



MAGYAR NEMZETI BANK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV  
A MONETÁRIS TANÁCS  
2013. ÁPRILIS 23-I ÜLÉSÉRŐL

**Közzététel időpontja: 2013. május 15. 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)

## 2 1. MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

### Makrogazdaság

3 Az elmúlt hónapban beérkezett inflációs és bér adatok arra utalnak, hogy a mérsékelt  
4 belföldi kereslet és a laza munkapiac erőteljes hatással van az árazási és bérezési  
5 döntésekre. Az ár- és bérdinamika rövidtávon mérsékeltebb lehet a márciusi inflációs  
6 jelentésben szereplő várakozásainknál.

7 A fogyasztóiár szint éves növekedése márciusban 2,2 százalék volt, ami a rendszerváltás  
8 óta a legalacsonyabb érték. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció nem változott, 1,7  
9 százalék volt. A középtávú inflációs kilátásokat megragadó mutatók az év elejétől  
10 megfigyelt alacsony szinten tartózkodnak. A monetáris politika által kiemelten figyelt  
11 piaci szolgáltatások árazása visszafogott, az indirekt adóktól szűrt éves indexe  
12 historikusan alacsony. A márciusi inflációs adat elmarad a várakozásoktól, amit  
13 elsősorban az élelmiszerárak vártnál kedvezőbb alakulása magyaráz. A beérkezett adatok  
14 azt a képet erősítik, hogy a nyomott belső kereslet korlátozza a vállalati költségek  
15 emelkedésének fogyasztói árakba történő áthárítását. A márciusi inflációs adat, az  
16 erősebb forint/euro árfolyam és az alacsonyabb olajárak tovább mérséklődő inflációs  
17 nyomásra utalnak.

18 A január-februári bér adatok alapján a versenyszféra vállalatai erőteljesen visszafoghatták  
19 az idei béremeléseket. Februárban a versenyszféra bruttó átlagkeresete mindössze 1,2  
20 százalékkal emelkedett. A rendszeres keresetek, valamint a bérezés alapfolyamatait  
21 jelző mutatók is megerősítik a bérdinamika érdemi lassulását. Ugyanakkor az éves  
22 bérezési folyamatok szempontjából a márciusi bér adat lehet iránymutató, mivel a  
23 vállalatok zöme e hónapban jelenti le szokásos éves béremeléseit.

24 . Az ipari és külkereskedelmi adatok megerősítették, hogy az ipari termelés tavaly év végi  
25 teljesítményében jelentős átmeneti hatások is szerepet játszottak. Ennek korrekciója az  
26 idei év elején megtörtént. Bár éves alapon februárban 5,4 százalékkal csökkent az ipari  
27 termelés, de a január-februári átlagos (szezónálisan kiigazított) termelési szint 1,5  
28 százalékkal haladta meg a 2012. negyedik negyedév átlagos havi kibocsátását. Az  
29 exportszektor alapfolyamatait továbbra is a felvevőpiacaink gyenge kereslete határozza  
30 meg, bár a bizalmi indikátorok előretételezve némi javulást jeleznek.

31 A mérsékelt inflációs folyamatokban kiemelt szerepet játszik a visszafogott belső  
32 kereslet. Januárban 2,3 százalékkal csökkent éves alapon a teljes, járműértékesítést is  
33 tartalmazó kiskereskedelmi forgalom. A februári előzetes adatok alapján a  
34 járműértékesítés nélküli forgalom 1,4 százalékkal csökkent az előző év azonos  
35 időszakához képest. A kiskereskedelmi értékesítések trendmutatói a korábbi hónapokhoz  
36 képest a forgalom lassuló csökkenését jelzik. A nettó reálkeresetek és a lakossági bizalmi  
37 indikátorok alakulása az év hátralevő részében a lakossági fogyasztás stabilizálódását  
38 vetíti előre, márciusi előrejelzésünkkel összhangban.

39 Az építőipari termelés februárban éves alapon 7,2 százalékkal emelkedett, melyben  
40 szerepet játszott az alacsony tavalyi bázis és a szokásosnál enyhébb időjárás is. A szektor  
41 szerződésállománya 17,6 százalékkal haladta meg a 2012. februárit, ami az EU források  
42 segítségével finanszírozott infrastrukturális beruházások várt bővülését jelezheti előre.

