



MAGYAR NEMZETI BANK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV  
A MONETÁRIS TANÁCS  
2012. OKTÓBER 30-I ÜLÉSÉRŐL

**Közzététel időpontja: 2012. november 14. 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

A legutóbbi kamatdöntés óta beérkezett makrogazdasági adatok a szeptemberi inflációs jelentés alappályájával összhangban állnak. A szeptemberi inflációs adat kissé alacsonyabb volt jegybank szakértői által vártnál, azonban az árindex alakulását a következő hónapokban több, felfelé mutató kockázat övezi. Az ipari termelés ugyan emelkedett, azonban a bizalmi indikátorok és az alapfolyamatokat megragadó mutatók is kedvezőtlen tendenciákra utalnak, miközben a beérkező építőipari és kiskereskedelmi adatok továbbra is a belső kereslet visszafogottságát jelzik.

2012 szeptemberében érdemben gyorsult az infláció, a fogyasztóiár-index 6,6 százalékra emelkedett, míg az éves maginfláció 5,3 százalék volt. Az infláció 0,6, a maginfláció 0,2 százalékponttal emelkedett az előző hónapoz képest. A beérkező adat meghaladta a piaci várakozásokat és az előző havi értéket, azonban enyhén alacsonyabban alakult a szeptemberi jegybanki előrejelzésnél. Az infláció gyorsulásának hátterében főként az emelkedő nyersanyagköltségek (élelmiszer, olaj) áremelő hatása áll, ami a fogyasztói kosár egyre szélesebb körében jelentkezett. Ugyanakkor az inflációs alapfolyamatokban enyhe lassulás figyelhető meg. Leginkább a keresletérzékeny termékkör (piaci szolgáltatások, iparcikkek) esetében mutatkozott meg a gyenge belső kereslet árleszorító hatása, amit a továbbra is negatív kibocsátási rés és az elmúlt hónapokban tartósan az év elejénél erősebb forint is támogatott. Ugyanakkor a szeptemberi előrejelzésnél kedvezőbb adatot részben egyedi hatások okozták, amelyekben a következő hónapokban korrekció várható. További felfelé mutató kockázatot jelent az élelmiszerár-sokk begyűrűzése, illetve a magasabb olajár. Összességében a beérkező adat a rövid távú inflációs kilátásokon nem változtatott.

Az ipari termelés 2012 augusztusában júliushoz képest jelentősen, 4,3 százalékkal emelkedett. Az ipari termelést az új autóiipari kapacitások és néhány átmeneti hatás növelte, de a gyenge keresleti környezetben a belföldre termelő ágazatok kibocsátása változatlanul visszafogottan alakult, a feldolgozóipar főbb ágazataiban is a termelés lassulása volt jellemző. Az ipari értékesítés is stagnált az előző év azonos időszakához képest. A külkereskedelmi mérleg augusztusban mérsékelten csökkent, ami emelkedő export és import mellett valósult meg. A cserearány az előző hónapoz képest jelentős mértékben javult. A kedvező adat ellenére a bizalmi indikátorok romló külső környezetet vetítenek előre, illetve a hazai kilátások is romlottak a korábbi hónapokhoz képest. Erre utal az új rendelések év eleji szint alá csökkenése, valamint a német új rendelések mérsékelt visszaesése is.

Emellett az építőiparból is kedvezőtlen hírek érkeztek. A termelés volumene augusztusban mind éves, mind havi összevetésben 5,3 százalékkal csökkent. Az év első nyolc hónapjában a termelés összesen 7,0 százalékkal esett vissza 2011 azonos időszakához képest.

A teljes (gépjármű, -alkatrész értékesítésekkel együtt számított) kiskereskedelmi forgalom volumene augusztusban 3 százalékkal volt alacsonyabb az előző év azonos időszakának értékénél. A forgalom visszaesése a termékek széles körében volt megfigyelhető. A lakossági fogyasztást leginkább meghatározó tényezők közül a reál nettó keresetösszeg továbbra is csökkent éves összevetésben, emellett a változatlanul

gyenge hitelaktivitás is korlátozza a fogyasztást. A beérkezett építőipari és kiskereskedelmi adatok alapján a nemzetgazdasági beruházási és fogyasztási kereslet változatlanul visszafogottan alakul.

