



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV A MONETÁRIS TANÁCS 2013. SZEPTEMBER 24-I ÜLÉSÉRŐL

Közzététel időpontja: 2013. október 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

1. MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

Makrogazdaság

Augusztusban az éves inflációs ráta 0,5 százalékponttal 1,3 százalékra csökkent az előző hónaphoz képest. Az elmúlt hónapokban beérkező inflációs és béradatok változatlanul arra utalnak, hogy a visszafogott keresleti környezet és a laza munkaerőpiac fékezőleg hat az árazási és bérezési döntésekre. A fogyasztóiár-index mérséklődéséhez elsősorban az üzemanyagok és szabályozott árak inflációjának csökkenése járult hozzá. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,5 százalék volt. A középtávú inflációs kilátásokat megragadó mutatók érdemben nem változtak az előző hónaphoz képest és az év eleje óta alacsony szinten alakulnak. A piaci szolgáltatások körében megfigyelt historikusan alacsony infláció a visszafogott belföldi kereslet árleszorító hatását mutatja. A beérkező adatok arra utalnak, hogy a nyomott kereslet korlátozza a vállalati költségek fogyasztói árakba történő áthárítását.

A bruttó hazai termék 2013 második negyedévében a részletes adatok szerint 0,5 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. Szezonálisan igazítva a megelőző negyedévhez képest 0,1 százalékos volt a bővülés mértéke. 2013 második negyedévében folytatódott a magyar gazdaság kilábalása a tavalyi recesszió után, a belső és külső kereslet alapfolyamatainak lassú javulása révén. Termelési oldalról főképp a mezőgazdaság és az építőipar hozzáadott értéke emelkedett, míg felhasználási oldalon főként a beruházásokhoz kötődően bővült a belföldi felhasználás, továbbá az export is emelkedett. Az import bővülése ugyanakkor - amely az élénkülő belföldi felhasználás mellett a készletek emelkedésével függhet össze - a negyedévben számottevően meghaladta a kivitel bővülésének ütemét. Ennek következtében a külkereskedelmi többlet negatívan járult hozzá a GDP alakulásához.

A harmadik negyedévre rendelkezésre álló indikátorok a gazdasági növekedés folytatódását jelzik. Júliusban éves alapon 4,8 százalékkal bővült az ipar teljesítménye, az emelkedés az ágazatok széles körét jellemezte. A belföldi eladások is emelkedtek júliusban így az ipari értékesítéseket korábban jellemző kettősség oldódott. Az előzetekintő indikátorok fokozatosan javuló rövidtávú kilátásokat jeleznek a következő hónapokra.

Az építőipar teljesítménye 2013 júliusában éves alapon 1,9 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit, míg havi alapon 1,6 százalékos mérséklődés volt megfigyelhető. A főként privát szektorhoz köthető, épületek építésére kötött szerződések alakulása alapján az ágazat teljesítménye stabilizálódni látszik, a szektor bizalmi indikátora továbbra is javuló kilátásokat jelez. A kiskereskedelmi értékesítések volumene éves összevetésben 0,6 százalékkal emelkedett júliusban. A havi trendmutatók a kiskereskedelmi forgalom fokozatos emelkedését jelzik 2013 során.

Júliusban a versenyszféra bruttó átlagkeresete éves alapon 4,5 százalékkal emelkedett. Összességében idén a versenyszféra bérezését mérsékelt alapfolyamatok jellemezték, amely folytatódó béralkalmazkodásra utal.

Pénzügyi piacok

Az augusztusi kamatlétszámítás óta a pénzügyi folyamatokat legfőképpen a Fed eszközvásárlási programjának jövőjével kapcsolatos várakozások, és a program változatlan formában történő fenntartására vonatkozó bejelentés alakította. A pénzügyi környezet a szíriai konfliktussal kapcsolatos fejlemények is befolyásolták. A kockázatvállalási hajlandóság a hónap elején csökkent, az időszak végére, a szíriai katonai beavatkozás elmaradása, valamint a várakozásoktól eltérő Fed bejelentés javította a hangulatot.

