



MAGYAR NEMZETI BANK

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

Közzététel időpontja: 2013. április 10. 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

2 1. MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

3 Makrogazdaság

4 A 2012 utolsó negyedévére vonatkozó GDP adat és az év eleji inflációs adatok azonos
5 irányba mutató meglepetést jelentettek. A vártnál mérsékeltebb negyedik negyedévi GDP
6 adattal összhangban a gazdaságot továbbra is jelentős szabad kapacitások jellemezhetik,
7 a kibocsátási rés az elmúlt negyedévekben tágult. Az év eleji vártnál alacsonyabb piaci
8 áremelések a reálgazdasági környezet erős dezinflációs hatását tükrözik. Az infláció
9 meredek csökkenéséhez bázishatás és a szabályozott energiaárak év eleji csökkentése is
10 hozzájárult. A visszafogott keresleti környezetben a fogyasztói árak emelésére csak
11 korlátozott lehetőség nyílik, így a vállalati jövedelmezőség javításában a termelési
12 költségek visszafogottabb emelése lehet a meghatározó. Az év eleji munkapiaci adatok
13 ennek első jeleit mutatják.

14 2013 februárjában a fogyasztóiár-index változása 2,8, a maginfláció 3,6 százalékra
15 mérséklődött. Az infláció mérséklődésében a szabályozott energiaárak 10 százalékos
16 csökkentése mellett az élelmiszerek áralakulása és a korábbi indirektadó-emelések
17 árindexnövelő hatásának kifutása is szerepet játszott. Az inflációs alapfolyamatokat
18 megragadó mutatók alakulása és a piaci szolgáltatások historikusan alacsony éves indexe
19 egyaránt a visszafogott belső kereslet erős árleszorító hatását tükrözi. A vállalatok
20 termelési költségeit növelő intézkedések hatása a visszafogott keresleti környezetben
21 csak korlátozott mértékben jelentkezhethet a fogyasztói árakban.

22 A részletes adatközlés szerint 2012 negyedik negyedévében a bruttó hazai termék 2,7
23 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A beérkező adat az év
24 egészét tekintve 1,7 százalékos visszaeséssel konzisztens. 2012 utolsó negyedévében
25 mélyült a magyar gazdaság visszaesése, amihez a külső és belső konjunktúra lassulása
26 mellett egy-egy ágazatot érintő jelentősebb egyedi hatások is hozzájárultak. Ez utóbbi
27 hatás különösen a kedvezőtlen időjárási körülmények miatt csökkenő mezőgazdasági
28 termelés, illetve az év végi gyárleállások következtében visszafogott ipari termelés
29 esetében volt jelentős. A keresleti folyamatokat tekintve a nettó export növekedési
30 hozzájárulása döntően - az ipar esetében már említett - átmeneti okok miatt
31 mérséklődött, miközben a belföldi kereslet továbbra is visszafogottan alakult.

32 Az ipari termelés érdemben emelkedett januárban az előző hónaphoz képest, így
33 decemberben megfigyelt visszaesés teljes mértékben korrigálódott. A beérkezett adat
34 megerősíti, hogy az ipari termelés tavaly év végi teljesítménye elsősorban kevésbé az
35 alapfolyamatok romlásához, mint inkább átmeneti hatásokhoz volt köthető. Az ipari
36 ágazatok széles körében – a korábbi hónapokkal ellentétben – növekedés volt jellemző.
37 A gépiparon belül a járműgyártás januárban számottevő mértékben emelkedett, a
38 jelentősebb autógyárakban a kapacitáskihasználtság folytatódó bővülése várható az első
39 negyedévben. A külkereskedelmi egyenleg januárban jelentős mértékben javult az előző
40 hónaphoz képest, azonban a magas importdinamika következtében az áruforgalmi többlet
41 elmarad a 2012 második felében megfigyelt átlagos értéktől. A nemzetközi és hazai
42 bizalmi indikátorokban a stabilizálódás jelei mutatkoznak, a rövid távú indikátorok a
43 következő hónapokra mérsékelt növekedést vetítenek előre.

