



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

Közzététel időpontja: 2013. december 4. 14 óra

A jegybanktörvény (a Magyar Nemzeti Bankról szóló, 2013. évi CXXXIX. 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

Októberben az éves inflációs ráta 0,5 százalékponttal 0,9 százalékra mérséklődött az előző hónaphoz képest. A csökkenés nagy részét az üzemanyagárak mérséklődése, illetve az alacsonyabb élelmiszerárak magyarázzák. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,5 százalék volt. A középtávú inflációs kilátásokat megragadó mutatók érdemben nem változtak az előző hónaphoz képest, az év eleje óta alacsony szinten alakulnak. A beérkező adatok arra utalnak, hogy a nyomott kereslet továbbra is korlátozza a vállalati költségek fogyasztói árakba történő áthárítását.

A bruttó hazai össztermék a KSH előzetes adatközlése szerint 2013 harmadik negyedében 1,7 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, a megelőző negyedévhez képest pedig szezonálisan igazítva 0,8 százalékos bővülés volt megfigyelhető. A rendelkezésre álló havi indikátorok alapján termelési oldalon elsősorban az ipar, az építőipar, és a mezőgazdaság járulhatott hozzá a növekedéshez a harmadik negyedévben. Felhasználási oldalon a nettó export és az állami beruházások bővültek érdemben, miközben a lakossági és vállalati beruházások visszafogottan alakulhattak.

A beérkezett havi termelési adatok alapján szeptemberben bővült a főbb ágazatok teljesítménye, és az előzetes indikátorok a növekedés folytatódását vetítik előre. Az ipari termelés 5,5 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit, havi alapon pedig 1,9 százalékkal emelkedett. A növekedésben elsősorban a járműgyártás ágazat játszott szerepet. Az új rendelések jelentős mértékben, 31 százalékkal emelkedtek az előző év azonos hónapjához viszonyítva, ezen belül az új exportrendelések 30,6, az új belföldi rendelések 34,3%-kal nőttek. Az építőipari termelés az előző év azonos hónapjához képest 9,3 százalékkal, augusztushoz viszonyítva pedig 0,9 százalékkal bővült. A növekedés elsősorban az egyéb építmények építésére vonatkozó szerződések miatt következett be, de a privát szférához köthető épületek építésére vonatkozó szerződések volumene is nőtt. Az újonnan kötött szerződések volumene 49,2 százalékkal magasabb volt az egy évvel korábbinál, amely a termelés további növekedését vetíti előre.

A GDP felhasználási oldalán a lakossági fogyasztás folytatódó bővülésére utal, hogy a kiskereskedelmi forgalom éves alapon 0,3 százalékkal emelkedett. A növekedéshez elsősorban az üzemanyag-kiskereskedelem bővülése járult hozzá. Szeptemberben az áruforgalom emelkedő szintje mellett a nettó export növekedett. Mind az export, mind az import dinamikája érdemben bővült éves alapon. Az exportvolumen havi alapon mért bővülésében az ipari exportértékesítés bővülése játszhatott szerepet. Az áruforgalmi egyenleg növekedését a nettó export volumenének emelkedésén túl a cserearány javulása is támogatta.

Szeptemberben a versenyszféra bruttó átlagkeresete éves alapon 3,8 százalékkal emelkedett, mellyel folytatódott az év eleje óta megfigyelhető visszafogott bérdinamika. A foglalkoztatás szintje ugyanakkor növekedett a harmadik negyedévben, melyhez a versenyszférában foglalkoztatottak számának növekedése is hozzájárulhatott. A munkanélküliségi ráta 9,8 százalékra csökkent a harmadik negyedévben.

Pénzügyi piacok

Az októberi kamatdöntés óta eltelt időszakban a vezető jegybankok monetáris politikájával kapcsolatos fejlemények, valamint a régióként jelentős eltéréseket mutató makrogazdasági adatok voltak meghatározóak pénz- és tőkepiaci szempontból. A Federal Reserve esetében az eszközvásárlási program potenciális mérséklése és a leendő elnök Janet Yellen szenátusi meghallgatása került a befektetők fókuszában. Az október végén megjelent kamatdöntés utáni közlemény a vártnál némileg a szigorúbb monetáris politikai kondíciók irányába mutatott, mely érdemi hatást gyakorolt a piacra. A hónap végén megjelenő jegyzőkönyv szintén enyhén a hangulatromlás irányába hatott. Az Európai Központi Bank (EKB) az elmúlt hónapban végrehajtott kamatcsökkentését követően is változatlan formában fenntartotta az alacsony kamatszint huzamosabb ideig történő fenntartására irányuló előretekintő iránymutatását.