Augusztusban a bruttó átlagkeresetek a nemzetgazdaságban 3,8 százalékkal, a versenyszférában 6,6 százalékkal emelkedtek, míg a rendszeres keresetek éves indexei rendre 4,9 és 7,9 százalék voltak. Az év első felében megfigyelt markáns béremelkedéseket követően az utóbbi hónapokban némileg mérséklődött a versenyszféra bérezési üteme. A rendszeres keresetek havi dinamikái alapján a nyári hónapok nem hoztak érdemi elmozdulást a bérezésben, ugyanakkor fontosnak tartjuk kiemelni, hogy az év ezen szakaszában nem jellemző a foglalkoztatottak átbérezése, így e hónapok bérdinamikái csak kevés információt hordoznak az év egészét jellemző bérfolyamatokra vonatkozóan. Az idei év bérezéséről érdemi információt az év utolsó hónapjainak adatai hordozhatnak, amelyek esetében a gyenge konjunktúrával összhangban számottevő prémium visszafogásokra számíthatunk. Az augusztusi munkaerő-felmérés szezonálisan igazított adatai alapján az utóbbi hónapokban megállt az aktivitás és a foglalkoztatottság emelkedése. Eközben a munkanélküliségi ráta 10,5 százalék körül alakult, ami kissé alacsonyabb az idei év elején megfigyelt értékeknél – azonban szeptemberben mind a regisztrált álláskeresők, mind a tartósan (1 éve vagy régebben) nyilvántartott álláskeresők száma emelkedett.

Az elmúlt hetekben a kormányzat két lépesben jelentős költségvetési kiigazító lépéseket jelentett be. Az intézkedések méretüket tekintve közelítőleg megfeleltek a szeptemberi inflációs jelentésbe technikai módon beépített feltevéseknek. Az intézkedések várható makrogazdasági hatásai jelenleg csak számottevő bizonytalanság mellett ítéltelők meg: a jövő évi reálgazdasági és inflációs kilátásokat szeptemberi előrejelzésünkhöz képest várhatóan nem befolyásolják érdemben, középtávon azonban a vállalatok termelési költségeinek emelkedésén keresztül költségoldali nyomást okozhatnak, valamint a bankrendszer tőkevonó képességének csökkentésén és a hitelezés visszafogásán keresztül a gazdaság növekedési potenciálját is mérsékelhetik.

### Pénzügyi piacok

Változó hangulat jellemezte a globális pénzügyi piacokat az elmúlt egy hónapban. Az időszak első felében a kockázatvállalási kedvre pozitív hatással voltak az Egyesült Államokból és a Kínából érkező kedvező makroadatok. Az eurozóna periferiájával kapcsolatban is viszonylagos nyugalom volt tapasztalható, összességében vegyes, enyhén pozitív irányba mutató hírek érkeztek. Az időszak második felében már a negatív hírek hatása erősödött: az Egyesült Államokban vegyes adatközlésekkel folytatódott a negyedéves jelentési szezon, a spanyol helyzettel kapcsolatban pedig újra erősödtek az aggodalmak. Emellett az EU-csúcson sem történt fontosabb bejelentés, ami kisebb csaldást keltett a piacok számára. A tervezett bankunió részletei továbbra is tisztázatlanok, az előkészületek a tervek szerint 2013-ban is folytatódhatnak, a megvalósításra ezek lezárása után kerülhet sor.

Bár a vezető fejlett piaci tőzsdeindexek 3 százalék körüli esése és a részvénytőzsdén a volatilitás növekedése a globális piaci hangulat romlásának irányába mutat, az időszak egészét tekintve több mutató inkább a kockázatvállalási kedv erősödésére utal. Az EMBI feltörekvő piaci hozamindex csökkent, és a mediterrán országok hozamfelárai is mérséklődtek.

Az elmúlt hónap legfontosabb hazai piacbefolyásoló eseményeinek a szeptember végi jegybanki kamatcsökkentésen kívül az október 5-én illetve 17-én bejelentett költségvetési intézkedések bizonyultak. Az IMF megállapodással kapcsolatban továbbra sem történt lényeges előrelépés, ugyanakkor pozitív visszhangot kapott az MNB tranzakciós adójának eltörléséről szóló döntés.