44 Az előzetes adatközlés szerint ugyanakkor a szűk értelemben (gépjármű, és alkatrész
45 értékesítések nélkül) vett kiskereskedelmi forgalom volumene 2013 januárjában 4,1

46 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest, ami továbbra visszafogott
47 lakossági fogyasztásra és óvatos lakossági viselkedésre utal.

48 2013 januárjában a bruttó átlagkeresetek a nemzetgazdaságban 2,5 százalékkal, a
49 versenyszférában 3 százalékkal, az államháztartásban (közfoglalkoztatottakkal együtt)
50 0,9 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest. A versenyszférában a
51 bruttó átlagkeresetek mellett a rendszeres bérek éves indexe is jelentősen csökkent a
52 tavalyi értékhez képest. A piaci szolgáltatások esetében jelentősebben mérséklődött a
53 bérdinamika, összhangban az ágazatban megfigyelt alacsony év eleji árnövekedéssel,
54 valamint a kiskereskedelmi forgalom 2013 elején folytatódó csökkenésével. A rendszeres
55 kereseteken alapuló alternatív bérinflációs mutató alapján is az ágazatok széles körére
56 jellemző volt a bérdinamika lassulása januárban. A béralkalmazkodás mértékének
57 megítélését ugyanakkor nehezíti a havi béradatok volatilitása, így a bérek
58 alapfolyamatainak pontosabb megítélését a következő hónapok adatai segíthetik.

59 Pénzügyi piacok

60 Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban - néhány átmeneti megingást leszámítva -
61 kedvező hangulatban folyt a kereskedés a nemzetközi piacokon. Ennek következtében a
62 kockázati indikátorok mérséklődtek, míg a fejlett piaci tőzszeindexek érdemben
63 emelkedtek, több közülük historikus rekordszintre. Amerikából többnyire javuló
64 makroadatokat láttak napvilágot, ugyanakkor Európában továbbra is fennáll a kettősség a
65 konjunktúramutatók és az előretekintő várakozások terén: miközben kedvezőtlen európai
66 növekedési adatokat publikáltak, az üzleti hangulatindexek és a lakossági bizalmi
67 indikátorok kedvezőbben alakultak. Emellett Európában az olasz választásokkal, valamint
68 a ciprusi mentőcsomag jövőjével kapcsolatos bizonytalanság okozott piaci feszültséget.

69 A hazai fizetőeszköz az időszak közepéig közel 4 százalékkal gyengült az euróval
70 szemben, majd egy átmeneti korrekciót követően több mint egy éve nem látott szintre
71 értékelődött le az után, hogy a Standard and Poor's hitelminősítő Magyarország BB
72 minősítéséhez a korábbi stabil helyett negatív kilátást rendelt, valamint Ciprust is
73 leminősítették. A vizsgált időszakban a külföldi szereplők növelték forint elleni
74 pozícionáltságukat. Mind az elemzői vélemények, mind a piaci jegyzésekből számított
75 mutatók alapján az árfolyam-várakozások gyenge irányba tolódtak el. Ugyanakkor belföldi
76 szereplők (főként az exportőr vállalatok és a lakosság) forintkeresletük növelésével
77 természetes támaszt nyújtottak a hazai devizának, ami tompíthatta annak
78 leértékelődést. Az FX-swap piaci árazásban nem tapasztalható feszültség.

79 Hazánk kockázati megítélése az elmúlt egy hónapban jelentősen romlott. Magyarország
80 CDS-felára február második fele óta közel 40 bázisponttal 350 fölé emelkedett, miközben
81 régió más országainak túlnyomó többségénél stagnálás vagy enyhe csökkenés volt
82 megfigyelhető. A magyar devizakötvények felára egy átmeneti mérséklődés után
83 markánsan, mintegy 40 bázisponttal szintén nőtt az elmúlt időszakban.

84 A forint állampapírok hozama a hozamgörbe rövid végén a kamatcsökkentési
85 várakozásokkal összhangban csökkent, míg a hosszú futamidőkön 25-35 bázispontos
86 emelkedés volt megfigyelhető, azaz nőtt a hozamgörbe meredeksége. Az elmúlt hónap
87 állampapír-aukcióit élénk kereslet jellemezte, a külföldiek állampapír-állománya
88 ugyanakkor 40 milliárd forinttal 4800 milliárdos szint közelébe csökkent.