A feltörekvő régiókban több központi bank is kamatot emelt, míg a közép-európai régióban a cseh jegybank devizapiaci intervenciója számított jelentős eseménynek. Emellett kiemelt figyelmet kaptak a kínai kormányzat változó gazdaságpolitikai keretrendszeréről szóló hírek is.

A kockázati indexeket tekintve, a VIX főként a kedvező amerikai makrogazdasági adatok és vállalati jelentések hatására folytatta csökkenő trendjét és közel 2 hónapos mélypontra került, a feltörekvő régiók tendenciáit jobban megragadó EMBI Global viszont október végétől jelentősen emelkedett. Hasonló kép rajzolódik ki más mutatók esetében is: a dollár felértékelődött a feltörekvő régió devizáival szemben, és míg a fejlett indexek új csúcspokra emelkedtek, addig a feltörekvők inkább csökkentek az elmúlt egy hónapban. Emellett a hosszú hozamok alakulásában is érdemi eltérések mutatkoztak: az amerikai állampapírhozam novemberi emelkedését az európai hosszú hozamok egyáltalán nem követték le, míg a közép-kelet európai régióban az amerikai hozamok növekedését jóval meghaladó hozamemelkedéseket lehetett tapasztalni.

Az októberi kamatdöntés óta eltelt időszakban viszonylag kevés hazai piacmozgató esemény történt, így a hazai pénzpiaci folyamatokat elsősorban a nemzetközi trendek mozgatták. A magyar vonatkozású hírek közül kiemelt figyelmet kapott a harmadik negyedéves GDP adat, amely pozitívan lepte meg a piacokat és így várakozásokat felfelé mozdította. Emellett a vártnál jóval alacsonyabb inflációs adat a fogyasztóiár-indexre adott becsléseket mozdította lefelé. A devizahiteles csomaggal kapcsolatban a meglévő árfolyamgát kiterjesztéséről, a feltételek enyhítéséről szóló döntést hozott az Országgyűlés. Az Államadósság Kezelő Központ november 18-i devizakötvény kibocsátása az előzetes jelzések miatt a piacon nem okozott meglepetést. A 2 milliárd dollár értékű, 10 éves értékpapírcsomag az amerikai benchmarkhoz viszonyítva 325 bázispontos felárral került értékesítésre.

A forint árfolyamában a korábbi hetek részben országspecifikus erősödéséhez képest korrekció volt tapasztalható. A forint/euró kurzus mintegy 1,8 százalékot gyengülve, 293-ról a 298-as szintig emelkedett. Ez a román lej és a lengyel zloty árfolyamának változatlanságát tekintve alulteljesítésnek számít. A régióban a cseh korona az intervenciók bejelentések hatására látványosan, 6 százalékos meghaladó mértékben gyengült. A hazai 5 éves CDS-felár 16 bázisponttal, 278 bázispontra nőtt. A hazai devizakötvény-felárak érdemben nem változtak. A hazai folyamatok összhangban voltak a régiós CDS-felárak és devizakötvény-felárak mozgásával.

A hónap során az állampapír-piaci hozamgörbe érezhetően meredekebbé vált. A rövid szegmensben érdemben csökkent a hozamszint, ezzel szemben a hosszabb lejáratokon emelkedtek a hozamok. Az elmúlt egy hónapban tartott állampapír-aukciók vegyesen alakultak, az időszak első felében a visszafogott kereslet miatt volt példa a meghirdetett mennyiség csökkentésére, a hónap második felében azonban viszonylag erős kereslet mutatkozott, így a meghirdetettnél több papír került kibocsátásra.