## Pénzügyi piacok

43 A márciusi kamatdöntést követően továbbra is kedvező hangulat uralkodott a globális  
44 piacokon. Ez részben a ciprusi helyzet konszolidációjához, részben pedig a fejlett  
45 országok jegybankjainak monetáris élénkítést fenntartó programjaihoz és az új lendületet  
46 vett japán mennyiségi lazításhoz volt köthető. A hónap második felében a globális  
47 kockázatvállalási kedv azonban kissé romlott, főként néhány, a várttól elmaradó  
48 makroadatnak köszönhetően.

49 A kockázatos eszközök árai eltérően alakultak a hónap során. Míg az amerikai és a japán  
50 tőzsdeindexek emelkedtek, addig az európai és a kínai tőzsdék estek. Az időszak eleji  
51 kedvező nemzetközi környezetben a VIX index alacsony szinteken tartózkodott, majd  
52 az időszak második felében értéke emelkedésnek indult. Jelentős turbulencia alakult ki az  
53 áru piacokon, melynek során esett az arany, az ezüst, valamint az olaj ára.

54 Az eurozóna helyzetével kapcsolatos bizonytalanságok mérséklődtek az elmúlt hónapban,  
55 ezt jelzi, hogy a portugál, a spanyol és az olasz 10 éves kötvényhozamok jelentősen  
56 csökkentek. Emellett a hónap folyamán a szlovén és a ciprusi hosszú hozamok is  
57 érdemben estek, bár ezek még így is meghaladják a márciusi eleji szinteket.

58 A fejlett devizaárfolyamok alakulásában, a japán jen kivételével - mely a jegybank  
59 mennyiségi lazítási programjának köszönhetően tovább gyengült - markáns irány nem  
60 volt megfigyelhető.

61 A legutóbbi kamatdöntés óta a hazai piacokon is kedvező folyamatokat lehetett  
62 tapasztalni. Az alapvetően optimista globális hangulat mellett mindehhez a hazai  
63 események is nagyban hozzájárultak. A forint az euróval szemben az elmúlt hónap során  
64 kisebb kilengésektől eltekintve folyamatosan erősödni tudott, ezzel egyértelműen  
65 felülteljesítő volt a régiós devizák között. A forint árfolyamával kapcsolatos várakozások  
66 az időszak második felében már az erősödés irányába mozdultak el.

67 A magyar CDS-felárban a hó eleji átmeneti emelkedést követően érdemi korrekció  
68 következett be, így az 5 éves felár gyors ütemben egészen a 300-as szint közelébe esett.

69 A forint állampapír-hozamok is lényegesen csökkentek, a legtöbb futamidőn historikus  
70 mélypontra esve. A kedvező globális hangulat mellett a hozamgörbe rövid végén a  
71 kamatcsökkentési várakozások fokozódása, míg a hosszú végén az országkockázati  
72 prémium csökkenése is hozzájárulhatott a hozameséshez.

73 Az FX-swap piacon továbbra is alapvetően feszültségmentes kereskedés folyt. A negyedév  
74 végi - néhány külföldi szereplő mérlegalkalmazkodásához kötődő - kisebb megugrás után  
75 szinte minden futamidőn érdemben csökkentek a swap felárak. Különösen a hosszú  
76 lejáratokon lehetett drasztikus esést tapasztalni.

77 A rövid kamatvárakozások nem változtak érdemben, a következő ülésekre továbbra is 25  
78 bázispontos kamatcsökkentésekkel számol a piac. Ugyanakkor az implikált hozamokból  
79 számított kamatpálya mélypontja még lejjebb, 3,75 százalékra tolódott.

## A bankrendszer helyzete

80 Az MNB Pénzügyi Kondíciós Indexének (PKI) 2013. első negyedéves negatív értéke ismét  
81 arra utal, hogy a pénzügyi kondíciók változása tovább fékezte a gazdaságot. Bár 2012  
82 végére egy javulás volt megfigyelhető, 2013 első negyedévében a gyengülő árfolyam és a  
83 hitelezésben tapasztalt kamatmarzs-szintek felülmúlták az alapkamat-csökkentések

84 pénzügyi kondíciókat javító hatásait. Emiatt összességében továbbra is úgy tűnik, hogy a  
85 pénzügyi kondíciók, a banki hitelkínálat még mindig akadályozza a kibocsátási rés  
86 záródását.