89 A hónap során fokozódtak az elkövetkező hónapokra vonatkozó kamatcsökkentési
90 várakozások, és a beárazott kamatpálya is lefelé tolódott, mélypontja 4,1 százalék
91 környékére csökkent.

92 A bankrendszer helyzete

93 A Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) alakulása arra utal, hogy a bankrendszer prociklikus
94 viselkedése csökkent; a pénzügyi kondíciók tavalyi évben végbement változása már nem
95 fékezte önmagában tovább a gazdaságot. A javulás alapvetően a 2012 folyamán
96 bekövetkezett kamatcsökkenés eredménye volt. Fontos azonban megjegyezni, hogy az
97 index emelkedésében jelentős szerepe volt a bázishatásnak is, vagyis a kamatok 2011
98 végi magas szintjének.

99 A bankrendszer vállalati hitel-állománya 2013 februárjában csökkent. Az
100 állományváltozásban legnagyobb szerepe a devizahitelek csökkenésének volt, a forint
101 állomány lényegében stagnált. A vállalati forinthitelek átlagos kamata tovább csökkent az
102 év első hónapjában; februárban az új kibocsátású hitelek átlagos kamatlába kissé
103 csökkent.

104 A bankok háztartási hitel-állománya mérséklődött februárban. A csökkenés döntően a
105 devizaállományon realizálódott, de a forinthitelek állománya is szűkült. Az új háztartási
106 hitelek kibocsátása továbbra is gyenge a bankrendszerben a januári adat alapján.
107 Februárban a háztartások által felvett új forint lakáscélú hitelek és a szabad
108 felhasználású jelzáloghitelek átlagos hitelköltség mutatói változatlan szinten maradtak.

109 A pénzügyi stabilitási szempontból kulcsfontosságú piacok stressz szintje november
110 közepe óta összességében alig változott, így historikusan továbbra is alacsony szintet ér
111 el. A likviditási stresszteszt index januárban enyhén romlott a december végi értékhez
112 képest. A likviditási pufferral rendelkező bankok többsége egy kissé nőtt a korábbi magas
113 szinthez képest is. A 2012 harmadik negyedévben induló stressz esetre számolt tőke
114 stresszteszt index jelentősen elmarad az elmúlt évben tapasztalttól és historikusan is
115 alacsonynak tekinthető, előretekintve azonban kockázatot jelent a bankadó megtartása,
116 illetve a továbbra is gyenge jövedelmezőség. A hazai bankrendszer működésével
117 kapcsolatban kiemelt kockázatot jelent a forráskivonás, a magas nem teljesítő
118 hitelállomány és annak esetleges alulfedezettsége, valamint az alacsony
119 jövedelemtermelő-képesség, ami a hitelezés további visszafogását eredményezheti.

120 A végleges januári, teljes bankrendszerre vonatkozó (fióktelepek nélkül) adatok alapján a
121 részvénytársasági formában működő hitelintézetek külföldi forrásai csökkentek, majd - az
122 előzetes adatok alapján - lassult a külföldi forráskiáramlás februárban. Az enyhe februári
123 külföldi forráskivonás döntően az anyabankokhoz köthető. A IV. negyedév folyamán
124 várakozásunknak megfelelően nőtt a nem teljesítő hitelek aránya a háztartási portfólión
125 belül. A vállalati portfólión belül a 90 napnál nagyobb késétségben levő ügyfelek aránya
126 szignifikánsan csökkent, főként a kedvező tisztítás eredményeként. 2013 első két
127 hónapjában az előzetes adatok alapján a bankrendszeri adózás előtti eredmény 43
128 milliárd forint volt. A tőkemegfelelési mutató rendszerszinten továbbra is megfelelő, de
129 aszimmetria jelentkezik a bankok között.