A bankrendszer helyzete

Az MNB Pénzügyi Kondíciós Indexének 2013. harmadik negyedéves értéke arra utal, hogy a pénzügyi kondíciók egyre kevésbé fékezik a gazdasági növekedést. A második negyedéves javulás után a harmadik negyedévben is közeledett az index értéke a nullához.

A bankrendszer vállalati hitelállománya októberben 18 milliárd forinttal emelkedett. A vállalati hitelállomány kismértékű növekedését a devizahitelek 48 milliárd forintos mérséklődése és a forint hitelek 66 milliárd forintos emelkedése eredményezte. Októberben is tovább folytatódott a hazai bankrendszer hitelállományának leépülése a háztartási szektorban. A csökkenés mintegy 34 milliárd forintot tett ki, és csak a devizahitel állomány csökkent. Az új kihelyezésű háztartási lakáshitelek átlagos kamata szeptemberben tovább csökkent, míg a szabad felhasználású jelzáloghiteleknél alig volt változás.

A 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 7,9 százalék, érdemben nem változott, miközben a pozitív likviditási puffer jelentősen emelkedett. Egyedi banki szinten egy stressz után sem lenne inszolvens bank. Összességében tehát a likviditási helyzet megfelelőnek tekinthető. A harmadik negyedév folyamán 18,3 százalékra emelkedett a nem teljesítő hitelek aránya a háztartási portfólión belül. Az értékvesztés eredményrontó hatása kevesebb, mint egytized százalékponttal, 2,8 százalékra nőtt. A nemteljesítések enyhe növekedése mellett növekvő értékvesztés a fedezettség 50 százalék feletti szinten maradásához volt elég. A vállalati portfólión belül a 90 napnál nagyobb késétségben levő ügyfelek aránya 19,5 százalékra csökkent. A viszonylag alacsony portfólióromlás mellett ezt az is magyarázta, hogy a válság kezdete óta először nőtt a vállalati hitelállomány. Az értékvesztés eredményrontó hatása enyhén csökken 3,2 százalékra. Ez elegendő volt ahhoz, hogy fennmaradjon az 55 százalékot meghaladó fedezettség.

2013. október végén a bankrendszer kumulált adózás előtti eredménye 86 milliárd forint volt, amely lényegesen magasabb, mint az előző évi mindössze 21 milliárd forint, azonban historikusan alacsonynak mondható. Ez jelentős részben egy bank eredménye, amelyik 139 milliárdos adózás előtti eredményt tudott felmutatni. A nagybankok közül négy veszteséges.

Az átlagos tőkeemfelelési mutató enyhén csökkent, 2013. szeptember végén 16,45 százalék volt, a tőkeemfelelés eloszlása pedig továbbra is aszimmetrikus. A 2013 második negyedévben induló, kétéves időhorizontra vonatkozó Tőke Stresszteszt Index eredménye alacsonyabb stressz szintet jelez a korábbi időszakhoz képest.

2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács megítélése szerint idén folytatódik a magyar gazdaság bővülése, amelyet jövőre további élénkülés követhet. Az erősödő gazdasági aktivitás mellett a kibocsátás továbbra is elmarad potenciális szintjétől, miközben a magas, de csökkenő tendenciájú munkanélküliség meghaladja a strukturális tényezők által meghatározott hosszú távú szintjét. A Monetáris Tanács a fokozatosan élénkülő külső konjunktúra mellett a gyenge belső keresleti környezet fennmaradására számít, amelynek következtében az inflációs nyomás középtávon is mérsékelt maradhat.

Az infláció októberben tovább mérséklődött, amelyet az üzemanyag-árak csökkenése mellett főként az élelmiszer- és a szabályozott árak alakulása magyaráz. A középtávú kilátásokat megragadó inflációs alapfolyamat mutatók érdemben nem változtak az előző hónapokhoz képest, az év eleje óta megfigyelhető alacsony dinamika a gyenge belső kereslet és a külső környezet dezinflációs hatását tükrözi. A visszafogott bérdinamika arra utal, hogy a vállalatok termelési költségeik emelkedéséhez erőteljesebben alkalmazkodnak a munkapiacra keresztül, a fogyasztói árakon keresztüli áthárítás korlátozott és fokozatos lehet. Az alacsony inflációs környezet erősítheti az inflációs várakozások horgonyozottságát. Mindezek alapján a Monetáris Tanács megítélése szerint az inflációs nyomás középtávon is mérsékelt maradhat. A monetáris politika ebben a környezetben laza monetáris kondíciókkal segítheti az inflációs cél középtávú elérését.