87 Márciusban a bankrendszer vállalati hitelállománya nagyobb mértékben, összesen 86  
88 milliárd forinttal csökkent. A mérséklődés a forinthitelekhez volt köthető, azon belül is a  
89 rövidekhez. A devizahitelek állománya kismértékben nőtt ezzel szemben. A vállalati  
90 forinthitelek átlagos kamata tovább csökkent februárban is. Az új kibocsátású hitelek  
91 átlagos kamatlába 10-20 bázisponttal lett alacsonyabb, mint egy hónappal korábban. Ez  
92 augusztus óta 1,5-2 százalékpontos csökkenést jelent.

93 A bankrendszer háztartási hitelezése az előző hónapokéhoz hasonló mértékben és  
94 összetételben, összesen 47 milliárd forinttal mérséklődött márciusban. A hitelállomány  
95 teljes mérséklődéséből a devizahitelek állománycsökkenése 33 milliárd forint volt. Az új  
96 háztartási hitelek kibocsátása továbbra is gyenge a bankrendszerben a februári adat  
97 alapján. Februárban a háztartási lakáscélú hitelek átlagos kamata nem változott  
98 lényegesen. A szabad felhasználású jelzáloghitelek átlagos kamata ezzel szemben kissé  
99 nőtt februárban.

100 Pénzügyi stabilitási szempontból kulcsfontosságú pénzügyi piacok felől érkező stressz  
101 mérésére használt Rendszerszintű Pénzügyi Stressz Index az elmúlt hónapban egy  
102 átmeneti emelkedés után visszaállt az utóbbi hónapokban megszokott, historikusan  
103 alacsony szintjére.

104 A Likviditási Stresszteszt Index márciusban nem változott lényegesen az egy hónappal  
105 korábbi értékhez képest. A bankok stressz alatt is képesek megfelelni a szabályozói  
106 elvárásnak. Bár a likviditási pufferral rendelkező bankok többsége csökkent, ezzel együtt  
107 a likviditási helyzet megfelelő.

108 A IV. negyedév folyamán a várakozásoknak megfelelően nőtt a nem teljesítő hitelek  
109 aránya a háztartási portfólión belül. A nemteljesítések mérsékelt növekedése mellett  
110 összességében enyhén nőtt az állomány fedezettsége. A vállalati portfólión belül a 90  
111 napnál nagyobb késétségben levő ügyfelek aránya szignifikánsan csökkent, főként a  
112 kedvező tisztítás eredményeként. A várakozásoktól eltérően azonban a válság kezdete  
113 óta először a portfóliótisztítási komponens is negatív volt, vagyis tisztítás nélkül is szűkült  
114 volna a nem teljesítő hitelek állománya.

115 A 2013 első negyedévben induló, kétéves időhorizonton bekövetkező stressz esetére  
116 számolt Tőke Stresszteszt Index az előzetes eredmények szerint emelkedett. Egyrészt  
117 alacsonyabb a kiinduló tőkeszint, másrészt pedig a tavalyi gyenge eredmény miatt  
118 csökkent a jövedelemvárakozás is. Az emelkedést ezek mellett az is magyarázza, hogy 3  
119 nagy banknál is - viszonylag kismértékű - tőkehiány lép fel.

120 2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

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

128 A beérkezett inflációs adatok megerősítették a Tanács tagjait abban, hogy a nyomott  
129 keresleti környezet jelentős árleszorító hatással bír. A szabályozott árak év eleji  
130 csökkentése és a gyenge kereslet következtében az infláció a jegybanki cél alá süllyedt.  
131 Az egyes ágazatok adóterhelését növelő költségvetési intézkedések költségnövelő hatása  
132 a termelési láncon keresztül fokozatosan a teljes vállalati szektorban jelentkezhet, ami  
133 az indirekt adók hatásaitól szűrt maginfláció emelkedését eredményezheti. A Tanács  
134 megítélése szerint ugyanakkor a negatív kibocsátási rés mellett a fogyasztói árakba  
135 történő továbbhárítás lassú és csak részleges lehet. A testület néhány tagja megjegyezte,  
136 hogy ebben az évben az infláció tartósan a középtávú cél alatt maradhat, míg jövőre a  
137 célérték közelében alakulhat.