Magyarország piaci megítélése kedvezően változott: a kockázati felárak globális csökkenésénél nagyobb mértékben javultak a magyar mutatók, csökkentek a hozamok és erősödött a forint. Ennek hátterében elsősorban az október 5-én bejelentett költségvetési korrekciók lehetnek, ugyanakkor az október 17-i bejelentések hatására az országspecifikus komponens már kockázati feláraink emelkedésének irányába hatott. Az első kiigazítás kedvező piaci fogadtatását az elemzők a kiadás oldali intézkedések magasabb arányával és a strukturális reformok jelenlétével magyarázták. Bár a kormány hiánycél tartásával kapcsolatos elkötelezettségének pozitív az üzenete, elemzők szerint fokozza a növekedési kilátásokkal kapcsolatos aggodalmat, hogy a második csomag szinte kizárólag adóemeléseket tartalmaz.

A legutóbbi kamatdöntést követő napokban az euro-forint árfolyam 283 és 287 közötti sávban mozgott, majd október elejétől néhány nap alatt elérte a 278-as szintet, mintegy két százalékkal felülteljesítve a többi régiós devizát. Az elmúlt napokban enyhe korrekció zajlott, jelenleg a 280-282 közötti sávban zajlik a kereskedés. A spot devizapiacra jelentős forintvételi érdeklődést tapasztalhattunk a külföldi szereplők részéről.

Az 5 éves CDS felár egy hónap alatt kiugró mértékben csökkent: 110 bázispontos esést követően a 240 bázispontos szint közelében érte el minimumát. A csökkenés mértéke enyhén meghaladja a hasonló kockázatú régiós országokban tapasztaltat. Dekompozíciós módszertanunk szerint felerészben országspecifikus okokra volt visszavezethető a mérséklődés, ami főleg az első költségvetési bejelentést követő két hétben bontakozott ki, míg a kedvező globális környezet lényegében folyamatosan hatott a csökkenés irányába. A november 1-jén hatályba lépő, a fedezetlen CDS pozíciókat tiltó EU rendelet is szerepet játszhat a CDS felárak (és a hozamok) csökkenésében, ennek hatása a hasonló kockázatú országok esetében is jól érzékelhető volt. A vizsgált időszak végi hangulatromlás közepette 270 bázispont fölé korrigált a jegyzés.

A devizakötvény-hozamok alakulása szintén javuló kockázati megítélést tükrözött. Az 5 év múlva lejáráó euróban denominált magyar államkötvények a hasonló német kötvényekhez viszonyított felárának 80 bázispontos csökkenése régiós összehasonlításban is jelentős.

Az állampapírok másodpiaci hozamai minden lejáraton közel azonos mértékben, 60-70 bázisponttal mérséklődtek az előző kamatdöntés óta, de a hozamgörbe meredeksége a hónap közben jelentősebb változásokat mutatott. Míg a kamatdöntést követően csak a rövid oldal csökkent és a hosszú hozamok 10-30 bázispontos emelkedést mutattak, addig a kormányzati bejelentéseket követő időszakban már inkább csak a hosszú hozamok estek. Ennek, valamint a kedvező globális hangulatnak köszönhetően a tíz éves állampapírhozam átmenetileg 7 éves mélypontra csökkent. Folytatódott a nagy érdeklődés a magyar állampapír-aukciókon is: a kibocsátásokat minden lejáraton többszörös túljegyzés és gyakran a meghirdetettnél nagyobb eladás jellemezte. Ezzel párhuzamosan újabb rekord szintre, 4900 milliárd forint fölé emelkedett a külföldiek teljes állampapír-állománya.

A pénzügyi árjegyzések a következő három hónap egészére vonatkozóan két 25 bázispontos kamatcsökkentést biztosan, és további egy 25 bázispontos lépést 50 százaléknál kisebb eséllyel áraznak. Az októberi kamatdöntésre a Bloomberg elemzői felmérése szerint 14 megkérdezettből 12-en 25 bázispontos kamatcsökkentést valószínűsítene, ketten pedig az alapkamat szinten tartását várják.

### A bankrendszer helyzete

A bankrendszer vállalati hitelezése kismértékben ugyan, de növekedett szeptemberben. A növekedést a rövid forinthitelek állományának emelkedése magyarázta, a devizahitelek állománya ugyanakkor csökkent. A vállalati forinthitelek átlagos kamata szeptemberben mind az alacsonyabb összegű, mind a nagyobb összegű szerződések esetében enyhén csökkent.

A háztartási hitelek állománya az előző hónapban látottnál nagyobb mértékben csökkent szeptemberben. A teljes állományváltozást a devizahitelek nagymértékű csökkenése és a forinthitelek növekedése eredményezte, amely összetételében hasonlít az előző hónapban megfigyelt folyamatokra. Az új háztartási hitelek kibocsátása továbbra is gyenge a bankrendszerben. Szeptemberben a háztartási lakáscélú hitelek és a szabadfelhasználású jelzáloghitelek átlagos kamata enyhén csökkent.

