóbbi kamatdöntés óta a hazai pénzügyi piaci folyamatok kedvezően alakultak.
71 A forint az euróval szemben az elmúlt hónap során szinte folyamatosan erősödni tudott,
72 így a régiós devizák között felülteljesítő volt. Az árfolyam-várakozások az erősödés
73 irányába tolódtak el, erre utal a várakozások ferdeségét jelző mutató csökkenése, a
74 külföldiek forintpozíciójának emelkedése, továbbá a belföldi szereplők
75 forwardállományában is jelentős csökkenés következett be.

76 Az FX-swap piacon az időszak elején tapasztalt implikált forinthozam-emelkedés
77 korrekcióját követően feszültségmentes kereskedés folyt. A hosszú futamidejű swap-
78 felárak csökkenése a hazánk kockázati megítélésében történt javulást támasztja alá. A
79 magyar 5 éves CDS-felár az időszak eleji 300 bázispontról 275-ig csökkent, mely
80 meghaladja a régiós országoknál tapasztalt csökkenés mértékét. Ezzel összhangban
81 állnak a CDS dekompozíciós módszertanunkból levonható következtetések: a magyar CDS-
82 felár csökkenését kétharmad részben országspecifikus tényezők okozták, egyharmad
83 részben nemzetközi hatások magyarázták.

84 Az elmúlt hónap állampapír aukcióin a diszkontkincstárjegyek iránt alacsony, míg a
85 hosszabb futamidejű kötvények iránt magas kereslet mutatkozott. Az állampapír-piaci

86 referencia hozamok ezzel együtt jelentősen, legtöbb esetben historikus mélypontra
87 csökkentek.

A bankrendszer helyzete

88 Az MNB Pénzügyi Kondíciós Indexének 2013. első negyedéves negatív értéke ismét arra
89 utal, hogy a pénzügyi kondíciók változása tovább fékezte a gazdaságot. Bár 2012 végén
90 javulás volt megfigyelhető, 2013 első negyedévében a gyengülő árfolyam és a
91 hitelezésben tapasztalt kamatmarzs-szintek felülmúlták az alapkamat-csökkentések
92 pénzügyi kondíciókat javító hatásait. Emiatt összességében továbbra is úgy tűnik, hogy a
93 pénzügyi kondíciók, a banki hitelkínálat még mindig akadályozza a kibocsátási rés
94 záródását.

95 Áprilisban a bankrendszer vállalati hitelei jelentősebb mértékben, összesen 71 milliárd
96 forinttal csökkentek. A mérséklődés nagyobb része az előző hónaphoz hasonlóan a
97 forinthitelek állományán realizálódott. A vállalati forinthitelek átlagos kamata a kisebb
98 összegű hiteleknél csökkent márciusban, míg az egymillió euro feletti hiteleknél egyedi
99 hatások miatt nőtt.

100 Áprilisban tovább folytatódott a bankrendszer háztartási hiteleinek leépülése. A
101 mérséklődés összesen 41 milliárd forintot tett ki, és mind a deviza, mind pedig a
102 forinthitelek állományváltozása átlagosnak volt mondható

103 A pénzügyi stabilitási szempontból kulcsfontosságú pénzügyi piacok felől érkező stressz
104 mérésére használt Rendszerszintű Pénzügyi Stressz Index az elmúlt hónapban egy
105 átmeneti emelkedés után visszaállt az utóbbi hónapokban megszokott, historikusan
106 alacsony szintjére. Az index értéke a kilengés során nem közelítette meg a veszélyes
107 zónát. A Likviditási Stresszteszt Index áprilisban nem változott lényegesen az egy
108 hónappal korábbi értékhez képest, a bankok még stressz alatt is képesek megfelelni a
109 szabályozói elvárásnak. A likviditási helyzet ennek alapján összességében megfelelő.

110 Az első negyedév folyamán nagymértékben, 17,9 százalékra nőtt a nem teljesítő hitelek
111 aránya a háztartási portfólión belül. A jelentős emelkedésben nagy szerepet játszott az
112 Erste lízing cégének beolvasztása. A vállalati portfólión belül a 90 napnál nagyobb
113 késétségben levő ügyfelek aránya változatlan maradt.

114 2013 első négy hónapjában az előzetes adatok alapján a bankrendszeri adózás előtti
115 eredménye 92 milliárd forint volt, mely jelentős részben egy bank eredménye. A
116 nagybankok közül négy veszteséges, és csak kettő tud felmutatni pozitív eredményt. A
117 tőke megfelelési mutató rendszerszinten továbbra is megfelelő, de heterogenitás
118 tapasztalható a bankok között.