138 A tavalyi év végi gyenge konjunkturális adatokhoz külső és belső tényezők egyaránt  
139 hozzájárultak, miközben néhány ágazat egyedi okok miatt átmenetileg csökkenő  
140 termelése mélyítette a visszaesést. A növekedés idén az exportpiacok élénkülésével újra  
141 elindulhat, azonban mind a külső, és különösen a belső keresleti tényezők csupán  
142 mérsékelt bővülést vetítenek előre.

143 Az alacsony inflációs környezetben a lakossági reáljövedelmek ismét növekedhetnek. Az  
144 elmúlt hónapokban megjelent bér adatok azonban megerősítik a Monetáris Tanács  
145 tagjainak azon véleményét, miszerint a rendszeres keresetek, valamint a bérezés  
146 alapfolyamatait jelző mutatók a bérdinamika érdemi lassulását mutatják, mely tovább  
147 csökkentheti a következő időszakban az inflációs nyomást.

148 A válság előtt felhalmozott adósságok elhúzódó leépítése és a bizonytalan gazdasági  
149 környezet következtében azonban a háztartásokat tartósan óvatos viselkedés és magas  
150 megtakarítási ráta jellemezheti, így a fogyasztási kereslet feltehetően csak 2014-től fog  
151 erősödni.

152 A globális kockázatvállalási hajlandóság az elmúlt hónapban kedvezően alakult. A javuló  
153 nemzetközi környezetben a hazai pénzügyi piaci eszközök kockázati felára is jelentősen  
154 mérséklődött. A Tanács egyetértett abban, hogy az ország pénzügyi stabilitása megfelelő.  
155 A hazai kockázati prémium számottevően csökkent, mind a rövid, mind a hosszabb  
156 lejáratú állampapír hozamok jelentős mértékben, historikusan alacsony szintre estek. A  
157 forint az euróval szemben az elmúlt hónap során kisebb kilengésektől eltekintve  
158 folyamatosan erősödni tudott. A magyar CDS felár szintén nagymértékben csökkent az  
159 elmúlt hónapban.

160 A Monetáris Tanács értékelése alapján azonban a nemzetközi közösség jelentős  
161 erőfeszítései ellenére továbbra is fennáll a kedvező globális pénzügyi piaci környezet és a  
162 gyenge reálgazdasági teljesítmény közötti ellentét, ami óvatos monetáris politikai  
163 lépéseket indokol.

164 A Monetáris Tanács megítélése szerint az elmúlt hónapban beérkezett adatok  
165 megerősítik, hogy a gyenge kereslet dezinflációs hatása erőteljesen érvényesül, ezért a  
166 vállalatok termelési költségeik emelkedését csak korlátozottan tudják árazásukban  
167 érvényesíteni. A Monetáris Tanács tagjai ezért egyetértenek abban, hogy az inflációs és  
168 reálgazdasági kilátások alacsonyabb alapkamattal konzisztensek.

169 Az ülést levezető alelnök a vitát követően kezdeményezte a szavazást, amelynek során a  
170 Tanács egységesen az alapkamat 25 bázispontos csökkentését támogatta. A további  
171 kamatlépések tekintetében a tanácstagok egyetértettek abban, hogy az irányadó kamat  
172 további csökkentésére akkor kerülhet sor, ha a középtávú inflációs kilátások összhangban  
173 maradnak a 3 százalékos céllal, és fennmaradnak a kedvező pénzügyi piaci folyamatok.

174

175 **Szavazatok:**

<b>alapkamat 4,75 százalékra történő csökkentése mellett:</b>	5	Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Kocziszky György, Pleschinger Gyula
---	---	--

176 **Jelen voltak:**

177 Bártfai-Mager Andrea

Palotai Dániel, ügyvezető igazgató

178 Cinkotai János

179 Gerhardt Ferenc

180 Kocziszky György

181 Pleschinger Gyula

182

183 **A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2013. május 28-án tartja, amelyről**  
184 **2013. június 12-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**