Az időszakban megjelent makrogazdasági adatok a fejlett országokban jellemzően kedvezőek voltak. Az amerikai adatok többsége megerősítette a piaci szereplők várakozásait abban, hogy a Fed már a szeptemberi ülésen csökkentheti az eszközvásárlások mértékét, a Fed ülésén azonban arról született döntés, hogy fenntartják az eszközvásárlási program jelenlegi méretét. Az eurozónában mind a bizalmi indexek, mind a tényadatok kedvezően alakultak, utóbbiak tanúsága szerint az eurozóna kikerült a recesszióból, és az inflációs értékek is a vártnál kedvezőbbek voltak.

Az Egyesült Államok mellett a többi nagy fejlett országban sem változtak a monetáris kondíciók, a jegybankok igyekeztek a korábbi kommunikációjukat megerősíteni. A fejlett országokban ugyanakkor tovább folytatódott a hozamok emelkedése. A tízéves amerikai állampapírhozamok 3 százalékos szintre emelkedtek, míg az euró benchmark hozam átlépte a 2 százalékos értéket. Mind a régiós, mind az eurozóna periféria országaiban az időszak közepén jelentős hozamemelkedés volt tapasztalható, amely az időszak végére mérséklődött a régióban.

A hónap elején a feltörekvő piaci tőke kivonási hullám - átmenetileg - újabb lendületet kapott. Ezzel párhuzamosan főleg a jelentős folyó fizetési mérleg hiánnyal rendelkező feltörekvő országok devizái gyengültek jelentősen. Az érintett országok jegybankjai különböző eszközökkel reagáltak a kialakult helyzetre, ám ezek nem mindegyike váltotta be a hozzájuk fűzött reményeket. A közép-kelet európai régió országait a tőke kivonási hullám továbbra is csak mérsékelten érintette. A Fed eszközvásárlási programjának változatlan formában történő fenntartására vonatkozó bejelentést követően a feltörekvő országokra nehezedő piaci nyomás enyhült.

A piaci folyamatokat hazánkban augusztus vége óta a nemzetközi fejleményeken kívül leginkább a devizahiteles mentőcsomaggal kapcsolatos hírek és a hazai monetáris politika jövőbeli vitelével kapcsolatos várakozások befolyásolták. Összességében a régióhoz képest kedvező irányú elszakadás mutatkozott Magyarország kockázati megítélésének tekintetében.

A hazai állampapír-piaci hozamgörbe rövid szakaszán 30 bázispontos, hosszú szakaszán 60-80 bázispontos mérséklődés volt tapasztalható. A hosszú hozamok mozgása meglehetősen volatilis volt, az időszak közepén a szíriai feszültség kiéleződésekor a hosszú hozamok még 20-25 bázisponttal voltak magasabban az előző kamatdöntéskor tapasztalt szinteknél. Az elmúlt hónap aukcióit változó kereslet, és összességében csökkenő hozamszint jellemezte. Hazánk kockázati megítélése a régiós társaknál nagyobb mértékben javult, a magyar 5 éves CDS-felár az időszak eleji 325 bázisponttól 272 közelébe süllyedt.

A bankrendszer helyzete

Az MNB Pénzügyi Kondíciós Indexének 2013. második negyedéves értéke arra utal, hogy a pénzügyi kondíciók továbbra is fékezik a gazdasági növekedést. 2013 első negyedévében tapasztalt romlás után a második negyedévben kisebb javulás látható, az index azonban változatlanul negatív.

Augusztusban összesen mintegy 27 milliárddal nőtt a bankrendszer vállalati hitelállománya. A 27 milliárdos állománynövekedés a devizahitelek 68 milliárdos mérséklődése és a forinthitelek 95 milliárdos növekedésének eredőjeként állt elő. A devizahitel-állomány a legtöbb nagybank esetében közel hasonló mértékben csökkent, emellett a forinthitel-állomány növekedése is általánosan megfigyelhető volt. Júliusban az új kihelyezésű vállalati

forinthitelek átlagos kamata az 1 millió euró alatti és feletti hitelösszegek esetében is csökkent. Összességében így az elmúlt 1 év folyamán nagyjából 3 százalékponttal lett alacsonyabb az új kibocsátású hitelek átlagos kamata.

Augusztusban tovább folytatódott a bankok háztartási hiteleinek leépülése. A 33 milliárdos mérséklődés teljes egészében a devizahitelek csökkenésének tudható be. A bankok háztartási forinthitel-állománya az előző hónaphoz képest lényegében változatlan maradt. Az új kihelyezésű háztartási lakáshitelek átlagos kamata júliusban is lekövette a bankközi kamatok csökkenését, míg a szabad-felhasználású forint jelzáloghitelek átlagos kamata azt meghaladóan mérséklődött.