130 2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

131 Az elmúlt hónapok hazai makrogazdasági folyamatait a várakozásoknál visszafogottabb
132 konjunktúra és az év első hónapjaiban meredeken csökkenő inflációs adatok jellemezték.
133 A GDP év végi csökkenéséhez külső és belső tényezők egyaránt hozzájárultak, miközben
134 néhány ágazat egyedi okok miatt átmenetileg csökkenő termelése mélyítette a
135 visszaesést. A külső piacok lassulása a hazai exportértékesítések dinamikájának
136 visszaesését okozta, miközben az árazási döntések szempontjából meghatározó belföldi
137 kereslet változatlanul mérsékelten alakult. A döntéshozók egyetértettek abban, hogy a
138 válság előtt felhalmozott adósságok fokozatos mérséklése, az általánosan szigorú
139 hitelfeltételek és a konjunkturális kilátásokat övező bizonytalanság, mind a vállalatok,
140 mind a háztartások beruházási-fogyasztási döntéseiben óvatosságot indokolnak. A néhány
141 ágazatot (mezőgazdaság, ipar) érintő jelentős egyedi hatások mellett a vártnál
142 mélyebbnek bizonyuló 2012-es recessziót követően a tanács a következő negyedévekben
143 a gazdasági növekedés fokozatos beindulására számít. A döntéshozók szerint az erősödő
144 exportértékesítésekkel az idei évben ismét megindulhat a növekedés, azonban a belföldi
145 kereslet élénkülése és kiegyensúlyozottabb növekedési szerkezet csak 2014-től várható. A
146 vállalatok beruházási aktivitása a konjunktúra erősödésével szintén a jövő évtől
147 élénkülhet.

148 A beérkezett év eleji inflációs adatok inflációs fordulatra utalnak, megerősítve a
149 Monetáris Tanács többségének azon korábbi véleményét, hogy a nyomott keresleti
150 környezet jelentős árleszorító hatással bír, mivel a fogyasztói árak emelésére a cégek
151 lehetőségei korlátozottak. Az év eleji rezsicsökkentések szintén érdemben mérsékeltek a
152 fogyasztói inflációt. A piaci árazású termékek és szolgáltatások körében általánosan
153 alacsony év eleji áremelés volt megfigyelhető. Az éves árindex februárra a 3 százalékos
154 jegybanki cél alá süllyedt. Bázishatások és a kormányzat rezsicsökkentő lépései
155 következtében az infláció rövid távon tovább csökkenhet. Ugyan az egyes ágazatok
156 adóterhelését növelő költségvetési intézkedések költségnövelő hatása a termelési láncon
157 keresztül fokozatosan a teljes vállalati szektorban jelentkezhet, ami az indirekt adók
158 hatásaitól szűrt maginfláció emelkedését eredményezheti, a tanács többségének
159 megítélése szerint negatív kibocsátási rés mellett a fogyasztói árakba történő
160 továbbhárítás lassú és csak részleges lehet. Mindezen tényezők hatására az infláció az
161 idei év egészében a 3 százalékos cél alatt maradhat, míg 2014-ben a célérték közelében
162 alakulhat.

163 A testület tagjai abban egyetértettek, hogy a makrogazdasági és pénzügyi piaci
164 folyamatok alakulását számottevő bizonytalanság övezi. A Monetáris Tanács értékelése
165 alapján a legjelentősebb kockázatok a gazdaságban meglévő szabad kapacitások
166 mértékével, valamint a hitelezés és a kockázati megítélés alakulásával kapcsolatosak. A
167 visszaeső beruházási aktivitás és a finanszírozási korlátok következtében a magyar
168 gazdaság potenciális növekedési üteme a válság során mérséklődött, a termelésbe
169 bevonható kapacitások leépülésének mértékét ugyanakkor jelentős bizonytalanság övezi.
170 Ha a termelőkapacitások csak kisebb mértékben sérültek, akkor a gazdaság ciklikus
171 pozíciója nyitottabb lehet. Nyitottabb ciklikus pozíció esetén a költségsokkok árazásban
172 történő áthárítási lehetőségei korlátozottak, a vállalatokat ért költségsokkok inflációs
173 hatásai kisebbek, ami lazább monetáris politikát indokol. A tanácstagok többsége szerint
174 az aktuális inflációs és növekedési kilátások lehetővé teszik monetáris kondíciók lazítását.
175 Egyes döntéshozók ugyanakkor arra hívták fel a figyelmet, hogy az alacsony gazdasági

176 növekedés mögött strukturális okok húzódnak meg, amelyekre nem jelent megoldást a
177 monetáris kondíciók lazítása, hanem más típusú gazdaságpolitikai válaszok szükségesek.