119 A 2013 első negyedévben induló, kétéves időhorizonton bekövetkező stressz esetére
120 számolt Tőke Stresszteszt Index az előzetes eredmények szerint emelkedett. Ez több okra
121 vezethető vissza. Egyrészt alacsonyabb a kiinduló tőkeszint, másrészt pedig a tavalyi
122 gyenge eredmény miatt csökkent a jövedelemvárakozás is. Az emelkedést ezek mellett az
123 is magyarázza, hogy három nagy banknál - viszonylag kis mértékű - tőkehiány léphet fel.
124 Összességében a teljes tőkeszükséglet stressz pályán sem éri el a 70 milliárd forintot,
125 vagyis kezelhető mértékű.

126 2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

127 A Monetáris Tanács megítélése szerint a tavalyi recessziót követően a gazdaság
128 növekedése idén indulhat meg újra, ugyanakkor mind a külső, mind a belső kereslet
129 továbbra is korlátozott mértékű bővülést vetít előre. A kibocsátás elmarad potenciális
130 szintjétől, a munkanélküliség pedig meghaladja a strukturális tényezők által
131 meghatározott hosszú távú szintjét. A Monetáris Tanács a gyenge keresleti környezet
132 tartós fennmaradására számít, ami biztosítja, hogy az inflációs nyomás az elkövetkező
133 időszakban alacsony maradjon.

134 Az infláció áprilisban erőteljesen lassult, ami részben maginfláción kívüli tételek
135 áralakulásához köthető, ugyanakkor az inflációs alapfolyamatok továbbra is a visszafogott
136 belső kereslet erős árleszorító hatását tükrözik. Az alacsony bérdinamika arra utal, hogy a
137 vállalatok termelési költségeik emelkedéséhez erőteljesebben alkalmazkodnak a
138 munkapiacra keresztül, így a fogyasztói árakon keresztül történő áthárítás mérsékelt
139 lehet. Az energia- és nyersanyagárak, valamint a forint árfolyamának kedvező alakulása
140 szintén támogatja a dezinflációs folyamatot. A tapasztalt tendenciák megerősítették a
141 Monetáris Tanács tagjainak azon véleményét, hogy 2013-ban az infláció tartósan a 3
142 százalékos cél alatt alakulhat és az inflációs nyomás középtávon is mérsékelt maradhat.

143 A Monetáris Tanács egyetértett abban, hogy az előzetes adatok alapján 2013 első
144 félévében a magyar gazdaság kikerülhet a recesszióból. A negyedéves alapon mért erős
145 növekedésben a tavalyi év végi kedvezőtlen egyedi hatások korrekciója is szerepet
146 játszott. A növekedést meghatározó alapfolyamatokban egyelőre nem történt jelentős
147 elmozdulás: a globális konjunkturális kilátások gyengék, miközben a belföldi kereslet
148 bővülését az óvatossági megfontolások korlátozzák. A növekedés tartós élénkülése az év
149 végétől, az exportpiacok keresletének javulásával párhuzamosan várható.

150 A globális pénzügyi piacokat az elmúlt hónap során is erős kockázatvállalási hajlandóság
151 jellemezte. A támogató nemzetközi környezetben a hazai kockázati mutatók tovább
152 mérséklődtek. A Monetáris Tanács értékelése alapján azonban továbbra is kockázatot
153 jelent a kedvező globális pénzpiaci hangulat és a világgazdaság visszafogott növekedési
154 kilátásainak kettőssége, ami az óvatos monetáris politika fenntartását indokolja.

155 A Monetáris Tanács megítélése szerint az elmúlt hónapban beérkezett adatok
156 megerősítik, hogy a gyenge kereslet dezinflációs hatása erőteljesen érvényesül, ezért a
157 vállalatok termelési költségeik emelkedését csak korlátozottan tudják árazásukban
158 érvényesíteni, miközben erősebb munkapiaci alkalmazkodást hajtanak végre.

159 A Monetáris Tanács tagjai ezért egyetértenek abban, hogy az inflációs és reálgazdasági
160 kilátások alacsonyabb alapkamattal konzisztensek.

161 Az elnök a vitát követően kezdeményezte a szavazást, amelynek során a Tanács
162 egységesen az alapkamat 25 bázispontos csökkentését támogatta. A további
163 kamatlépések tekintetében a tanácstagok egyetértettek abban, hogy az irányadó kamat
164 további csökkentésére akkor kerülhet sor, ha a középtávú inflációs kilátások összhangban
165 maradnak a 3 százalékos céllal, és fennmaradnak a kedvező pénzügyi piaci folyamatok.

166

167

168 **Szavazatok:**

| | | |
|---|----------|---|
| alapkamat 4,50 százalékra történő csökkentése mellett: | 7 | Balog Ádám, Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Kocziszky György, Matolcsy György, Pleschinger Gyula |
|---|----------|---|

169 **Jelen voltak:**

170 Balog Ádám

171 Bártfai-Mager Andrea

172 Cinkotai János

173 Gerhardt Ferenc

174 Kocziszky György

175 Matolcsy György

176 Pleschinger Gyula

177

178 **A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2013. június 25-én tartja, amelyről**
179 **2013. július 10-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**