A pénzügyi stabilitási szempontból kulcsfontosságú pénzügyi piacok felől érkező stressz mérésére használt Rendszerszintű Pénzügyi Stressz Index az elmúlt hónapban alacsony szinten maradt, és távol van a veszélyesnek tekintett szinttől.

A Likviditási Stresszteszt Index augusztusban enyhén javult az egy hónappal korábbi értékéhez képest, amely mind a pufferek növekedésében, mind pedig a hiányok csökkenésében tetten érhető. A bankok többsége még stressz alatt is képes megfelelni a szabályozói elvárásnak. Összességében tehát a likviditási helyzet megfelelőnek tekinthető.

A második negyedév folyamán a háztartási portfólión belül – kismértékben - 17,7 százalékra csökkent a nem teljesítő hitelek aránya. A vállalati portfólión belül a 90 napnál nagyobb késétségben levő ügyfelek aránya 20 százalékra nőtt. Az elmúlt 3 negyedévvél ellentétben most szignifikáns volt a portfólió romlási komponens, amelyet a csökkenő tisztítás nem tudott ellensúlyozni.

2013. augusztus végén a bankrendszer kumulált adózás előtti eredménye 88 milliárd forint volt, amely lényegesen több mint az előző évi 44 milliárd forintos eredmény, azonban az azt megelőző évekhez képest annak szintje alacsony. Ez jelentős részben egy bank eredménye, míg a nagybankok közül négy veszteséges. A bankszektor 12 havi gördülő ROE mutatója -1,7 százalék.

Az átlagos tőke megfelelési mutató nőtt, 2013. július végén 16,7 százalék volt, a tőke megfelelés eloszlása azonban továbbra is aszimmetrikus. A Stabilitási Jelentésben publikált, 2013 első negyedévben induló, kétéves időhorizontra vonatkozó Tőke Stresszteszt Index eredménye magasabb stressz szintet jelez a korábbi időszakhoz képest.

2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

Az elmúlt hónapokban a jegybank inflációs alapmutatói historikusan alacsony dinamikát mutattak. A kedvező inflációs alapfolyamat a visszafogott belső kereslet, a mérséklődő külpiazi inflációs nyomás és az inflációs várakozások fokozatos alkalmazkodásának együttes eredménye. Az alacsony inflációs környezetet az idén több lépcsőben végrehajtott szabályozottár-csökkentések is érdemben támogatják, bár hosszabb távon fokozatosan jelentkezhet az egyes ágazatok termelési költségeit növelő kormányzati intézkedések hatása a vállalati szektorban. A visszafogott belső kereslet mellett azonban a fogyasztói árakba történő továbbhárítás várhatóan fokozatos és csak részleges lehet. A vállalati jövedelmezőség helyreállítása, a laza munkapiaci környezet és az inflációs várakozások alkalmazkodása előretekinve mérsékelt bérdinamikát eredményezhet. Ezen folyamatok segítik az alacsony inflációs környezet fennmaradását, amely hozzájárulhat ahhoz, hogy a gazdaság nominális pályáját erősebben horgonyozza a jegybank inflációs célja. A Monetáris Tanács fenti tényezőkön alapuló megítélése szerint a magyar gazdaságban nincs érdemi inflációs nyomás, így az inflációs cél középtávú elérése a továbbiakban is laza monetáris politikát indokol.

A Monetáris Tanács véleménye szerint a következő negyedévekben a gazdasági növekedés fokozatos gyorsulása várható. Az alapfolyamatok lassú javulásához mind az export, mind pedig a belső keresleti tételek hozzájárulnak. A növekedést rövidtávon továbbra is az export vezetheti, ugyanakkor a háztartások rendelkezésére álló jövedelem vásárlóértéke is emelkedik az alacsony infláció, valamint a közszféra egyes csoportjait megcélzó béremelés miatt. A kereslet összességében azonban továbbra is elmarad a gazdaság termelőkapacitásainak szintjétől, így a reálgazdasági környezet előretekinve dezinflációs hatású marad. A negatív kibocsátási rés az előrejelzési horizont végén zárulhat.