178 A döntéshozók abban egyetértettek, hogy a válságból való kilábalás sebességét érdemben
179 befolyásolja a hitelezés alakulása. Az elmúlt időszak kamatcsökkentései a hitelkamatok
180 mérséklődésével jártak együtt, ugyanakkor egyelőre nehezen mérhető fel, hogy az
181 alacsonyabb kamatszint a hitelezést milyen mértékben fogja élénkíteni. Amennyiben a
182 kialakult alacsonyabb hitelkamatok érdemben növelik a beruházási aktivitást, és a
183 lakossági hitelezés felfutásán keresztül számottevően támogatják a lakossági fogyasztást,
184 akkor a gazdaság válságból való kilábalás gyorsabb lehet.

185 A kockázati megítélés alakulása érdemben befolyásolhatja a monetáris politika
186 mozgásterét. A tavalyi év során megfigyelt számottevő javulást követően a hazai
187 pénzügyi piaci környezet az elmúlt hónapokban változékonyabban alakult. A továbbra is
188 támogató külső piaci hangulatban a hazai pénzügyi piaci eszközök kockázati felára
189 februárig stabilan alakult, míg márciusban emelkedést mutatott. A Monetáris Tanács
190 értékelése alapján kockázatot jelent, amennyiben az európai intézmények jelentős
191 erőfeszítései ellenére a kedvező globális pénzügyi piaci környezet és a gyenge
192 reálgazdasági teljesítmény közötti ellentét tartósan nem oldódik. A globális
193 kockáztvállalási hajlandóság számottevő romlása esetén a hazai pénzügyi eszközök
194 kockázati felára is érdemben emelkedhet. A hazai fizetőeszköz közelmúltbeli gyengülését
195 és árfolyamának megemelkedett volatilitását illetően nem volt egységes a tanács
196 tagjainak véleménye. A döntéshozók többsége szerint ez elsősorban a ciprusi
197 eseményekhez, a jegybanki vezetőségváltással kapcsolatos bizonytalansághoz és az S&P
198 általi leminősítéshez köthető. A tanács néhány tagja szerint azonban ebben jelentős
199 szerepet játszottak a piac által várt és beárazott lazítási lépések; megítélésük szerint a
200 forintárfolyam aktuális szintje és megemelkedett volatilitása, továbbá az állampapír-
201 piaci folyamatok óvatos és kiváró monetáris politikát indokolnak.

202 Az elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat
203 25 bázispontos csökkentését hét tanácstag támogatta, míg ketten a kamatszint tartására
204 szavaztak. A további kamatlépések tekintetében a tanácstagok egyetértettek abban, hogy
205 további kamatcsökkentésre akkor kerülhet sor, ha a középtávú inflációs nyomás
206 mérsékelt marad, és a pénzügyi piaci környezetet övező bizonytalanság csökken.

207 **Szavazatok:**

alapkamat 5,00 százalékra történő csökkentése mellett:	7	Balog Ádám, Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Kocziszky György, Matolcsy György, Pleschinger Gyula
alapkamat 5,25 százalékos szinten tartása mellett:	2	Karvalits Ferenc, Király Júlia

208 **Jelen voltak:**

209 Balog Ádám

210 Bártfai-Mager Andrea

211 Cinkotai János

212 Gerhardt Ferenc

213 Karvalits Ferenc
214 Király Júlia
215 Kocziszký György
216 Matolcsy György
217 Pleschinger Gyula

218

219 **A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2013. április 23-án tartja, amelyről**
220 **2013. május 15-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**