A pénzügyi stabilitási szempontból kulcsfontosságú pénzügyi piacok felől érkező stressz mérésére használt Rendszerszintű Pénzügyi Stressz Index (REPSI) emelkedett az elmúlt hónapban, de még mindig messze elmarad a kritikus stressz szinttől, és historikusan is alacsonynak mondható. A bankrendszer likviditási kockázata tovább csökkent szeptember folyamán, a likviditási index csökkenő tendenciája szeptemberben sem változott. A szabályozói szint feletti likviditási puffer emelkedett a hónap folyamán, ami ugyancsak a bankrendszer kielégítő likviditási helyzetét mutatja. A tőke stresszteszt index szintén a bankrendszer javuló sokkellenálló képességét jelzi, ami elsősorban az anyabankok által idén végrehajtott tőkeemeléseknek köszönhető. A hazai bankrendszer működésével kapcsolatban kiemelt kockázatot jelent a forráskivonás, a magas nem teljesítő hitelállomány és annak esetleges alulfedezettsége, valamint az alacsony jövedelemtermelő-képesség, ami a hitelezés további visszafogását eredményezheti.

2012. szeptember végén a bankrendszer éven belül kumulált adózás előtti eredménye 12 milliárd forint volt, ami rendkívül alacsony. A bankrendszeri jövedelmezőség továbbra is erőteljesen koncentrálódik. A nagybankok közül három veszteséges. A gyenge jövedelmezőség miatt a hazai bankok hátrányba kerülnek az anyabanki forrásallokációban, ami a továbbiakban is megmutatkozhat a hitelállomány csökkenésében.

## 2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács megítélése szerint idén a gazdaság kibocsátása csökken, a növekedés megindulása csak 2013-ban, az exportpiacok élénkülésével várható. A beérkezett adatok megerősítik, hogy a belső kereslet gyenge, a külső konjunktúra pedig tovább romlik. A tagok egyetértettek abban, hogy a kibocsátás elmarad potenciális szintjétől, a munkanélküliség pedig meghaladja a strukturális tényezők által meghatározott hosszú távú szintjét. A Monetáris Tanács a gyenge keresleti környezet és a laza munkapiac tartós fennmaradására számít. A kedvezőtlen beruházási dinamika, valamint a tartósan magas

munkanélküliség arra utal, hogy a gazdaság potenciális növekedése is számottevően elmarad a válság előtti ütemétől és a tanács által korábban várttól. A kibocsátási rés mértékét illetően ugyanakkor nem volt teljes egyetértés a tagok között. A többség megítélése szerint az inflációs cél elérhető a monetáris politika számára releváns időhorizonton, mert a potenciálistól jelentősen elmaradó növekedés dezinflációs hatása számottevő. Néhány tag szerint a kibocsátási rés mértéke nem olyan mértékben fogja vissza az inflációt, hogy elérhetővé váljon az inflációs cél lazább monetáris kondíciókkal.

Szeptemberben gyorsult az infláció, aminek hátterében elsősorban az élelmiszer- és üzemanyagárak emelkedése állt. A tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a fogyasztóiár-indexet alapvetően a nyersanyagárak emelkedése, az adóemelések és adminisztratív intézkedések tartják magasan. Az infláció idén és jövőre is számottevően meghaladhatja a célt. Az árszintemelő sokkok kifutásával egyre inkább a gyenge belső kereslet dezinflációs hatása érvényesül, a döntéshozók egy része szerint azonban ennek mértéke nem elegendő az inflációs cél eléréséhez és az inflációs alapfolyamatok alakulása sincs összhangban az inflációs céllal. A tanácstagok egyetértettek annak fontosságában, hogy a foglalkoztatás bővülése, illetve a vállalatoknál jelentkező költségoldali inflációs nyomás mérséklése érdekében a bérek jövő évi emelkedése álljon összhangban a gazdaság termelékenységének változásával. A döntéshozók többsége az inflációs célt 2014-ben, az inflációt érintő átmeneti sokkok hatásainak kifutása után, a monetáris kondíciók lazítása mellett is elérhetőnek tartja, a tanácstagok egy része szerint viszont ez csak a monetáris kondíciók szinten tartása mellett volna lehetséges.