A harmadik negyedéves előzetes GDP adat a növekedési kilátások folyamatos javulására utal. A következő negyedévekben a gazdasági növekedés további fokozatos élénkülése várható, amelyhez mind az export, mind pedig a belső keresleti tételek hozzájárulhatnak. A belső kereslet javulása a folytatódó mérlegalkalmazkodás és a háztartások óvatossága miatt fokozatos lehet. Az export bővülése a külső kereslet élénkülése mellett folytatódhat, amelyben érdemi javulás az idei év végétől várható.

A nemzetközi befektetői hangulat a globálisan meghatározó jegybankok nem konvencionális eszközeinek jövőjével kapcsolatos bizonytalanság következtében változékonyságban alakult, miközben Magyarország kockázati megítélése az elmúlt hónapban a fejlődő piaci tőkekivonás újabb hullámával egyidejűleg enyhén romlott. A Monetáris Tanács értékelése szerint a nemzetközi pénzügyi környezet összességében támogató maradt, azonban a globális pénzügyi hangulat változékonysága továbbra is kockázatot jelent, ami az óvatos monetáris politika fenntartását indokolja. Néhány tanácsstag felhívta a figyelmet arra, hogy az EKB legutóbbi kamatcsökkentése, valamint az esetlegesen bevezetendő további likviditásbővítő intézkedések a támogató pénzügyi környezet fennmaradásának irányába mutatnak.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságot számottevő kihasználatlan kapacitás jellemzi, az inflációs nyomás tartósan mérsékelt maradhat. A 3 százalékos inflációs cél középtávú elérése további monetáris lazítás irányába mutat. A globális pénzügyi környezet változékonyságban alakul, a monetáris politika mozgásterét az ország kockázati megítélésének tartós és érdemi elmozdulása befolyásolhatja.

Előbbieket tükrében a Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az inflációs és reálgazdasági folyamatok egyaránt konzisztensek a monetáris kondíciók további lazításával. A kamatcsökkentés mértékét illetően azonban

nem volt egységes a döntéshozók megítélése. A Tanács egy tagja felhívta a figyelmet arra, hogy Magyarország kockázati megítélését alapvetően külső körülmények befolyásolják, melyek véleménye szerint meglehetősen törékenyek, ezért szükséges figyelni a hozamgörbe meredekségét, illetve a külföldiek kezében lévő forint-kötvényállomány alakulását, amelyek figyelembe vétele jelenleg a korábbinál is óvatosabb mértékű alapkamat csökkentést tehet indokolttá. A többi tanácsstag azonban az inflációs és reálgazdasági folyamatokra, valamint a támogató nemzetközi környezetre tekintettel nem látta indokoltnak az amúgy is óvatos monetáris lazítás ütemének további lassítását. A 20 bázispontos csökkentésre szavazó döntéshozók egyetértettek abban, hogy a globális pénzügyi piaci kilátások alakulását nem lehet nagy biztonsággal előrejelezni, ugyanakkor hangsúlyozták, hogy egyértelmű jelek hiányában nem célszerű megelőző jelleggel reagálni az ilyen típusú kockázatra, különösen akkor, amikor a reálgazdaság helyzete és az inflációs kilátások további lazítást indokolnak.

Az ülést levezető elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 20 bázispontos csökkentését hét 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 3,20 százalékra történő csökkentése mellett:	7	Balog Ádám, Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Kandrács Csaba, Kocziszky György, Windisch László
alapkamat 3,30 százalékra történő csökkentése mellett:	1	Pleschinger Gyula

Jelen voltak:

Balog Ádám

Bártfai-Mager Andrea

Cinkotai János

Gerhardt Ferenc

Kandrács Csaba

Kocziszky György

Pleschinger Gyula

Windisch László

A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2013. december 17-én tartja, amelyről 2014. január 8-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.