A magyar gazdaság külső egyensúlyi többlete idén tovább növekedhet, amelyet a javuló cserearány hatására is emelkedő külkereskedelmi egyenleg, a jövedelemegyenleg várhatóan mérséklődő hiánya és az EU-transzferek emelkedő felhasználása magyaráz. A külkereskedelem többlete 2014-ben ugyanakkor — részben a beruházások mellett az importot is növelő Növekedési Hitelprogram hatására — nem emelkedik tovább, miközben az új Európai Unió költségvetési periódus miatt az EU-transzferek összege mérséklődhet. A magas külső finanszírozási képességgel párhuzamosan azonban továbbra is folytatódhat a külső adósságráták mérséklődése, amely csökkenti az ország sérülékenységét.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a gazdaság szabad kapacitásainak mértéke és dezinflációs hatása, valamint a külső környezet alakulásával kapcsolatos bizonytalanság jelentheti a monetáris politika jövőbeli vitele szempontjából leginkább releváns kockázatot. A beruházások alakulását, és ennek nyomán a gazdaság potenciális kibocsátásának jövőbeli pályáját kétirányú kockázatok övezik. A Monetáris Tanács úgy látja, hogy a gyenge beruházási aktivitás és a finanszírozási korlátok következtében a magyar gazdaság potenciális kibocsátása a válságot követően lassan bővül, a termelésbe bevonható kapacitások mértékét ugyanakkor jelentős bizonytalanság övezi. Ha a termelőkapacitások a becsültnél csak kisebb mértékben sérültek, akkor a potenciális kibocsátás pályája magasabban húzódhat, a gazdaság ciklikus pozíciója nyitottabb lehet.

A Monetáris Tanács értékelése szerint a magyar gazdaság külső környezetében mind reálgazdasági, mind pénzügyi piaci oldalról jelentkezhetnek olyan fejlemények, amelyek az ország kockázati megítélését kedvezőtlenül érintik és

korlátozhatják a monetáris politika mozgásterét. A beruházások előretételeként kedvezőbben alakulhatnak, ha a Növekedési Hitelprogram keretében nyújtott hitelekkel a vállalatok nagyobb arányban fenntartható és addicionális beruházásokat valósíthatnak meg. Kedvezőtlenebb pályát eredményezhet, ha a beruházások válság során tapasztalt visszaesése a vártnál tartósabb folyamat.

Előbbieknél tükrében a Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az inflációs és reálgazdasági folyamatok egyaránt lehetőséget adnak a monetáris kondíciók további lazítására. A lazítás mértékét illetően azonban nem volt egységes a döntéshozók megítélése. A Tanács egy tagja felhívta a figyelmet a magyar állampapír-piaci hozamgörbe meredekségének emelkedésére, amely véleménye szerint jelezheti a kamatcsökkentési ciklus folytatásával kapcsolatos piaci aggodalmakat is, ezért – Magyarország magas külföldi finanszírozási igényének figyelembe vételével - óvatosabb mértékű alapkamat-csökkentést javasolt. A többi tanácsstag véleménye szerint ugyanakkor az inflációs, valamint reálgazdasági folyamatok, illetve a nemzetközi események az augusztusival megegyező mértékű lazítással vannak összhangban, amelyet az előző kamatdöntés óta a hozamgörbe hosszú oldalán tapasztalt hozamcsökkenés is alátámaszt, így nem látták indokoltnak a kamatvágás mértékének csökkentését.

Az elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 20 bázispontos csökkentését hat tanácsstag támogatta, míg a Tanács egy tagja a kamatszint 10 bázispontos mérséklése mellett tette le voksát. A Monetáris Tanács úgy látja, hogy az inflációs és reálgazdasági kilátások alapján, az ország kockázati megítélésének figyelembevételével sor kerülhet még óvatos kamatcsökkentésre.

Szavazatok:

alapkamat 3,60 százalékra történő csökkentése mellett:	6	Balog Ádám, Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János Gerhardt Ferenc, Kocziszky György, Matolcsy György
alapkamat 3,70 százalékra történő csökkentése mellett:	1	Pleschinger Gyula

Jelen voltak:

Balog Ádám

Bártfai-Mager Andrea

Cinkotai János

Gerhardt Ferenc

Kocziszky György

Matolcsy György

Pleschinger Gyula

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2013. október 29-én tartja, amelyről 2013. november 13-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.