A tanácstagok egyetértettek abban, hogy bár az elmúlt hetekben bejelentett intézkedések alátámasztották a kormány elköteleződését az alacsony költségvetési hiánypálya iránt, az intézkedések várható makrogazdasági hatásait számottevő bizonytalanság övezi. Bár a rövid távú reálgazdasági és inflációs kilátásokat várhatóan nem befolyásolják érdemben, középtávon azonban költségoldali nyomást okozhatnak, valamint a bankrendszer tőkevonó képességének csökkentésén és a hitelezés visszafogásán keresztül a gazdaság növekedési potenciálját is mérsékelhetik. Néhány tag azon véleményének adott hangot, hogy az intézkedések jelentős felfelé mutató kockázatokat hordoznak az infláció szempontjából. Mindazonáltal a Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az intézkedések inflációs és reálgazdasági hatásainak felmérése hosszabb időt igényel, így azokat a következő inflációs jelentés készítése során fogják teljeskörűen értékelni.

Jóllehet Magyarország kockázati megítélése érdemben javult az elmúlt hónapban, a tanácstagok eltérően ítélték meg, hogy ebben mekkora szerepe volt az országspecifikus és a globális tényezőknek, valamint a CDS piacot érintő szabályozási változásoknak. A tagok többsége szerint az elmúlt hónap hazai fejleményei meghatározó szerepet játszottak a kockázati mutatók kedvező alakulásában, mások szerint azonban ez nem egyértelmű. Egy tag véleménye szerint elképzelhető, hogy az országkockázati felár esése szinte teljes mértékben a szabályozási változásnak köszönhető, ezért óvatosságra intett ennek túlzottan optimista interpretációjától. A tanács tagjai egyetértettek az Európai Unióval, illetve a Nemzetközi Valutaalappal történő megállapodás fontosságában a kockázati megítélés és a hozamok tartósan kedvező alakulása, az államadósság fenntarthatósága, valamint a hitelezés támogatása és a befektetői környezet kiszámíthatósága érdekében.

A kamatdöntés vitája során a tanácstagok összegezték érveiket az alapkamat szinten tartása, illetve csökkentése mellett. A Monetáris Tanács többsége, a monetáris lazítást támogató tagok azzal érveltek, hogy a gazdaságot továbbra is számottevő kapacitásfelesleg jellemzi, a gazdaságot érő költségsokkok ezért nem rontják a középtávú inflációs kilátásokat, és lecsengésük után a gyenge kereslet dezinflációs hatása érvényesül. A javuló globális pénzügyi piaci környezet a kormányzat alacsony költségvetési hiány melletti erős elköteleződésével együtt a hazai pénzügyi eszközök felárát is tartósan mérsékelheti. Mindezeket figyelembe véve megítélésük szerint a jelenleginél alacsonyabb kamatszint indokolt. A kamat szinten tartását támogató döntéshozók szerint viszont az inflációs és pénzpiaci folyamatok nem indokolják a lazítást. Megítélésük szerint az inflációs cél csak a monetáris kondíciók fenntartása mellett valósulhat meg. Ezek a tagok arra is felhívták a figyelmet, hogy miközben a piaci elemzők kamatvárakozásai az utóbbi hónapokban folyamatosan csökkentek, ezzel egyidejűleg inflációs várakozásaik fokozatosan emelkedtek. Megítélésük szerint a kormányzati intézkedések és a kockázati prémium csökkenése körüli bizonytalanság a jelenleginél óvatosabb monetáris politikát indokolna. A tartás megerősítené, hogy a Monetáris Tanács elkötelezett az árstabilitás megteremtése iránt.

Az elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 25 bázispontos csökkentését négy tanácstag támogatta, míg hárman a kamatszint tartása mellett szavaztak. A jövőbeni monetáris politikai lépések tekintetében a tanács tagjai egyetértettek abban, hogy további kamatcsökkentésre akkor kerülhet sor, ha az elkövetkező hónapokban beérkező adatok alátámasztják a kedvező pénzügyi piaci folyamatok tartósságát, és megerősítik, hogy a középtávú inflációs kilátások összhangban állnak a 3 százalékos céllal.

#### **Szavazatok:**

<b>alapkamat 6,25 százalékra történő csökkentése mellett:</b>	4	Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Kocziszky György
<b>alapkamat 6,50 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 Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2012. november 27-én tartja, amelyről 2012. december 5-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**